东兴证券
DONGXING SECURITIES

海澜之家（600398）：主品牌增速稳健，新品牌推进顺利

——2019 年半年报点评

2019 年 09 月 02 日

推荐/维持

海澜之家 | 公司报告

事件：实现营业收入 107.21 亿元，同比增长 7.07%；归属于上市公司股东的净利润 21.25 亿元，同比增长 2.87%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 19.90 亿元，同比下降 2.51%；基本每股收益 0.48 元。其中第二季度，收入同比增长 9.58%，较 Q1 有所提速，归母净利润/扣非归母净利润同比下降 2.08%/9.42%，主要系新品牌培育支出增加。

海澜之家主品牌增长稳健，男装龙头优势明显。上半年公司主品牌海澜之家实现收入 86.28 亿，同比增长 5%。其中 Q2 实现营业收入 36.35 亿，同比增长 9.29%，逆行业之势提速。从渠道看，上半年净增加门店 152 家到 5449 家。由于直营门店的增加，毛利率增加 2.46pct 提升明显。我们认为在整个休闲服饰行业承压的情况下，品牌分化愈加明显，海澜之家品牌力强劲受益于整个行业的马太效应，份额会有继续提升。

新品牌推进顺利，公司新品牌投入方面预算合理。公司目前多品牌布局已初步建立，通过并购扩展了童装、通过自主培养轻奢品牌。上半年海澜之家以外的品牌实现收入 20.93 亿元，占总收入的接近 20%。1）定制业务圣凯诺较为稳定，上半年收入 9.36 亿元。2）爱居兔女装收入 5.47 亿元，品牌处于调整期收入下滑 10%。2）新培育品牌中海澜优选、轻奢女装 OVV 发展可观，是公司目前的发展重点。3）并购的童装品牌男生女生、英氏有望享受行业红利，并借助海澜供应链优势，运营水平有所升级。公司计划将每年利润的 10%用于新品牌的培育，预算合理，从长远看有助于公司建立合理的品牌梯度，公司也有望从男装龙头成为多品牌、多品类的平台型公司。

海外业务持续推进，国际化战略日渐清晰。公司主品牌海澜携手轻奢品牌 OVV 和年轻品牌黑鲸一起走出国门。截止 2019H1 公司拥有海外门店 46 家，分布在马来西亚、新加坡、泰国、越南、日本，实现营收 5400 万，同比增长 134%。未来海外收入的贡献将越来越明显，公司多品牌、国际化形象越来越清晰，将步入新的发展阶段。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,200.0	19,089.7	20,807.1	22,131.9	23,437.5
增长率（%）	7.06%	4.89%	9.00%	6.37%	5.90%
净利润（百万元）	3,329.33	3,455.93	3,848.30	4,178.99	4,437.80
增长率（%）	6.60%	3.80%	11.35%	8.59%	6.19%
净资产收益率（%）	29.78%	26.66%	22.62%	22.67%	22.25%
每股收益(元)	0.74	0.77	0.86	0.93	0.99
PE	12.78	12.29	11.05	10.17	9.58
PB	0.99	0.85	2.50	2.31	2.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

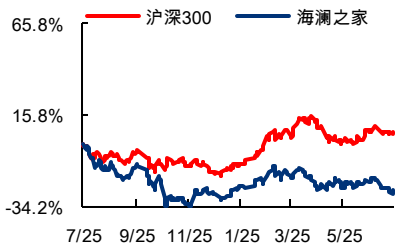
公司简介：

公司是男装行业绝对龙头，拥有海澜之家、爱居兔、圣凯诺、OVV 等多个品牌，目前已发展为事品牌管理、供应链管理、营销网络管理的大型消费品牌运营平台公司。

交易数据

52 周股价区间（元）	8.35-11.82
总市值（亿元）	369.07
流通市值（亿元）	369.07
总股本/流通 A 股（万股）	442001/442001
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.23

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师:刘畅

010-66554032 liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517120001

研究助理:刘田田

010-66554038 liutiantian@dxzq.net.cn

短期内第二次推出回购方案，公司长远发展信心足。公司于 7 月 24 日公布《关于回购公司股份预案(第二期)的公告》。本次回购的资金总额在 6.90-10.36 亿元，全部来源于公司自有资金，回购的股份将全部予以注销。本次回购预计股份数量约 86,333,333 股，约占目前公司总股本的 1.95%。截至 2019 年 6 月 16 日，公司刚完为期 6 个月的第一期回购，回购资金总额 6.67 亿元；时隔一月公司便再次发布回购方案。本次回购方案从各方面都彰显出公司对自身业务发展十足的信心。

投资建议：预计公司 2019-2021 年实现营业收入 208.07、221.32、234.38 亿元；归母净利润分别为 38.48、41.79、44.38 亿元，对应 PE 分别为 11.05X、10.17X、9.58X。目前估值处在较低水平，维持“推荐”评级。

风险提示：1、新品牌培育期过长；2、国内需求持续低迷。

表：公司盈利预测表

资产负债				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	17641.37	21767.52	27286.98	22642.38	24013.36
货币资金	7841.98	10526.33	12642.78	7009.71	7345.32
应收账款	594.87	685.11	3135.33	3334.95	3531.68
其他应收款	69.31	429.74	468.40	498.22	527.61
预付款项	519.06	489.51	480.72	471.43	461.60
存货	8492.69	9473.64	10157.37	10726.97	11350.21
其他流动资产	53.82	144.77	402.38	601.10	796.94
非流动资产合	7456.94	7823.92	7218.87	7270.69	7203.43
长期股权投资	714.57	769.52	769.52	769.52	769.52
固定资产	3138.73	4035.59	3886.47	3859.72	3815.06
无形资产	493.83	531.05	509.50	489.03	469.57
其他非流动资	28.97	220.03	220.03	220.03	220.03
资产总计	25098.30	29591.45	34505.85	29913.08	31216.79
流动负债合计	12446.82	12885.51	13754.38	7738.64	7533.20
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	6711.20	5768.51	6794.23	1430.26	1135.02
预收款项	1661.10	1320.50	1538.27	1816.24	2169.47
一年内到期的	448.04	370.25	0.00	0.00	0.00
非流动负债合	1474.14	3611.00	3608.87	3605.67	3600.34
长期借款	499.50	493.50	493.50	493.50	493.50
应付债券	0.00	2285.11	2282.98	2279.78	2274.45
负债合计	13920.96	16496.51	17363.25	11344.31	11133.54
少数股东权益	0.00	136.89	138.18	139.57	141.05
实收资本（或	1168.12	1168.12	4492.76	4492.76	4492.76
资本公积	2032.71	2032.71	2032.71	2032.71	2032.71
未分配利润	6606.82	7666.92	10425.36	13267.25	16171.63
归属母公司股	11177.34	12958.05	17004.42	18429.19	19942.20
负债和所有者	25098.30	29591.45	34505.85	29913.08	31216.79

现金流量				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2879.57	2419.43	3066.75	-1862.42	4206.19
净利润	3329.33	3455.93	3848.30	4178.99	4437.80
折旧摊销	349.15	326.73	738.81	797.06	826.11
财务费用	-120.43	-3.80	0.00	0.00	0.00
应收账款减少	0.00	0.00	-2450.22	-199.62	-196.73
预收帐款增加	0.00	0.00	217.77	277.96	353.23
投资活动现金	-2208.06	-822.27	-772.36	-1014.63	-941.95
公允价值变动	-3.34	-8.92	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	12.84	160.99	71.36	81.73	104.70
筹资活动现金	-1661.96	661.26	-177.94	-2756.02	-2928.64
应付债券增加	0.00	0.00	-2.13	-3.20	-5.33
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	3324.64	0.00	0.00
资本公积增加	15.31	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-990.45	2258.42	2116.45	-5633.07	335.61

利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18200.09	19089.73	20807.16	22131.93	23437.53
营业成本	11110.42	11293.47	12358.13	13051.15	13809.42
营业税金及附加	147.98	141.29	156.05	149.39	142.38
营业费用	1548.98	1799.42	1866.09	1984.90	2101.99
管理费用	1054.01	1100.28	1206.82	1283.65	1359.38
财务费用	-120.43	-3.80	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	126.52	383.31	232.60	247.47	287.79
公允价值变动收	-3.34	-8.92	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.84	160.99	71.36	81.73	104.70
营业利润	4360.46	4555.17	5058.83	5497.09	5841.26
营业外收入	42.71	36.92	40.41	40.01	39.11
营业外支出	7.71	14.31	10.18	10.73	11.74
利润总额	4395.47	4577.78	5089.06	5526.37	5868.63
所得税	1066.14	1121.86	1240.76	1347.38	1430.83
净利润	3329.33	3455.93	3848.30	4178.99	4437.80
少数股东损益	0.45	1.15	1.28	1.39	1.48
归属母公司净利	3328.87	3454.77	3847.01	4177.60	4436.32
EBITDA	4589.18	4878.11	5710.57	6244.02	6637.55
EPS（元）	0.74	0.77	0.86	0.93	0.99

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	7.06%	4.89%	9.00%	6.37%	5.90%
营业利润增长	7.07%	4.47%	11.06%	8.66%	6.26%
归属于母公司净	11.35%	8.59%	11.35%	8.59%	6.19%
获利能力					
毛利率(%)	0.00%	38.96%	40.84%	40.61%	41.03%
净利率(%)	18.29%	18.10%	18.50%	18.88%	18.93%
总资产净利润	12.19%	13.26%	11.67%	11.15%	13.97%
ROE(%)	29.78%	26.66%	22.62%	22.67%	22.25%
偿债能力					
资产负债率(%)	55%	56%	50%	38%	36%
流动比率	1.42	1.69	1.98	2.93	3.19
速动比率	0.74	0.95	1.25	1.54	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.70	0.65	0.69	0.77
应收账款周转率	29	30	11	7	7
应付账款周转率	2.56	3.06	3.31	5.38	18.27
每股指标（元）					
每股收益(最新	0.74	0.77	0.86	0.93	0.99
每股净现金流	-0.85	1.93	0.47	-1.25	0.07
每股净资产(最	9.57	11.09	3.78	4.10	4.44
估值比率					
P/E	12.78	12.29	11.05	10.17	9.58
P/B	0.99	0.85	2.50	2.31	2.13
EV/EBITDA	0.91	0.75	5.71	6.13	5.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	海澜之家（600398）一季报点评：主品牌发展稳健，童装和轻奢品牌有望成为新增长点	2019-04-30
公司	海澜之家（600398）年报点评：渠道持续扩张，经营模式显优势	2019-04-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018 年获得万得 wind 平台综合影响力第一名，万得 wind 食品饮料最佳分析师第三名，同花顺 ifind 食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：刘田田

对外经济贸大学金融硕士，曾就任于买方机构，覆盖大消费行业研究，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。