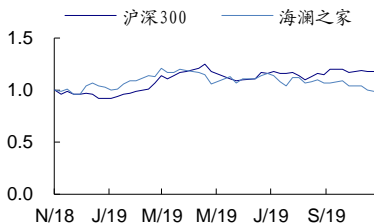


证券研究报告—动态报告
纺织服装及日化
服装 II
海澜之家(600398)
买入
2019 年三季度点评

(维持评级)

2019 年 11 月 01 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,420/4,420
总市值/流通(百万元)	32,885/32,885
上证综指/深圳成指	2,939/9,682
12 个月最高/最低(元)	9.94/7.19

相关研究报告:

《海澜之家-600398-2018 年年报点评: 营收增速边际改善, 低估值稳健白马》——2019-04-02
 《海澜之家-600398-2018 年半年报点评: 业绩表现积极稳健, 低估值龙头价值凸显》——2018-08-30
 《海澜之家-600398-2017 年年报点评: Q4 业绩拐点已现, 内生外延共助龙头平台化发展》——2018-03-26
 《海澜之家-600398-2016 年三季度点评: 逆势扩张步伐加快, 关注 Q4 气候因素及业绩弹性》——2016-10-31
 《海澜之家-600398-2016 年半年报点评: 内生增长放缓致业绩不及预期, Q2 渠道拓展步伐提速》——2016-08-23

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

联系人: 彭若恒

E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
主品牌回暖营收持续提速, 休闲龙头稳中有升
● Q3 营收持续提速, 业绩受一次性因素影响略有下滑

公司前三季度取得营收 146.9 亿元, 同增 12.6%, 业绩 26.2 亿元, 同降 0.45%, 扣非后同降 3.6%。其中 Q3 营收在主品牌持续回暖及圣凯诺订单良好推动下增幅达 31.0%, 业绩同比下降 12.6%, 预计受新品孵化及新增折旧等费用影响。

● 主品牌稳中向好逐季提速, 圣凯诺表现亮眼

分品牌来看, 主品牌海澜前三季度收入同增 7.3%, 其中 Q3 增速达 14.4%, 今年以来逐季提升之势明显, 店铺数量较去年同期增加 626 家; 职业装圣凯诺收入 15.2 亿元, 同增 31.2%, 其中 Q3 增速达 77.4%, 在团体订制的销售模式下季度收入波动较大, 订单趋势良好; 女装爱居兔将 81% 股份转让予品牌核心管理方后 9 月起不再并表, 前 8 个月收入 7.0 亿元, 但预计仍有亏损拖累; 其他品牌前三季度收入 6.3 亿元, 同比增长 1085.90%, 英氏、男生女生童装在内的新品牌孵化顺利。分渠道来看, 线上/线下收入分别为 8.5/135.3 亿元, 同比增长 10.0/13.0%, 其中线上 Q3 同比增长 38.9%, 环比大幅改善。

● 毛利率水平略有下降, 运营周转有所提效

公司前三季度毛利率下降 1.7pct 至 41.8%, 其中主品牌毛利率降 1.9pct, 预计与公司提升产品性价比降低加价倍率有关。销售费用率上升 1.1pct, 主要系新品孵化及直营门店增加影响, 管理费用率上升 1.3pct, 预计与品牌调整、职工薪酬及折旧摊销增加有关, 财务费用基本持平。存货/应收周转天数分别下降 34.8/1.6 天, 存货消化良好, 经营活动现金流净额/营收略上升 0.3pct。

● 主品牌聚焦产品力提升, 童装业务完善布局, 维持“买入”评级

公司为国内最大休闲服饰龙头, 长期业务稳定、规模优势突出、品牌力基础扎实, 近期从性价比及设计感方面大力推进产品升级, 接连与知名 IP 合作联名, 提升品牌时尚度和年轻化; 剥离爱居兔品牌有利于公司集中资源加强优质品牌布局; 公司在相继完成对男生女生及英氏婴童收购后完善了童装业务布局, 未来有望逐步发力童装优质赛道, 为公司整体带来新增动力。

考虑爱居兔出表及各项新增费用影响, 下调 19-21 年 EPS 至 0.82/0.89/0.99 元/股, 对应 PE9.4/8.6/7.8 倍, 休闲龙头低估值高分红业务稳健, 维持“买入”。

● 风险提示: 线下扩张速度放缓, 休闲服市场回暖不及预期
盈利预测和财务指标

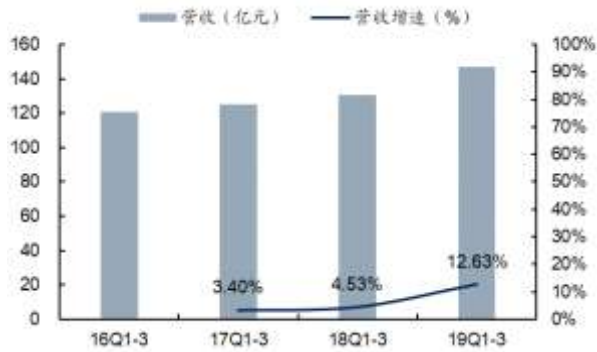
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,090	20,731	22,017	24,042
(+/-%)	4.9%	8.6%	6.2%	9.2%
净利润(百万元)	3455	3687	3996	4436
(+/-%)	3.8%	6.7%	8.4%	11.0%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.82	0.89	0.99
EBITMargin	24.9%	24.2%	24.3%	24.6%
净资产收益率(ROE)	26.7%	25.5%	24.9%	24.9%
市盈率(PE)	10.0	9.4	8.6	7.8
EV/EBITDA	10.1	9.2	8.6	8.0
市净率(PB)	2.66	2.39	2.15	1.94

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

Q3 营收提速超预期，业绩受新增费用影响略有下滑

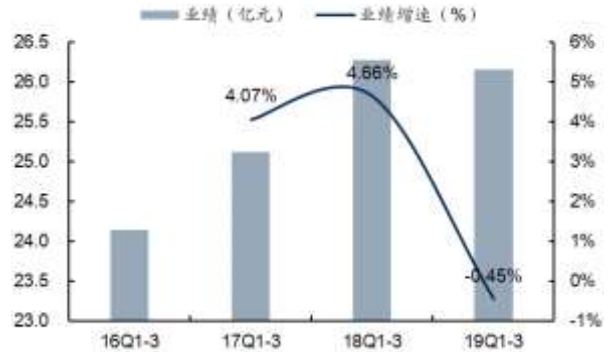
公司前三季度取得营收 146.9 亿元，同增 12.6%，业绩 26.2 亿元，同降 0.45%，扣非后同降 3.6%。其中 Q3 营收在主品牌持续回暖及圣凯诺订单良好推动下增幅达 31.0%，业绩同比下降 12.6% 预计受已被剥离品牌爱居兔亏损影响。

图 1：公司营收及增速/%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司业绩及增速/%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品牌来看，主品牌海澜前三季度收入 115.3 亿，同增 7.3%，其中 Q3 增速达 14.4%，环比上季提速 5.1pct，今年以来逐季提升之势明显，主要系开店推动，店铺数量较去年同期增加 626 家，同时店效亦有所提升；职业装圣凯诺收入 15.2 亿元，同增 31.2%，其中 Q3 增速达 77.4% 环比 Q2 大幅提升，在团体订制的销售模式下季度收入波动较大，但今年以来订单趋势良好；女装爱居兔将 81% 股份转让予品牌核心管理方后 9 月起不再并表，前 8 个月收入 7.0 亿元，但预计亏损有所拖累影响；其他品牌前三季度收入 6.3 亿元，预计主要受英式婴童并表等影响同比增长 1085.90%。

图 3：海澜主品牌分季度收入增速/%



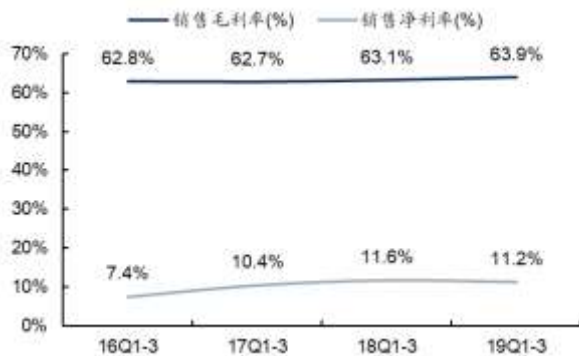
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分渠道来看，线上/线下收入分别为 8.5/135.3 亿元，同比增长 10.0/13.0%。其中线上 Q3 同比增长 38.9%，环比大幅改善。分模式来看，直营/加盟收入 8.6/120.1 亿元，同比增长 243.8/5.9%。

盈利能力：利率水平略有下降，费用率有所上升

前三季度毛利率下降 1.7pct 至 41.8%，其中主品牌毛利率下降 1.9pct，预计与产品结构调整有关，公司今年以来确立性价比为核心的产品升级方向，预计下调了一定加价倍率。期间费用率上升 2.5pct，其中销售费用率上升 1.1pct，主要系新品牌孵化以及直营门店增加较快影响；管理费用率上升 1.3pct，预计与品牌调整、职工薪酬及固定资产折旧摊销增加有关，财务费用基本持平。

图 4：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营能力：周转效率略有提升，现金流保持稳健

存货/应收周转天数分别下降 34.8/1.6 天至 298.6/14.3 天，整体运营效率有所提升，存货加速消化；经营活动现金流净额/营收上升 0.3pct 至 1.4%，保持稳健。

图 6：公司存货和应收账款周转天数/天



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：销售商品收到的现金&经营活动现金流净额/营收



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：休闲龙头内功坚实，聚焦核心有助发力，维持“买入”评级

公司为国内最大休闲服饰龙头，长期业务稳定、规模优势突出、品牌力基础扎实，近期从性价比及设计感方面大力推进产品升级，接连与知名 IP 合作联名，提升品牌时尚度和年轻化；前期剥离爱居兔有利于公司集中资源加强优质品牌布局；公司在相继完成对男生女生及英氏婴童收购后完善了童装业务布局，未来有望逐步发力童装优质赛道，为公司整体带来新增动力。

综合考虑爱居兔出表对公司带来的营收减少和利润端拖累减少，以及各项新增费用影响，略下调 19-21 年 EPS 至 0.82/0.89/0.99 元/股，对应 PE9.4/8.6/7.8 倍，估值在板块内相对较低。

公司作为大众服饰龙头品牌，主品牌具备特色突出的零售体系和规模优势，相

对稳定的利润能为其他品牌的扩张转型和新品牌孵化提供较大支持，保障持续捕捉市场机会的能力，目前在童装领域布局完善，明年有望贡献增量。中长期来看公司业务稳定性较强，作为低估值行业龙头，上市以来维持稳定高分红率，且5年股份回购规划彰显中长期发展信心，维持“买入”。

表 1：可比公司估值情况

公司 名称	投资评 级	收盘价 截止 10/29	市值(亿元) 截止 10/29	业绩增速(%)				PE		PEG	
				2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E
太平鸟	买入	14.19	68.22	25.27%	6.38%	11.35%	10.86%	11.26	10.06	9.10	1.77
森马服饰	买入	11.40	307.63	48.83%	7.23%	19.38%	20.34%	17.01	14.25	11.75	2.35
海澜之家	买入	7.44	328.85	3.78%	6.73%	7.34%	7.71%	8.96	8.36	7.75	1.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	10526	12033	12850	14070	营业收入	19090	20731	22017	24042
应收款项	1118	738	754	790	营业成本	11293	12221	12950	14108
存货净额	9474	8807	9138	9777	营业税金及附加	141	166	176	192
其他流动资产	634	622	661	721	销售费用	1799	2104	2252	2442
流动资产合计	21768	22216	23418	25374	管理费用	1100	1213	1281	1387
固定资产	4205	4587	4318	4021	财务费用	(4)	(156)	(187)	(219)
无形资产及其他	531	511	491	470	投资收益	161	15	15	15
投资性房地产	2319	2319	2319	2319	资产减值及公允价值变动	(392)	(300)	(250)	(250)
长期股权投资	770	1520	2270	3020	其他收入	27	0	0	0
资产总计	29591	31151	32815	35204	营业利润	4555	4898	5309	5897
短期借款及交易性金融负债	370	500	300	200	营业外净收支	23	20	20	20
应付款项	8027	8970	9311	9965	利润总额	4578	4918	5329	5917
其他流动负债	4488	3800	4025	4383	所得税费用	1122	1230	1332	1479
流动负债合计	12886	13270	13635	14549	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	2779	2779	2779	2779	归属于母公司净利润	3455	3687	3996	4436
其他长期负债	832	532	232	(68)					
长期负债合计	3611	3311	3011	2711	现金流量表 (百万元)				
负债合计	16497	16581	16646	17260	净利润	3455	3687	3996	4436
少数股东权益	137	137	138	139	资产减值准备	257	36	(21)	(27)
股东权益	12958	14433	16031	17806	折旧摊销	277	503	561	596
负债和股东权益总计	29591	31151	32815	35204	公允价值变动损失	392	300	250	250
					财务费用	(4)	(156)	(187)	(219)
					营运资本变动	(867)	1049	(142)	(50)
					其它	(256)	(36)	22	28
					经营活动现金流	3257	5540	4665	5233
					资本开支	(370)	(1201)	(501)	(501)
					其它投资现金流	37	0	0	0
					投资活动现金流	(388)	(1951)	(1251)	(1251)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(6)	0	0	0
					支付股利、利息	(2277)	(2212)	(2397)	(2662)
					其它融资现金流	4380	130	(200)	(100)
					融资活动现金流	(185)	(2083)	(2597)	(2762)
					现金净变动	2684	1507	817	1220
					货币资金的期初余额	7842	10526	12033	12850
					货币资金的期末余额	10526	12033	12850	14070
					企业自由现金流	2630	4122	3936	4479
					权益自由现金流	7003	4369	3876	4544

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.77	0.82	0.89	0.99
每股红利	0.51	0.49	0.53	0.59
每股净资产	2.88	3.21	3.57	3.96
ROIC	27%	27%	33%	37%
ROE	27%	26%	25%	25%
毛利率	41%	41%	41%	41%
EBIT Margin	25%	24%	24%	25%
EBITDA Margin	26%	27%	27%	27%
收入增长	5%	9%	6%	9%
净利润增长率	4%	7%	8%	11%
资产负债率	56%	54%	51%	49%
息率	6.6%	6.4%	6.9%	7.7%
P/E	10.0	9.4	8.6	7.8
P/B	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.1	9.2	8.6	8.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032