



# 海澜之家 (600398): 主品牌收入环比提速, 其他品牌有望次第开花

## ——2019年三季报点评

2019年11月01日

推荐/维持

海澜之家 公司报告

### 报告摘要:

**事件:** 公司发布三季报, 2019 前三季度公司实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 146.89 亿元、26.16 亿元、24.18 亿元, 同比增长 12.63%、0.45%、-3.63%; 2019Q3 公司实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 39.68 亿元、4.91 亿元、4.28 亿元, 同比增长 31%、-12.64%、-8.51%。

**主品牌在产品、渠道改善之下, 收入逆势而上。** 公司主品牌海澜之家 (包括黑鲸和海一家) 前三季度取得收入 115.32 亿元, 同比增长 7.26%, Q1-Q3 每个季度增速分别为 2.16%/9.29%/14.4%, 呈现明显的逐季度提速。主品牌的良好表现依赖于产品、渠道等方面的努力。产品方面除了加强性价比, 产品的设计也更加年轻化、时尚化, 今年以来多次推出联名款, 对动销和品牌建设均有良好效果, 冬季鹅绒系列有望成为爆款。在渠道方面, 公司的渠道结构持续改善, 商场店占比达 20%, 未来有望提升到 30%-40%, 全年推算坪效在 3.2 万元, 在国内品牌中坪效出众, 随着渠道结构优化主品牌店效、坪效将继续提升。

**轻奢品牌和童装品牌有望在未来为公司贡献更多业绩。** 在三季报中, 除海澜之家和圣凯诺以外的其他品牌占比为 4.29% (英氏只并入 7-9 月份数据), 目前公司重点发展的品牌为海澜优选、女装 OVV 和两个童装品牌男生女生、英氏, 由于几个品牌仍处于快速发展期, 预计明年合计仍能取得 100% 以上增速。从业绩贡献看, 海澜优选和 OVV 还处在培育期, 男生女生和英氏处在盈利提升过程中, 明年业绩贡献将有改善。

**公司电商渠道、海外渠道拓展顺利, 为公司业务发展打开新天地。** 海澜品牌三季度在电商平台实现 39% 的收入增速, 为电商业务增长最快的一个季度, 预计随着去年投入使用的仓储系统运营愈发成熟, 公司的电商业务后续将颇具潜力。海外渠道方面, 截止三季度末海外门店达到 50+ 家, 实现收入 8600 万元。

**投资建议:** 我们认为三季度公司的业绩受到一次性因素的影响, 出现了略微下滑, 但是明年这些因素都会消除, 对于公司更应看到收入端的积极变化。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 9.14X、8.48X、7.97X。目前估值处在较低水平, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 1、终端消费意愿持续低迷; 2、新店开拓不及预期。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	18,200.09	19,089.73	20,807.16	22,131.93	23,437.53
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	3,734.45	4,034.30	4,279.33
增长率 (%)	6.60%	3.80%	8.06%	8.03%	6.07%
净资产收益率 (%)	29.78%	26.66%	21.92%	21.96%	21.58%
每股收益 (元)	0.74	0.77	0.84	0.91	0.96
PE	12.78	12.29	9.14	8.45	7.97

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

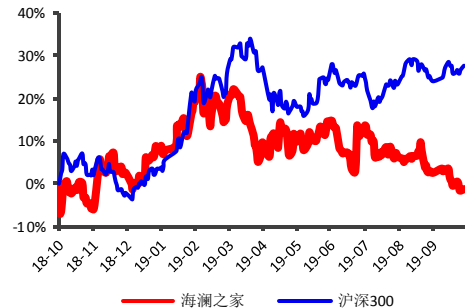
### 公司简介:

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)	7.36-9.89.82
总市值 (亿元)	339.07
流通市值 (亿元)	339.07
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	0.24

### 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

### 分析师:刘畅

010-66554017 liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517120001

### 研究助理:刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

### 研究助理:汪玲

010-66554061 wangling\_yjs@dxzq.net.cn

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	17641.37	21767.52	27286.98	22642.38	24013.36	<b>营业收入</b>	18200.09	19089.73	20807.16	22131.93	23437.53
货币资金	7841.98	10526.33	12642.78	7009.71	7345.32	<b>营业成本</b>	11110.42	11293.47	12358.13	13051.15	13809.42
应收账款	594.87	685.11	3135.33	3334.95	3531.68	营业税金及附加	147.98	141.29	156.05	149.39	142.38
其他应收款	69.31	429.74	468.40	498.22	527.61	营业费用	1548.98	1799.42	1866.09	1984.90	2101.99
预付款项	519.06	489.51	480.72	471.43	461.60	管理费用	1054.01	1100.28	1206.82	1283.65	1359.38
存货	8492.69	9473.64	10157.37	10726.97	11350.21	财务费用	-120.43	-3.80	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	53.82	144.77	402.38	601.10	796.94	资产减值损失	126.52	383.31	232.60	247.47	287.79
<b>非流动资产合计</b>	7456.94	7823.92	7218.87	7270.69	7203.43	公允价值变动收	-3.34	-8.92	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	714.57	769.52	769.52	769.52	769.52	投资净收益	12.84	160.99	71.36	81.73	104.70
固定资产	3138.73	4035.59	3886.47	3859.72	3815.06	<b>营业利润</b>	4360.46	4555.17	5058.83	5497.09	5841.26
无形资产	493.83	531.05	509.50	489.03	469.57	营业外收入	42.71	36.92	40.41	40.01	39.11
其他非流动资产	28.97	220.03	220.03	220.03	220.03	营业外支出	7.71	14.31	10.18	10.73	11.74
<b>资产总计</b>	25098.30	29591.45	34505.85	29913.08	31216.79	<b>利润总额</b>	4395.47	4577.78	5089.06	5526.37	5868.63
<b>流动负债合计</b>	12446.82	12885.51	13754.38	7738.64	7533.20	所得税	1066.14	1121.86	1240.76	1347.38	1430.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	3329.33	3455.93	3848.30	4178.99	4437.80
应付账款	6711.20	5768.51	6794.23	1430.26	1135.02	少数股东损益	0.45	1.15	1.28	1.39	1.48
预收款项	1661.10	1320.50	1538.27	1816.24	2169.47	归属母公司净利	3328.87	3454.77	3847.01	4177.60	4436.32
一年内到期的	448.04	370.25	0.00	0.00	0.00	EBITDA	4589.18	4878.11	5710.57	6244.02	6637.55
<b>非流动负债合计</b>	1474.14	3611.00	3608.87	3605.67	3600.34	<b>EPS (元)</b>	0.74	0.77	0.84	0.91	0.96
长期借款	499.50	493.50	493.50	493.50	493.50	<b>主要财务比率</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0.00	2285.11	2282.98	2279.78	2274.45						
<b>负债合计</b>	13920.96	16496.51	17363.25	11344.31	11133.54	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0.00	136.89	138.18	139.57	141.05	营业收入增长	7.06%	4.89%	9.00%	6.37%	5.90%
实收资本(或	1168.12	1168.12	4492.76	4492.76	4492.76	营业利润增长	7.07%	4.47%	11.06%	8.66%	6.26%
资本公积	2032.71	2032.71	2032.71	2032.71	2032.71	归属于母公司净	11.35%	8.59%	11.35%	8.59%	6.19%
未分配利润	6606.82	7666.92	10425.36	13267.25	16171.63	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	11177.34	12958.05	17004.42	18429.19	19942.20	毛利率(%)	0.00%	38.96%	40.84%	40.61%	41.03%
<b>负债和所有者</b>	25098.30	29591.45	34505.85	29913.08	31216.79	净利率(%)	18.29%	18.10%	18.50%	18.88%	18.93%
<b>现金流量</b>	单位: 百万元					总资产净利润	12.19%	13.26%	11.67%	11.15%	13.97%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	29.78%	26.66%	22.62%	22.67%	22.25%
<b>经营活动现金</b>	2879.57	2419.43	3066.75	-1862.42	4206.19	<b>偿债能力</b>					
净利润	3329.33	3455.93	3848.30	4178.99	4437.80	资产负债率(%)	55%	56%	50%	38%	36%
折旧摊销	349.15	326.73	738.81	797.06	826.11	流动比率	1.42	1.69	1.98	2.93	3.19
财务费用	-120.43	-3.80	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.74	0.95	1.25	1.54	1.68
应收账款减少	0.00	0.00	-2450.22	-199.62	-196.73	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0.00	0.00	217.77	277.96	353.23	总资产周转率	0.74	0.70	0.65	0.69	0.77
<b>投资活动现金</b>	-2208.06	-822.27	-772.36	-1014.63	-941.95	应收账款周转率	29	30	11	7	7
公允价值变动	-3.34	-8.92	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	2.56	3.06	3.31	5.38	18.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	12.84	160.99	71.36	81.73	104.70	每股收益(最新	0.74	0.77	0.86	0.93	0.99
<b>筹资活动现金</b>	-1661.96	661.26	-177.94	-2756.02	-2928.64	每股净现金流	-0.85	1.93	0.47	-1.25	0.07
应付债券增加	0.00	0.00	-2.13	-3.20	-5.33	每股净资产(最	9.57	11.09	3.78	4.10	4.44
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0.00	0.00	3324.64	0.00	0.00	P/E	12.78	12.29	11.05	10.17	9.58
资本公积增加	15.31	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	0.99	0.85	2.50	2.31	2.13
<b>现金净增加额</b>	-990.45	2258.42	2116.45	-5633.07	335.61	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）半年报点评：主品牌增速稳健，新品牌扎实推进》	2019-09-02
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。先后任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

对外经济贸易大学金融硕士, 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。

### 研究助理: 汪玲

中国人民大学金融硕士, 2019年7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。