中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告 A 股公司简评报告　　服装家纺

主品牌 Q2 提速，存货管理有效，新品牌群期待平台化协同

海澜之家（600398）

事件

公司 19H1 实现营业收入 107.21 亿元，同比增长 7.07%；归母净利润 21.25 亿元，同比增长 2.87%；扣非归母净利润 19.90 亿元，同比下降 2.51%。

简评

主品牌 Q2 提速，爱居兔继续调整，新品牌表现良好

公司 Q1、Q2 营收分别同增 5.23%、9.58%，Q2 环比提速 4.4 个 pct，同比提速 6.3 个 pct，主因主品牌提速和新品牌高增驱动。**海澜之家系列**（含黑鲸和海一家）H1 净开店 152 家至 5449 家（新开 312 家店，关闭 160 家店），其中直营净开 69 家至 250 家，加盟及联营净开 83 家至 5199 家，Q2 直营店加速拓店。H1 收入同增 5.05%至 86.28 亿元，Q2 同增约 9.3%，较 Q1 明显提速，大闹天空联名款等新品受市场欢迎，售罄率高于整体。预计上半年海澜之家系列同店实现低单位数增长。

爱居兔系列（含爱居兔 KIDS）因消费大环境不佳叠加大众女装竞争激烈，品牌继续面临调整，H1 净关 40 家店至 1241 家，收入同降 9.79%至 5.47 亿元，渠道继续由街边店向商场购物中心转型，结合产品迭代加快，设计感加强，大环境承压加剧品牌调整面临的压力。**圣凯诺** H1 收入同增 12.8%至 9.36 亿，稳定增长，Q2 收入同增 14.7%。

新品牌整体表现较佳，尤其是海澜优选和 OVV 拓店和收入增长靓丽，男生女生童装收入亦实现良好增长，加上 AEX，整体上半年新品牌共净开店 83 家至 1050 家，关店主为男生女生渠道调整；合计实现收入 3.08 亿元，同增 993.07%。

Q2 线下收入提速，线上收入转增

渠道上，除爱居兔外其他品牌稳定拓店，加上男生女生并表 H1 线下门店合计达 7740 家，上半年共净开 195 家，助**线下收入同增 8.14%至 98.37 亿元，Q1、Q2 分别同增 5.69%、11.72%。**其中直营店净开 117 家至 408 家，加盟及联营店净开 78 家至 7332 家，直营、加盟收入分别同增 132.91%、3.45%至 5.94 亿、88.89 亿元（不含圣凯诺），主品牌直营拓店较多带来直营收入高增。

维持　　买入

史琨
shikun@csc.com.cn
010-65608483
执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 09 月 16 日

当前股价：8.43 元

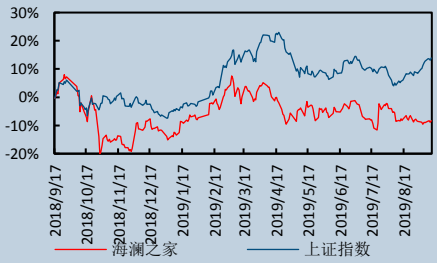
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-0.24/-7.89	-3.44/-8.62	-8.11/-21.15

12 月最高/最低价（元）	10.58/7.44
总股本（万股）	442,000.67
流通 A 股（万股）	442,000.67
总市值（亿元）	372.61
流通市值（亿元）	372.61
近 3 月日均成交量（万）	840.25
主要股东	
海澜集团有限公司	39.95%

股价表现



相关研究报告

19.05.06	【中信建投服装家纺】海澜之家(600398):Q1 直营高增，同店放缓，新品牌扩张，电商期待前低后高
19.04.01	【中信建投服装家纺】海澜之家(600398):Q4 收入回升，主品牌同店企稳，平台化品牌群前景可期
18.11.01	【中信建投纺织服装】海澜之家(600398):Q3 销售端承压，毛利率提升明显

线上收入 H1 同增 0.28%至 5.82 亿元，其中 Q1、Q2 分别增长-5.90%、5.95%，Q2 增速转正，今年不断开拓拼多多、小红书等新渠道，新品牌各个平台表现积极，效果逐渐显现。

毛利率与费用率提升，主品牌周转情况改善

H1 综合毛利率 41.67%，同增 1.08 个 pct；Q2 毛利率 39.16%，同降 2.38 个 pct，主因爱居兔撤店折价促销影响较大，上半年爱居兔毛利率同降 16.54 个 pct，另外男生女生老店库存清理、新品牌经营波动较大带来毛利率波动等均有影响。主品牌毛利率同增 2.46 个 pct 至 44.56%，主因直营销售大增，预计全年毛利率将实现提升。

H1 期间费用率 14.84%，同增 2.81 个 pct，其中销售费用率同增 1.61 个 pct 至 9.27%，主因直营店增加带来相关店铺支出增加。管理费用率同增 0.97 个 pct 至 5.32%，主因在建工程转固后的折旧增加，以及男生女生并表后员工薪酬支出增加。财务费用继续为负，但绝对值同比减少 0.21 亿元，主因新增可转债计提利息费用。

资产减值损失同增 21.9%至 0.887 亿元，主因存货跌价准备增加。叠加费用率提示高于毛利率提升，扣非业绩出现下滑。公司持股公允价值提升，以及其他理财收益提升，助公允价值变动收益同比增加约 0.57 亿元，同时政府补助提升助其他收益同 51.74%至 0.23 亿元，使整体业绩仍实现 2.87%正增长，但依然慢于收入增速。但**若剔除新增可转债利息费用以及男生女生并表亏损，整体业绩增速与收入增长较为匹配。**

H1 末存货金额同增 88.42 亿元，较年初减少 6.7%，同比略增 0.2%，男生女生和英氏并表增加存货，以及新品牌备货较多，**主品牌存货金额同比有明显减少**，上半年库存管理效果良好。H1 存货周转天数同增 2 天至 264 天，应收账款周转天数同增 3 天至 12 天，基本平稳，主品牌周转速度加快。H1 经营活动现金净流入 4.99 亿元，同降 40.68%，Q2 下降较多，主因集中支付加盟商分成款，为季节性波动，去年现金流预计将维持平稳。

投资建议：主品牌 Q2 提速增长，直营开店加快，进驻商场购物中心比例提升，陆续与大闹天宫等其他热门 IP 合作，加快品牌年轻化，大环境疲弱下稳健增长。新品牌培育顺利，海澜优选、OVV 发展较快，尤其看好海澜优选以主品牌成熟模式进行复制。两大童装品牌男生女生和英氏并表，借助公司平台化优势进行赋能，提升供应链、内部管理、信息化、终端零售效率，英氏下半年有望带来利润增厚。公司估值仍处在历史较低水平，9 月 3 日开启五年分红规划中的第二期回购计划。我们预计 2019-2020 年公司归母净利润 36.97 亿、39.87 亿元，EPS 分别为 0.82 元/股、0.89 元/股，对应 PE 分别为 10.2 倍、9.5 倍，看好公司平台化护城河，期待新品牌 2020 年后逐渐成熟的放量和贡献，长期看好，维持“买入”评级。

风险因素：新品牌发展不力；主品牌销售继续趋缓；售罄率下降导致存货跌价准备提升风险等。

表 1：海澜之家 2017-2020 年主要财务指标及预测（单位：百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
营业收入	**19,089.7**	**20,304.4**	**21,764.2**	**成长性**			
减:营业成本	11,293.5	11,774.4	12,644.5	营业收入增长率	4.9%	6.4%	7.2%
营业税费	141.3	162.4	152.3	营业利润增长率	4.5%	7.4%	7.9%
销售费用	1,799.4	2,436.5	2,655.2	净利润增长率	3.8%	7.0%	7.8%
管理费用	1,100.3	730.0	834.5	EBITDA 增长率	7.1%	9.1%	7.7%
财务费用	-3.8	-0.7	-0.7	EBIT 增长率	7.2%	8.1%	7.9%
资产减值损失	383.3	400.0	300.0	NOPLAT 增长率	7.0%	6.8%	7.9%
加:公允价值变动收益	-8.9	-9.6	1.0	投资资本增长率	81.1%	9.4%	-5.9%
投资和汇兑收益	161.0	100.0	100.0	净资产增长率	17.2%	8.2%	11.6%
营业利润	**4,555.2**	**4,892.0**	**5,279.3**	**利润率**			
加:营业外净收支	22.6	30.0	30.0	毛利率	40.8%	42.0%	41.9%
利润总额	**4,577.8**	**4,922.0**	**5,309.3**	营业利润率	23.9%	24.1%	24.3%
减:所得税	1,121.9	1,230.5	1,327.3	净利润率	18.1%	18.2%	18.3%
净利润	**3,454.8**	**3,697.4**	**3,986.9**	EBITDA/营业收入	25.2%	25.8%	25.9%
资产负债表	**2018**	**2019E**	**2020E**	EBIT/营业收入	23.7%	24.1%	24.3%
货币资金	10,526.3	10,906.9	13,171.9	**运营效率**			
交易性金融资产	15.6	6.0	8.0	固定资产周转天数	68	69	61
应收帐款	1,114.8	464.4	1,321.0	流动营业资本周转天数	-33	-15	-11
应收票据	2.8	31.2	0.8	流动资产周转天数	372	398	405
预付帐款	489.5	651.6	522.1	应收帐款周转天数	17	14	15
存货	9,473.6	10,935.4	10,841.3	存货周转天数	169	181	180
其他流动资产	144.8	77.5	92.0	总资产周转天数	516	529	521
可供出售金融资产	549.1	150.0	130.0	投资资本周转天数	51	65	61
持有至到期投资	-	-	-	**投资回报率**			
长期股权投资	769.5	769.5	769.5	ROE	26.7%	26.3%	25.4%
投资性房地产	750.2	750.2	750.2	ROA	11.7%	12.3%	12.1%
固定资产	4,035.6	3,763.9	3,607.8	ROIC	178.0%	104.9%	103.5%
在建工程	169.0	422.1	541.6	**费用率**			
无形资产	531.1	502.7	474.4	销售费用率	9.4%	12.0%	12.2%
其他非流动资产				管理费用率	5.8%	3.6%	3.8%
资产总额	**29,591.4**	**30,109.3**	**32,873.5**	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	三费/营业收入	15.2%	15.6%	16.0%
应付帐款	7,328.4	7,653.5	7,674.3	**偿债能力**			
应付票据	2,258.4	1,797.2	2,558.1	资产负债率	55.7%	52.9%	51.9%
其他流动负债				负债权益比	126.0%	112.5%	108.0%
长期借款	493.5	1,000.0	1,000.0	流动比率	1.69	1.79	1.85
其他非流动负债				速动比率	0.95	0.94	1.08
负债总额	**16,496.5**	**15,942.4**	**17,066.3**	利息保障倍数	-1,191.94	-6,987.64	-7,540.87
少数股东权益	**136.9**	**131.0**	**126.1**	**分红指标**			

股本	4,492.8	4,492.8	4,492.8	DPS(元)	0.38	0.49	0.53
留存收益	11,199.6	12,663.3	14,258.1	分红比率	49.0%	60.0%	60.0%
股东权益	**13,094.9**	**14,166.9**	**15,807.2**	股息收益率	4.5%	5.9%	6.3%
现金流量表	**2018**	**2019E**	**2020E**	**业绩和估值指标**	**2018**	**2019E**	**2020E**
净利润	3,455.9	3,697.4	3,986.9	EPS(元)	0.77	0.82	0.89
加:折旧和摊销	376.5	346.9	364.9	BVPS(元)	2.88	3.12	3.49
资产减值准备	383.3	400.0	300.0	PE(X)	11.0	10.2	9.5
公允价值变动损失	8.9	-9.6	1.0	PB(X)	2.9	2.7	2.4
财务费用	90.5	-0.7	-0.7	P/FCF	9.3	16.8	8.3
投资收益	-161.0	-100.0	-100.0	P/S	2.0	1.9	1.7
少数股东损益	1.2	-5.9	-4.9	EV/EBITDA	6.0	5.3	4.6
营运资金的变动	-2,194.9	-464.7	-113.8	CAGR(%)	15.9%	5.7%	6.1%
经营活动产生现金流量	**2,419.4**	**3,863.4**	**4,433.4**	PEG	0.7	1.8	1.5
投资活动产生现金流量	**-822.3**	**218.4**	**-183.0**	ROIC/WACC	20.6	12.1	12.0
融资活动产生现金流量	**661.3**	**-3,701.3**	**-1,985.4**	REP	0.4	0.6	0.6

资料来源：WIND，中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859