

# 海澜之家 (600398.SH)

## 三季度单季收入增速超预期, 毛利率波动影响净利润

### 核心观点:

- **主品牌三季度单季收入增长超预期。**公司 2019 年前三季度营业收入 146.89 亿元, 同比增长 12.63%, 归母净利润 26.16 亿元, 同比下降 0.45%, 其中第三季度单季营业收入 39.68 亿元, 同比增长 31%, 归母净利润 4.91 亿元, 同比下降 12.64%。分品牌看, 海澜之家、爱居兔、圣凯诺、其他品牌 (海澜优选、OVV、AEX、男生女生、英氏) 三季度单季分别增长 14.41%、-13.85%、77.44% 和 687% (二季度分别为 9.30%、-23.57%、14.52% 和 357%), 主品牌增速加快得益于适当调降倍率对销售产生了较好的促进作用, 渠道结构改善同店增长较快的购物中心商场店增加和电商业务增速加快。
- **归母净利润三季度单季下降主要由于毛利率下降。**三季度单季公司毛利率 42.01%, 上年同期为 52.79%。毛利率下降主要由于海澜之家品牌三季度单季毛利率为 38.95%, 上年同期为 54.54%, 除了上年同期买断比例较高外, 还和今年主品牌适当调降倍率促进销售、买断产品比例下降, 海一家清库存 (计入主品牌) 有关, 未来随着海一家库存清理完毕, 预计毛利率有望回升。
- **营运指标和经营质量不断改善。**公司前三季度存货周转天数和应收账款周转天数分别为 299 天和 14 天 (上年同期 333 天和 16 天)。前三季度经营性现金流净额为 2.01 亿元, 同比增加 47.79%。
- **2019-2021 年 EPS 预计分别为 0.78 元/股、0.90 元/股、1.01 元/股。**我们看好公司四季度归母净利润有望同比恢复增长, 2020 年春节提前有利于今年四季度销售, 且同期毛利率基数降低, 英氏并表有望带来一定增厚。参考可比公司 2019 年平均 PE, 给予公司 2019 年 12.5 倍 PE, 合理价值 9.75 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端库存积压的风险; 极端气候影响服装销售风险等。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	18,200	19,090	20,845	22,551	24,730
增长率 (%)	7.1	4.9	9.2	8.2	9.7
EBITDA (百万元)	4,670	5,083	5,226	6,074	6,756
净利润 (百万元)	3,329	3,455	3,499	4,053	4,520
增长率 (%)	6.6	3.8	1.3	15.8	11.5
EPS (元/股)	0.74	0.77	0.78	0.90	1.01
市盈率 (P/E)	13.09	11.03	9.86	8.51	7.63
市净率 (P/B)	3.90	2.94	2.36	2.07	1.82
EV/EBITDA	7.86	6.04	4.79	3.85	3.16

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	7.68 元
合理价值	9.75 元
前次评级	买入
报告日期	2019-11-30

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

### 分析师:

赵颖婕



SAC 执证号: S0260518070004



SFC CE No. BNN845



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意, 糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

海澜之家 (600398.SH): 拟转 2019-09-16

让部分爱居兔股权, 有利于优化品牌布局

海澜之家 (600398.SH): 行业 2019-09-01

龙头上半年业绩保持稳健增长, 下半年有望加速

海澜之家 (600398.SH): 一季 2019-05-01

度业绩在高基数下依然实现稳健增长

## 2019 年三季度报回顾

公司公告2019年三季度报，营业收入146.89亿元，同比增长12.63%，归母净利润26.16亿元，同比下降0.45%，其中第三季度单季营业收入39.68亿元，同比增长31%，归母净利润4.91亿元，同比下降12.64%。

### 主品牌三季度单季收入增长超预期

海澜之家、爱居兔、圣凯诺、其他品牌（海澜优选、OVV、AEX、男生女生、英氏）三季度单季分别增长14.41%、-13.85%、77.44%和687%（二季度分别为9.30%、-23.57%、14.52%和357%），主品牌增速加快得益于适当调降倍率对销售产生了较好的促进作用，爱居兔下降主要由于外部环境和9月的剥离（爱居兔三季度单季经营数据为7-8月），圣凯诺大幅增长和发货节奏有关，其他品牌主要是男生女生和英氏的并表。

### 归母净利润三季度单季下降主要由于毛利率下降

三季度单季公司毛利率42.01%，上年同期为52.79%。分品牌看，三季度单季海澜之家主品牌、爱居兔、圣凯诺、其他品牌毛利率分别为38.95%、29.71%、55.15%、44.49%（上年同期为54.54%、17.83%、52.14%、61.09%）。海澜之家主品牌毛利率下降主要由于海一家清库存、主品牌适当调降倍率促进销售、买断产品比例下降有关，未来随着海一家库存清理完毕，预计毛利率有望回升。三季度单季销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为12.61%、11.34%、0.11%，上年同期分别为13.87%、9.81%和0.62%，管理费用率增加主要由于在建工程转固使得折旧增加。

### 营运指标和经营质量不断改善

公司前三季度存货周转天数和应收帐款周转天数分别为299天和14天，上年同期分别为333天和16天。前三季度经营性现金流净额为2.01亿元，上年同期为1.36亿元，同比增加47.79%。公司前三季度存货绝对金额94.49亿元，和年初94.73亿元基本持平，低于上年同期97.34亿元，除了有剥离爱居兔的原因外，剔除新品牌，海澜之家主品牌存货金额预计较上年同期保持平稳。

## 电商业务三季度单季增速加快

公司电商三季度单季收入2.70亿元，同比增长38.90%，二季度同比增长5.95%，主要由于除了尾货销售更多通过电商外，也有部分英氏和男生女生并表的影响。

## 盈利预测和投资评级

我们预计公司2019-2021年EPS预计分别为0.78元/股、0.90元/股、1.01元/股。我们看好公司四季度归母净利润有望同比恢复增长，2020年春节提前有利于今年四季度销售，且同期毛利率基数降低，英氏并表有望带来一定增厚。参考可比公司2019年平均PE，给予公司2019年12.5倍PE，合理价值9.75元/股，维持“买入”评级。

表1: 可比公司平均估值

公司	代码	最新价格(元) 2019/11/30	每股收益 (元)					市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
七匹狼	002029.SZ	5.53	0.46	0.46	0.51	0.55	13.48	11.90	10.85	9.97	
罗莱生活	002293.SZ	8.62	0.72	0.68	0.74	0.83	11.95	12.76	11.58	10.41	
森马服饰	002563.SZ	9.38	0.63	0.69	0.81	0.94	14.16	13.57	11.65	10.03	
九牧王	601566.SH	11.05	0.93	0.97	0.96	1.06	14.25	11.42	11.51	10.41	
地素时尚	603587.SH	22.86	1.55	1.61	1.84	2.09	14.19	14.23	12.43	10.95	
太平鸟	603877.SH	14.12	1.20	1.27	1.41	1.57	15.66	11.12	9.99	9.01	
	最大值						15.66	14.23	12.43	10.95	
	最小值						11.95	11.12	9.99	9.01	
	平均数						13.95	12.50	11.33	10.13	
	调整后平均						14.02	12.41	11.40	10.21	

数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 盈利预测为 wind 一致预期

## 风险因素

终端库存积压的风险; 极端气候影响服装销售风险; 新品牌培育风险;

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>17,641</b>	<b>21,768</b>	<b>24,243</b>	<b>26,487</b>	<b>29,643</b>
货币资金	7,842	10,526	12,597	14,242	16,307
应收及预付	1,131	1,177	1,554	1,664	1,821
存货	8,493	9,474	9,658	10,126	11,032
其他流动资产	176	590	433	455	484
<b>非流动资产</b>	<b>7,457</b>	<b>7,824</b>	<b>8,249</b>	<b>8,783</b>	<b>9,204</b>
长期股权投资	715	770	770	770	770
固定资产	3,139	4,036	4,488	5,049	5,498
在建工程	810	169	169	169	169
无形资产	494	531	504	476	449
其他长期资产	2,300	2,319	2,319	2,319	2,319
<b>资产总计</b>	<b>25,098</b>	<b>29,591</b>	<b>32,492</b>	<b>35,270</b>	<b>38,847</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,447</b>	<b>12,886</b>	<b>14,103</b>	<b>14,854</b>	<b>16,169</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	10,131	9,347	10,310	10,858	11,840
其他流动负债	2,316	3,538	3,793	3,996	4,329
<b>非流动负债</b>	<b>1,474</b>	<b>3,611</b>	<b>3,611</b>	<b>3,611</b>	<b>3,611</b>
长期借款	500	494	494	494	494
应付债券	0	2,285	2,285	2,285	2,285
其他非流动负债	975	832	832	832	832
<b>负债合计</b>	<b>13,921</b>	<b>16,497</b>	<b>17,714</b>	<b>18,465</b>	<b>19,780</b>
股本	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168
资本公积	2,033	2,033	2,033	2,033	2,033
留存收益	7,869	9,167	10,916	12,943	15,203
归属母公司股东权益	11,177	12,958	14,640	16,666	18,926
少数股东权益	0	137	138	139	141
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,098</b>	<b>29,591</b>	<b>32,492</b>	<b>35,270</b>	<b>38,847</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>18,200</b>	<b>19,090</b>	<b>20,845</b>	<b>22,551</b>	<b>24,730</b>
营业成本	11,110	11,293	12,142	12,730	13,869
营业税金及附加	148	141	154	167	183
销售费用	1,549	1,799	2,085	2,255	2,473
管理费用	1,029	1,100	1,497	1,619	1,776
研发费用	25	49	54	58	64
财务费用	-120	-4	7	-8	-23
资产减值损失	127	383	391	356	393
公允价值变动收益	-3	-9	-72	0	0
投资净收益	13	161	200	10	10
<b>营业利润</b>	<b>4,360</b>	<b>4,555</b>	<b>4,644</b>	<b>5,383</b>	<b>6,006</b>
营业外收支	35	23	23	23	23
<b>利润总额</b>	<b>4,395</b>	<b>4,578</b>	<b>4,666</b>	<b>5,406</b>	<b>6,029</b>
所得税	1,066	1,122	1,167	1,351	1,507
<b>净利润</b>	<b>3,329</b>	<b>3,456</b>	<b>3,500</b>	<b>4,054</b>	<b>4,521</b>
少数股东损益	0	1	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,329</b>	<b>3,455</b>	<b>3,499</b>	<b>4,053</b>	<b>4,520</b>
EBITDA	4,670	5,083	5,226	6,074	6,756
EPS (元)	0.74	0.77	0.78	0.90	1.01

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,880</b>	<b>2,419</b>	<b>4,621</b>	<b>4,678</b>	<b>5,264</b>
净利润	3,329	3,456	3,500	4,054	4,521
折旧摊销	331	377	312	353	391
营运资金变动	-882	-1,580	423	-206	-169
其它	101	167	387	476	520
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,208</b>	<b>-822</b>	<b>-587</b>	<b>-854</b>	<b>-779</b>
资本支出	-538	-894	-715	-864	-789
投资变动	-1,674	-86	0	0	0
其他	4	158	128	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,662</b>	<b>661</b>	<b>-1,963</b>	<b>-2,180</b>	<b>-2,420</b>
银行借款	500	-3	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,161	664	-1,963	-2,180	-2,420
<b>现金净增加额</b>	<b>-990</b>	<b>2,258</b>	<b>2,071</b>	<b>1,645</b>	<b>2,065</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>6,893</b>	<b>5,899</b>	<b>10,526</b>	<b>12,597</b>	<b>14,242</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>5,899</b>	<b>8,157</b>	<b>12,597</b>	<b>14,242</b>	<b>16,307</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	7.1%	4.9%	9.2%	8.2%	9.7%
营业利润增长	7.0%	4.5%	1.9%	15.9%	11.6%
归母净利润增长	6.6%	3.8%	1.3%	15.8%	11.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.0%	40.8%	41.8%	43.5%	43.9%
净利率	18.3%	18.1%	16.8%	18.0%	18.3%
ROE	29.8%	26.7%	23.9%	24.3%	23.9%
ROIC	104.1%	69.0%	77.4%	83.4%	89.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.5%	55.7%	54.5%	52.4%	50.9%
净负债比率	3.8%	10.6%	9.7%	8.9%	8.1%
流动比率	1.42	1.69	1.72	1.78	1.83
速动比率	0.69	0.92	1.00	1.06	1.11
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.74	0.70	0.67	0.67	0.67
应收账款周转率	28.61	29.38	20.28	20.28	20.28
存货周转率	1.30	1.26	1.26	1.26	1.26
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.74	0.77	0.78	0.90	1.01
每股经营现金流	2.47	2.07	3.96	4.00	4.51
每股净资产	2.49	2.88	3.26	3.71	4.21
<b>估值比率</b>					
P/E	13.09	11.03	9.86	8.51	7.63
P/B	3.90	2.94	2.36	2.07	1.82
EV/EBITDA	7.86	6.04	4.79	3.85	3.16

## 广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。  
赵 颖 婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。  
胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。