

转让爱居兔大部分权益，业务精简、优化资源分配

——海澜之家 (600398.SH) 转让业务点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：8.52 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

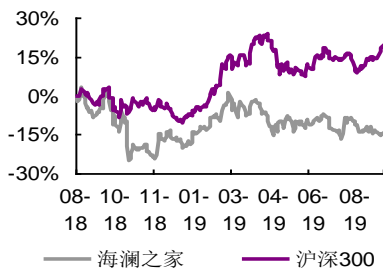
总股本(亿股)：44.20

总市值(亿元)：376.58

一年最低/最高(元)：7.12/10.13

近3月换手率：12.81%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.52	-8.88	-27.15
绝对	0.35	-2.41	-7.13

资料来源：Wind

相关研报

利润增长受投资损失和利息支出增加拖累，英氏下半年将贡献业绩——海澜之家 (600398.SH) 2019 年中报点评

..... 2019-08-29

高基数下 19Q1 收入稳健增长，多品牌稳步推进——海澜之家 (600398.SH) 2019 年一季报点评

..... 2019-04-30

大众服饰龙头稳步增长，多品牌战略更加清晰——海澜之家 (600398.SH) 2018 年年报点评

..... 2019-04-02

◆公告转让爱居兔大部分权益，持股比例降至 19%

公司公告全资子公司海澜之家品牌管理将持有的爱居兔 100% 股权中的 66%、15%、19% 分别转让予赵方伟、得合管理、海澜投资 (公司全资子公司)，标的转让总价格为 3.82 亿元，交易完成后公司持有爱居兔的股权比例由 100% 下降至 19%。其中赵方伟为爱居兔品牌法定代表人、核心管理人，同时赵方伟辞去公司董事职务、不再担任公司任何职务。

本次转让爱居兔股权将带来一次性投资收益 0.56 亿元。

◆爱居兔品牌：培育多年，已上规模但盈利能力仍较弱

爱居兔品牌成立于 2010 年，定位大众时尚休闲女装、客群为 25~30 岁女性。截至 2019 年 6 月末，爱居兔品牌合计拥有 1241 家门店、主要为加盟及联营店。

财务数据方面，单体报表口径爱居兔公司 2018 年全年收入、净利润分别为 16.97 亿元、3.27 亿元，1~8 月收入 11.48 亿元、净利润-2536 万元。经营分部口径，2018 年爱居兔品牌收入 10.98 亿元、同比增 22.68%，毛利率 23.93%、同比降 3.86PCT，净利润 5291 万元 (若扣除总部费用分摊后预计为亏损)；2019H1 收入 5.47 亿元、同比降 9.79%，毛利率 12.50%、同比下降 16.54PCT，净利润-300 万元。

经过多年发展和多次品牌定位调整，爱居兔品牌目前收入体量较大、超过 10 亿元，2018 年占公司收入比例近 6%，但收入增速存在波动，且毛利率偏低、利润端为亏损、盈利能力仍较弱，经营业绩未达预期。

◆对公司影响：精简业务、集中资源，财务端对利润拖累减小

基于对目前国内大众女装市场及未来发展的判断，公司调整对爱居兔的股权比例，将控股权转让给该品牌核心管理人和经营团队，既可降低公司的运营成本与经营风险，减少资源的低效投入并集中资源投向发展势头更好的新品牌，又可以爱居兔的核心管理人及经营团队给予更好的激励。

另外，公司前期发行 30 亿可转债募集资金用途中，原先为爱居兔相关建设项目投资 14.34 亿元将变更为补充流动资金。

财务方面影响上，2019 年 9 月开始爱居兔品牌不再并表，自此公司合并报表收入端将同比有所减少；但由于爱居兔处于亏损、对公司利润拖累减小带来正贡献。另外，19 年存在一次性投资收益 0.56 亿元的利润贡献。

◆聚焦优势及潜力业务，长期大额回购彰显信心

我们认为：1) 本次剥离爱居兔品牌对公司而言，战略上更加集中资源投向已有优势或发展潜力较大的品牌、有利于经营效率的提升，减小爱居兔对公司净利润的拖累。从财务层面，爱居兔出表将减少收入但增加利润。

2) 公司原有业务表现稳健, 主品牌海澜之家保持稳健增长、且 19Q2 收入增速回升; 小品牌 (优选/OVV/AEX) 积极培育中。外延并购方面自 19 年 6 月末开始对英氏婴童由参股改为控股、并表增厚收入和利润, 可抵消部分爱居兔出表、收入贡献减少的影响。

3) 大额回购继续进行, 2019 年 7 月公司公告 6.91~10.36 亿元总额的第二期回购、为期 1 年、回购股份予以注销, 截至 9 月 4 日已回购 1128 万元、占总股本 0.03%、均价 8.31 元/股。公司回购+分红总额较大, 2018 年回购+分红总额占净利润比例为 68%, 并且 2018~2022 年拟以净利润的 20~30%持续进行回购。

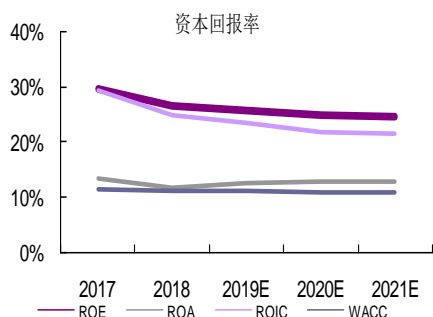
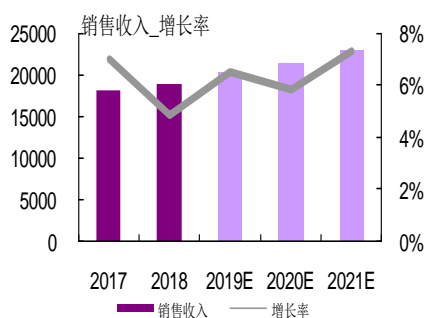
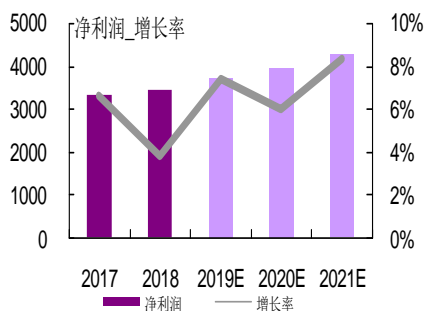
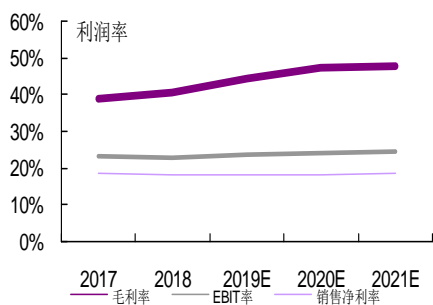
我们继续看好公司的行业龙头地位和定位性价比、对标国际服装龙头带来的持续做大空间, 多品牌战略推进中, 公司着力培养的小品牌 (自创的优选、OVV、AEX、黑鲸及并购的童装标的男生女生、英氏婴童) 成长空间大。考虑到爱居兔出表影响, 略下调 19~21 年收入、略上调净利润, 调整 19~21 年 EPS 为 0.83/0.88/0.95 元, 对应 19 年 PE10 倍, 维持“买入”评级。

◆风险提示: 终端消费疲软、天气异常、终端售罄率降低、并购整合不当。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	18,200	19,090	20,341	21,541	23,128
营业收入增长率	7.06%	4.89%	6.56%	5.90%	7.37%
净利润 (百万元)	3,329	3,455	3,711	3,932	4,260
净利润增长率	6.60%	3.78%	7.42%	5.95%	8.33%
EPS (元)	0.75	0.78	0.83	0.88	0.95
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.78%	26.66%	25.86%	25.07%	24.78%
P/E	11	11	10	10	9
P/B	3.4	2.9	2.6	2.4	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 9 月 17 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,200	19,090	20,341	21,541	23,128
营业成本	11,110	11,293	11,268	11,341	12,065
折旧和摊销	331	377	396	454	514
营业税费	148	141	163	172	185
销售费用	1,549	1,799	2,075	2,477	2,660
管理费用	1,054	1,100	1,729	2,154	2,313
财务费用	-120	-4	65	91	133
公允价值变动损益	-3	-9	0	0	0
投资收益	13	161	156	100	100
营业利润	4,360	4,555	4,925	5,219	5,656
利润总额	4,395	4,578	4,949	5,243	5,680
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	3,329	3,455	3,711	3,932	4,260

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	25,098	29,591	29,678	30,946	33,209
流动资产	17,641	21,768	21,128	21,752	23,432
货币资金	7,842	10,526	10,528	10,771	11,564
交易型金融资产	53	16	50	50	50
应收帐款	595	685	860	1,215	1,522
应收票据	17	3	20	22	23
其他应收款	69	430	458	582	729
存货	8,493	9,474	8,561	8,471	8,885
可供出售投资	1,072	549	549	549	549
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	715	770	770	770	770
固定资产	3,139	4,036	4,586	5,108	5,592
无形资产	494	531	505	479	455
总负债	13,921	16,497	15,191	15,124	15,880
无息负债	12,973	13,348	11,698	10,991	11,233
有息负债	948	3,149	3,494	4,133	4,648
股东权益	11,177	13,095	14,487	15,821	17,329
股本	4,493	4,493	4,420	4,420	4,420
公积金	3,295	3,533	3,309	3,648	3,648
未分配利润	6,607	7,667	9,327	10,322	11,829
少数股东权益	0	137	137	138	138

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,880	2,419	3,190	3,402	4,246
净利润	3,329	3,455	3,711	3,932	4,260
折旧摊销	331	377	396	454	514
净营运资金增加	574	1,408	1,451	1,575	1,355
其他	-1,355	-2,819	-2,368	-2,560	-1,882
投资活动产生现金流	-2,208	-822	-1,001	-997	-997
净资本支出	-538	-894	-1,097	-1,097	-1,097
长期投资变化	715	770	0	0	0
其他资产变化	-2,385	-698	97	100	100
融资活动现金流	-1,662	661	-2,188	-2,161	-2,455
股本变化	3,325	0	-73	0	0
债务净变化	948	2,201	345	639	515
无息负债变化	-1,294	374	-1,650	-706	241
净现金流	-993	2,258	1	243	793

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.06%	4.89%	6.56%	5.90%	7.37%
净利润增长率	6.60%	3.78%	7.42%	5.95%	8.33%
EBITDA 增长率	8.17%	4.51%	10.13%	8.31%	9.51%
EBIT 增长率	7.70%	3.79%	10.56%	7.79%	9.20%
估值指标					
PE	11	11	10	10	9
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	8	8	7	7	7
EV/EBIT	9	9	8	8	7
EV/NOPLAT	12	12	11	10	9
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	38.95%	40.84%	44.61%	47.35%	47.83%
EBITDA 率	24.96%	24.87%	25.71%	26.29%	26.82%
EBIT 率	23.14%	22.90%	23.76%	24.19%	24.60%
税前净利润率	24.15%	23.98%	24.33%	24.34%	24.56%
税后净利润率 (归属母公司)	18.29%	18.10%	18.24%	18.25%	18.42%
ROA	13.27%	11.68%	12.51%	12.71%	12.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.78%	26.66%	25.86%	25.07%	24.78%
经营性 ROIC	29.53%	25.05%	23.38%	21.91%	21.49%
偿债能力					
流动比率	1.42	1.69	1.92	1.97	1.97
速动比率	0.74	0.95	1.14	1.20	1.22
归属母公司权益/有息债务	11.80	4.12	4.11	3.79	3.70
有形资产/有息债务	25.48	8.97	8.12	7.18	6.88
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.75	0.78	0.83	0.88	0.95
每股红利	0.48	0.38	0.59	0.62	0.67
每股经营现金流	0.65	0.55	0.72	0.77	0.96
每股自由现金流(FCFF)	0.57	0.40	0.39	0.42	0.58
每股净资产	2.53	2.93	3.25	3.55	3.89
每股销售收入	4.12	4.32	4.60	4.87	5.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼