

纺织服装

2019年09月16日

海澜之家 (600398)

——剥离盈利能力较弱的爱居兔女装， 聚焦优势业务

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2019年09月16日

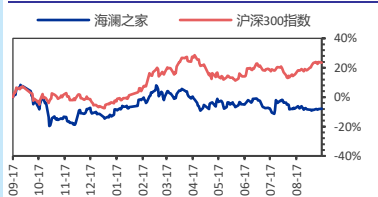
收盘价(元)	8.44
一年内最高/最低(元)	10.58/7.44
市净率	2.9
息率(分红/股价)	4.50
流通A股市值(百万元)	37305
上证指数/深证成指	3030.75/9918.09

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年06月30日

每股净资产(元)	2.89
资产负债率%	55.17
总股本/流通A股(百万)	4420/4420
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海澜之家(600398)点评：主品牌加速增长，布局童装赛道新品牌矩阵完善》
2019/08/29

《海澜之家(600398)点评：再推大手笔回购规划，看好多品牌管理平台持续扩张》
2019/07/24

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

陈泽人 A0230117090003
chenzr@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×转
rongjb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **事件：**公司公告，拟将其持有的爱居兔子公司股权合计作价 3.8 亿元转让，其中 66% 的股权转让给爱居兔服装有限公司执行董事兼总经理赵方伟；15% 转让给得合管理；19% 转让给海澜投资。此外，公司拟变更可转债中爱居兔研发办公大楼建设项目和爱居兔仓库项目，将原计划投入实施上述项目的 14.3 亿元用于永久补充流动资金。
- **上半年公司业务整体向好，爱居兔处于培育调整期，出表后公司有望集中资源聚焦优势业务。** 1) **爱居兔经历多次调整。** 2015 年爱居兔品牌确立大众女装定位，积极扩张，15-18 年品牌门店数量由 306 家快速提升至 1281 家，报表收入规模年复合增速为 53.2%，但毛利率持续低于 30%、渠道结构与品牌形象仍需优化调整。2019 年上半年大众女装行业需求疲软，爱居兔经营有所波动，上半年品牌实现收入 2.0 亿元，同比下滑 9.8%，门店数量减少 40 家至 1241 家。2) **利润端仍处于培育期。** 2018 年，爱居兔子公司实现收入 16.97 亿元，净利润 3.3 亿元。从披露信息对比来看，2018 年上市公司合并口径后爱居兔品牌收入为 10.98 亿元，与子公司收入有一定差异，我们认为品牌在实际经营中存在收入端内部抵消，同时上市公司承担了部分子公司的营运费用。由此推算，我们预计 2018 年爱居兔有所亏损，实际盈利能力较低。2019 年 1-8 月子公司净亏损为 2536 万元，品牌仍处于拓展投入期。3) **出表有望推动公司集中资源。** 我们认为大众女装增速放缓、集中度分散，赛道属性相对弱势。爱居兔出表后，预计将提升上市公司盈利能力，降低经营波动，使得公司减少资源的低效投入，并集中优势资源投向发展势头更好的新品牌，如海澜优选、OVV、英氏及男生女生两个童装品牌等，维护上市公司及股东权益。
- **多品类、多品牌、海内外渠道布局落地，未来资源投入重点清晰。** 1) **轻奢女装势头良好。** 根据品牌公众号信息，8 月底轻奢品牌 OVV 门店数量超过 60 家，品牌顺利进驻上海新天地、陆家嘴、北京王府中环、南京德基广场等头部商圈。我们认为当前消费趋势利好高性价比轻奢女装品牌成长，更加适合优先投入资源。2) **家居生活品牌发力二三线市场。** 家居生活品牌海澜优选门店数量接近 90 家，品牌于万达广场、万象汇、万象城等二三线购物中心打开局面，定位高性价比契合公司经营管理效率优势。3) **童装双品牌齐头并进。** 公司 19 年 6 月控股英氏，完成高端婴童领域布局；18 年 9 月控股男生女生，切入大众童装市场，看好后续高低搭配、发力童装赛道。4) **海外拓展顺利。** 公司旗下多品牌成功进驻马来西亚、泰国、新加坡、越南等多个国家，未来有望深耕东南亚加密开店。
- **主品牌收入加速增长，产品力提升爆款频出，存货周转趋势改善。** 1) **经营数据持续向好。** 19Q2 海澜之家系列品牌收入增长 9.3%，增速自 18Q4 以来逐季优化。中报存货规模为 88.4 亿元，同比 18 年中报保持平稳；且在并表英氏婴童和男生女生后，环比一季度仍减少 7.1 亿元，营运能力优化。2) **19 年产品力变化积极。** 19 年上半年主品牌相继推出“大闹天宫”系列 T 恤、牛津纺衬衫、休闲水洗棉单西、飞织运动鞋等热销爆款，9 月初联合暴雪推出联名款卫衣受到广泛关注，有望再造爆款，推动产品力升级。
- **公司是服装行业龙头，爱居兔品牌出表有望进一步提升盈利能力，聚焦优势业务拓展，维持“买入”评级。** 公司 2013 年以来累计分红规模达到 101 亿元，并已确立五年(2018-2022 年)回购规划，拟每年按上年归母净利润的 20%-30% 的资金回购股份，当前具备非常强的安全边际。考虑到爱居兔出表后该部分产生的亏损相应收窄，我们维持 19 年预测，并上调 20-21 年盈利预测，预计 19-21 年 EPS 为 0.85/0.91/1.00 元(原 20、21 年 EPS 为 0.90/0.99 元)，对应 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	19,090	10,721	20,614	22,003	24,183
同比增长率(%)	4.9	7.1	8.0	6.7	9.9
归母净利润(百万元)	3,455	2,125	3,738	4,039	4,437
同比增长率(%)	3.8	2.9	8.2	8.1	9.8
每股收益(元/股)	0.77	0.48	0.85	0.91	1.00
毛利率(%)	40.8	41.7	42.0	43.4	43.8
ROE(%)	26.7	16.7	26.9	26.0	25.6
市盈率	11		10	9	8

图 1：海澜之家与暴雪联名款产品



资料来源：官方商城，申万宏源研究

图 2：海澜之家与暴雪联名款产品



资料来源：官方商城，申万宏源研究

表 1：海澜之家上半年经营数据，爱居兔处于调整、主品牌逐季改善

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
海澜之家系列品牌										
营业收入(百万元)-单季度	4374	3249	2589	4545	4887	3326	2522	4526	4993	3635
YoY	-0.6%	6.8%	-2.1%	15.2%	0.0%	-1.3%	-2.6%	-0.4%	2.2%	9.3%
毛利率-单季度	40%	40%	41%	41%	41%	44%	56%	37%	46%	43%
期末门店数	4305	4376	4428	4503	4523	4694	4891	5297	5369	5449
直营门店	8	9	17	31	37	76	128	181	195	250
加盟门店	4297	4367	4411	4472	4486	4618	4763	5116	5174	5199
净增门店数-单季度	68	71	52	75	20	171	197	206	72	80
其他新品牌										
营业收入(百万元)-单季度					8.8	19.4			143	165
YoY									1518%	754%
毛利率					28%	60%			28%	22%
期末门店数								967	965	1050
直营门店								78	95	125
加盟门店								889	870	925
净增门店数-单季度									-2	85
爱居兔品牌										
营业收入(百万元)	197	135	170	392	339	267	176	316	343	204
YoY	55%	100%	90%	73%	72%	98%	3%	-19%	1%	-24%
期末门店数	701	827	921	1050	1100	1158	1249	1281	1273	1241
净增门店数-单季度	71	126	94	129	50	58	91	32	-8	-32

资料来源：公司公告，申万宏源研究

关于口径调整：

- 2019 年公司为了更好地展示新品牌拓展，调整了分类口径，此前“其他品牌”中包括海一家品牌，19Q1 起其他品牌仅包含海澜优选、OVV、AEX、男生女生品牌，海一家并入“海澜之家系列品牌”进行统计披露。
- 本表中，18Q1、18Q2、19Q1、19Q2 所有数据均采用新口径，其他季度采用原口径。

表 2: 海澜之家利润表 (百万元、元)

利润表						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	17,000	18,200	19,090	20,614	22,003	24,183
其中：营业收入	17,000	18,200	19,090	20,614	22,003	24,183
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	12,968	13,867	14,763	15,879	16,663	18,310
其中：营业成本	10,371	11,110	11,293	11,946	12,459	13,599
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0
税金及附加	133	148	141	153	163	179
销售费用	1,423	1,549	1,799	2,250	2,413	2,746
管理费用	973	1,029	1,100	1,295	1,404	1,542
研发费用	0	25	49	120	140	180
财务费用	-121	-120	-4	-47	-66	-86
资产减值损失	188	127	383	162	150	150
信用减值损失	0	0	0	0	0	0
加：其他收益	0	18	76	76	76	76
投资收益	40	13	161	150	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-3	-9	0	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0	0
汇兑收益及其他	-0	0	0	0	0	0
三、营业利润	4,074	4,360	4,555	4,961	5,416	5,950
加：营业外收入	40	43	37	0	0	0
减：营业外支出	8	8	14	0	0	0
四、利润总额	4,105	4,395	4,578	4,961	5,416	5,950
减：所得税	982	1,066	1,122	1,222	1,376	1,511
五、净利润	3,123	3,329	3,456	3,739	4,041	4,439
持续经营净利润	3,123	3,329	3,456	3,739	4,041	4,439
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	3,123	3,329	3,455	3,738	4,039	4,437
六、其他综合收益的税后净额	115	-9	-40	0	0	0
七、综合收益总额	3,238	3,320	3,416	3,739	4,041	4,439
归属于母公司所有者的综合收益总额	3,237	3,319	3,414	3,738	4,039	4,437
八、基本每股收益	0.70	0.74	0.77	0.85	0.91	1.00
全面摊薄每股收益	0.71	0.75	0.78	0.85	0.91	1.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。