

纺织服装

2019年03月08日

海澜之家 (600398)

——潮牌黑鲸牵手《王者荣耀》，跨界社交营销点燃电竞潮魂

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03月07日

收盘价(元)	10.09
一年内最高/最低(元)	14.75/7.44
市净率	3.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	45332
上证指数/深证成指	3120.91/9740.06

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018年09月30日

每股净资产(元)	10.59
资产负债率%	56.47
总股本/流通A股(百万)	4493/4493
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：海外扩张加速推进，全球化发展实现良好开端》
2018/12/24

《海澜之家(600398)点评：三十年发展打造服装龙头，长期回购彰显白马风范》
2018/12/03

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

联系人

陈泽人
(8621)23297818×7293
chenzr@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **事件：公司旗下潮牌黑鲸 HLAJEANS 与王者荣耀职业联赛达成官方合作、提供官方比赛服饰。**2019 王者荣耀职业联赛 (KPL) 春季赛发布会召开，宣布黑鲸品牌成为 KPL 官方合作伙伴，将为 KPL 战队提供队服。王者荣耀职业联赛是《王者荣耀》游戏最高规格的职业赛事，与传统体育竞技联赛类似，有着完整的赛制和评价体系、稳定的观赛人群。根据官网数据，2018 年王者荣耀职业赛事体系内容观赛量超过 170 亿，同比增长 65%；KPL 秋季赛总决赛单日直播观赛量破 3 亿，同比增长 26%，双双创下历史新高。

● **《王者荣耀》稳居手游龙头，具备社交属性，流量导入能力强。1) 手游应用下载量位列头部。**《王者荣耀》是由腾讯自主研发的一款英雄竞技手游，根据腾讯披露，该游戏在中国各应用商店收入总排行名列首位；根据七麦数据，其应用端位列游戏类 APP 下载榜首位；根据极光大数据，2018 年末《王者荣耀》渗透率为 17.36% 位居手游类 APP 首位；根据艾瑞咨询数据，截至 2019 年 1 月，该游戏全渠道月独立设备数 1.5 亿台。2) **社交性功能强、受众覆盖面广。**该游戏具备移动设备的便捷性，吸引了大量原先使个人电脑端的 MOBA 游戏群体加入；同时移动端节奏加快，满足了大量上班族、学生群体碎片化娱乐的需求。游戏的“五黑”合作游戏模式能够带来大量推荐流量，不断刺激玩家活跃度。

● **黑鲸品牌定位潮牌，搭配王者荣耀点燃新生代竞技潮魂。1) 年轻群体重合度高。**黑鲸 HLAJEANS 是公司 2017 年推出的定位青少年的服饰品牌，与海澜之家主品牌形成差异化消费群体覆盖，我们预计门店数量超过 200 家。根据艾瑞咨询数据，《王者荣耀》近 40% 的用户群体年龄低于 24 岁，32% 的用户年龄为 25-30 岁，与黑鲸品牌消费客群十分品牌。2) **潮文化属性契合。**KPL 粉丝对赛事战队、竞技选手的认同感强烈，强调自信果敢、不甘平庸的拼搏精神，与黑鲸品牌以“永不妥协”的品牌态度相互契合，进一步强化品牌新生代潮团标签。3) **公司积极尝试电竞赛事跨界营销。**公司在新营销方面拥有经验，2018 年主品牌与《绝地求生》游戏展开跨界合作，将游戏元素融入海澜之家男装服饰，推出包括联名限量版 T 恤等在内的大礼包，受到用户好评。《王者荣耀》以全民游戏的定位，覆盖庞大年轻群体，15 支战队专属队服穿搭上线，有望再度掀起关注热潮。

● **新兴品牌、新兴市场布局推进加速，多品牌管理集团战略版图清晰。**我们预计公司 2019 年新兴品牌拓展门店数量有望超过 200 家，其中：1) 海澜优选家居生活品牌对标中国版“无印良品”，二三线市场购物中心渠道拓展顺利，满足高性价比的体验式消费新趋势。2) 轻奢品牌顺利覆盖一二线市场，女装品牌开店速度持续超预期，打造“不费力的高级感”。3) 海外门店全面开花，国潮出海进入马来西亚、泰国、新加坡、越南等市场，预计海外门店数量超过 30 家，未来有望进一步进入印尼、菲律宾等市场。

● **公司是服装行业龙头，新品牌、新营销全面铺开，维持“买入”评级。**我们认为公司旗下新品牌开店扩张迅速，渠道网点铺设全面，跨界营销活动积极发力。我们维持原有盈利预测，预计 18-20 年 EPS 为 0.78/0.83/0.89 元，对应 PE 分别为 13/12/11 倍。考虑到：1) 根据上证报报道，公司是 MSCI 大盘股成分股。公司总市值、流动性位于行业前列，14 年上市至今累计分红超过 70 亿元，外资配置提升下有望获得估值溢价。2) 公司作为行业龙头，2019 年 12 倍的 PE 远低于行业平均估值水平，理应享受一定估值溢价；3) 公司推出五年分红规划，第一期回购总金额 6.66-9.98 亿元，长期发展信心充分。我们给予公司今年 18 倍 PE 的目标估值，对应目标价 14.9 元，较当前有 48% 的空间，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,200	13,042	18,920	20,234	21,562
同比增长率(%)	7.06	4.52	3.95	6.95	6.56
净利润(百万元)	3,329	2,628	3,493	3,739	4,000
同比增长率(%)	6.60	4.60	4.93	7.05	6.97
每股收益(元/股)	0.74	0.59	0.78	0.83	0.89
毛利率(%)	39.0	43.4	39.9	40.2	40.8
ROE(%)	29.8	21.2	28.6	27.6	26.8
市盈率	14		13	12	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15,830	17,000	18,200	18,920	20,234	21,562
营业收入同比增长率 (yoy)	28.30%	7.39%	7.06%	3.95%	6.95%	6.56%
减: 营业成本	9,455	10,371	11,110	11,371	12,105	12,772
毛利率 (%)	40.27%	38.99%	38.95%	39.90%	40.20%	40.80%
减: 营业税金及附加	90	133	148	154	165	175
主营业务利润	6,285	6,495	6,942	7,395	7,964	8,615
主营业务利润率 (%)	39.70%	38.21%	38.14%	39.09%	39.36%	39.95%
减: 销售费用	1,347	1,423	1,549	1,661	1,736	1,965
减: 管理费用	967	973	1,054	1,125	1,110	1,224
减: 财务费用	-100	-121	-120	-97	-107	-142
经营性利润	4,071	4,220	4,459	4,706	5,225	5,568
经营性利润同比增长率 (yoy)	28.21%	3.65%	5.67%	5.54%	11.03%	6.56%
经营性利润率 (%)	25.72%	24.82%	24.50%	24.87%	25.82%	25.82%
减: 资产减值损失	137	188	127	265	222	202
加: 投资收益及其他	2	40	13	100	0	0
营业利润	3,937	4,072	4,360	4,540	5,003	5,365
加: 营业外净收入	58	33	35	40	50	40
利润总额	3,994	4,105	4,395	4,580	5,053	5,405
减: 所得税	1,040	982	1,066	1,087	1,314	1,405
净利润	2,954	3,123	3,329	3,493	3,739	4,000
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2,953	3,123	3,329	3,493	3,739	4,000
净利润同比增长率 (yoy)	24.35%	5.74%	6.60%	4.93%	7.05%	6.97%
每股收益 (元)	0.66	0.70	0.74	0.78	0.83	0.89
归属母公司所有者净利润率 (%)	18.66%	18.37%	18.29%	-	-	-
ROE	35.63%	31.09%	29.78%	28.60%	27.60%	26.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

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	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@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。