

海澜之家 (600398.SH)

拟转让部分爱居兔股权，有利于优化品牌布局

核心观点:

● 公司公告拟转让部分爱居兔股权，同时变更募投项目

公司全资子公司品管公司拟将其持有的爱居兔 66% 的股权转让给赵方伟，15% 的股权受让给得合管理（赵方伟持股 99%），19% 的股份转让给海澜投资，共涉及 3.82 亿元。同时公告拟变更爱居兔研发办公大楼建设项目和爱居兔仓库项目涉及的共计 14.34 亿元募集资金用于永久补充流动资金。

● 转让爱居兔股权有助于公司优化品牌布局，对公司构成利好

首先，爱居兔受制于国内大众女装市场整体低迷，且多次品牌定位调整，经营业务未达预计。根据公司披露的单体报表（非合并报表）今年 1-8 月虽实现营收 11.48 亿元，但产生 2536.38 万元亏损，合并报表预计亏损更大，转让股权有助于减少爱居兔对公司未来整体业绩的拖累，同时产生 0.56 亿元的一次性投资收益，且有助于公司减少资源的低效投入，将资源集中投向发展势头更好市场空间更大的新品牌，如 OVV（中淑女装）、海澜优选（家居生活）、男生女生童装（童装）、英氏婴童（童装）等。其次，涉及爱居兔项目共计 14.34 亿元的募集资金用于补充流动资金，有助于提高资金使用效率。最后，交易方赵方伟是爱居兔董事兼总经理，有助于对爱居兔核心管理人及经营团队产生更强的激励，另外公司尚间接持有爱居兔 19% 的股权，如未来爱居兔业绩有所起色，公司也可受益。

● 19-21 年 EPS 预计分别为 0.82 元/股、0.89 元/股、0.97 元/股

我们看好公司下半年归母净利润增长有望加快，预计主品牌保持稳健增长，可转债导致的利息增加由于基数原因减弱。参考可比公司 19 年平均 PE，给予公司 19 年 13 倍 PE，合理价值 10.66 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；新品牌培育风险。

盈利预测:

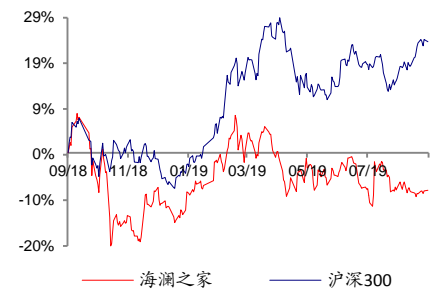
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,200	19,090	20,672	22,487	24,437
增长率(%)	7.1	4.9	8.3	8.8	8.7
EBITDA(百万元)	4,670	5,083	5,513	6,009	6,545
净利润(百万元)	3,329	3,455	3,669	3,982	4,358
增长率(%)	6.6	3.8	6.2	8.5	9.4
EPS(元/股)	0.74	0.77	0.82	0.89	0.97
市盈率(P/E)	13.09	11.03	10.33	9.52	8.70
市净率(P/B)	3.90	2.94	2.58	2.27	2.01
EV/EBITDA	7.86	6.04	5.15	4.45	3.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	8.44 元
合理价值	10.66 元
前次评级	买入
报告日期	2019-09-16

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):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

海澜之家(600398.SH):2018 2019-03-31

年主品牌保持稳定，多品牌快

速推进

表1: 可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元)		每股收益 (元)			市盈率			
		2019/9/16	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
七匹狼	002029.SZ	6.09	0.46	0.49	0.55	0.61	13.48	12.38	11.16	9.97
罗莱生活	002293.SZ	9.31	0.72	0.70	0.78	0.87	11.95	13.23	11.94	10.75
森马服饰	002563.SZ	11.48	0.63	0.71	0.83	0.96	14.16	16.17	13.86	11.94
九牧王	601566.SH	11.66	0.93	1.00	1.01	1.11	14.25	11.71	11.58	10.49
地素时尚	603587.SH	23.00	1.55	1.61	1.84	2.08	14.19	14.31	12.53	11.08
太平鸟	603877.SH	14.33	1.20	1.33	1.50	1.70	15.66	10.76	9.52	8.41
	最大值						15.66	16.17	13.86	11.94
	最小值						11.95	10.76	9.52	8.41
	平均数						13.95	13.09	11.77	10.44
	调整后平均						14.02	12.91	11.80	10.57

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司估值数据来自万得一致预期

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	17,641	21,768	24,182	26,836	29,871
货币资金	7,842	10,526	12,661	14,316	16,285
应收及预付	1,131	1,177	1,540	1,675	1,820
存货	8,493	9,474	9,550	10,391	11,286
其他流动资产	176	590	431	454	480
非流动资产	7,457	7,824	8,249	8,783	9,204
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
资产总计	25,098	29,591	32,432	35,619	39,075
流动负债	12,447	12,886	13,957	15,153	16,428
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	10,131	9,347	10,199	11,097	12,053
其他流动负债	2,316	3,538	3,758	4,056	4,374
非流动负债	1,474	3,611	3,611	3,611	3,611
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
负债合计	13,921	16,497	17,568	18,764	20,039
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	11,002	12,993	15,172
归属母公司股东权益	11,177	12,958	14,725	16,716	18,895
少数股东权益	0	137	138	139	141
负债和股东权益	25,098	29,591	32,432	35,619	39,075

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,200	19,090	20,672	22,487	24,437
营业成本	11,110	11,293	12,007	13,063	14,189
营业税金及附加	148	141	153	166	181
销售费用	1,549	1,799	2,067	2,249	2,444
管理费用	1,029	1,100	1,191	1,295	1,408
研发费用	25	49	53	58	63
财务费用	-120	-4	7	-9	-24
资产减值损失	127	383	384	386	398
公允价值变动收益	-3	-9	51	0	0
投资净收益	13	161	10	10	10
营业利润	4,360	4,555	4,871	5,289	5,790
营业外收支	35	23	23	23	23
利润总额	4,395	4,578	4,894	5,312	5,812
所得税	1,066	1,122	1,224	1,328	1,453
净利润	3,329	3,456	3,671	3,984	4,359
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	3,329	3,455	3,669	3,982	4,358
EBITDA	4,670	5,083	5,513	6,009	6,545
EPS (元)	0.74	0.77	0.82	0.89	0.97

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,880	2,419	4,837	4,653	5,087
净利润	3,329	3,456	3,671	3,984	4,359
折旧摊销	331	377	312	353	391
营运资金变动	-882	-1,580	408	-190	-188
其它	101	167	446	506	525
投资活动现金流	-2,208	-822	-653	-854	-779
资本支出	-538	-894	-715	-864	-789
投资变动	-1,674	-86	0	0	0
其他	4	158	61	10	10
筹资活动现金流	-1,662	661	-2,048	-2,144	-2,339
银行借款	500	-3	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,161	664	-2,048	-2,144	-2,339
现金净增加额	-990	2,258	2,135	1,655	1,969
期初现金余额	6,893	5,899	10,526	12,661	14,316
期末现金余额	5,899	8,157	12,661	14,316	16,285

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	7.1%	4.9%	8.3%	8.8%	8.7%
营业利润增长	7.0%	4.5%	6.9%	8.6%	9.5%
归母净利润增长	6.6%	3.8%	6.2%	8.5%	9.4%
获利能力					
毛利率	39.0%	40.8%	41.9%	41.9%	41.9%
净利率	18.3%	18.1%	17.8%	17.7%	17.8%
ROE	29.8%	26.7%	24.9%	23.8%	23.1%
ROIC	104.1%	69.0%	81.5%	82.8%	86.5%
偿债能力					
资产负债率	55.5%	55.7%	54.2%	52.7%	51.3%
净负债比率	3.8%	10.6%	9.7%	8.8%	8.1%
流动比率	1.42	1.69	1.73	1.77	1.82
速动比率	0.69	0.92	1.01	1.05	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.70	0.67	0.66	0.65
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
每股指标 (元)					
每股收益	0.74	0.77	0.82	0.89	0.97
每股经营现金流	2.47	2.07	4.14	3.98	4.35
每股净资产	2.49	2.88	3.28	3.72	4.21
估值比率					
P/E	13.09	11.03	10.33	9.52	8.70
P/B	3.90	2.94	2.58	2.27	2.01
EV/EBITDA	7.86	6.04	5.15	4.45	3.79

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
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。