

公司研究

21Q1 业绩回升、期待继续修复，存货控制良好

——海澜之家（600398.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：6.67 元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

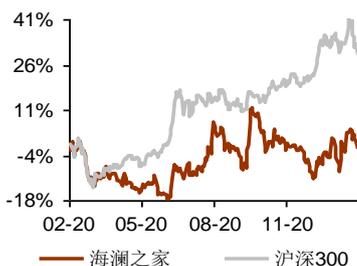
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	43.20
总市值(亿元):	288.12
一年最低/最高(元):	5.53/8.45
近3月换手率:	16.36%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.97	8.19	10.75
绝对	-10.71	8.45	11.01

资料来源：Wind

相关研报

Q2 逐步恢复中、线上增速突出，稳扎稳打构建长期增长动力——海澜之家（600398.SH）2020 年中报点评（2020-08-20）

疫情影响 Q1 业绩下滑，逆势中龙头抗风险能力更强——海澜之家（600398.SH）2019 年年报及 2020 年一季报点评（2020-04-29）

要点

20 年收入和利润同比下滑，21Q1 增速转正、收入恢复到 19Q1 的 90%左右

公司 2020 年营业收入 179.59 亿元、同比下降 18.26%，归母净利润 17.85 亿元、同比下降 44.42%，扣非归母净利润 17.32 亿元、同比下降 42.52%。EPS0.41 元、拟每股派息 0.256 元（含税）。

21Q1 公司实现营业收入 54.94 亿元；归母净利润 8.42 亿元。

分季度来看，20Q1-21Q1 单季度收入同比增速分别为-36.80%、-8.18%、-7.35%、-15.11%、42.77%，归母净利润分别同比增-75.59%、-28.78%、-30.20%、-16.80%、185.33%，其中 21Q1 相比 19Q1 收入和归母净利润分别下降 9.76%、30.35%，利润降幅超过收入差异主要来自于毛利率下降、销售费用增加（广告费净增约 1 亿）、财务费用增加和公允价值变动收益减少合计影响约 1 亿左右。

线上持续高增长、占比提升，各品牌和渠道 21Q1 销售好转

收入拆分来看：1) 分品牌来看，海澜之家系列收入仍占主导，20 年收入 137.68 亿元、占总收入 77%，同比下降 20.97%，其中 20Q1~21Q1 分别同比-37%、-12%、-7%、-20%、+45%，21Q1 较 19Q1 同比下降 8%；圣凯诺 20 年收入 20.71 亿元、同比降 4.47%，21Q1 同比增 20.45%；其他品牌 20 年收入 16.06 亿元、同比增 45.54%，21Q1 同比增 33.24%。

2) 分渠道来看，20 年线上收入占比达 11.41%，收入为 20.50 亿元、同比增 54.68%，线上 20Q1~Q4 单季度收入同比增速为 17%、40%、111%、53%，21Q1 延续高增长、同比增 88.20%；线下 20 年收入同比降 23.28%，21Q1 同比增 38.62%、较 19Q1 下降 16.65%。

线下门店方面，主品牌海澜之家门店基本稳定、开店主要来自小品牌。20 年末公司总门店数 7381 家、较 20 年初净增 1.75%，其中海澜之家系列、其他品牌门店各为 5543 家（-0.98%，其中直营店净增 129 家、加盟店及其他净关 184 家）、1838 家（+10.99%）；21 年 3 月末总门店数 7371 家，较 21 年初略减少 0.14%，其中海澜之家系列、其他品牌门店分别为 5531 家（-0.22%，直营店、加盟店及其他分别净增加 33 家、-45 家）、1840 家（+0.11%）。

线下门店分类型来看，20 年直营店、加盟店及其他在线下收入（不含圣凯诺）中占比分别为 11%、89%，直营店占比提升 4.21PCT、收入同比增 28.54%；加盟店及其他收入同比降 23.64%。21Q1 直营店、加盟店及其他收入分别同比增 35.04%、45.27%。

21Q1 毛利率提升、费用率持平，存货总额 20 年以来下降明显

毛利率：20 年公司毛利率为 37.42%、同比下降 2.04PCT。20Q1-21Q1 单季度毛利率分别为 34.48%、45.10%、40.08%、32.39%、42.91%，分别同比-9.11%、+5.94%、-1.94%、-2.43%、+8.43PCT。

分品牌来看，20 年海澜之家系列、圣凯诺、其他毛利率分别为 35.99%、52.71%、38.48%，分别同比-4.35%、+2.81%、+1.48PCT。21Q1 毛利率分别同比-2.89%、+2.25%、+16.06PCT。

分渠道来看, 20 年线上、线下毛利率分别为 38.47%、38.17%, 分别同比-12.32、-1.49PCT; 21Q1 线上、线下毛利率分别为 34.59%、44.76%, 分别同比-15.66、+0.78PCT。线上毛利率同比降幅较大主要为公司举办了线上奥莱、直播销售等集中性促销活动消化库存所致。

费用率: 20 年期间费用率为 20.97%、同比提升 2.53PCT, 其中销售、管理、研发、财务费用率各为 13.38%、6.96%、0.46%、0.15%, 分别同比+2.16、+0.14、+0.16、+0.07PCT。

20Q1-21Q1 单季度期间费用率分别同比+5.11、+4.14、+6.72、-3.73、+0.44PCT。

其他财务指标: 1) 20 年末存货 74.16 亿元、较 20 年初下降 18%; 20 年存货周转天数为 264 天、同比增加 13 天。

品牌服饰相关 (不含圣凯诺) 存货为 69.38 亿元, 较 20 年初减少 22.31%, 存货总额消化相对顺利; 库龄结构方面, 1 年以内、1~2 年、2 年以上货品占比分别为 60%、34%、7%, 较 19 年占比-11、+7、+5PCT, 其中 1 年以内货品绝对值同比减少 31%、主要为公司加强柔性供应链管理, 减少首单、增加补单比例。

品牌服饰存货分是否可退货来看, 可退货、不可退货比例分别为 61%、39%, 不可退货存货占比下降 8PCT, 未来趋势上预计继续下降。

存货跌价准备 20 年末 8.53 亿元、占品牌服饰存货计提比例为 12.29%, 跌价准备较 20 年初增加 64%、计提占比提升 6.47PCT。

21 年 3 月末存货较 21 年初减少 1.87%、同比 20Q1 减少 17.66%; 存货周转天数为 211 天、同比 20Q1 减少 108 天、较 19Q1 亦减少 39 天, 存货周转有所加快。

2) 20 年末应收账款 10.27 亿元、较 20 年初增加 25.13%; 应收账款周转天数为 18 天、同比增加 6 天。

21 年 3 月末应收账款较 21 年初增加 11.80%、同比 20Q1 增加 22.25%; 应收账款周转天数 17 天、同比 20Q1 减少 3 天、较 19Q1 增加 7 天。

3) 资产减值损失 20 年同比增加 34.83%至 5.69 亿元, 主要为存货跌价损失增加 (存在一次性集中计提黑鲸和海一家等存货跌价影响)。考虑到存货总额减少、且黑鲸和海一家影响减弱, 预计 21 年全年存货跌价计提幅度将同比减小。

21Q1 资产减值损失同比降 1.03%。

4) 经营活动净现金流 20 年同比减少 18.26%至 28.30 亿元; 21Q1 同比增 25.59%至 12.00 亿元。

期待 21 年业绩进一步修复, 长期看好龙头优势和多品牌战略显效

20 年国内新冠肺炎疫情影响下需求疲软, 致公司收入和利润出现同比下滑, 21Q1 业绩同比回升、正在恢复至疫情前水平。

1) 主品牌海澜之家表现稳健, 21Q1 收入已经恢复至 19Q1 的 90%以上, 期待进一步修复和好转; 公司在 20 年持续强化海澜之家国民品牌形象, 推出多款功能性产品、IP 合作产品, 推进柔性供应链建设、增加补单比例, 着力发展线上渠道、优化线下渠道, 21 年初赞助春晚等营销布局进一步扩大了品牌影响力。

2) 小品牌正在顺利培育中, 公司收购的童装品牌英氏、男生女生 20 年各实现收入 6.29 亿元、4.48 亿元, 自创品牌轻奢女装 OVV、优选生活馆 20 年主营业务收入分别同比增 65%、71%, 成长性强, 公司目标男生女生和 OVV2021 年、

优选 2022 年实现盈亏平衡，小品牌逐步成长壮大将为公司带来增量收入和利润贡献、拉升总体增长。

公司计划 2021 年实现归母净利润 26~33 亿元。我们略下调 21~22 年、新增 23 年 EPS 为 0.71/0.82/0.92 元（较前次盈利预测下调 3%/5%），对应 21 年 PE9 倍，随着国潮消费兴起，长期看好公司龙头集中度提升和多品牌布局推动持续增长，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情影响超预期致终端消费疲软；天气异常；终端售罄率降低致库存压力加大；线上增长不及预期；并购整合不当，或小品牌培育进展不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,970	17,959	22,092	24,823	27,463
营业收入增长率	15.09%	-18.26%	23.02%	12.36%	10.64%
净利润（百万元）	3,211	1,785	3,070	3,551	3,959
净利润增长率	-7.07%	-44.42%	72.03%	15.67%	11.49%
EPS（元）	0.74	0.41	0.71	0.82	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.60%	13.02%	19.60%	19.74%	19.29%
P/E	9	16	9	8	7
P/B	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-27

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,970	17,959	22,092	24,823	27,463
营业成本	13,300	11,238	12,756	14,356	15,902
折旧和摊销	383	404	349	355	363
税金及附加	120	118	177	174	192
销售费用	2,467	2,403	2,982	3,326	3,680
管理费用	1,499	1,251	1,591	1,713	1,867
研发费用	68	83	103	115	127
财务费用	18	28	28	13	-7
投资收益	71	9	9	9	9
营业利润	4,179	2,282	4,073	4,715	5,258
利润总额	4,224	2,299	4,093	4,735	5,278
所得税	1,057	581	1,023	1,184	1,320
净利润	3,168	1,718	3,070	3,551	3,959
少数股东损益	-43	-67	0	0	0
归属母公司净利润	3,211	1,785	3,070	3,551	3,959
EPS(按最新股本计,元)	0.74	0.41	0.71	0.82	0.92

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,462	2,830	4,205	4,287	4,758
净利润	3,211	1,785	3,070	3,551	3,959
折旧摊销	383	404	349	355	363
净营运资金增加	1,859	-2,120	1,299	987	868
其他	-1,990	2,762	-512	-606	-431
投资活动产生现金流	-271	-440	-241	-266	-241
净资本支出	-620	-216	-250	-250	-250
长期投资变化	1	0	0	0	0
其他资产变化	348	-224	9	-16	9
融资活动现金流	-3,203	-1,676	-1,134	-1,241	-1,414
股本变化	-73	-100	0	0	0
债务净变化	-515	215	0	0	0
无息负债变化	-927	-1,494	577	1,084	1,048
净现金流	-8	704	2,830	2,781	3,103

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.5%	37.4%	42.3%	42.2%	42.1%
EBITDA 率	25.3%	22.9%	24.0%	24.2%	24.0%
EBIT 率	22.6%	19.3%	22.4%	22.7%	22.7%
税前净利润率	19.2%	12.8%	18.5%	19.1%	19.2%
归母净利润率	14.6%	9.9%	13.9%	14.3%	14.4%
ROA	11.0%	6.2%	10.2%	10.6%	10.6%
ROE (摊薄)	23.6%	13.0%	19.6%	19.7%	19.3%
经营性 ROIC	22.8%	18.7%	24.7%	26.6%	28.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	50%	48%	46%	44%
流动比率	1.74	1.86	2.00	2.11	2.22
速动比率	0.99	1.18	1.39	1.51	1.64
归母权益/有息债务	5.16	4.81	5.50	6.31	7.21
有形资产/有息债务	9.98	8.79	9.67	10.86	12.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	28,916	27,668	30,209	33,617	37,203
货币资金	10,022	10,516	13,347	16,128	19,231
交易性金融资产	0	198	198	198	198
应收帐款	773	972	1,046	1,175	1,300
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	370	617	700	786	870
存货	9,044	7,416	7,019	7,462	7,802
其他流动资产	710	486	536	584	630
流动资产合计	20,920	20,206	22,845	26,333	30,031
其他权益工具	337	332	332	332	332
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	4,000	3,661	3,406	3,171	2,949
在建工程	19	2	107	185	244
无形资产	948	857	890	921	952
商誉	914	914	914	914	914
其他非流动资产	1,778	1,696	1,716	1,761	1,781
非流动资产合计	7,996	7,462	7,364	7,284	7,171
总负债	15,054	13,774	14,351	15,436	16,484
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5,899	5,448	5,613	6,317	6,997
应付票据	1,820	1,585	1,786	2,010	2,226
预收账款	816	5	0	0	0
其他流动负债	3,493	3,798	4,014	4,170	4,321
流动负债合计	12,029	10,835	11,412	12,497	13,545
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	2,373	2,490	2,490	2,490	2,490
其他非流动负债	652	449	449	449	449
非流动负债合计	3,025	2,939	2,939	2,939	2,939
股东权益	13,861	13,894	15,858	18,181	20,719
股本	1,095	995	995	995	995
公积金	3,192	3,058	3,058	3,058	3,058
未分配利润	9,007	9,146	11,111	13,434	15,972
归属母公司权益	13,602	13,701	15,665	17,988	20,527
少数股东权益	260	193	193	193	193

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.23%	13.38%	13.50%	13.40%	13.40%
管理费用率	6.82%	6.96%	7.20%	6.90%	6.80%
财务费用率	0.08%	0.15%	0.13%	0.05%	-0.02%
研发费用率	0.31%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.28	0.26	0.28	0.33	0.37
每股经营现金流	0.78	0.66	0.97	0.99	1.10
每股净资产	3.08	3.17	3.63	4.16	4.75
每股销售收入	4.97	4.16	5.11	5.75	6.36

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9	16	9	8	7
PB	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	2.0	1.9	1.2	0.9	0.5
股息率	4.2%	3.8%	4.3%	4.9%	5.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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见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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE