

海澜之家 (600398.SH)

电商表现优秀，线下恢复加速

2020 全年收入/业绩下滑。疫情影响下，2020 全年公司收入/业绩分别同比下滑 18.3%/44.4%至 179.6/17.8 亿元。终端受压，毛利率-2.0PCTs 至 37.4%；销售/管理费用率分别+2.2PCTs/+0.3PCTs 至 13.4%/7.4%，全年净利率-4.9PCTs 至 9.6%。

2021Q1 加速恢复，收入/业绩增长 40%+/180%+。公司 2021Q1 收入/业绩分别增长 42.8%/185.3 至 54.9/8.4 亿元。疫情影响消弭，终端恢复加速，毛利率+8.4PCTs 至 42.9%。销售/管理费用率分别-0.3PCTs/+0.6PCTs 至 13.3%/6.2%；综合使得 Q1 净利率提升 7.4PCTs 至 15.0%。

主品牌恢复持续，副品牌增长潜力足。分品牌来看，各品牌交错布局增长：1) 主品牌海澜之家正处于转型中，多维度营销新签约国民偶像周杰伦，产品创新迭代，推出李小龙、黑猫警长等 IP 系列，疫情后快速恢复，2020 年/2021Q1 销售分别-21.0%/+45.5%至 137.7/46.0 亿元，2021 年 Q1 对比 2019 年仍有个位数下滑毛利率分别 36.0%/42.8%。2) 圣凯诺 2020 年/2021Q1 销售分别-4.5%/+20.5%至 20.7/3.2 亿元，毛利率 52.7%/55.2%。3) 其他品牌 2020 年/2021Q1 销售分别+45.5%/+33.2%至 16.1/4.2 亿元，毛利率分别 38.5%/44.2%，其中 OVV 凭借热播剧爆红出圈，全渠道销售高速增长。

电商疫情下表现优秀。分渠道来看：1) 电商表现优秀：公司探索新零售、扩充私域流量，布局天猫、京东、抖音等多平台，店播+自播双轮驱动增长，电商销售 2020 年/2021Q1 分别+54.7%/88.2%至 20.5/5.7 亿元，占比低双位数，我们判断长期有望达到 30%。2) 线下表现疫情下受压，持续恢复中：2020 年/2021Q1 线下销售-23.3%/+38.6%至 154.0/47.6 亿元，疫情期间着力拓展直营。量价拆分来看：①公司加快渠道调整，主品牌 2020 全年净减少 55 家至 5543 家（直营+129 家至 486/加盟-184 家至 5057 家），2021Q1 净减少 12 家至 5531 家，我们判断全年店数净增加 150 家左右；②疫情下店效受压，我们判断未来随着海澜之家转型品牌力提升、产品结构优化，同店店效有望持续稳健增长。其他品牌 2020 全年净开店 182 家至 1838 家，2021Q1 净增加 2 家至 1840 家。

营运稳健，现金流略有压力。2020 年公司存货周转天数/应收账款周转天数分别 264/18 天，同增 13/6 天；2021Q1 存货周转天数/应收账款周转天数降至 211 天/17 天。2020 年，经营性现金流净额 28.3 亿元，为归母净利润的 1.6 倍。

中长期增长可期。短期疫情终端受到冲击，后续持续向好恢复；长期来看，公司主品牌转型中产品结构持续改善，线上营销和线下会员体系建设力度不断加强；以 OVV 为首的副牌布局新增长曲线，公司业绩增长可期。

投资建议：公司短期受到疫情影响，长期公司将聚焦主品牌，新品牌重点提高造血能力，公司分红政策稳定，估值有望恢复。综合考虑疫情影响，我们预计 2021~2023 年归母净利润为 29.2/32.8/36.9 亿元，当前股价为 6.67 元，对应 2021 年 PE 为 10 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情恢复速度不及预期；主品牌同店持续下滑风险；海外业务扩张不及预期；公司新品牌发展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,970	17,959	22,103	24,993	27,843
增长率 yoy (%)	15.1	-18.3	23.1	13.1	11.4
归母净利润(百万元)	3,211	1,785	2,923	3,275	3,685
增长率 yoy (%)	-7.1	-44.4	63.8	12.1	12.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.74	0.41	0.68	0.76	0.85
净资产收益率(%)	22.9	12.4	17.5	17.3	17.1
P/E(倍)	9.0	16.1	9.9	8.8	7.8
P/B(倍)	2.21	2.19	1.82	1.60	1.40

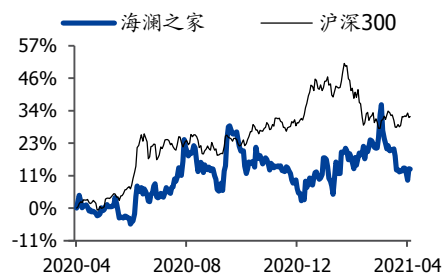
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 27 日收盘价	6.67
总市值(百万元)	28,811.69
总股本(百万股)	4,319.59
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	8.06

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 1、《海澜之家(600398.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 2、《海澜之家(600398.SH)：Q3 零售转正，孵化品牌及电商发力》2020-10-29
- 3、《海澜之家(600398.SH)：疫情影响短期业绩，内生外延助推长期发展》2020-05-11



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20920	20206	30431	29909	37118	营业收入	21970	17959	22103	24993	27843
现金	10022	10516	16446	17634	19669	营业成本	13300	11238	13262	14996	16706
应收票据及应收账款	773	972	685	1255	1033	营业税金及附加	120	118	145	164	183
其他应收款	370	617	173	845	336	营业费用	2467	2403	2940	3299	3703
预付账款	450	333	683	418	821	管理费用	1499	1251	1503	1874	2088
存货	9044	7416	12187	9468	14958	研发费用	68	83	77	100	111
其他流动资产	260	351	257	289	299	财务费用	18	28	-124	-240	-274
非流动资产	7996	7462	6999	6984	7136	资产减值损失	-422	-569	376	425	473
长期投资	1	0	-273	-657	-876	其他收益	35	38	0	0	0
固定资产	4000	3661	4212	4509	4784	公允价值变动收益	0	8	0	0	0
无形资产	948	857	902	944	992	投资净收益	71	9	-27	-48	-18
其他非流动资产	3047	2944	2159	2188	2237	资产处置收益	0	-7	0	0	0
资产总计	28916	27668	37431	36894	44254	营业利润	4179	2282	3897	4327	4835
流动负债	12029	10835	15220	12938	18220	营业外收入	55	38	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	10	20	50	30	20
应付票据及应付账款	7720	7032	10334	8648	12996	利润总额	4224	2299	3847	4297	4815
其他流动负债	4309	3803	4886	4290	5223	所得税	1057	581	962	1074	1204
非流动负债	3025	2939	2362	1990	1563	净利润	3168	1718	2886	3223	3611
长期借款	2373	2490	1913	1541	1114	少数股东损益	-43	-67	-38	-53	-74
其他非流动负债	652	449	449	449	449	归属母公司净利润	3211	1785	2923	3275	3685
负债合计	15054	13774	17582	14927	19782	EBITDA	4662	2796	4089	4310	4814
少数股东权益	260	193	155	102	29	EPS (元)	0.74	0.41	0.68	0.76	0.85
股本	1095	995	4320	4320	4320	主要财务比率					
资本公积	1452	887	887	887	887	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	10747	11317	13111	15246	17773	成长能力					
归属母公司股东权益	13602	13701	19694	21864	24443	营业收入(%)	15.1	-18.3	23.1	13.1	11.4
负债和股东权益	28916	27668	37431	36894	44254	营业利润(%)	-8.3	-45.4	70.8	11.0	11.7
						归属于母公司净利润(%)	-7.1	-44.4	63.8	12.1	12.5
						获利能力					
						毛利率(%)	39.5	37.4	40.0	40.0	40.0
						净利率(%)	14.6	9.9	13.2	13.1	13.2
						ROE(%)	22.9	12.4	17.5	17.3	17.1
						ROIC(%)	18.4	9.6	14.1	14.0	14.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.1	49.8	47.0	40.5	44.7
						净负债比率(%)	-50.6	-53.6	-83.6	-82.3	-84.1
						流动比率	1.7	1.9	2.0	2.3	2.0
						速动比率	0.9	1.1	1.1	1.5	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	30.1	20.6	26.7	25.8	24.3
						应付账款周转率	1.7	1.5	1.5	1.6	1.5
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.74	0.41	0.68	0.76	0.85
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.66	0.74	0.66	0.91
						每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.05	3.66	4.17	4.76
						估值比率					
						P/E	9.0	16.1	9.9	8.8	7.8
						P/B	2.2	2.2	1.8	1.6	1.4
						EV/EBITDA	4.7	7.6	3.7	3.1	2.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com