

存货改善，21Q1 线下毛利率恢复疫情前水平

海澜之家(600398)

评级:	买入	股票代码:	600398
上次评级:	买入	总市值(亿)	282.88
52 周最高价/最低价:	9.24/6.09	自由流通市值(亿)	282.88
最新收盘价:	6.4	自由流通股数(百万)	4,420.02

事件概述

公司 2020 年实现收入/归母净利/扣非净利分别为 179.6/17.85/17.32 亿元，同比下降 18.26%/44.42%/42.52%，略低于预期。经营性现金流/净利润为 165%、同比提高 51PCT，主要得益于存货大幅减少。每股派发现金红利 0.256 元（含税），2020 年回购 6.91 亿元（5 年回购承诺的第一年），二者合计占归母净利的 87%。2020Q4 收入/归母净利/扣非净利同比下降 15.11%/16.8%/20.85%，收入降幅环比有所扩大、净利降幅环比缩窄。

2021Q1 收入/归母净利/扣非净利 54.9/8.42/8.3 亿元、同比上升 42.77%/185.33%/188.44%、同比 2019Q1 下降 9.7%/30.4%/27.7%，符合预期。

分析判断:

直营维持低基数基础上的高增长。收入分拆：（1）分品牌看，主品牌下降、圣凯诺增速转正、其他品牌高速增长。2020 年主品牌收入占比 77%，主品牌/圣凯诺/其他品牌同增-20.97%/4.47%/45.54%，其他品牌中，海澜优选/OVV/英氏/男生女生同增 71%/65%/57%/28%。21Q1 主品牌/圣凯诺/其他品牌收入分别增长 45.45%/20.45%/33.24%、较 19Q1 分别下降 7.9%/35.3%/14.2%（19Q3 爱居兔出表，剔除爱居兔其他品牌增长 191%）。（2）分外延和同店来看，主品牌全年净关店 55 家至 5543 家，外延增长-1%，主要由于加盟店及联营店净关店 184 家至 5057 家，直营下半年加速开店、全年净开 129 家至 486 家（20H1/H2 分别净开 36/93 家）；2020 年主品牌连续开业 12 个月以上的直营门店共 311 家、同店下降 24%；21Q1 主品牌直营/加盟分别净开 33/-45 家，直营继续净开店。（3）分渠道看，2020 年线下/线上收入增速分别为-23%/55%，线下/线上占比分别为 88.25%/11.75%、线上占比同比提高 5.6PCT，其中线下加盟/直营收入增速为-23.6%/28.5%，推测加盟单店出货/直营店效分别下降 23%/5%。线上维持高增长。21Q1 线下/线上收入增速分别为 39%/88%、较 19Q1 分别增长-16.6%/120%，其中线下加盟/直营收入增速为 45%/35%、较 19Q1 增长-11.4%/43.5%，我们推测加盟单店出货/直营店效分别同比提升 46%/30%、较 19Q1 下降 18%/50%，直营店效降幅较大主要由于新开店较多。

主品牌毛利率下降、圣凯诺/其他品牌毛利率均有所提升。2020 年毛利率为 37.42%、同比下降 2.02PCT，其中海澜之家系列毛利率下降 4.35PCT 至 35.99%，圣凯诺/其他品牌毛利率上升 2.81/1.48PCT 至 52.71%/38.48%；分渠道看，2020 年线上/线下毛利率为 38.47%/38.17%、同比下降 12/1.5PCT，其中线下加盟/直营毛利率为 33.7%/56.2%、同比下降 4/3PCT。净利率为 9.56%、同比下降 4.86PCT；扣非净利 9.64%、同比下降 4.07PCT，主要由于毛利率下降以及费用率提升。2020 年期间费用率同比提高 2.52PCT 至 20.96%，主要由于销售费用率提高 2.15PCT 至 13.38%（主要由于公司拓展线上渠道支付大量网店服务费用、以及直营加速开店导致线下实体门店费用、租赁物管费大幅增加所致），管理费用率/财务费用率分别微增 0.3/0.07PCT 至 7.43%/0.15%。

21Q1 线下毛利率基本恢复疫情前水平、线上仍有下降。2021Q1 毛利率提高 8.43PCT 至 42.91%，其中海澜之家系列/圣凯诺/其他品牌分别提升 8.08PCT/6.90PCT/5.67PCT 至 42.81%/55.22%/44.19%；分渠道看，线上毛利率下降明显、线下毛利率稳定。21Q1 年线上/线下毛利率为 34.6%/44.7%、同比增长-11/9PCT、较 19Q1 增长-16/1PCT，其中线下加盟/直营毛利率为 41.6%/56.9%、同比增长 9/-1PCT、较 19Q1 下降 1/2PCT。净利率为 14.96%、同比上升 7.51PCT，扣非净利率为 15.16%、同比提高 7.65PCT，主要来自毛利率提高。与 2019Q1 相比，毛利率下降 0.68PCT，净利率/扣非净利率分别下降 4.87PCT/3.79PCT，主要由于销售/管理费用率同比提升 4/1PCT、以及公允价值变动净收益同比减少 1PCT。

存货余额改善，计提充足。2020 年末存货为 74.16 亿元、同比下降 18%，存货周转天数为 263 天，同比增加 13 天，存货/收入为 41%，不可退货商品占比下降 2PCT 至 39%，存货跌价准备/存货为 24%、同比提高 12PCT。从库龄看，公司产品一般销售两年、2 年以上存货占比有所增加，1 年以内/1-2 年/2 年以上占比分别为

60%/34%/6%、同比提高-11PCT/ 7PCT/ 5PCT。净营业周期 100 天，同比略减少 5 天，其中存货周转天数增加 13 天，应收账款周转天数增加 6 天，应付账款周转天数增加 24 天。20Q1 存货为 72.78 亿元、同比下降 17.66%、较年初继续下降 1.8%；存货周转天数为 211 天，同比下降 108 天，存货/收入为 133%，同比下降 97PCT。

投资建议

展望 2021 年，(1) 2021 年海澜之家主品牌线下优化门店布局，积极开拓购物中心渠道，2021 年平效有望提升；其他品牌有望继续保持快速增长 (2) 公司将继续坚持不打折的策略，21Q1 毛利率已有提升、全年毛利率有望继续改善。我们判断，公司 2021 年归母净利润有望达到 26-33 亿元、同比增长 46-85%、较 19 年增长-19% 至 3%。维持净利不变，分红后 21/22EPS 调整为 0.69/0.82 元，新增 23 年 EPS 0.92 元，当前股价对应 21/22/23PE 10/8/8X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情影响的不确定性；新品牌培育不及预期；终端库存高企风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,970	17,959	21,616	24,974	27,504
YoY (%)	15.1%	-18.3%	20.4%	15.5%	10.1%
归母净利润(百万元)	3,211	1,785	2,983	3,521	3,961
YoY (%)	-7.1%	-44.4%	67.1%	18.0%	12.5%
毛利率 (%)	39.5%	37.4%	40.1%	40.5%	40.8%
每股收益 (元)	0.74	0.41	0.69	0.82	0.92
ROE	23.6%	13.0%	19.0%	19.6%	19.5%
市盈率	9.30	16.73	10.01	8.48	7.54

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-59775330

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	17,959	21,616	24,974	27,504	净利润	1,718	2,910	3,452	3,894
YoY (%)	-18.3%	20.4%	15.5%	10.1%	折旧和摊销	648	467	497	527
营业成本	11,238	12,948	14,860	16,294	营运资金变动	-148	-125	-176	-393
营业税金及附加	118	151	180	206	经营活动现金流	2,830	3,765	4,296	4,548
销售费用	2,403	2,875	3,322	3,658	资本开支	-216	-295	-335	-370
管理费用	1,251	1,297	1,498	1,650	投资	-231	0	0	0
财务费用	28	9	0	-9	投资活动现金流	-440	-366	-402	-439
资产减值损失	-569	-496	-511	-507	股权募资	0	0	0	0
投资收益	9	11	15	14	债务募资	0	0	0	0
营业利润	2,282	3,808	4,580	5,170	筹资活动现金流	-1,676	-1,023	-1,347	-1,648
营业外收支	17	21	23	23	现金净流量	704	2,376	2,547	2,460
利润总额	2,299	3,829	4,603	5,193	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	581	919	1,151	1,298	成长能力				
净利润	1,718	2,910	3,452	3,894	营业收入增长率	-18.3%	20.4%	15.5%	10.1%
归属于母公司净利润	1,785	2,983	3,521	3,961	净利润增长率	-44.4%	67.1%	18.0%	12.5%
YoY (%)	-44.4%	67.1%	18.0%	12.5%	盈利能力				
每股收益	0.41	0.69	0.82	0.92	毛利率	37.4%	40.1%	40.5%	40.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	9.6%	13.5%	13.8%	14.2%
货币资金	10,516	12,892	15,439	17,900	总资产收益率 ROA	6.4%	9.5%	10.0%	10.2%
预付款项	333	388	446	489	净资产收益率 ROE	13.0%	19.0%	19.6%	19.5%
存货	7,416	8,514	9,771	10,714	偿债能力				
其他流动资产	1,940	2,068	2,178	2,385	流动比率	1.86	1.91	1.95	2.02
流动资产合计	20,206	23,863	27,834	31,488	速动比率	1.15	1.20	1.24	1.30
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.97	1.03	1.08	1.15
固定资产	3,661	3,590	3,521	3,458	资产负债率	49.8%	49.4%	48.9%	47.7%
无形资产	857	831	805	778	经营效率				
非流动资产合计	7,462	7,394	7,337	7,286	总资产周转率	0.65	0.69	0.71	0.71
资产合计	27,668	31,257	35,171	38,774	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.69	0.82	0.92
应付账款及票据	7,032	8,159	9,364	10,267	每股净资产	3.17	3.64	4.15	4.70
其他流动负债	3,803	4,328	4,883	5,286	每股经营现金流	0.66	0.87	0.99	1.05
流动负债合计	10,835	12,487	14,247	15,554	每股股利	0.00	0.98	1.30	1.61
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	2,939	2,939	2,939	2,939	PE	16.73	10.01	8.48	7.54
非流动负债合计	2,939	2,939	2,939	2,939	PB	2.02	1.90	1.66	1.47
负债合计	13,774	15,427	17,186	18,493					
股本	995	995	995	995					
少数股东权益	193	120	51	-15					
股东权益合计	13,894	15,830	17,985	20,281					
负债和股东权益合计	27,668	31,257	35,171	38,774					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。