

2021年04月28日

海澜之家 (600398.SH)

公司快报

主品牌 21Q1 经营改善，线上渠道发展迅速

事件

公司披露年报一季报。20年实现营业收入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%，基本每股收益0.41元。拟每10股派现2.56元(含税)。

今年第一季度，公司实现营业收入54.94亿元，同比增长42.77%，归母净利润8.42亿元，同比增长185.33%。

投资要点

◆ **受疫情影响，公司去年经营承压：营收端**，公司各季度营收增速分别为-36.80%、-8.18%、-7.35%、-15.11%。由于爱居兔品牌于19年9月出表，英氏于19H2并表，可比口径下，估算公司20年营收同比下滑16.7%。21Q1公司营收较19年同期下降9.8%至54.94亿元，降幅环比收窄。**净利端**，各季度净利增速分别为-75.59%、-28.78%、-30.2%、-16.80%，净利降幅整体逐渐改善。全年净利降幅高于营收降幅主要为公司毛利率下滑及期间费用率上升。21Q1公司净利较19年同期下降30.35%至8.42亿元。

◆ **主品牌 21Q1 营收降幅收窄，圣凯诺 20 年表现稳健，其他品牌增速亮眼：分品牌看**，随公司旗下新品牌孵化逐渐成熟，海澜之家系列、圣凯诺品牌、其他品牌占比分别约78.9%（同比变化-2.5pct）、11.9%（+1.7pct）、9.2%（+4.1pct）。

海澜之家系列受疫情影响，全年营收同比下降20.97%至137.68亿元，21Q1营收较19年同期降幅收窄至8%。全年毛利率下降4.35pct至35.99%，拖累公司整体毛利率下行。今年一季度，海澜之家主品牌毛利率提升至42.81%。公司近年来致力于将海澜之家向“国民品牌”转型升级，缩减纯商务装产品，推出哆啦A梦、黑猫警长等经典IP联名产品，打造功能性服饰，为品牌注入年轻活力，迎合消费者需求变化。

2B向的定制正装品牌圣凯诺全年小幅下滑4.5%至20.7亿元，基本恢复至19年水平，毛利率提升2.8pct至52.71%。21Q1圣凯诺营收较19年同期下滑35%至3.19亿元，毛利率进一步提升至55.22%。

公司其他品牌包含海澜优选、OVV、黑鲸、男生女生、英氏（2019H2起并表），全年营收增长45.5%至16.1亿元，剔除英氏并表影响，可比口径下其他品牌仍同比增长约23.2%。公司根据品牌定位和目标客群，积极为各品牌发展赋能，各品牌均表现亮眼，其中，OVV和海澜优选全年营收分别同比增长65%、71%，英氏儿童、男生女生全年收入分别为6.29、4.48亿元。21Q1其它品牌营收实现4.16亿元，同比增长33.24%。

◆ **海澜之家主品牌直营拓店加速，其他品牌继续扩张：门店方面**，截至20年末，海澜之家系列共有店铺5543家。公司继续加大主品牌直营店在购物中心的布局，其中，直营店全年净增129家至486家，各季度分别净开27、9、39、54家，加盟店全年净关闭184家至5057家。今年一季度，直营和加盟分别净增33、净减45家门店。其它品牌门店继续扩张，全年净增182家至1838家，直营和加盟分别净开店

纺织服装 | 大众品牌 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2021-04-27) **6.67元**

交易数据

总市值(百万元)	28,811.69
流通市值(百万元)	28,811.69
总股本(百万股)	4,319.59
流通股本(百万股)	4,319.59
12个月价格区间	5.77/8.45元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.34	7.55	-10.2
绝对收益	-16.63	3.89	12.08

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟
 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

海澜之家: Q3 主品牌终端零售转正，线上实现高速增长 2020-11-01

海澜之家: Q2 营收恢复至去年 90%，线上渠道业绩亮眼 2020-08-21

海澜之家: 主品牌价格策略推升三季度营收增速 2019-10-31

海澜之家: 主品牌平稳增长，爱居兔下滑拖累营收增速 2019-08-29

海澜之家: 营业收入保持平稳，资产减值损失拖累净利润 2019-04-01

17、165家。21Q1 其它品牌较20年末净增2家至1840家。

◆ **线上高速增长，加盟渠道调整拖累线下增速：**分渠道看，公司服装主业线上收入和线下收入同比增长分别为55%、-23%至20.50、153.95亿元，占比分别为11.75%、88.25%。公司疫情间快速布局直播电商，通过“达人带货+品牌自播”双轮驱动线上渠道实现高速增长。今年一季度线上同比增长88.2%至5.74亿元。由于公司在线上推出奥莱、直播销售促销活动，线上渠道毛利率下降12pct至38.5%，21Q1继续下滑至34.6%。线下渠道营收下降23.3%至153.95亿元，直营和加盟分别增长28.5%、-23.6%，线下收入下滑主要为加盟渠道门店数量减少和同店下降影响。线下渠道毛利率小幅下滑1.5pct至38.17%。

◆ **费用率上升拖累盈利水平，存货管控较好，规模下降：**盈利能力方面，整体毛利率同比降低2.0pct至37.4%，期间费用率共上升2.5pct，销售/管理/财务/研发费用率同比上升2.16/0.14/0.07/0.16pct至13.4%/7.0%/0.2%/0.5%。综合影响下，公司净利率同比下滑4.9pct至9.6%。

存货方面，20年末存货较年初下降18%至74.16亿元，存货周转天数同比上升13天至263天。公司库存品和委托代销品中，附可退货条款存货和附不可退货条款存货占比分别为54%和46%，跌价准备/不可退货存货为23.9%，较期初12.2%上升11.6pct。受疫情影响，公司谨慎计提存货跌价准备，减少进一步减值风险，保证未来长期发展。今年一季度末公司存货继续下降至72.8亿元。

现金流方面，经营活动现金流入、流出分别下降20.7%、21.0%。最终经营现金流量净额同降18.3%达28.30亿元。今年一季度末公司账上现金120亿元，现金充沛。

◆ **投资建议：**海澜之家加速向“国民品牌”转型，产品持续升级，公司旗下新品牌发展迅速。我们预测公司2021年至2023年每股收益分别为0.69、0.78和0.91元。净资产收益率分别为16.5%、17.2%和18.2%。目前公司PE(2021E)约10.5倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**加盟展店不及预期；线上盈利能力下滑；产品竞争力下降。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,970	17,959	21,681	25,253	28,230
YoY(%)	15.1	-18.3	20.7	16.5	11.8
净利润(百万元)	3,211	1,785	2,976	3,379	3,937
YoY(%)	-7.1	-44.4	66.8	13.5	16.5
毛利率(%)	39.5	37.4	41.0	42.3	42.8
EPS(摊薄/元)	0.74	0.41	0.69	0.78	0.91
ROE(%)	23.6	13.0	16.5	17.2	18.2
P/E(倍)	9.7	17.5	10.5	9.3	7.9
P/B(倍)	2.3	2.3	1.7	1.6	1.4
净利率(%)	14.6	9.9	13.7	13.4	13.9

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

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	28302	30610	35594	营业收入	21970	17959	21681	25253	28230
现金	10022	10516	16661	19842	21576	营业成本	13300	11238	12788	14571	16148
应收票据及应收账款	1143	1589	1808	1875	2226	营业税金及附加	120	118	143	166	186
预付账款	450	333	555	457	665	营业费用	2467	2403	3252	3914	4376
存货	9044	7416	8923	8076	10763	管理费用	1499	1251	1626	1768	1976
其他流动资产	260	153	158	162	167	研发费用	68	83	260	253	282
非流动资产	7996	7462	6885	6486	6122	财务费用	18	28	64	67	73
长期投资	1	0	0	0	0	资产减值损失	-422	-569	-200	250	200
固定资产	4000	3661	3331	3003	2674	公允价值变动收益	0	8	0	0	0
无形资产	948	857	796	734	669	投资净收益	71	9	60	60	60
其他非流动资产	1045	922	950	978	1007	营业利润	4179	2282	3808	4324	5049
资产总计	28916	27668	35188	37096	41716	营业外收入	55	38	43	45	42
流动负债	12029	10835	14130	14448	17217	营业外支出	10	20	15	15	17
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	4224	2299	3836	4355	5074
应付票据及应付账款	7720	7032	8597	9617	11016	所得税	1057	581	959	1089	1269
其他流动负债	1217	1850	1905	1962	2021	税后利润	3168	1718	2877	3266	3806
非流动负债	3025	2939	2953	2967	2981	少数股东损益	-43	-67	-100	-113	-132
长期借款	2373	2490	2490	2490	2490	归属母公司净利润	3211	1785	2976	3379	3937
其他非流动负债	652	449	462	476	491	EBITDA	5392	3855	4288	4811	5544
负债合计	15054	13774	17083	17415	20197						
少数股东权益	260	193	93	-20	-152	主要财务比率					
股本	1095	995	4320	4320	4320	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1452	887	887	887	887	成长能力					
留存收益	10747	11317	12805	14495	16463	营业收入(%)	15.1	-18.3	20.7	16.5	11.8
归属母公司股东权益	13602	13701	18012	19701	21670	营业利润(%)	-8.3	-45.4	66.9	13.6	16.8
负债和股东权益	28916	27668	35188	37096	41716	归属于母公司净利润(%)	-7.1	-44.4	66.8	13.5	16.5
						获利能力					
						毛利率(%)	39.5	37.4	41.0	42.3	42.8
						净利率(%)	14.6	9.9	13.7	13.4	13.9
						ROE(%)	23.6	13.0	16.5	17.2	18.2
						ROIC(%)	90.0	39.6	72.6	145.5	566.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.1	49.8	48.5	46.9	48.4
						流动比率	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1
						速动比率	1.0	1.2	1.4	1.6	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	19.5	13.1	12.9	13.8	13.8
						应付账款周转率	3.8	3.2	3.6	3.6	3.5
						估值比率					
						P/E	9.7	17.5	10.5	9.3	7.9
						P/B	2.3	2.3	1.7	1.6	1.4
						EV/EBITDA	-0.2	-0.9	3.6	2.5	1.9

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3462	2830	4828	4895	3732
净利润	3168	1718	2976	3379	3937
折旧摊销	581	648	417	419	422
财务费用	18	0	64	67	73
投资损失	-71	-9	-60	-60	-60
营运资金变动	-1709	511	1531	1202	-508
其他经营现金流	1475	-37	-100	-113	-132
投资活动现金流	-271	-440	35	32	32
筹资活动现金流	-3203	-1676	1281	-1746	-2030
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.41	0.69	0.78	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.66	1.12	1.13	0.86
每股净资产(最新摊薄)	3.15	3.17	4.17	4.56	5.02

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn