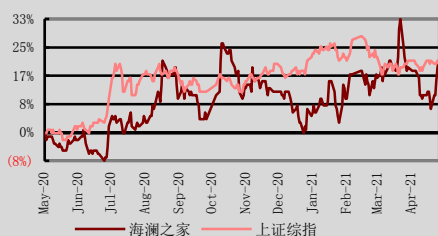


600398.SH
买入

市场价格：人民币 7.24

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.1	(0.8)	17.7	18.0
相对上证指数	16.7	(0.5)	18.8	(2.5)

发行股数(百万)	4,320
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	31,274
3个月日均交易额(人民币 百万)	90
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
海澜集团有限公司	41

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2021年5月4日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

纺织服装：服装家纺

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

海澜之家

线上渠道高速发展，品牌影响力持续提升

海澜之家围绕需求变化，优化自身品类结构，主品牌 HLA 缩减纯商务产品，加大与重磅 IP 的跨界合作力度以及研发投入，产品趋于时尚化和功能化，致力于从“男人的衣柜”向“国民品牌”的内核升级；OVV 女装品牌有望成为公司未来业务的新增长点。同时公司逐渐形成“达人带货+品牌自播”的新直播营销模式，新业务渠道成为销售增长的新动力，市场竞争力预计能够进一步提升。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **主品牌品类结构升级，稳固优化渠道布局。**公司主要品牌为男装品牌 HLA，为顺应需求变化，主品牌缩减纯商务产品，并与重磅 IP 合作持续扩充年轻化、功能化产品阵营。渠道端，2020 年该品牌净增直营门店 129 家；2020 年，主品牌实现营业收入 137.67 亿元，预计随品牌和渠道优化，未来向好。2020 年线上营业收入占比为 11.75%，首次突破两位数，预计线上渠道将维持高水平发展。
- **其他品牌逆势增长，线上渠道发展强劲。**在疫情影响下，该品牌 2020 年营业收入同比增长 65%；预计 OVV 女装品牌有望成为公司未来业务的新增长点。童装品牌男生女生和英式预计未来受益于童装行业高景气度以及自身的供应链和品牌强化未来不断增长。
- **深化品牌影响力，数字化运营助力未来成长。**公司未来将在原有的服饰本业基础上，延伸更多与居家生活相关的产品，为消费者提供以服饰为原点的生活方式。同时公司还将促进多渠道流量转化，通过不断提升经营的数字化程度，为公司“多品牌、多品类、集团化”战略集聚发展动能，构筑高质量发展新格局。

估值

- 在当前股本下，预计 2021 至 2023 年每股收益分别为 0.69 元、0.80 元、0.89 元；市盈率分别为 10 倍、9 倍、8 倍。

评级面临的主要风险

- 品牌输出不及预期、线上渠道发展不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	21,970	17,959	22,004	25,234	28,315
变动(%)	15	(18)	23	15	12
净利润(人民币 百万)	3,213	1,788	3,039	3,552	3,956
全面摊薄每股收益(人民币)	0.726	0.404	0.686	0.802	0.894
变动(%)	(5.5)	(44.4)	70.1	16.9	11.4
全面摊薄市盈率(倍)	10.0	17.9	10.5	9.0	8.1
价格/每股现金流量(倍)	9.2	11.3	12.6	8.4	10.1
每股现金流量(人民币)	0.78	0.64	0.57	0.86	0.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	5.0	3.7	3.5	3.1
每股股息(人民币)	0.068	0.079	0.135	0.157	0.175
股息率(%)	0.9	1.1	1.9	2.2	2.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	21,970	17,959	22,004	25,234	28,315
销售成本	(13,420)	(11,356)	(13,571)	(15,649)	(17,548)
经营费用	(3,027)	(2,485)	(3,063)	(3,456)	(3,892)
息税折旧前利润	5,523	4,117	5,369	6,129	6,875
折旧及摊销	(581)	(648)	(511)	(543)	(559)
经营利润 (息税前利润)	4,942	3,469	4,858	5,587	6,316
净利息收入/(费用)	133	86	55	63	70
其他收益/(损失)	151	66	25	46	47
税前利润	4,224	2,299	3,973	4,658	5,198
所得税	(1,057)	(581)	(1,005)	(1,178)	(1,315)
少数股东权益	(43)	(67)	(67)	(67)	(67)
净利润	3,213	1,788	3,039	3,552	3,956
核心净利润	3,224	1,792	3,043	3,556	3,961
每股收益 (人民币)	0.726	0.404	0.686	0.802	0.894
核心每股收益 (人民币)	0.729	0.405	0.688	0.804	0.896
每股股息 (人民币)	0.068	0.079	0.135	0.157	0.175
收入增长(%)	15	(18)	23	15	12
息税前利润增长(%)	14	(30)	40	15	13
息税折旧前利润增长(%)	18	(25)	30	14	12
每股收益增长(%)	(6)	(44)	70	17	11
核心每股收益增长(%)	(5)	(44)	70	17	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,224	2,299	3,973	4,658	5,198
折旧与摊销	581	648	511	543	559
净利息费用	18	28	18	20	23
运营资本变动	(1,038)	(1,443)	3,707	(454)	3,042
税金	(1,100)	(648)	(1,005)	(1,178)	(1,315)
其他经营现金流	776	1,947	(4,664)	225	(4,333)
经营活动产生的现金流	3,462	2,830	2,539	3,813	3,174
购买固定资产净值	293	231	(305)	(29)	56
投资减少/增加	38	10	9	30	30
其他投资现金流	(602)	(682)	(39)	(244)	(268)
投资活动产生的现金流	(271)	(440)	(334)	(244)	(182)
净增权益	(302)	(353)	(599)	(701)	(781)
净增债务	(94)	(100)	(358)	0	0
支付股息	300	350	595	696	775
其他融资现金流	(3,110)	(1,576)	(734)	(5,150)	(3,203)
融资活动产生的现金流	(3,203)	(1,676)	(1,093)	(5,150)	(3,203)
现金变动	(12)	713	1,113	(1,581)	(212)
期初现金	10,526	10,022	10,516	11,629	10,048
公司自由现金流	3,193	2,393	2,209	3,575	2,998
权益自由现金流	3,118	2,320	1,868	3,595	3,020

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	10,022	10,516	11,629	10,048	9,837
应收帐款	773	972	861	1,158	1,108
库存	9,044	7,416	8,553	8,338	10,047
其他流动资产	450	333	562	544	508
流动资产总计	20,920	20,206	22,583	21,200	22,579
固定资产	4,019	3,663	3,338	3,288	3,327
无形资产	948	857	878	898	916
其他长期资产	1,839	1,745	1,456	1,618	1,780
长期资产总计	6,805	6,266	5,672	5,805	6,023
总资产	28,916	27,668	29,523	28,337	29,996
应付帐款	7,720	7,032	9,751	9,604	12,099
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,309	3,803	4,548	4,812	5,431
流动负债总计	12,029	10,835	14,298	14,416	17,530
长期借款	2,373	2,490	2,490	2,490	2,490
其他长期负债	654	452	476	503	532
股本	1,095	995	995	995	995
储备	12,199	12,204	11,075	9,745	8,262
股东权益	13,602	13,701	12,070	10,740	9,257
少数股东权益	260	193	193	193	193
总负债及权益	28,916	27,668	29,523	28,337	29,996
每股帐面价值 (人民币)	3.08	3.10	2.73	2.43	2.09
每股有形资产 (人民币)	2.86	2.90	2.53	2.22	1.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.27)	(2.38)	(2.63)	(2.27)	(2.22)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.1	22.9	24.4	24.3	24.3
息税前利润率(%)	22.5	19.3	22.1	22.1	22.3
税前利润率(%)	19.2	12.8	18.1	18.5	18.4
净利率(%)	14.6	10.0	13.8	14.1	14.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.6	1.5	1.3
利息覆盖率(倍)	31.6	25.4	55.9	56.1	56.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.0	0.9	0.7
估值					
市盈率(倍)	10.0	17.9	10.5	9.0	8.1
核心业务市盈率(倍)	9.9	17.9	10.5	9.0	8.1
市净率(倍)	2.4	2.3	2.7	3.0	3.5
价格/现金流(倍)	9.2	11.3	12.6	8.4	10.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	5.0	3.7	3.5	3.1
周转率					
存货周转天数	232.2	243.2	209.6	211.0	204.4
应收帐款周转天数	46.8	53.7	38.7	41.3	38.2
应付帐款周转天数	64.1	71.5	80.9	69.5	78.0
回报率					
股息支付率(%)	9.4	19.6	19.6	19.6	19.6
净资产收益率(%)	47.2	26.1	50.4	66.1	85.5
资产收益率(%)	23.4	17.3	22.7	27.1	29.0
已运用资本收益率(%)	9.9	5.4	10.3	13.2	16.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测