

海澜之家 (600398.SH)

终端恢复，营运改善

2021中报公布，公司营收/业绩同比增长25.09%/74.19%。2021年上半年公司收入/业绩分别为101.35亿/16.5亿，同比增长25.09%/74.19%，对比2019年同期-5.47%/-22.35%。营运质量方面，疫情影响同比减弱，终端恢复加速，毛利率+3.54PCTs至43.59%；销售/管理费用率分别+1.4PCTs/-0.75PCTs至14.26%/5.81%，净利率+4.72PCTs至16.02%。

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) 主品牌海澜之家通过演绎传统经典文化、打造联名爆款等方式丰富国民品牌文化；品牌与中国男足、央视春晚等展开合作，并借势航天大事件推出航天联名T恤，持续提升国民品牌的影响力。上半年主品牌销售+26.03%至79.94亿元，毛利率为43.63%。2) 圣凯诺2021H1销售+2.13%至9.54亿元，毛利率为52.77%。3) 其他品牌上半年增长迅猛，2021H1销售+35.92%至8.61亿元，毛利率达到45.35%。

电商疫情下表现优秀。分渠道来看：1) 电商表现优秀：公司夯实传统电商平台业务，并通过达人直播、店铺自播等方式探索新零售，助推线上高增长。上半年电商销售同比2020H1增长71.55%至12.94亿元，同比2019H1增长122.43%。2) 线下表现持续恢复中：2021H1线下销售同比2020H1增长18.98%至85.14亿元，与2019年同期相比下降13.44%。公司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2021上半年净增加5家至5548家（直营+85家至571家/加盟-80家至4977家），其他品牌2021H1净增60家至1898家，我们预计全年门店数量新增100-150家；②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。

营运稳健，现金流略有压力。公司营运平稳，上半年公司存货周转天数/应收账款周转天数分别230天/17天，同减90天/1天；2021H1经营性现金流净额25.34亿元，为归母净利润的1.54倍。

短期疫情波动使终端受到冲击，后续预计持续向好恢复。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：公司短期受到疫情波动影响，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29.1/32.7/36.9亿元，当前股价为7.42元，对应2022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	2,914	3,271	3,692
增长率yoy(%)	-7.1	-44.4	63.3	12.3	12.9
EPS最新摊薄(元/股)	0.74	0.41	0.67	0.76	0.85
净资产收益率(%)	22.9	12.4	17.4	17.3	17.1
P/E(倍)	10.0	18.0	11.0	9.8	8.7
P/B(倍)	2.5	2.4	2.0	1.8	1.6

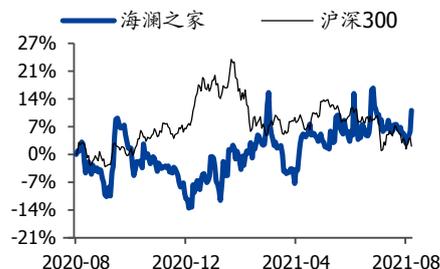
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月26日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
8月26日收盘价(元)	7.42
总市值(百万元)	32,051.43
总股本(百万股)	4,319.60
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	15.93

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

研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

相关研究

- 1、《海澜之家(600398.SH): 电商表现优秀, 线下恢复加速》2021-04-28
- 2、《海澜之家(600398.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 3、《海澜之家(600398.SH): Q3零售转正, 孵化品牌及电商发力》2020-10-29



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20920	20206	30483	29853	37145
现金	10022	10516	16416	17570	19603
应收票据及应收账款	773	972	685	1255	1033
其他应收款	370	617	173	845	336
预付账款	450	333	683	418	821
存货	9044	7416	12268	9476	15052
其他流动资产	260	351	257	289	299
非流动资产	7996	7462	7043	7062	7238
长期投资	1	0	-273	-657	-876
固定资产	4000	3661	4220	4531	4820
无形资产	948	857	902	944	992
其他非流动资产	3047	2944	2194	2244	2303
资产总计	28916	27668	37526	36915	44383
流动负债	12029	10835	15312	12951	18328
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	7720	7032	10406	8654	13080
其他流动负债	4309	3803	4906	4297	5248
非流动负债	3025	2939	2374	2011	1589
长期借款	2373	2490	1925	1562	1140
其他非流动负债	652	449	449	449	449
负债合计	15054	13774	17686	14962	19918
少数股东权益	260	193	155	103	29
股本	1095	995	4320	4320	4320
资本公积	1452	887	887	887	887
留存收益	10747	11317	13102	15233	17767
归属母公司股东权益	13602	13701	19685	21850	24437
负债和股东权益	28916	27668	37526	36915	44383

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	3154	2826	3939
净利润	3168	1718	2876	3219	3618
折旧摊销	581	648	530	434	491
财务费用	18	28	-167	-272	-298
投资损失	-71	-9	27	48	18
营运资金变动	-690	-148	-167	-593	122
其他经营现金流	456	595	54	-9	-12
投资活动现金流	-271	-440	-65	-510	-703
资本支出	632	239	-266	452	403
长期投资	504	-234	273	384	219
其他投资现金流	865	-436	-58	325	-80
筹资活动现金流	-3203	-1676	2811	-1163	-1202
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-406	117	-565	-363	-422
普通股增加	-73	-100	3325	0	0
资本公积增加	-581	-565	0	0	0
其他筹资现金流	-2144	-1128	52	-800	-781
现金净增加额	-8	704	5899	1154	2034

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21970	17959	22103	24993	27843
营业成本	13300	11238	13317	15058	16775
营业税金及附加	120	118	145	164	183
营业费用	2467	2403	2940	3324	3703
管理费用	1499	1251	1503	1824	2033
研发费用	68	83	77	100	111
财务费用	18	28	-167	-272	-298
资产减值损失	-422	-569	376	425	473
其他收益	35	38	0	0	0
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
投资净收益	71	9	-27	-48	-18
资产处置收益	0	-7	0	0	0
营业利润	4179	2282	3885	4322	4844
营业外收入	55	38	0	0	0
营业外支出	10	20	50	30	20
利润总额	4224	2299	3835	4292	4824
所得税	1057	581	959	1073	1206
净利润	3168	1718	2876	3219	3618
少数股东损益	-43	-67	-37	-53	-74
归属母公司净利润	3211	1785	2914	3271	3692
EBITDA	4662	2796	4034	4274	4802
EPS (元)	0.74	0.41	0.67	0.76	0.85

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	-18.3	23.1	13.1	11.4
营业利润(%)	-8.3	-45.4	70.3	11.2	12.1
归属于母公司净利润(%)	-7.1	-44.4	63.3	12.3	12.9
获利能力					
毛利率(%)	39.5	37.4	39.8	39.8	39.8
净利率(%)	14.6	9.9	13.2	13.1	13.3
ROE(%)	22.9	12.4	17.4	17.3	17.1
ROIC(%)	18.4	9.6	13.8	13.8	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	49.8	47.1	40.5	44.9
净负债比率(%)	-50.6	-53.6	-83.4	-81.9	-83.7
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	0.67	0.76	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.66	0.73	0.65	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.05	3.66	4.16	4.76
估值比率					
P/E	10.0	18.0	11.0	9.8	8.7
P/B	2.5	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	5.4	8.8	4.6	3.9	3.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 26 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

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

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：021-38124100

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