

海澜之家(600398.SH)

报告日期: 2021 年 10 月 27 日

毛利率水平创新高, 整体发展稳步向好

——海澜之家点评报告

✍ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉ : mail@stocke.com.cn

报告导读

公司公布 Q3 财报, 单季营业总收入与主品牌毛利率水平均创 5 年来新高; 新品牌收入持续增长, 电商业务持续发展。

投资要点

□ 外部干扰不改向好趋势, 主品牌稳扎稳打, 新品牌收入持续增长

公司公布 21Q3 三季报, 公司 21Q3 录得收入 40.2 亿 (+9%), 实现净利润 3.9 亿 (+21%); 21 前三季度累计实现收入 141.6 亿 (+20%, 相较 19 前三季度下滑 4%), 净利润 20.1 亿 (+62.7%, 相较 19 前三季度下降 22.4%)。

主品牌: 收入规模方面, 21Q3 录得收入 28.3 亿, 同比增长 4%, 较 19 年 Q3 下滑 3%, 增速单季度环比收窄, 主要系外部因素干扰 (疫情、洪灾)。盈利能力方面, Q3 单季度毛利率达 47%, 创历史新高, 主要原因系高附加值、优质面料产品逐步放量, 公司产品升级成效已逐步兑现。冬装方面, 公司目前冬装备货充足, 我们期待公司在以航空系列+极光系列为代表的羽绒服品类带动下持续业绩增长。

子品牌: 收入规模方面, 圣凯诺 21Q3 录得收入 5.3 亿, 同比增长 14%, 单季度毛利率 38%; 其他子品牌 (优选、OVV、男生女生、英氏) 21Q3 录得收入 4.3 亿, 同比增长 20%, 较 19 年增长 34%, 单季度毛利率 50%。在电商业务发展的带动下, 子品牌收入持续增长。

□ 期间费用率增长短期抑制净利率, 存货水平与经营性现金流发展良好

公司 Q3 单季度期间费用率~27%。其中, 销售费用率~19%, 管理费用~8%。费用增长主要来源于直营店数量的增长 (公司 19 年直营店数量为 291 家, 21 年达 650 家, 增幅达 124%) 以及网店费用。短期来看或抑制净利率, 长期有望逐步改善公司渠道结构。

21Q3 公司经营性现金流净额 21.8 亿 (同增 145%), 持续改善。截至 9 月末, 公司存货 92.5 亿, 18/19/20 年同期分别 97.3 亿/94.5 亿/86.4 亿, 处于历史偏低水平。21Q3 公司存货周转天数 283 天 (去年同期 338 天/19 年同期 299 天), 运营状况持续改善。

□ 盈利预测及估值

公司在 Q3 外部因素干扰下, 依然表现出强劲的韧性。我们认为伴随公司主品牌的持续升级、运营状况持续改善、新品牌健康成长, 业绩释放确定性与成长性兼具。同时, 公司在品牌力、渠道资源、以及供应链资源上的丰厚底蕴让我们对其在未来获得更大的市场空间充满期待。

预计公司 21-23 年净利润 29.6/33.3/37.2 亿, 增速为 66%/13%/12%, 对应估值 9.6/8.5/7.6X。我们认为在国产龙头品牌势头向上的背景下, 公司具备充足的向上空间, 目前低估值下维持“买入”评级。

风险提示: 疫情恶化超出预期; 消费需求变化;

评级

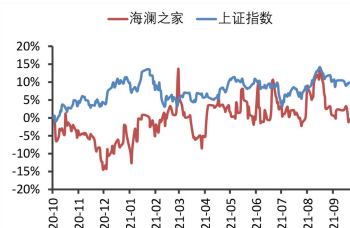
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 6.56

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.11
1Q/2021 0.20
2Q/2021 0.19
3Q/2021 0.09



公司简介

公司成立于 1997 年, 是一家大型服装企业, 业务涵盖品牌服装的经营以及高档西服、职业服的生产和销售, 品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等。

相关报告

《海澜之家: 品牌全方位升级持续, 国产龙头增长可期》2021.04.28
《海澜之家: 海澜之家: 运营效率改善明显, 期待主品牌下半年发力》2021.08.27

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	17,959	21,554	23,813	26,394
(+/-)	-18.3%	20.0%	10.5%	10.8%
归母净利润	1,785	2,956	3,329	3,719
(+/-)	-44.4%	65.7%	12.6%	11.7%
每股收益(元)	0.41	0.68	0.77	0.86
P/E	15.9	9.6	8.5	7.6

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	20206	21635	23819	26262	营业收入	17959	21554	23813	26394
现金	10516	12103	13452	15464	营业成本	11238	12629	13918	15398
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	118	141	156	173
应收账款	972	981	1177	1219	营业费用	2403	2931	3239	3590
其它应收款	371	491	461	574	管理费用	1251	1617	1738	1927
预付账款	333	389	455	478	研发费用	40	108	119	132
存货	7416	7512	8106	8339	财务费用	28	6	5	5
其他	596	159	169	187	资产减值损失	569	314	348	363
非流动资产	7462	5860	5598	5351	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	9	10	10	10
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	38	50	50	50
固定资产	4000	3497	3301	3140	营业利润	2282	3868	4350	4866
无形资产	857	833	771	708	营业外收支	17	25	23	25
在建工程	19	30	30	30	利润总额	2299	3893	4373	4891
其他	2586	1500	1496	1474	所得税	581	973	1093	1223
资产总计	27668	27342	29249	31428	净利润	1718	2920	3280	3668
流动负债	10835	10594	11192	11963	少数股东损益	(67)	(36)	(49)	(51)
短期借款	0	0	0	1	归属母公司净利润	1785	2956	3329	3719
应付款项	5448	5529	5901	6399	EBITDA	3714	4689	5250	5801
预收账款	5	210	266	262	EPS (最新摊薄)	0.41	0.68	0.77	0.86
其他	5382	4854	5024	5301	主要财务比率				
非流动负债	2939	2923	2923	2923		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	2490	2400	2400	2400	成长能力				
其他	449	523	523	523	营业收入	-18.3%	20.0%	10.5%	10.8%
负债合计	13774	13517	14114	14886	营业利润	-45.4%	69.5%	12.5%	11.9%
少数股东权益	193	196	216	202	归属母公司净利润	-44.4%	65.7%	12.6%	11.7%
归属母公司股东权益	13701	13629	14918	16341	获利能力				
负债和股东权益	27668	27342	29249	31428	毛利率	37.4%	41.4%	41.6%	41.7%
					净利率	9.9%	13.7%	14.0%	14.1%
					ROE	12.9%	21.4%	22.9%	24.5%
					ROIC	14.0%	20.2%	21.0%	21.7%
					偿债能力				
					资产负债率	49.8%	49.4%	48.3%	47.4%
					净负债比率	100.5%	99.2%	94.6%	91.1%
					流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2
					速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9
					应收帐款周转率	17.5	16.4	16.4	16.4
					应付帐款周转率	1.5	1.7	1.9	2.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.41	0.68	0.77	0.86
					每股经营现金	0.66	0.89	0.85	0.00
					每股净资产	3.17	3.15	3.45	3.78
					估值比率				
					P/E	15.9	9.6	8.5	7.6
					P/B	2.1	2.1	1.9	1.7
					EV/EBITDA	5.5	4.0	3.3	2.6

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区富华大厦 E 座 4 楼

深圳地址：深圳市广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>