

2021年10月28日

主品牌较19年降幅环比改善，库存高企

海澜之家(600398)

评级:	买入	股票代码:	600398
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.45/5.96
目标价格:		总市值(亿)	283.37
最新收盘价:	6.56	自由流通市值(亿)	283.37
		自由流通股数(百万)	4,319.60

事件概述

公司2021年前三季度收入/归母净利/扣非净利分别为141.56/20.48/19.69亿元，同比增长20.19%/58.7%/56.18%，较19年同期下降3.63%/21.74%/18.57%。21Q3收入/归母净利/扣非净利为40.22/3.97/3.81亿元，同比增长9.39%/15.89%/18.4%，较19年同期增长1.35%/-19.1%/10.98%，低于预期。

分析判断:

主品牌Q3环比继续改善、较19Q3仍有单位数下降，其他品牌维持高增。21年前三季度，海澜之家系列/圣凯诺/其他品牌收入分别为108.21/14.84/12.91亿元、同比增长19.51%/6.04%/30.26%，较19年同期增长-6%/-2%/105%。单季度来看，21Q3海澜之家系列/圣凯诺/其他品牌收入较19Q3增速分别为-3%/-9%/34%，**主品牌降幅环比继续缩窄。**(1)线下来看，**Q3加速开店**，21Q3主品牌净开55家至5603家(其中直营/加盟分别净开79/-24家)、较20Q3外延增长1%、较19Q3外延增长2%，推算21Q3主品牌店效较20Q3提高3%、较19Q3下降8%。(2)**线上收入占比从11.6%提升至14%**。21年前三季度公司线上/线下收入分别为19.50/116.45亿元、同比增长47%/15%，21Q3单季增速分别为15%/6%、较19Q3分别增长111%/-20%，**我们分析线上增速环比Q2放缓主要由于线上20Q3基数较大。**分渠道来看，21年前三季度直营/加盟收入分别为14.65/106.46亿元(不包括圣凯诺)、同比增长43.36%/17.99%，直营占比提升至12%。

活动增加使得线上毛利率有所下降，货品结构优化及折扣率减少带来线下毛利率改善。2021年前三季度公司毛利率为43.9%、同比提高3.8PCT，其中线上/线下毛利率分别为37.33%/49.57%、同比提高-7.26/6.33PCT，线上毛利率下降主要由于活动有所增加、以及8月奥莱活动影响，我们估计未来线上毛利率将维持在35%-40%。

净利率下降主要由于直营加速开店、线上加大投入带来的费用率增加以及资产减值损失增长。21年前三季度公司净利率为14.22%、同比提高3.71PCT、较19年同期下降3.44PCT，21Q3净利率为9.69%、同比提高0.93PCT、较19Q3下降2.44PCT。从费用率看，21Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为19.35%/8.27%/0.42%/-0.9%、同比提高1.71/-4.04/0.05/-1.37PCT、较19Q3提高6.74/-2.93/0.28/-1.01PCT，销售费用率提升主要由于直营加速开店使得直营占比提升、以及线上快速增长使得网店费用增长。21Q3资产减值损失/收入为4.63%、同比增加4.8PCT、较19Q3增加2.28PCT。

21Q3末存货金额环比提升。21Q3末公司存货为92.52亿元、同比增长7%、环比21Q2末增长28%，存货周转天数为283天、同比下降55天、环比提高53天；应收账款周转天数为18天、同比持平、较19年同期提高3天。

投资建议

展望Q4，(1)我们估计国庆节后主品牌零售端已恢复到19年同期水平、主品牌Q4有望赶超19年同期水平，我们估计主品牌全年新开150-200家左右、集中在购物中心、直营占比将继续提升；(2)预计OVV今年有望盈亏平衡或微利、海澜优选明年有望盈亏平衡、男生女生和英氏估计实现经营端盈亏平衡、财务端亏损；

(3)公司将推出高性价比品牌海澜之家HLA+。维持21/22/23年收入预测分别为216/250/275亿元，考虑直营开店加速带来费用率大幅增长，将21/22/23年归母净利预测从29.8/35.2/39.6亿元下调至27.9/33/37亿元、对应将EPS从0.69/0.82/0.92元下调至0.65/0.76/0.86元，2021年10月27日收盘价6.56元对应21/22/23PE分别为10/9/8X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情不确定性，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	2,794	3,302	3,713
YoY (%)	-7.1%	-44.4%	56.6%	18.2%	12.5%
毛利率 (%)	39.5%	37.4%	40.1%	40.5%	40.8%
每股收益 (元)	0.74	0.41	0.65	0.76	0.86
ROE	23.6%	13.0%	18.0%	18.8%	18.9%
市盈率	8.83	15.88	10.14	8.58	7.63

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：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	17,959	21,616	24,974	27,504	净利润	1,718	2,726	3,237	3,658
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	-177	-417
营业税金及附加	118	151	182	193	经营活动现金流	2,830	3,581	4,083	4,312
销售费用	2,403	3,117	3,601	3,961	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	1	-7	投资活动现金流	-440	-366	-405	-439
资产减值损失	-569	-496	-512	-531	股权募资	0	0	0	0
投资收益	9	11	12	14	债务募资	0	0	0	0
营业利润	2,282	3,565	4,293	4,855	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	2,191	2,332	2,224
利润总额	2,299	3,587	4,316	4,878	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	581	861	1,079	1,219	成长能力 (%)				
净利润	1,718	2,726	3,237	3,658	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	2,794	3,302	3,713	净利润增长率	-44.4%	56.6%	18.2%	12.5%
YoY (%)	-44.4%	56.6%	18.2%	12.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.41	0.65	0.76	0.86	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%	12.6%	13.0%	13.3%
货币资金	10,516	12,708	15,040	17,264	总资产收益率 ROA	6.4%	9.0%	9.5%	9.7%
预付款项	333	388	446	489	净资产收益率 ROE	13.0%	18.0%	18.8%	18.9%
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	1.90	1.93	1.98
流动资产合计	20,206	23,678	27,435	30,852	速动比率	1.15	1.18	1.21	1.26
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.97	1.02	1.06	1.11
固定资产	3,661	3,590	3,521	3,458	资产负债率	49.8%	49.6%	49.4%	48.5%
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	0.70	0.72	0.72
资产合计	27,668	31,073	34,772	38,139	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.65	0.76	0.86
应付账款及票据	7,032	8,159	9,364	10,267	每股净资产	3.17	3.59	4.06	4.55
其他流动负债	3,803	4,328	4,883	5,286	每股经营现金流	0.66	0.83	0.95	1.00
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	15.88	10.14	8.58	7.63
非流动负债合计	2,939	2,939	2,939	2,939	PB	2.02	1.83	1.62	1.44
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	124	60	5					
股东权益合计	13,894	15,646	17,586	19,646					
负债和股东权益合计	27,668	31,073	34,772	38,139					

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，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。