

## 公司研究

## 销售稳步好转、线上占比继续提升，备战冷冬

## ——海澜之家（600398.SH）2021年三季报点评

## 买入（维持）

当前价：6.56元

## 作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

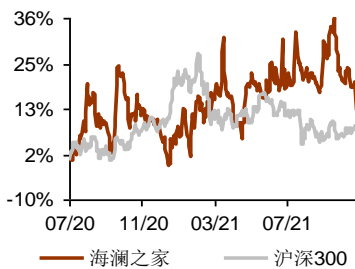
021-52523672

sunww@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	43.20
总市值(亿元)	283.37
一年最低/最高(元)	5.75/8.15
近3月换手率	17.07%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.64	-10.11	-10.21
绝对	-7.34	-7.21	-3.40

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年业绩逐步恢复，期待冬季销售发力——海澜之家（600398.SH）2021年中报点评（2021-08-26）

21Q1业绩回升、期待继续修复，存货控制良好——海澜之家（600398.SH）2020年年报及2021年一季报点评（2021-04-28）

## 要点

## 前三季度收入同比增 20%、归母净利润增 59%，Q3 收入增速环比略提升

公司 2021 年前三季度营业收入 141.56 亿元、同比增长 20.19%，较 19 年前三季度略下降 3.63%，归母净利润 20.48 亿元、同比增长 58.70%、较 19 年前三季度下降 21.74%，扣非归母净利润 19.69 亿元、同比增长 56.18%。EPS0.47 元。

分季度来看，21Q1/Q2/Q3 单季度收入分别同比增长 42.77%、9.08%、9.39%，较 19 年同期-9.76%、+0.16%、+1.35%；归母净利润同比增 185.33%、23.87%、15.89%，较 19 年同期-30.35%、-11.78%、-19.10%。单二季度以来公司收入已经略超过疫情前的 19 年同期水平，且 Q3 收入增幅较 Q2 环比略有提升。

## 线上继续较高增长、占比提升，线下恢复中、店铺结构继续优化

收入拆分来看：1) 分品牌来看，海澜之家系列收入仍占主导，前三季度收入占比 80%左右，收入同比增 19.51%、较 19 年前三季度下降约 6%；圣凯诺收入占约 11%、收入同比增 6.04%；其他品牌（OVV、男生女生、优选、英氏等）收入占 9%、同比增 30.26%。

2) 分渠道来看，前三季度线上收入占比达 14%，收入同比增 47%；线下收入同比增长 15%、较 19 年同期下降约 14%、仍在恢复中。

线下门店方面，主品牌海澜之家门店基本稳定、开店主要来自小品牌。21 年 9 月末公司总门店数 7537 家、较 21 年初净增 2.11%，其中海澜之家系列、其他品牌门店各为 5603 家（+1.08%，其中直营店净增 164 家、加盟店及其他净关 104 家）、1934 家（+5.22%）。线下门店分类型来看，21 年前三季度直营店、加盟店及其他线下收入（不含圣凯诺）中占比分别为 12%、88%，直营店收入同比增 43.36%，加盟店及其他收入同比增 17.99%。

## 毛利率提升、费用率下降，存货周转、现金流向好

**毛利率：**21 年前三季度公司毛利率为 43.90%、同比提升 3.83PCT，主要为终端零售转好以及公司业务结构变化、直营店占比提升贡献。21Q1/Q2/Q3 单季度毛利率分别为 42.91%、44.41%、44.66%，分别同比+8.43%、-0.69%、+4.58PCT。

分品牌来看，海澜之家系列、圣凯诺、其他毛利率分别为 44.60%、51.94%、42.94%，同比分别+5.20%、-0.70%、+6.74PCT，海澜之家系列毛利率提升一方面为直营占比提升贡献、另一方面为高附加值高毛利产品占比提升贡献；分线上线下来看，线上、线下毛利率分别为 37.33%、46.57%，同比分别-7.26%、+6.33PCT，线上毛利率下降主要为营销活动增加。

**费用率：**前三季度期间费用率为 21.90%、同比下降 1.17PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率各为 15.71%、6.15%、0.48%、-0.43%，分别同比+1.35%、-2.01%、+0.17%、-0.68PCT，销售费用率提升主要为营销费用增加以及直营店门店增加、占比提升所致。

**其他财务指标：**1) 21 年 9 月末存货 92.52 亿元、较 21 年初增加 24.75%、同比增加 7.10%。存货周转天数为 283 天、同比减少 55 天。2) 应收账款 8.78 亿元、较年初减少 9.74%、同比增加 19.70%；应收账款周转天数为 18 天、同比持平。3) 前三季度经营活动净现金流 21.81 亿元、同比大幅增加五位数字。

### 期待四季度受益冷冬提振销售，估值较低

21 年以来各季度公司销售收入逐步恢复，单二季度以来收入已经略超过 19 年同期，线上增长靓丽、占比提升，线下店铺结构优化，整体渠道布局更为均衡健康。短期来看，冷冬形成概率较大，公司今年重点推出了极光羽绒服等高附加值产品，期待冬装销售提振。我们维持公司 21~23 年 EPS 为 0.71/0.82/0.92 元，对应 21 年 PE9 倍，低估值、高分红属性，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内疫情影响超预期致终端消费疲软；天气异常；终端售罄率降低致库存压力加大；线上增长不及预期；并购整合不当，或小品牌培育进展不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	21,970	17,959	22,092	24,823	27,463
营业收入增长率	15.09%	-18.26%	23.02%	12.36%	10.64%
净利润 (百万元)	3,211	1,785	3,070	3,551	3,959
净利润增长率	-7.07%	-44.42%	72.03%	15.67%	11.49%
EPS (元)	0.74	0.41	0.71	0.82	0.92
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.60%	13.02%	19.60%	19.74%	19.29%
P/E	9	16	9	8	7
P/B	2.1	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-27

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,970	17,959	22,092	24,823	27,463
营业成本	13,300	11,238	12,756	14,356	15,902
折旧和摊销	383	404	349	355	363
税金及附加	120	118	177	174	192
销售费用	2,467	2,403	2,982	3,326	3,680
管理费用	1,499	1,251	1,591	1,713	1,867
研发费用	68	83	103	115	127
财务费用	18	28	28	13	-7
投资收益	71	9	9	9	9
营业利润	4,179	2,282	4,073	4,715	5,258
利润总额	4,224	2,299	4,093	4,735	5,278
所得税	1,057	581	1,023	1,184	1,320
净利润	3,168	1,718	3,070	3,551	3,959
少数股东损益	-43	-67	0	0	0
归属母公司净利润	3,211	1,785	3,070	3,551	3,959
EPS(按最新股本计,元)	0.74	0.41	0.71	0.82	0.92

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,462	2,830	4,205	4,287	4,758
净利润	3,211	1,785	3,070	3,551	3,959
折旧摊销	383	404	349	355	363
净营运资金增加	1,859	-2,120	1,299	987	868
其他	-1,990	2,762	-512	-606	-431
投资活动产生现金流	-271	-440	-241	-266	-241
净资本支出	-620	-216	-250	-250	-250
长期投资变化	1	0	0	0	0
其他资产变化	348	-224	9	-16	9
融资活动现金流	-3,203	-1,676	-1,134	-1,241	-1,414
股本变化	-73	-100	0	0	0
债务净变化	-515	215	0	0	0
无息负债变化	-927	-1,494	577	1,084	1,048
净现金流	-8	704	2,830	2,781	3,103

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.5%	37.4%	42.3%	42.2%	42.1%
EBITDA 率	25.3%	22.9%	24.0%	24.2%	24.0%
EBIT 率	22.6%	19.3%	22.4%	22.7%	22.7%
税前净利润率	19.2%	12.8%	18.5%	19.1%	19.2%
归母净利润率	14.6%	9.9%	13.9%	14.3%	14.4%
ROA	11.0%	6.2%	10.2%	10.6%	10.6%
ROE (摊薄)	23.6%	13.0%	19.6%	19.7%	19.3%
经营性 ROIC	22.8%	18.7%	24.7%	26.6%	28.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	50%	48%	46%	44%
流动比率	1.74	1.86	2.00	2.11	2.22
速动比率	0.99	1.18	1.39	1.51	1.64
归母权益/有息债务	5.16	4.81	5.50	6.31	7.21
有形资产/有息债务	9.98	8.79	9.67	10.86	12.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	28,916	27,668	30,209	33,617	37,203
货币资金	10,022	10,516	13,347	16,128	19,231
交易性金融资产	0	198	198	198	198
应收账款	773	972	1,046	1,175	1,300
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	370	617	700	786	870
存货	9,044	7,416	7,019	7,462	7,802
其他流动资产	710	486	536	584	630
流动资产合计	20,920	20,206	22,845	26,333	30,031
其他权益工具	337	332	332	332	332
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	4,000	3,661	3,406	3,171	2,949
在建工程	19	2	107	185	244
无形资产	948	857	890	921	952
商誉	914	914	914	914	914
其他非流动资产	1,778	1,696	1,716	1,761	1,781
非流动资产合计	7,996	7,462	7,364	7,284	7,171
总负债	15,054	13,774	14,351	15,436	16,484
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5,899	5,448	5,613	6,317	6,997
应付票据	1,820	1,585	1,786	2,010	2,226
预收账款	816	5	0	0	0
其他流动负债	3,493	3,798	4,014	4,170	4,321
流动负债合计	12,029	10,835	11,412	12,497	13,545
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	2,373	2,490	2,490	2,490	2,490
其他非流动负债	652	449	449	449	449
非流动负债合计	3,025	2,939	2,939	2,939	2,939
股东权益	13,861	13,894	15,858	18,181	20,719
股本	1,095	995	995	995	995
公积金	3,192	3,058	3,058	3,058	3,058
未分配利润	9,007	9,146	11,111	13,434	15,972
归属母公司权益	13,602	13,701	15,665	17,988	20,527
少数股东权益	260	193	193	193	193

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.23%	13.38%	13.50%	13.40%	13.40%
管理费用率	6.82%	6.96%	7.20%	6.90%	6.80%
财务费用率	0.08%	0.15%	0.13%	0.05%	-0.02%
研发费用率	0.31%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.28	0.26	0.28	0.33	0.37
每股经营现金流	0.78	0.66	0.97	0.99	1.10
每股净资产	3.08	3.17	3.63	4.16	4.75
每股销售收入	4.97	4.16	5.11	5.75	6.36

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	9	16	9	8	7
PB	2.1	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	2.0	1.9	1.2	0.8	0.5
股息率	4.3%	3.9%	4.3%	5.0%	5.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE