

海澜之家 (600398.SH)

主品牌稳健复苏，新品牌快速成长

公司前三季度营收/业绩同比增长 **20%/59%**。公司前三季度营收同比+20.2%至141.6亿元，较2019年同期-3.6%，降幅对比H1收窄，产品结构优化带动毛利率同比+3.8PCTs至43.9%，销售/管理费用率同比+1.4PCTs/-2.0PCTs至15.7%/6.1%，其中销售费用率的增长主要系直营门店扩张以及电商促销活动增加所致，综合归母净利润同比+58.7%至20.5亿元，较2019年同期-21.7%，降幅同H1基本持平，归母净利率+3.5PCTs至14.5%。

分品牌：主品牌稳定复苏，其他品牌保持高速增长。 **1) 海澜之家系列：**主品牌海澜之家 Q1/Q2/Q3 营收同比+45.5%/+6.7%/+4.3%至 46/34/28.3 亿元，较 2019 年同期-7.9%/-6.6%/-2.6%，持续的产品更新以及营销推广带动主品牌稳定复苏；前三季度毛利率同比+5.2PCTs至44.6%，主要得益于产品系列的优化，期内公司推出多款高附加值的联名及功能性产品，销售表现优秀。 **2) 圣凯诺：**圣凯诺 Q1/Q2/Q3 营收同比+20.5%/+5.1%/+13.9%至 3.2/6.3/5.3 亿元，前三季度毛利率同比基本持平为 51.9%。 **3) 其他品牌：**其他品牌维持亮眼表现，Q1/Q2/Q3 营收同比+33.2%/+38.5%/+20.2%至 4.2/4.4/4.3 亿元，前三季度毛利率同比+6.7PCTs至42.9%，其中我们预计 OVV 品牌凭借持续提升的知名度营收增速较整体更高。

分渠道：同期高基数致使 Q3 电商增速放缓，线下渠道结构优化。 **1) 电商渠道：**电商业务 Q1/Q2/Q3 营收同比+88.2%/+60.3%/+14.7%至 5.7/7.2/6.6 亿元，Q3 营收增速在同期高基数下有所放缓，前三季度毛利率同比-7.3PCTs至37.3%，主要系促销活动增加所致。 **2) 线下渠道：**线下渠道 Q1/Q2/Q3 营收同比+38.6%/+0.9%/+5.7%至 47.6/37.5/31.3 亿元，前三季度毛利率同比+6.3PCTs至46.6%。主品牌目前处于渠道结构优化阶段，直营门店加速拓展，加盟渠道收缩低效店铺，截至 Q3 末主品牌直营店铺较年初+164 家至 650 家，加盟及联营店铺较年初-104 家至 4953 家；其他品牌处于扩张轨道，直营店铺较年初+22 至 341 家，加盟及联营店铺较年初+74 家至 1593 家。

存货效率改善，现金流大幅增长。截至 Q3 末公司存货周转天数同比-55 天至 283 天，存货余额较 2019 年 Q3 末-2 亿元至 92.5 亿元，存货效率改善，应收账款周转天数持平为 18 天。前三季度经营现金流净额为 21.8 亿元，较同期的 1500 万大幅增长。

展望全年，我们预计收入/业绩增长 19%/57%。我们判断主品牌的复苏仍将继续，10 月份以来随着天气转冷，公司加大以羽绒服为代表的冬装推广力度（目前公司羽绒服包括极光、航天等多个具有设计感的系列），同时签约新的形象大使及代言人加大年轻群体触达，我们判断公司全年营收/业绩+19%/+57%。

盈利预测和投资建议：公司短期受到疫情波动影响，长期公司将聚焦主品牌，同时以 OVV 为代表的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，我们调整 2021~2023 年归母净利润为 28.0/32.2/36.5 亿元，当前股价为 6.56 元，对应 2021/22 年 PE 为 10/9 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	21,430	24,155	26,973
增长率 yoy (%)	15.1	-18.3	19.3	12.7	11.7
归母净利润(百万元)	3,211	1,785	2,799	3,218	3,651
增长率 yoy (%)	-7.1	-44.4	56.9	15.0	13.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.74	0.41	0.65	0.75	0.85
净资产收益率(%)	22.9	12.4	16.8	17.2	17.1
P/E(倍)	8.8	15.9	10.1	8.8	7.8
P/B(倍)	2.2	2.2	1.8	1.6	1.4

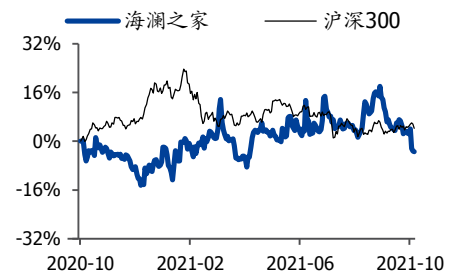
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
10月27日收盘价(元)	6.56
总市值(百万元)	28,336.59
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)	12.80

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

- 《海澜之家(600398.SH): 终端恢复, 营运改善》2021-08-26
- 《海澜之家(600398.SH): 电商表现优秀, 线下恢复加速》2021-04-28
- 《海澜之家(600398.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20920	20206	29805	29668	36350	营业收入	21970	17959	21430	24155	26973
现金	10022	10516	16443	17545	19563	营业成本	13300	11238	12911	14553	16251
应收票据及应收账款	773	972	634	1240	976	营业税金及附加	120	118	141	158	177
其他应收款	370	617	149	835	310	营业费用	2467	2403	2872	3225	3587
预付账款	450	333	652	412	788	管理费用	1499	1251	1479	1691	1888
存货	9044	7416	11669	9347	14415	研发费用	68	83	75	97	108
其他流动资产	260	351	257	289	299	财务费用	18	28	-173	-280	-305
非流动资产	7996	7462	6890	6878	7057	资产减值损失	-422	-569	364	411	459
长期投资	1	0	-273	-657	-876	其他收益	35	38	0	0	0
固定资产	4000	3661	4092	4374	4663	公允价值变动收益	0	8	0	0	0
无形资产	948	857	902	944	992	投资净收益	71	9	-27	-48	-18
其他非流动资产	3047	2944	2169	2217	2279	资产处置收益	0	-7	0	0	0
资产总计	28916	27668	36695	36546	43408	营业利润	4179	2282	3734	4252	4790
流动负债	12029	10835	14637	12798	17607	营业外收入	55	38	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	10	20	50	30	20
应付票据及应付账款	7720	7032	9875	8546	12509	利润总额	4224	2299	3684	4222	4770
其他流动负债	4309	3803	4762	4252	5099	所得税	1057	581	921	1056	1193
非流动负债	3025	2939	2331	1960	1541	净利润	3168	1718	2763	3167	3578
长期借款	2373	2490	1882	1511	1092	少数股东损益	-43	-67	-36	-52	-73
其他非流动负债	652	449	449	449	449	归属母公司净利润	3211	1785	2799	3218	3651
负债合计	15054	13774	16968	14758	19148	EBITDA	4662	2796	3878	4193	4735
少数股东权益	260	193	157	105	32	EPS (元)	0.74	0.41	0.65	0.75	0.85
股本	1095	995	4320	4320	4320						
资本公积	1452	887	887	887	887						
留存收益	10747	11317	12989	15067	17561						
归属母公司股东权益	13602	13701	19570	21683	24228						
负债和股东权益	28916	27668	36695	36546	43408						

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	3060	2736	3904
净利润	3168	1718	2763	3167	3578
折旧摊销	581	648	526	424	479
财务费用	18	28	-173	-280	-305
投资损失	-71	-9	27	48	18
营运资金变动	-690	-148	-137	-614	146
其他经营现金流	456	595	54	-9	-12
投资活动现金流	-271	-440	92	-469	-694
资本支出	632	239	-419	421	406
长期投资	504	-234	273	384	219
其他投资现金流	865	-436	-54	335	-69
筹资活动现金流	-3203	-1676	2775	-1165	-1192
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-406	117	-608	-371	-419
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	58	-794	-773
现金净增加额	-8	704	5927	1101	2018

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	19.3	12.7	11.7
营业利润(%)	-8.3	-45.4	63.7	13.9	12.6
归属于母公司净利润(%)	-7.1	-44.4	56.9	15.0	13.4
获利能力					
毛利率(%)	39.5	37.4	39.8	39.8	39.8
净利率(%)	14.6	9.9	13.1	13.3	13.5
ROE(%)	22.9	12.4	16.8	17.2	17.1
ROIC(%)	18.4	9.6	13.3	13.7	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	49.8	46.2	40.4	44.1
净负债比率(%)	-50.6	-53.6	-84.4	-82.8	-84.5
流动比率	1.7	1.9	2.0	2.3	2.1
速动比率	0.9	1.1	1.2	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	0.65	0.75	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.66	0.71	0.63	0.90
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.05	3.64	4.12	4.71
估值比率					
P/E	8.8	15.9	10.1	8.8	7.8
P/B	2.2	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.6	7.5	3.8	3.1	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 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