

海澜之家 (600398.SH)

一季度业绩下滑 14%，品牌转型升级成效初显

增持

核心观点

全年业绩快速恢复，库存优化显著，积极执行品牌转型升级战略。2021 年公司收入 202 亿元，+12.4%，净利润 25 亿元，+39.6%，收入/净利润分别恢复到 2019 年的 92%/78%，据我们测算，全年直营/加盟/电商/圣凯诺分别增长 40%/5%/33%/9%，占比 10%/61%/14%/11%，期内公司积极执行品牌升级、时尚年轻化转型策略，在购物中心开拓直营门店，与 2019 年相比，直营占比提升令总毛利率上升 1.1 个百分点至 40.6%，部分被电商毛利率大幅下降 14 个百分点所抵消，同时销售费用率提升 5 个百分点至 16%，因此净利率下滑 2.3 个百分点至 12.3%，但相比 2020 年的 9.9% 已大幅改善。年末存货周转-31 天至 233 天，达上市以来最好水平。

疫情反复叠加暖冬影响，四季度和一季度业绩同比下滑。2021 年 Q4 公司收入 60.3 亿元，-2.4%，净利润 4.4 亿元，-10.3%。2022 年 Q1 公司收入 52.1 亿元，-5.2%，净利润 7.2 亿元，-14.2%，主要受疫情反复、国内零售环境疲软所影响。一季度公司继续加大购物中心直营门店开拓力度，直营/加盟/线上分别增长 100%/-15%/-6%，毛利率/销售费用率+2.4/+4 个百分点。

展望：品牌转型升级持续进行，期待疫后快速复苏。虽然 2021 年下半年至今的疫情对公司业绩造成压力，但公司坚定执行品牌升级和时尚年轻化转型战略，并初有成效。从品牌看，海澜之家通过成为央视春晚独家服装合作伙伴、携手中国航天发布联名 T 恤、与代言人周杰伦深入互动等有效输出国民品牌价值；从产品看，打造“时尚+科技”产品，推出如六维弹力裤、三防黑白小 T、全能夹克等爆品；从渠道看，积极开拓线上新零售，并通过开设直营店进驻购物中心渠道，一季度直营收入同比增长 100%。

风险提示：疫情反复、渠道改革不及预期、原材料价格波动、系统性风险。

投资建议：期待疫后复苏，看好龙头成长韧性。疫情和暖冬对公司业绩造成一定压力，但公司作为国内男装领域的龙头品牌已具有一定规模和影响力，同时主品牌转型升级、新品牌孵化和新零售开拓有望在中长期给公司带来第二增长曲线，看好公司疫情后的成长韧性。考虑到目前国内零售环境疲软且公司大力开拓直营门店将导致费用增长较快，审慎起见下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别 28.0/31.2/34.8 亿元（原 2022-2023 年为 32.2/35.8 亿元），同比增长 12.5%/11.5%/11.3%，对应 2022 年 10-10.5x PE，下调合理估值为 6.5-6.8 元（原为 7.8-8.2 元），维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,959	20,188	22,201	24,138	26,147
(+/-%)	-18.3%	12.4%	10.0%	8.7%	8.3%
净利润(百万元)	1785	2491	2802	3125	3479
(+/-%)	-44.4%	39.6%	12.5%	11.5%	11.3%
每股收益(元)	0.41	0.58	0.65	0.72	0.81
EBIT Margin	17.0%	19.2%	17.8%	17.6%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	13.0%	16.6%	17.1%	17.4%	17.7%
市盈率 (PE)	12.6	9.0	8.0	7.2	6.5
EV/EBITDA	10.5	8.0	8.8	8.4	8.1
市净率 (PB)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	6.50 - 6.80 元
收盘价	5.21 元
总市值/流通市值	22507/22507 百万元
52 周最高价/最低价	8.08/4.68 元
近 3 个月日均成交额	50.09 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海澜之家-600398-2021 年三季报点评：业绩持续恢复，看好龙头韧性》——2021-11-01
- 《海澜之家-600398-2021 年中报点评：业绩恢复，看好龙头成长韧性》——2021-08-31
- 《海澜之家-600398-重大事件快评：全平台终端销售回暖，业绩拐点可期》——2020-10-31
- 《海澜之家-600398-2020 年中报点评：利润率回升，积极推动线上转型》——2020-08-24
- 《海澜之家-600398-2019 年三季报点评：主品牌回暖营收持续提升，休闲龙头稳中有升》——2019-11-01

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



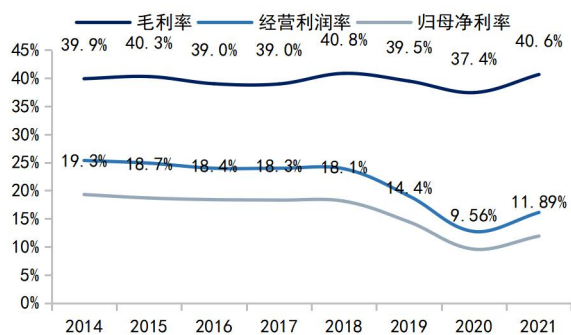
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



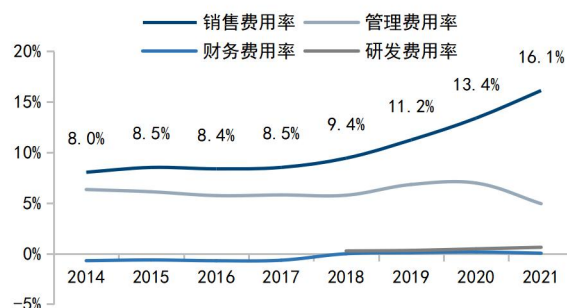
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度毛利率、净利率变化情况



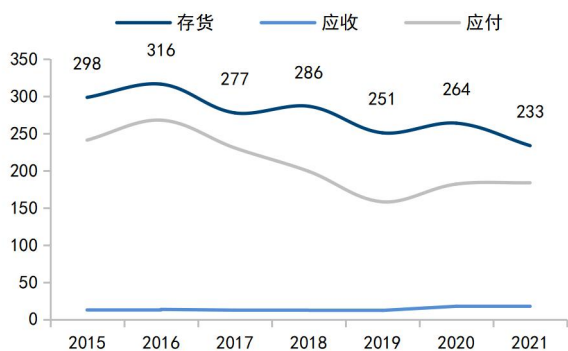
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率变化情况



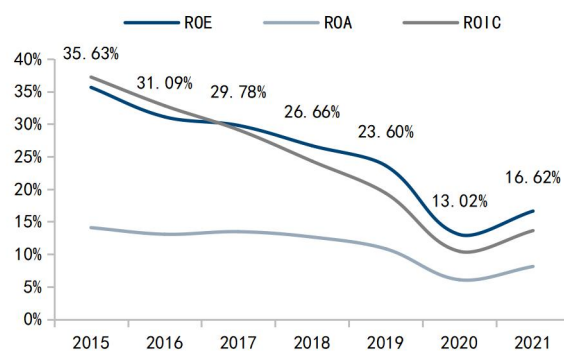
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



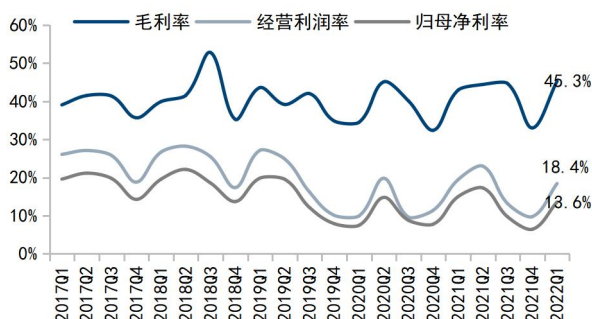
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



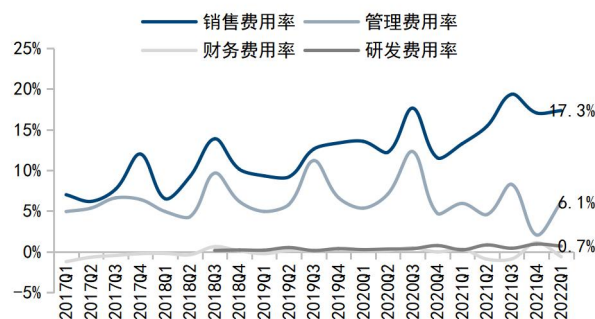
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：期待疫后复苏，看好龙头成长韧性

疫情和暖冬对公司业绩造成一定压力，但公司作为国内男装领域的龙头品牌已具有一定规模和影响力，同时主品牌转型升级、新品牌孵化和新零售开拓有望在中长期给公司带来第二增长曲线，看好公司疫情后的成长韧性。考虑到目前国内零售环境疲软且公司大力开拓直营门店将导致费用增长较快，审慎起见下调盈利预测，预计2022-2024年净利润分别28.0/31.2/34.8亿元（原2022-2023年为32.2/35.8亿元），同比增长12.5%/11.5%/11.3%，对应2022年10-10.5x PE，下调合理估值为6.5-6.8元（原为7.8-8.2元），维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g 2022~2024	PEG 2022 (人民币亿元)	总市值
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E			
600398	海澜之家	增持	5.21	0.58	0.65	0.72	0.81	9.03	8.03	7.20	6.47	11.4%	0.63	225.1
同类公司														
002563	森马服饰	买入	6.53	0.55	0.63	0.71	0.80	11.84	10.38	9.18	8.12	13.1%	0.80	175.9
603877	太平鸟	买入	18.41	1.42	1.73	2.09	2.45	12.96	10.64	8.79	7.50	19.1%	0.56	87.8
002832	比音勒芬	买入	22.39	1.13	1.39	1.71	2.03	19.73	16.12	13.10	11.01	21.0%	0.77	127.8
601566	九牧王	无评级	8.17	0.34	0.49	0.68	0.73	24.03	16.67	11.97	11.23	21.8%	0.76	46.9
9983	迅销	无评级	3593.44	95.46	116.28	130.81	149.11	37.64	30.90	27.47	24.10	13.2%	2.07	3259.0
平均值								21.24	16.94	14.10	12.39		0.99	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	10516	12768	15009	17395	20022	营业收入	17959	20188	22201	24138	26147
应收款项	1589	1589	1748	1900	2059	营业成本	11238	11983	12792	13841	14924
存货净额	7416	8120	7555	7810	8027	营业税金及附加	118	131	143	154	165
其他流动资产	486	559	615	669	724	销售费用	2403	3252	4063	4550	5126
流动资产合计	20206	23214	25104	27951	31009	管理费用	1234	1051	1284	1392	1504
固定资产	3663	3369	2491	1979	1422	财务费用	28	6	(115)	(289)	(336)
无形资产及其他	857	1017	976	936	895	投资收益	9	47	51	56	60
投资性房地产	2942	3906	3906	3906	3906	资产减值及公允价值变动	577	(553)	(527)	(567)	(608)
长期股权投资	0	0	(5)	(10)	(15)	其他收入	(1242)	(8)	100	106	111
资产总计	27668	31506	32472	34762	37217	营业利润	2282	3250	3658	4084	4328
短期借款及交易性金融负债	358	606	666	725	785	营业外净收支	17	7	8	9	10
应付款项	7032	8245	7211	7438	7626	利润总额	2299	3257	3666	4093	4338
其他流动负债	3445	3799	4284	4677	5100	所得税费用	581	856	964	1076	976
流动负债合计	10835	12650	12162	12840	13511	少数股东损益	(67)	(91)	(100)	(108)	(117)
长期借款及应付债券	2490	2626	2626	2626	2626	归属于母公司净利润	1785	2491	2802	3125	3479
其他长期负债	449	1142	1245	1348	1451						
长期负债合计	2939	3767	3870	3974	4077	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	13774	16417	16032	16813	17588	净利润	1785	2491	2802	3125	3479
少数股东权益	193	102	52	(2)	(61)	资产减值准备	179	(37)	250	(176)	(191)
股东权益	13701	14987	16388	17950	19690	折旧摊销	404	968	442	461	480
负债和股东权益总计	27668	31506	32472	34762	37217	公允价值变动损失	(577)	553	527	567	608
						财务费用	28	6	(115)	(289)	(336)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	177	481	156	86	93
每股收益	0.41	0.58	0.65	0.72	0.81	其它	(200)	(13)	(300)	121	132
每股红利	0.28	0.26	0.32	0.36	0.40	经营活动现金流	1769	4443	3877	4185	4601
每股净资产	3.17	3.47	3.79	4.16	4.56	资本开支	0	14	(300)	(300)	(300)
ROIC	14%	16%	16%	17%	20%	其它投资现金流	(198)	21	0	0	0
ROE	13%	17%	17%	17%	18%	投资活动现金流	(197)	35	(295)	(295)	(295)
毛利率	37%	41%	42%	43%	43%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	19%	18%	18%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	24%	20%	19%	19%	支付股利、利息	(1230)	(1129)	(1401)	(1563)	(1739)
收入增长	-18%	12%	10%	9%	8%	其它融资现金流	1391	32	60	58	60
净利润增长率	-44%	40%	12%	12%	11%	融资活动现金流	(1078)	(2227)	(1340)	(1504)	(1679)
资产负债率	50%	52%	50%	48%	47%	现金净变动	494	2251	2242	2385	2627
息率	5.5%	5.0%	6.2%	6.9%	7.7%	货币资金的期初余额	10022	10516	12768	15009	17395
P/E	12.6	9.0	8.0	7.2	6.5	货币资金的期末余额	10516	12768	15009	17395	20022
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1	企业自由现金流	0	4313	3216	3373	3736
EV/EBITDA	10.5	8.0	8.8	8.4	8.1	权益自由现金流	0	4346	3361	3644	4057

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032