2020 年 10 月 30 日

公司研究●证券研究报告

海澜之家（600398.SH）

公司快报

Q3 主品牌终端零售转正，线上实现高速增长

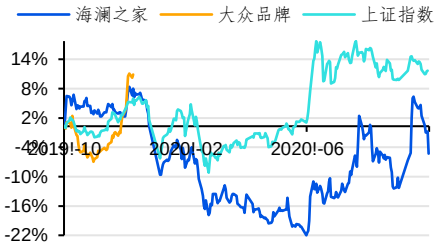
纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2020-10-30)	6.73 元

交易数据

总市值（百万元）	29,070.84
流通市值（百万元）	29,070.84
总股本（百万股）	4,319.59
流通股本（百万股）	4,319.59
12 个月价格区间	5.77/8.16 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.0	14.93	-16.71
绝对收益	10.5	14.26	-5.93

分析师 王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

分析师 吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

海澜之家：Q2 营收恢复至去年 90%，线上渠道业绩亮眼 2020-08-21

海澜之家：主品牌价格策略推升三季度营收增速 2019-10-31

海澜之家：主品牌平稳增长，爱居兔下滑拖累营收增速 2019-08-29

海澜之家：营业收入保持平稳，资产减值损失拖累净利润 2019-04-01

海澜之家：回购公司股份彰显稳健发展信心，全年仍有望实现平稳增长 2018-12-02

事件

公司披露三季报。前三季度，公司实现营收 117.78 亿元，同比下降 19.82%，归母净利 12.90 亿元，同比下降 50.69%，基本每股收益 0.29 元。

其中，第三季度，公司实现营收 36.76 亿元，同比下降 7.35%，归母净利 3.43 亿元，同比下降 30.20%。

投资要点

◆ **三季度营收降幅进一步收窄，剔除投资收益后净利润正增长：**营收端，公司 Q1、Q2、Q3 营收分别下降 36.8%、8.2%、7.4%，剔除公司已于去年剥离的爱居兔业务后，Q3 营收降幅缩小至 3.7%，公司业绩逐季稳步恢复。净利端，公司前三季度归母净利下降 50.69%，单三季度较同期下降 30.20%，剔除投资净收益影响，Q3 净利润同比增长 14.7%。

◆ **主品牌三季度终端零售转正，多品牌培育效果显著：**分品牌看，前三季度，主品牌海澜之家系列、圣凯诺品牌、其他品牌占比分别约 79.1%/12.2%/8.7%，营收同比变化-21.5%/-7.83%/+57.33%，剔除英氏并表影响，其它品牌涨幅预计约为 20%。具体来看，主品牌海澜之家系列三季度的终端零售已实现正增长，预计随国庆期间国内服装消费双位数增长，主品牌 10 月营收增速进一步提升。2B 向的定制正装品牌圣凯诺三季度同比下滑 20.2%，系收入确认受发货时点影响，营收出现季度性波动，预计全年增速保持稳定。其它品牌方面，公司多品牌培育效果显著，其中，生活家居品牌海澜优选前三季度营收同比增长 70.4%，单三季度增长 60.6%；女装品牌 OVV 伴随《三十而已》的热播，品牌力不断增强，前三季度营收同比增长 50.1%，单三季度涨幅超过 100%。

◆ **整体门店数量稳定，积极拓展线下直营店：**门店方面，前三季度公司新开门店 566 家，关店 565 家，净增 1 家，总体门店数量基本保持稳定。前三季度公司加大力度拓展购物中心和百货商场直营店铺，直营店净增 84 家至 743 家，加盟店净减 83 家至 6512 家，截至三季度末，公司门店共 7255 家。再分品牌看，海澜之家系列净减 62 家至 5536 家，其中加盟店净减 137 家，自营店净增 75 家。其他品牌净增 63 家达 1719 家。

◆ **线上平台持续发力，三季度高速增长：**前三季度公司服装主业线上收入和线下收入占比分别为 11.6%和 88.4%，单三季度线上占比达 16.2%。公司加码新零售渠道布局，前三季度，线上营收同比增长 55.54%至 13.3 亿元，单三季度较去年同期大幅增长 111.3%。除传统电商平台，直播电商渠道外，公司积极探索新零售模式，今年 8 月 20 日，公司首次举办海澜之家线上奥特莱斯活动，三天销售额突破 2 亿元，创下全球服饰品牌小程序单场活动成交额最高记录。

◆ **促销活动影响短期盈利水平，库存同期改善：**盈利能力方面，前三季度，公司整体毛利率受疫情下促销活动影响同比降低 1.7pct 至 40.1%，单三季度毛利率同比下降 1.9pct 至 40.1%。期间费用率方面，公司加大拓展直营店铺使得销售管理费用率有

所上升，前三季度，销售/管理/研发/财务费用率较同期分别上升4.2/1.2/0.0/0.3pct至14.4%/8.2%/0.3%/0.3%。综合影响下，前三季度销售净利率同比下降7.2pct至10.5%。存货方面，截至三季度末，公司存货水平有所下降，同比下降8.6%至86.4亿元，存货周转天数同比上升39天至338天。现金流方面，前三季度经营活动现金流入、流出分别下降22.3%、21.5%。最终经营现金流量净额同比下降92.6%达1487万元。

◆ **投资建议：**下半年开始，国内服装消费持续回暖，9月限上纺服零售增速达8.3%，国庆期间服装消费实现双位数增长。海澜之家近年来不断重塑升级品牌定位，同时积极应对新零售趋势，快速布局电商赛道并助力业绩回暖。我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.46、0.70和0.80元。净资产收益率分别为11.3%、15.8%和16.6%。目前公司PE（2020E）约15倍，PE（2021E）约10倍，基于2021年估值，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**疫情反复影响线下门店恢复不确定；新品牌培育不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,090	21,970	19,375	22,121	24,737
YoY(%)	4.9	15.1	-11.8	14.2	11.8
净利润(百万元)	3,455	3,211	1,975	3,008	3,443
YoY(%)	3.8	-7.1	-38.5	52.3	14.5
毛利率(%)	40.8	39.5	37.6	40.2	40.6
EPS(摊薄/元)	0.80	0.74	0.46	0.70	0.80
ROE(%)	26.7	23.6	11.3	15.8	16.6
P/E(倍)	8.4	9.1	14.7	9.7	8.4
P/B(倍)	2.2	2.1	1.7	1.5	1.4
净利率(%)	18.1	14.6	10.2	13.6	13.9

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21768	20920	24160	26217	30002
现金	10,526	10,022	13,329	13,829	15,343
应收票据及应收账款	1,118	1,143	708	1,166	916
预付账款	490	450	424	532	611
存货	9,474	9,044	9,432	10,414	12,848
其他流动资产	145	260	268	276	285
非流动资产	7,824	7,996	7,518	7,227	6,955
长期投资	770	1	1	1	1
固定资产	4036	4000	3751	3492	3229
无形资产	531	948	912	876	838
其他非流动资产	713	1045	1077	1109	1142
资产总计	29591	28916	31678	33445	36957
流动负债	12886	12029	10934	11277	13162
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8027	7720	7598	8425	9369
其他流动负债	1608	1217	1254	1291	1330
非流动负债	3611	3025	3045	3065	3086
长期借款	2779	2373	2373	2373	2373
其他非流动负债	832	652	672	692	713
负债合计	16497	15054	13979	14342	16248
少数股东权益	137	260	194	93	-22
股本	1168	1095	4320	4320	4320
资本公积	2033	1452	1452	1452	1452
留存收益	9167	10747	11734	13238	14960
归属母公司股东权益	12958	13602	17506	19010	20731
负债和股东权益	29591	28916	31678	33445	36957

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2419	3462	1316	1930	3128
净利润	3456	3168	1975	3008	3443
折旧摊销	377	581	410	420	430
财务费用	-4	18	-117	-136	-146
投资损失	-161	-71	-50	-50	-80
营运资金变动	-2195	-1709	-835	-1211	-404
其他经营现金流	947	1475	-66	-101	-115
投资活动现金流	-822	-271	-64	-70	-47
筹资活动现金流	661	-3203	2054	-1360	-1568
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.74	0.46	0.70	0.80
每股经营现金流(最新摊	0.56	0.80	0.30	0.45	0.72
每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.15	4.05	4.40	4.80

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19090	21970	19375	22121	24737
营业成本	11293	13300	12093	13231	14692
营业税金及附加	141	120	126	121	136
营业费用	1799	2467	3197	2986	3389
管理费用	1100	1499	1705	1770	2053
研发费用	49	68	103	100	82
财务费用	-4	18	-117	-136	-146
资产减值损失	383	-422	-200	250	200
公允价值变动收益	-9	0	0	0	0
投资净收益	161	71	50	50	80
营业利润	4555	4179	2518	3850	4410
营业外收入	37	55	35	37	39
营业外支出	14	10	8	11	11
利润总额	4578	4224	2545	3876	4438
所得税	1122	1057	636	969	1109
税后利润	3456	3168	1909	2907	3328
少数股东损益	1	-43	-66	-101	-115
归属母公司净利润	3455	3211	1975	3008	3443
EBITDA	4752	5392	2811	4134	4695

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	15.1	-11.8	14.2	11.8
营业利润(%)	4.5	-8.3	-39.8	52.9	14.6
归属于母公司净利润(%)	3.8	-7.1	-38.5	52.3	14.5
获利能力					
毛利率(%)	40.8	39.5	37.6	40.2	40.6
净利率(%)	18.1	14.6	10.2	13.6	13.9
ROE(%)	26.7	23.6	11.3	15.8	16.6
ROIC(%)	178.0	90.0	41.3	54.8	53.5
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.1	44.1	42.9	44.0
流动比率	1.7	1.7	2.2	2.3	2.3
速动比率	1.0	1.0	1.3	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	21.5	19.5	21.2	24.0	24.0
应付账款周转率	3.1	3.8	2.9	3.2	3.2
估值比率					
P/E	8.4	9.1	14.7	9.7	8.4
P/B	2.2	2.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	0.1	-0.2	5.9	3.9	3.1

资料来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn