2020 年 08 月 21 日
公司研究●证券研究报告

海澜之家（600398.SH）

公司快报

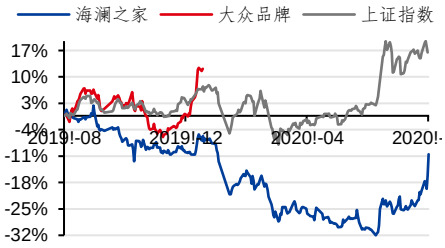
纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2020-08-21)	7.28 元

交易数据

总市值（百万元）	31,446.61
流通市值（百万元）	31,446.61
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	5.77/8.74 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.02	1.54	-33.93
绝对收益	10.52	18.19	-17.13

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：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

海澜之家：三季度业绩增速放缓，全年仍有望保持平稳增长 2018-10-30

Q2 营收恢复至去年 90%，线上渠道业绩亮眼

事件

公司披露半年报。上半年，公司实现营收 81.02 亿元，同比下降 24.43%，归母净利 9.47 亿元，同比下降 55.44%，基本每股收益 0.22 元。

其中，第二季度，公司实现营收 42.54 亿元，同比下降 8.18%，归母净利 6.52 亿元，同比下降 28.78%。

投资要点

◆ **营收净利均快速复苏，线上渠道业绩增长明显：**营收端，公司 Q1、Q2 营收分别下降 36.8%、8.2%，二季度业绩环比大幅改善。其中，线上销售表现亮眼，上半年同比增长 29.7%，二季度涨幅达 40.3%。净利端，公司 Q1、Q2 归母净利分别下降 75.59%、28.78%，二季度增速环比恢复，上半年净利降幅高于营收降幅主要源于营收降低带来的费用率上升和疫情导致存货跌价损失大幅增长。

◆ **主品牌逐季恢复，英氏并表推动其他品牌增长：**分品牌看，随新品牌逐渐成熟及英氏并表，上半年，海澜之家系列、圣凯诺品牌、其他品牌占比分别约 80.2%（同比变化-2.6pct）、11.8%（+2.8pct）、8.0%（+5.1pct）。其中，海澜之家系列受疫情影响，上半年营收同比下降 26.49%至 63.43 亿元，二季度降幅收窄至 12.47%，上半年毛利率受疫情期间门店关闭影响降至 39.23%，影响公司整体毛利率。2B 向的定制正装品牌圣凯诺二季度大幅上涨 51.2%，驱动上半年营收已恢复至去年同期水平，同比下降 0.2%至 9.35 亿元，毛利率提升至 52.31%。公司其他品牌包含海澜优选、OVV、AEX、男生女生、英氏（2019H2 起并表），上半年其他品牌营收同比增长 105.6%至 6.33 亿元，其中英氏实现营收 2.46 亿元，剔除英氏后同比增长约 25.7%。

◆ **海澜之家系列加盟店减少，其他品牌继续扩张：**门店方面，上半年公司新开门店 299 家，关店 312 家，净减 13 家，上半年末公司合计门店较期初略减至 7241 家，含 699 家直营店和 6543 家加盟店。再分品牌看，海澜之家系列净减 22 家至 5576 家，其中加盟店净减 58 家，自营店净增 36 家。其他品牌净增 9 家达 1665 家。

◆ **数字化营销助力线上销售，线下渠道 Q2 环比改善明显：**分渠道看，上半年公司服装主业线上收入和线下收入分别占比 9.5%和 90.5%。受益于公司积极拥抱线上直播带货、发展小程序和社交电商平台等数字化营销策略，线上营收同比增长 29.7%至 7.55 亿元，单二季度较去年同期增长 40.3%。线下收入因疫情影响，同比下降 27.3%至 71.6 亿元，其中，线下直营店/加盟店增速分别为+5.8%/-28.6%。单二季度随国内疫情防控态势向好，线下收入降幅收窄至 9.8%。

◆ **费用率上升拖累盈利水平，经营现金流增幅明显：**盈利能力方面，整体毛利率受疫情影响同比降低 1.6pct 至 40.1%，营收降低导致销售费用率及管理费用率分别上升 3.6pct/1pct，上半年期间费用率合计上升 4.7pct 至 19.9%，另有存货跌价损失同增 331%至 3.75 亿元，最终上半年净利率同比下降 8.1pct 至 11.7%。

存货方面，存货较年初下降 9%至 82.17 亿元，存货周转天数同比上升 21.3%至 320 天。截至今年 6 月末，公司库存品和委托代销品中，附可退货条款存货和附不可退

货条款存货占比分别为58%和42%。跌价准备/不可退货存货为18.5%,较年初12.2%上升6.3pct。受疫情影响，公司谨慎计提存货跌价准备，以保证未来长期发展。

现金流方面，上半年内经营活动现金流入、流出分别下降26.4%、30.7%。最终经营现金流量净额同增76.8%达8.81亿元，系购买商品支付的现金减少。上半年末公司账上现金97亿元，现金充沛。

- **行业终端零售逐步回暖，龙头企业有望受益集中度提升：**2020年1-6月限额以上单位服装鞋帽、针纺织品类商品零售额同比下降19.6%，二季度数据已逐步改善，7月同比下降2.5%。需求端，预计随国内疫情情势好转，居民消费信心逐渐增强，服装类消费需求有望在下半年得到恢复。品牌端，公司剥离爱居兔品牌后，聚焦核心品牌，注重品牌价值提升和全渠道营销，另作为中国男装市场连续六年市占率第一的头部品牌，预计将受益于疫情下市场集中度的提升。

- **投资建议：**海澜之家是国内男装龙头，疫情影响上半年业绩表现，主品牌逐季恢复，英氏并表推升其他品牌发展。我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为0.54、0.72和0.83元。净资产收益率分别为13.2%、16.2%和17.0%。目前公司PE（2020E）约13倍，PE（2021E）约10倍，基于2021年估值，维持“增持-A”建议。

- **风险提示：**国内疫情反复导致线下门店销售恢复不确定；公司新品牌培育不及预期；国际品牌推动行业竞争加剧。

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	23,895
YoY(%)	4.9	15.1	-11.8	14.2	8.0
净利润(百万元)	3,455	3,211	2,336	3,109	3,568
YoY(%)	3.8	-7.1	-27.3	33.1	14.8
毛利率(%)	40.8	39.5	40.0	40.4	40.7
EPS(摊薄/元)	0.80	0.74	0.54	0.72	0.83
ROE(%)	26.7	23.6	13.2	16.2	17.0
P/E(倍)	9.1	9.8	13.5	10.1	8.8
P/B(倍)	2.4	2.3	1.8	1.6	1.5
净利率(%)	18.1	14.6	12.1	14.1	14.9

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	23680	27028	28920
现金	10,526	10,022	12,574	13,305	16,673
应收票据及应收账款	1,118	1,143	626	1,121	752
预付账款	490	450	527	545	569
存货	9,474	9,044	9,684	11,781	10,641
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	31198	34255	35875
流动负债	12886	12029	10286	11872	11806
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8027	7720	6952	9018	8133
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	13331	14937	14892
少数股东权益	137	260	182	78	-42
股本	1168	1095	4320	4320	4320
资本公积	2033	1452	1452	1452	1452
留存收益	9167	10747	11915	13469	15253
归属母公司股东权益	12958	13602	17686	19241	21025
负债和股东权益	29591	28916	31198	34255	35875

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	746	2218	5041
净利润	3456	3168	2336	3109	3568
折旧摊销	377	581	410	420	430
财务费用	-4	18	-113	-129	-150
投资损失	-161	-71	-50	-50	-80
营运资金变动	-2195	-1709	-1758	-1027	1392
其他经营现金流	947	1475	-78	-104	-119
投资活动现金流	-822	-271	-64	-70	-47
筹资活动现金流	661	-3203	1870	-1417	-1626

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.80	0.74	0.54	0.72	0.83
每股经营现金流(最新摊	0.56	0.80	0.17	0.51	1.17
每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.15	4.09	4.45	4.87

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19090	21970	19375	22121	23895
营业成本	11293	13300	11625	13187	14162
营业税金及附加	141	120	39	121	48
营业费用	1799	2467	2616	2920	3154
管理费用	1100	1499	1608	1770	1912
研发费用	49	68	68	73	79
财务费用	-4	18	-113	-129	-150
资产减值损失	383	-422	600	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	2983	3980	4571
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	3010	4006	4598
所得税	1122	1057	752	1002	1150
税后利润	3456	3168	2257	3005	3449
少数股东损益	1	-43	-78	-104	-119
归属母公司净利润	3455	3211	2336	3109	3568
EBITDA	4752	5392	3280	4271	4851

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	8.0
营业利润(%)	4.5	-8.3	-28.6	33.4	14.8
归属于母公司净利润(%)	3.8	-7.1	-27.3	33.1	14.8
获利能力					
毛利率(%)	40.8	39.5	40.0	40.4	40.7
净利率(%)	18.1	14.6	12.1	14.1	14.9
ROE(%)	26.7	23.6	13.2	16.2	17.0
ROIC(%)	178.0	90.0	49.4	48.1	49.3
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.1	42.7	43.6	41.5
流动比率	1.7	1.7	2.3	2.3	2.4
速动比率	1.0	1.0	1.4	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	21.5	19.5	22.1	25.7	25.7
应付账款周转率	3.1	3.8	3.2	3.2	3.2
估值比率					
P/E	9.1	9.8	13.5	10.1	8.8
P/B	2.4	2.3	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	0.1	-0.2	6.0	4.4	3.2

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