

2022 年逆势开店，期待 2023 年业绩弹性

核心观点

- 公司发布 2022 年报/2023 一季报，2022 年实现收入和归母净利润 185.6 亿元和 21.6 亿元，同比-8.1%和-13.5%；其中 22Q4 收入和归母净利润分别-19.0%和-8.5%。23Q1 公司实现收入和归母净利润 56.8 亿和 8.0 亿，同比+9.0%和+11.1%。
- **2022 年疫情下主品牌承压，直营逆势净开店。**1) 主品牌：2022 年海澜之家系列实现收入 137.5 亿元，同比下滑 9.1%，毛利率同比增加 2.2pct 至 42.2%。渠道方面，截至 22 年末直营/加盟及联营门店数分别为 1054/4,888 家，净开店数分别为 327/-57 家，合计净开 270 家。2) 圣凯诺：22 年实现营业收入 22.5 亿元，同比下滑 0.6%，毛利率同比降低-3.0pct 至 48.6%。3) 其他品牌：22 年实现营业收入 19.0 亿元，同比下滑 6.7%，毛利率同比下降 8.1pct 至 52.2%。
- **2022 年线上渠道表现更好，毛利率提升。**1) 线上渠道：2022 年实现营业收入 28.6 亿元，同比增长 4.8%，收入占比达到 16.0%（同比+1.9pct），22 线上渠道毛利率为 39.9%，同比提升 3.7pct。公司坚持迭代爆品矩阵打法，巩固和做强优势品类，同时持续扩大抖音、快手等平台业务，开辟自播矩阵，并在短视频方面重点发力，提升品牌影响力，其中抖音短视频播放量达到 6 亿次。2) 线下渠道：2022 年实现收入 150.5 亿元（-9.9%），毛利率为 44.9%，同比提升 2.2pct。
- **23Q1 主品牌和圣凯诺恢复增长，存货周转天数同比下降。**23Q1 海澜之家/圣凯诺/其他品牌分别实现收入 48.2/3.6/5.0 亿元，同比分别+13.0%/+16.5%/+1.9%。期末存货为 77.8 亿元，同比-9.2%，存货周转天数为 246 天，同比下降 17 天。
- 整体来看，23Q1 业绩如期恢复，4 月至今我们预计公司终端销售态势进一步向好，期待全年业绩的逐步复苏。中长期来看，公司三大未来发展战略引领方向，包括开启数智化零售新征程、精研门店战略布局和海澜云服实验室，有望赋能品牌高质量、可持续发展。海外市场方面，公司的发展也初见成效，2022 年实现收入 2.19 亿，同比增长 154.1%，中长期的对公司的拉动力值得期待。

盈利预测与投资建议

- 我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测，预计 23-25 年每股收益为 0.61/0.73/0.83 元（原 2023-2024 年为 0.61 和 0.71 元），参照可比公司，给予 2023 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 9.19 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱等。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,375	24,087	26,609
同比增长(%)	12.4%	-8.1%	15.2%	12.7%	10.5%
营业利润(百万元)	3,250	2,806	3,311	3,939	4,470
同比增长(%)	42.4%	-13.7%	18.0%	19.0%	13.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,491	2,155	2,645	3,144	3,566
同比增长(%)	39.6%	-13.5%	22.7%	18.9%	13.4%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.61	0.73	0.83
毛利率(%)	40.6%	42.9%	43.7%	44.5%	44.9%
净利率(%)	12.3%	11.6%	12.4%	13.1%	13.4%
净资产收益率(%)	17.4%	14.6%	16.6%	17.7%	19.0%
市盈率	11.2	12.9	10.5	8.9	7.8
市净率	1.9	1.9	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

	增持 (维持)
股价 (2023 年 04 月 28 日)	6.45 元
目标价格	9.19 元
52 周最高价/最低价	6.81/4.06 元
总股本/流通 A 股 (万股)	431,961/431,961
A 股市值 (百万元)	27,861
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.27	2.87	20.78	44.13
相对表现	1.36	2.13	24.43	41.38
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

相关报告

疫情下体现龙头增长韧性，线下直营加速拓店	2022-10-30
疫情影响短期业绩，期待下半年终端零售回暖	2022-08-29
疫情扰动短期业绩，直营门店继续扩张	2022-04-30

我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测（根据最新年报、一季报下调了收入，上调了毛利率），预计 23-25 年每股收益为 0.61/0.73/0.83 元（原 2023-2024 年为 0.61 和 0.71 元），参照可比公司，给予 2023 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 9.19 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2023 年 4 月 28 日）

公司名称	公司代码	价格	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
七匹狼	002029	6.36	0.20	0.35	0.42	0.40	32	18	15	16
报喜鸟	002154	6.28	0.31	0.42	0.50	0.60	20	15	12	11
森马服饰	002563	6.72	0.24	0.40	0.49	0.57	28	17	14	12
富安娜	002327	8.51	0.64	0.73	0.82	0.91	13	12	10	9
地素时尚	603587	15.87	0.80	1.27	1.50	1.62	20	13	11	10
调整后平均								15	12	11

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,768	12,505	15,489	15,444	16,234	营业收入	20,188	18,562	21,375	24,087	26,609
应收票据、账款及款项融资	1,051	1,149	1,945	2,432	2,687	营业成本	11,983	10,600	12,025	13,379	14,666
预付账款	353	564	650	732	809	营业税金及附加	131	131	151	170	187
存货	8,120	9,455	9,620	11,373	12,466	销售费用	3,252	3,425	4,061	4,577	5,056
其他	922	890	963	1,034	1,100	管理费用及研发费用	1,119	1,116	1,285	1,424	1,546
流动资产合计	23,214	24,563	28,667	31,015	33,296	财务费用	6	(23)	15	17	41
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	568	521	560	615	676
固定资产	3,349	3,131	3,064	2,991	2,913	公允价值变动收益	10	(19)	(5)	(5)	(5)
在建工程	20	8	8	8	8	投资净收益	47	(0)	5	5	5
无形资产	1,017	908	903	895	884	其他	64	33	33	33	33
其他	3,906	4,138	3,897	3,889	3,889	营业利润	3,250	2,806	3,311	3,939	4,470
非流动资产合计	8,292	8,185	7,872	7,783	7,695	营业外收入	36	122	50	50	50
资产总计	31,506	32,749	36,539	38,798	40,990	营业外支出	29	31	31	31	31
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	3,257	2,897	3,330	3,958	4,489
应付票据及应付账款	8,245	9,536	10,818	12,037	13,194	所得税	856	835	799	950	1,077
其他	4,405	4,649	4,804	4,953	5,092	净利润	2,401	2,062	2,531	3,008	3,411
流动负债合计	12,650	14,186	15,622	16,989	18,285	少数股东损益	(91)	(93)	(114)	(136)	(154)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,491	2,155	2,645	3,144	3,566
应付债券	2,626	2,777	2,600	2,600	2,600	每股收益(元)	0.58	0.50	0.61	0.73	0.83
其他	1,142	1,264	1,264	1,264	1,264						
非流动负债合计	3,767	4,041	3,864	3,864	3,864	主要财务比率					
负债合计	16,417	18,227	19,486	20,853	22,149		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	102	(79)	(194)	(330)	(484)	成长能力					
实收资本(或股本)	995	995	995	995	995	营业收入	12.4%	-8.1%	15.2%	12.7%	10.5%
资本公积	913	563	563	563	563	营业利润	42.4%	-13.7%	18.0%	19.0%	13.5%
留存收益	12,702	12,655	15,300	16,328	17,378	归属于母公司净利润	39.6%	-13.5%	22.7%	18.9%	13.4%
其他	376	388	388	388	388	获利能力					
股东权益合计	15,089	14,522	17,053	17,945	18,841	毛利率	40.6%	42.9%	43.7%	44.5%	44.9%
负债和股东权益总计	31,506	32,749	36,539	38,798	40,990	净利率	12.3%	11.6%	12.4%	13.1%	13.4%
						ROE	17.4%	14.6%	16.6%	17.7%	19.0%
						ROIC	13.7%	10.9%	13.2%	14.5%	15.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	52.1%	55.7%	53.3%	53.7%	54.0%
净利润	2,401	2,062	2,531	3,008	3,411	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	741	604	463	239	239	流动比率	1.84	1.73	1.84	1.83	1.82
财务费用	6	(23)	15	17	41	速动比率	1.12	1.07	1.22	1.16	1.14
投资损失	(47)	0	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	654	848	317	(1,026)	(195)	应收账款周转率	20.2	17.2	14.0	11.1	10.5
其它	605	(352)	5	5	5	存货周转率	1.4	1.1	1.3	1.3	1.2
经营活动现金流	4,361	3,137	3,326	2,238	3,496	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
资本支出	(65)	66	(150)	(150)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	(33)	14	0	0	0	每股收益	0.58	0.50	0.61	0.73	0.83
其他	(578)	(623)	0	0	0	每股经营现金流	4.38	3.15	3.34	2.25	3.51
投资活动现金流	(676)	(543)	(150)	(150)	(150)	每股净资产	3.47	3.38	3.99	4.23	4.47
债权融资	424	199	(177)	0	0	估值比率					
股权融资	26	(350)	0	0	0	市盈率	11.2	12.9	10.5	8.9	7.8
其他	(2,127)	(2,828)	(15)	(2,133)	(2,556)	市净率	1.9	1.9	1.6	1.5	1.4
筹资活动现金流	(1,677)	(2,979)	(193)	(2,133)	(2,556)	EV/EBITDA	4.2	4.9	4.4	4.0	3.5
汇率变动影响	(4)	6	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.1	6.0	5.0	4.2	3.7
现金净增加额	2,004	(379)	2,984	(45)	790						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。