

2023年4月29日

# 维持高派息，期待Q2更大的利润弹性

## 海澜之家(600398)

评级:	买入	股票代码:	600398
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	6.81/4.06
目标价格(元):		总市值(亿)	282
最新收盘价(元):	6.45	自由流通市值(亿)	282
		自由流通股数(百万)	4325.15

### 事件概述

2022年公司实现收入/归母净利/扣非归母净利/经营活动现金流分别为185.62/21.55/20.75/31.37亿元、同比下降8.06%/13.49%/13.04%/28.06%，扣非归母净利低于归母净利主要由于政府补助(0.3亿元)以及其他营业外收入(0.91亿元)，经营现金流高于净利主要由于应付账款及折旧增加。22Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为48.87/4.06/3.1亿元、同比下降18.98%/8.56%/25.66%。

23Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为56.82/8.03/7.91亿元、同比增长9.02%/11.07%/9.04%，业绩低于市场预期。公司每10股派息4.3元，股息率6.6%。

### 分析判断:

**22年主品牌及子品牌收入均下降，店数保持净开。**(1)分品牌来看，主品牌/圣凯诺/其他品牌收入分别为137.53/22.47/19.04亿元、同比下降9.11%/0.58%/6.74%，占比分别为77%/13%/10%；(2)分渠道来看，直营/加盟/线上收入分别为30.37/126.21/28.56亿元，同比增长23%/-14%/4.8%，线上占比提升至16%，线上主要围绕新国潮、新街潮、轻商务和轻运动“两新两轻”四大风格，提高年轻客群占比。(3)22年公司总店数为8219家，同比增长7.4%，主品牌/其他店数分别为5942/2277家、净增270/297家(增长4.8%/15.0%)；其中主品牌直营/加盟净开店327/-57家至1054/4888家(增速45%/-1%)，其他品牌直营/加盟净开店136/161家至524/1753家(增速35%/10%)，直营店效/加盟店效分别为192/190万元，同比下降13%/15%。主品牌/其他品牌12个月以上直营店效为264.5/183.7万元，同比下降21.6%/10.7%。(4)华东/中南/西南/华北/西北/东北/海外地区收入分别为74.8/39.8/20.2/21.0/11.9/9.2/2.2亿元，同比下降3.5%/12.0%/11.8%/9.0%/14.7%/15.2%/-154.1%，公司也积极布局海外直播带货，目前已入驻Tiktok平台，直播业务覆盖东南亚地区五个国家。

**主品牌毛利率继续提升，子品牌大幅下降。**2022年毛利率为42.89%、同比提高2.25PCT。拆分来看：1)分品牌看，主品牌/圣凯诺/其他品牌毛利率分别为42.24%/48.6%/52.2%，同比增长2.23%/-2.97%/-8.07PCT；2)分渠道看，线上/下毛利率分别为39.88%/44.9%，同比增长3.69%/2.19PCT；直营/加盟毛利率分别为63.16%/38.71%，同比增长-0.33%/2.07PCT。23Q1毛利率44.58%，同比增长-0.68PCT。

**22及23Q1净利率稳定。**2022净利率11.11%，同比下降0.78PCT；22Q4净利率为8.31%，同比增长0.95%；23Q1净利率增加0.41PCT至13.98%。(1)从费用率看，22年销售/管理/财务/研发费用分别为34.25/9.22/-0.23/1.94亿元，同比增长5.3%/-7.32%/-469.31%/56%，销售/管理/财务/研发费用率分别为18.45%/6.01%/-0.13%/1.05%、同比增长2.34%/0.47%/-0.16%/0.43PCT。23Q1销售/管理/财务/研发费用率分别为16.27%/6.6%/-0.11%/0.82%，同比增加-1.08%/-0.18%/0.51%/0.14PCT。(2)22年资产减值损失/收入为2.72%，同比下降0.07PCT，信用减值损失/收入为0.09%，同比增长0.07PCT，公允价值变动损益/收入-0.1%，同比下降0.15PCT，所得税率4.5%，同比增长0.26PCT。

**23Q1存货改善。**公司22年末存货94.55亿元、同比增长16%，分库龄结构来看，1年内/1-2年/2年以上存货占比分别为69.7%/29.0%/1.3%，同比增加7.9%/-3.9%/-4.0PCT；存货跌价准备/存货为9.8%。存货周转天数为298天，较去年增加65天；应收账款11.31亿元、同比增长10.57%，应收账款周转天数为20.88天、同比增加

3.09 天。23Q1 存货为 77.75 亿，同比减少 9.19%，存货周转天数为 246.24 天，较去年减少 16.92 天；应收账款为 11.73 亿元，同比增长 7.74%，应收账款周转天数为 18.25 天、同比增加 0.02 天。

### 投资建议

我们分析，（1）主品牌表现有望在疫情好转后逐步恢复好转，今年开店有望新增 200-300 家；（2）OVV、男生女生、英氏、海澜优选、HEAD 均处于成长期，且盈利有望改善；（3）线上和海外是长期增长点。考虑 22 年受疫情影响收入低于预期，调整 23/24 年收入预测 227.32/248.94 亿元至 209.65/232.71 亿元，新增 25 年收入预测 257.97 亿元；但考虑公司存在经营杠杆利润弹性，调整 23/24 年归母净利预测 26.18/28.94 亿元至 28.72/32.35 亿元，新增 25 年归母净利预测 36.37 亿元，对应调整 23/24 年 EPS 预测 0.61/0.67 元至 0.66/0.75 元，新增 25 年 EPS 0.84 元。2023 年 4 月 28 日收盘价 6.45 元对应 PE 分别为 10/9/8X，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济波动；市场竞争风险；存货跌价风险；商誉减值风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	20,965	23,271	25,797
YoY (%)	12.4%	-8.1%	12.9%	11.0%	10.9%
归母净利润(百万元)	2,491	2,155	2,872	3,235	3,637
YoY (%)	39.6%	-13.5%	33.3%	12.6%	12.4%
毛利率 (%)	40.6%	42.9%	38.2%	38.7%	39.7%
每股收益 (元)	0.58	0.50	0.66	0.75	0.84
ROE (%)	16.6%	14.8%	17.4%	17.5%	17.8%
市盈率	11.31	13.07	9.81	8.71	7.74

资料来源：公司公告，华西证券研究所。

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010 5977 5330

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,562	20,965	23,271	25,797	净利润	2,062	2,802	3,171	3,584
YoY (%)	-8.1%	12.9%	11.0%	10.9%	折旧和摊销	1,361	467	497	527
营业成本	10,600	12,949	14,260	15,554	营运资金变动	-1,044	-841	-252	-432
营业税金及附加	131	126	140	155	经营活动现金流	3,137	2,948	3,950	4,229
销售费用	3,425	2,430	2,731	3,232	资本开支	-391	-295	-335	-370
管理费用	922	1,258	1,396	1,548	投资	-152	0	0	0
财务费用	-23	9	3	-4	投资活动现金流	-543	-367	-405	-440
研发费用	194	84	93	103	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-504	-496	-512	-531	债务募资	0	0	0	0
投资收益	0	10	12	13	筹资活动现金流	-2,979	-1,029	-1,353	-1,654
营业利润	2,806	3,666	4,206	4,755	现金净流量	-379	1,552	2,191	2,135
营业外收支	91	21	23	23					
利润总额	2,897	3,687	4,228	4,778	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	835	885	1,057	1,195	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	2,062	2,802	3,171	3,584	营业收入增长率	-8.1%	12.9%	11.0%	10.9%
归属于母公司净利润	2,155	2,872	3,235	3,637	净利润增长率	-13.5%	33.3%	12.6%	12.4%
YoY (%)	-13.5%	33.3%	12.6%	12.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.50	0.66	0.75	0.84	毛利率	42.9%	38.2%	38.7%	39.7%
					净利润率	11.1%	13.4%	13.6%	13.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	6.6%	8.7%	8.9%	9.2%
货币资金	12,505	14,058	16,249	18,385	净资产收益率 ROE	14.8%	17.4%	17.5%	17.8%
预付款项	564	388	428	467	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	9,455	8,514	9,377	10,227	流动比率	1.73	1.96	2.02	2.07
其他流动资产	2,039	2,089	2,126	2,331	速动比率	1.03	1.26	1.31	1.37
流动资产合计	24,563	25,050	28,179	31,410	现金比率	0.88	1.10	1.16	1.21
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	55.7%	50.7%	49.7%	48.7%
固定资产	3,131	3,060	2,991	2,928	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	908	881	855	829	总资产周转率	0.57	0.63	0.64	0.65
非流动资产合计	8,185	8,117	8,060	8,009	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	32,749	33,167	36,240	39,419	每股收益	0.50	0.66	0.75	0.84
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.38	3.82	4.27	4.74
应付账款及票据	9,536	8,160	8,986	9,801	每股经营现金流	0.73	0.68	0.91	0.98
其他流动负债	4,649	4,615	4,988	5,367	每股股利	0.00	0.98	1.30	1.61
流动负债合计	14,186	12,775	13,974	15,168	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	13.07	9.81	8.71	7.74
其他长期负债	4,041	4,041	4,041	4,041	PB	1.57	1.71	1.53	1.38
非流动负债合计	4,041	4,041	4,041	4,041					
负债合计	18,227	16,816	18,015	19,209					
股本	995	995	995	995					
少数股东权益	-79	-149	-213	-266					
股东权益合计	14,522	16,351	18,225	20,210					
负债和股东权益合计	32,749	33,167	36,240	39,419					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

### 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。