

# 海澜之家 (600398.SH)

## 2023 一季度净利润增长 11%，库存周转改善

增持

### 核心观点

**2022 年公司收入下滑 8%，促销减少带动加盟和电商渠道毛利率改善。**2022 年公司收入下滑 8.1%至 185.6 亿元，净利润下滑 13.5%至 21.6 亿元，直营/加盟/电商收入分别同比+23%/-14%/+5%，团购品牌圣凯诺同比持平。全年毛利率增长 2.3 个百分点至 42.9%，主要由于加盟毛利率改善、线上促销减少带动电商毛利率提升以及毛利率更高的直营占比提升等综合因素。由于期内扩张直营门店，费用率合计提升 2.7 个百分点，再考虑上投资收益的减少，因此归母净利率小幅下降 0.8 个百分点至 11.1%。年末存货周转天数同比增加 65 天至 298 天。单四季度，公司收入/净利润同比变动-19.0%/-8.5%，利润率的提升主要由加盟渠道和电商毛利率的改善带动。

**2023 一季度收入和净利润稳健增长，存货周转明显优化。**2023 年一季度公司收入同比增长 9%至 56.8 亿元，净利润同比增长 11%至 8.0 亿元，体现稳健的复苏态势，直营/加盟/电商收入分别同比+48%/+4%/+18%，直营高速增长主要由门店数同比增长 36%拉动。一季度毛利率同比下降 0.7 个百分点至 44.6%，主要受加盟毛利率小幅下滑和其他业务的负毛利影响。一季度延续疫情期间加强费用管控的趋势，费用率同比合计下降 0.7 个百分点。一季度净利率 14.1%，比去年微幅提升。公司在春节旺季期间积极处理去年未积压库存，一季度末存货周转天数同比/环比变动-17/-52 天至 246 天，明显优化。

**疫情期间优化品类结构、渠道升级、逆势开店，疫后效益有望释放。**疫情三年海澜之家积极改革，一方面，优化产品结构，推出凉感科技、六维弹力、无痕科技衬衫等功能性面料创新产品，增加年龄段和场景覆盖面；另一方面，在大多数同行关店的时候，公司选择逆势开店扩张，2019-2022 年公司累计净开 965 家门店至 8219 家，且主要开设在购物商场。我们看好疫后经营环境的改善加速公司产品 and 渠道改革效益的释放。

**风险提示：**疫情反复、渠道改革不及预期、品牌形象受损、系统性风险。

**投资建议：看好疫后改革效益释放以及集团中长期成长潜力。**海澜之家作为国内大众男装的龙头品牌具有较大规模和影响力，中长期主品牌年轻化转型升级、子品牌孵化成熟和新零售开拓将给公司中长期带来第二增长曲线；短期值得关注的是疫情期间开设店铺的经营效益释放贡献增长，以及部分子品牌经营改善贡献盈利。维持盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别 27.0/30.4/33.9 亿元，同比变动+26%/+12%/+12%，由于公司库存健康度较高且疫情管控放开增强业绩实现确定性，估值切换后上调目标价至 7.5-8.1 元（原为 5.1-5.4 元），对应 2023 年 12-13x PE，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,498	23,782	26,153
(+/-%)	12.4%	-8.1%	15.8%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	2491	2155	2704	3036	3390
(+/-%)	39.6%	-13.5%	25.5%	12.3%	11.6%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.63	0.70	0.78
EBIT Margin	19.5%	19.0%	18.6%	19.0%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.8%	17.0%	17.4%	17.7%
市盈率 (PE)	11.3	13.1	10.4	9.3	8.3
EV/EBITDA	9.1	10.0	10.1	9.2	8.5
市净率 (PB)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5

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	7.50 - 8.10 元
收盘价	6.45 元
总市值/流通市值	27861/27861 百万元
52 周最高价/最低价	6.81/4.06 元
近 3 个月日均成交额	119.37 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.SH) - 二季度收入下滑 7%，品牌升级稳步推进》——2022-08-27

《海澜之家 (600398.SH) - 一季度业绩下滑 14%，品牌转型升级成效初显》——2022-05-04

《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，看好龙头成长性》——2021-08-31

图1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）



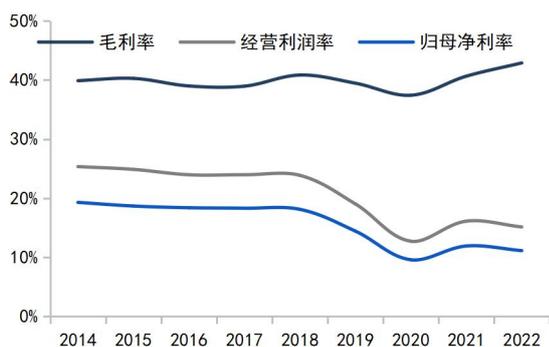
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度净利润和增长（亿元，%）



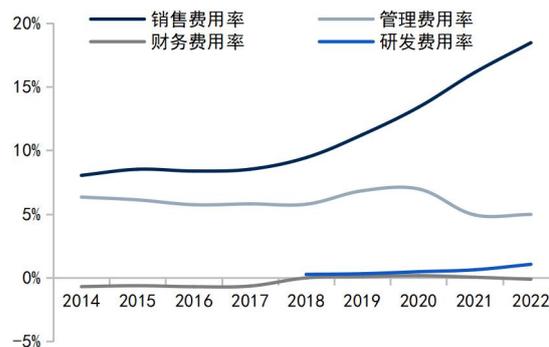
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率变动（%）



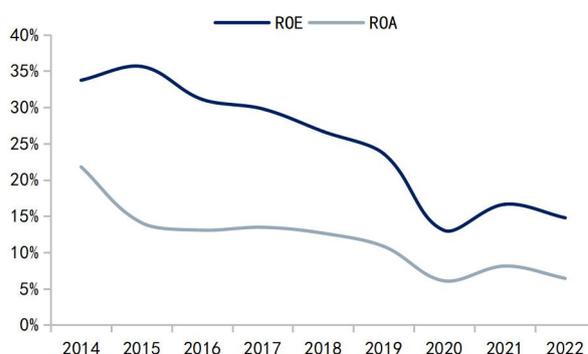
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度营运资金周转（天）



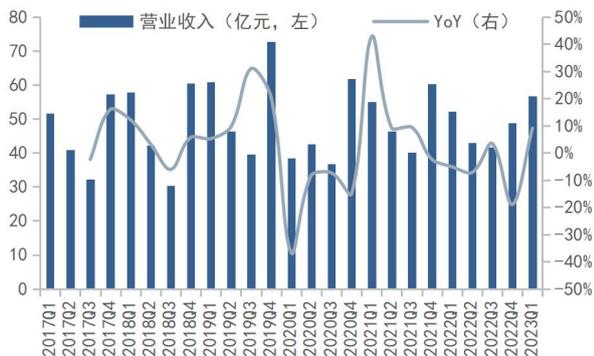
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司年度盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度收入及增速（亿元，%）



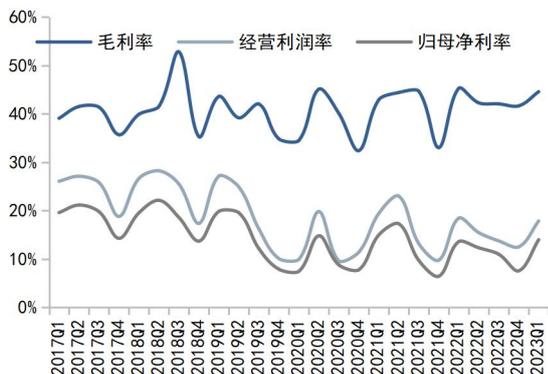
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度净利润及增速（亿元，%）



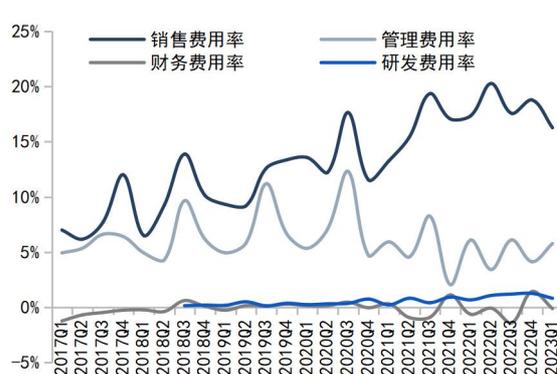
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度利润率水平（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度费用率水平（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议：看好疫后改革效益释放以及集团中长期成长潜力

海澜之家作为国内大众男装的龙头品牌具有较大规模和影响力，中长期主品牌年轻化转型升级、子品牌孵化成熟和新零售开拓将给公司中长期带来第二增长曲线；短期值得关注的是疫情期间开设店铺的经营效益释放贡献增长，以及部分子品牌经营改善贡献盈利。维持盈利预测，预计2023-2025年净利润分别27.0/30.4/33.9亿元，同比变动+26%/+12%/+12%，由于公司库存健康度较高且疫情管控放开增强业绩实现确定性，估值切换后上调目标价至7.5-8.1元（原为5.1-5.4元），对应2023年12-13x PE，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,498	23,782	26,153
(+/-%)	12.4%	-8.1%	15.8%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	2491	2155	2704	3036	3390
(+/-%)	39.6%	-13.5%	25.5%	12.3%	11.6%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.63	0.70	0.78
EBIT Margin	19.5%	19.0%	18.6%	19.0%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.8%	17.0%	17.4%	17.7%
市盈率(P/E)	11.3	13.1	10.4	9.3	8.3
EV/EBITDA	9.1	10.0	10.1	9.2	8.5
市净率(P/B)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12768	12505	13114	15348	17838	营业收入	20188	18562	21498	23782	26153
应收款项	1589	1616	1871	2070	2276	营业成本	11983	10600	12122	13260	14421
存货净额	8120	9455	8591	9049	9460	营业税金及附加	131	131	150	164	179
其他流动资产	559	825	956	1057	1163	销售费用	3252	3425	3934	4447	4995
<b>流动资产合计</b>	<b>23214</b>	<b>24563</b>	<b>24694</b>	<b>27686</b>	<b>30899</b>	管理费用	983	994	1326	1437	1573
固定资产	3369	3140	2378	1944	1449	财务费用	6	(23)	(18)	2	(28)
无形资产及其他	1017	908	871	835	799	投资收益	47	(0)	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	3906	4138	4138	4138	4138	资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(536)	(587)	(640)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(26)	(81)	79	84	89
<b>资产总计</b>	<b>31506</b>	<b>32749</b>	<b>32081</b>	<b>34603</b>	<b>37285</b>	营业利润	3250	2806	3527	3967	4461
短期借款及交易性金融负债	606	655	758	839	922	营业外净收支	7	91	21	24	26
应付款项	8245	9536	6844	7137	7378	利润总额	3257	2897	3548	3991	4488
其他流动负债	3799	3995	4381	4830	5299	<b>所得税费用</b>	<b>856</b>	<b>835</b>	<b>887</b>	<b>998</b>	<b>1122</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12650</b>	<b>14186</b>	<b>11983</b>	<b>12805</b>	<b>13600</b>	少数股东损益	(91)	(93)	(43)	(43)	(24)
长期借款及应付债券	2626	2777	2777	2777	2777	归属于母公司净利润	2491	2155	2704	3036	3390
其他长期负债	1142	1264	1468	1672	1876						
<b>长期负债合计</b>	<b>3767</b>	<b>4041</b>	<b>4245</b>	<b>4449</b>	<b>4653</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>16417</b>	<b>18227</b>	<b>16228</b>	<b>17254</b>	<b>18253</b>	净利润	2491	2155	2704	3036	3390
少数股东权益	102	(79)	(101)	(122)	(134)	资产减值准备	(37)	(47)	249	(154)	(171)
股东权益	14987	14601	15953	17472	19166	折旧摊销	968	1120	413	437	462
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31506</b>	<b>32749</b>	<b>32081</b>	<b>34603</b>	<b>37285</b>	公允价值变动损失	603	548	536	587	640
						财务费用	6	(23)	(18)	2	(28)
关键财务与估值指标						营运资本变动	481	(296)	(1375)	33	22
每股收益	0.58	0.50	0.63	0.70	0.78	其它	(13)	50	(271)	132	159
每股红利	0.26	0.52	0.31	0.35	0.39	<b>经营活动现金流</b>	<b>4493</b>	<b>3530</b>	<b>2257</b>	<b>4072</b>	<b>4501</b>
每股净资产	3.47	3.38	3.69	4.04	4.44	资本开支	0	(187)	(400)	(400)	(400)
ROIC	17%	14%	18%	21%	25%	其它投资现金流	21	15	0	0	0
ROE	17%	15%	17%	17%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>21</b>	<b>(172)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>
毛利率	41%	43%	44%	44%	45%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	19%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(1129)	(2232)	(1352)	(1518)	(1695)
收入增长	12%	-8%	16%	11%	10%	其它融资现金流	0	843	104	81	84
净利润增长率	40%	-13%	25%	12%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2263)</b>	<b>(3620)</b>	<b>(1249)</b>	<b>(1438)</b>	<b>(1611)</b>
资产负债率	52%	55%	50%	50%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>2251</b>	<b>(262)</b>	<b>609</b>	<b>2234</b>	<b>2490</b>
息率	4.0%	7.9%	4.8%	5.4%	6.0%	货币资金的期初余额	10516	12768	12505	13114	15348
P/E	11.3	13.1	10.4	9.3	8.3	货币资金的期末余额	12768	12505	13114	15348	17838
P/B	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	4350	3143	1640	3452	3850
EV/EBITDA	9.1	10.0	10.1	9.2	8.5	权益自由现金流	4350	3986	1757	3530	3954

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提及的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