

Q1 稳健复苏, 直营渠道快速扩张

海澜之家 (600398. SH)

核心观点

22 年公司营收 185.62 亿元/-8.1%，直营门店营收 30.4 亿元/+22.8%，加盟及其他营收 126.2 亿元/-14.2%。截至 22 年底，海澜之家品牌直营门店数 1,054 家/+327 家，门店快速扩张，新增直营门店以购物中心店为主，带动品牌渠道结构持续优化。22 年公司实现 86.2% 的高分红比例。23Q1 稳健复苏，营收 56.8 亿元/+9.0%，其中，直营+47.6%，加盟及其他+4.3%，直营高增。预计 23-25 年直营渠道将保持快速扩张趋势，成为公司增长核心驱动。

事件

公司发布 2023 年一季报：23Q1 营收 56.82 亿元/+9.0%，归母净利润 8.03 亿元/+11.1%，扣非归母净利润 7.91 亿元/+9.0%；经营活动现金流净额 14.37 亿元/+58.1%，EPS 为 0.19 元/+11.8%。

公司发布 2022 年年报：2022 年营收 185.62 亿元/-8.1%，归母净利润 21.55 亿元/-13.5%，扣非归母净利润 20.75 亿元/-13.0%；经营活动现金流净额 31.37 亿元/-28.1%，EPS 为 0.50 元/-13.8%，ROE 为 13.9%/-3.6PCT。拟每 10 股派发现金红利 4.30 元(含税)，分红比例为 86.2% (21 年为 88.4%)。

其中，22Q4 单季度公司营收 48.87 亿元/-19.0%，归母净利润 4.06 亿元/-8.5%，扣非归母净利润 3.10 亿元/-25.7%。

简评

23Q1 稳健复苏, 直营渠道快速增长, 直营门店数持续扩张。23Q1 营收 56.8 亿元/+9.0%，分品牌来看，海澜之家、圣凯诺、其他品牌营收分别为 48.2 亿元/+13.0%、3.56 亿元/+16.5%、4.95 亿元/+1.9%。分渠道来看，直营门店营收 12.4 亿元/+47.6%，加盟门店及其他营收 40.8 亿元/+4.3%。截至 23Q1，海澜之家品牌直营门店 1,080 家/较年初+26 家，加盟门店 4,877 家/较年初-11 家。

22 年直营门店加速拓店，门数逆势增长 45%，增加 327 家。22 年分品牌来看，海澜之家、圣凯诺、其他品牌营收分别为 137.5 亿元/-9.1%、22.5 亿元/-0.6%、19.0 亿元/-6.7%。分渠道来看，直营门店营收 30.4 亿元/+22.8%，加盟门店及其他营收 126.2 亿元/-14.2%。海澜之家品牌期末直营门店数 1,054 家/+327 家/+45.0%，预估单店平均店效同比-16%，预计新增直营门店以购物中心店为主，带动公司渠道结构持续优化；加盟门店数 4,888 家/-57 家/

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期：2023 年 05 月 05 日

当前股价：6.22 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.16/-3.42	16.70/12.79	17.36/11.94
12 月最高/最低价 (元)		6.76/4.10
总股本 (万股)		431,960.76
流通 A 股 (万股)		431,960.76
总市值 (亿元)		268.68
流通市值 (亿元)		268.68
近 3 月日均成交量 (万)		1926.71
主要股东		
海澜集团有限公司		40.88%

股价表现



相关研究报告

-1.2%，预估单店平均店效同比-18%。**产品端**，22 年成立“海澜之家云服实验室”，目标提升面料研发及服装设计能力，持续聚焦三防、抗菌、免烫等功能面料产品推广，提升产品力。

22 年直营渠道占比增加带动毛利率提升、销售费用率增加，整体费用率增幅高于毛利率增幅，净利率小幅下降。22 年公司毛利率为 42.9%/+2.2pct，系高毛利率直营渠道占比增加。费用率方面，22 年销售、管理、研发费用率分别为 18.5%/+2.3pct（直营门店占比增加）、5.0%/+0.04pct、1.0%/+0.4pct。费用率增幅高于毛利率增幅，22 年公司净利率 11.1%/-0.8pct。

22Q4 库存水平上升，23Q1 实现明显改善，库存周转天数已降至 19 年同期水平。22H2 受疫情影响库存水平明显上升，22Q4 库存周转天数为 298 天，环比-1 天，同比+28 天。库龄结构方面，1 年以内、1-2 年、2 年以上库存占比分别为 65%/-6.5pct、31%/+6.2pct、4%/+0.3pct，1-2 年库存占比明显增加。23Q1 在销售复苏下，库存周转天数降至 246 天，环比-52 天、同比-17 天，与 19Q1 的 249 天已处于同一水平，实现明显改善。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年营收为 213.9、239.0、263.4 亿元，同增 15.2%、11.7%、10.2%；归母净利润为 27.0、30.7、34.2 亿元，同增 25.2%、13.6%、11.4%，对应 PE 为 11.1、9.8、8.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

零售折扣率加深，影响品牌利润率：23 年初品牌服饰行业库存普遍处于高位，若部分品牌通过加深折扣率进行库存去化，将加剧行业价格竞争，进而影响公司品牌折扣率水平，折扣率加深将对品牌的利润率造成影响。

流水复苏进展及幅度不及预期：预计 23 年随着出行、消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

门店开拓进展不及预期：新店开拓是公司线下渠道收入增长的重要驱动因素之一，如果公司门店开拓进展不及预期，将直接影响公司收入表现。根据测算预估：若 23-25 年海澜之家品牌直营门店数年均增速从当前假设的 13%左右降至 0%、2%、5%，对应公司 23-25 年业绩 CAGR 将从约 15%降至约 9%、10%、12%。

图 1:海澜之家营收拆分（百万元）

营收拆分（人民币百万元）	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,969	17,958	20,188	18,562	21,390	23,899	26,335
yoy	15.1%	-18.3%	12.4%	-8.1%	15.2%	11.7%	10.2%
海澜之家品牌	17,421	13,767	15,132	13,753	16,071	18,005	19,845
yoy	15.0%	-21.0%	9.9%	-9.1%	16.9%	12.0%	10.2%
直营门店	1,332	1,713	2,473	3,037	4,408	5,482	6,467
yoy	98.5%	28.5%	44.4%	22.8%	45.1%	24.4%	18.0%
期末门店数	357	486	727	1,054	1,254	1,404	1,554
yoy	104.0%	36.1%	49.6%	45.0%	19.0%	12.0%	10.7%
平均单店贡献营收（万元）	501	406	408	341	382	413	437
yoy	-23.1%	-18.9%	0.3%	-16.4%	12.0%	8.0%	6.0%
加盟门店	15,011	10,437	10,539	8,516	9,286	9,908	10,502
yoy	10.8%	-30.5%	1.0%	-19.2%	9.0%	6.7%	6.0%
期末门店数	5,241	5,057	4,945	4,888	4,860	4,860	4,860
yoy	6.5%	-3.5%	-2.2%	-1.2%	-0.6%	0.0%	0.0%
平均单店贡献营收（万元）	295	203	211	173	191	204	216
yoy	2.4%	-31.4%	4.0%	-17.8%	10.0%	7.0%	6.0%
线上收入	1,078	1,618	2,122	2,201	2,377	2,614	2,876
yoy	16.0%	50.0%	31.1%	3.7%	8.0%	10.0%	10.0%
圣凯诺	2,168	2,071	2,260	2,247	2,472	2,719	2,937
yoy	2.3%	-4.5%	9.1%	-0.6%	10.0%	10.0%	8.0%
其他品牌	1,802	1,606	2,041	1,904	2,190	2,519	2,896
yoy	22.3%	-10.9%	27.1%	-6.7%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：公司公告、中信建投证券

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	23,214	24,563	26,679	28,609	32,079	营业收入	20,188	18,562	21,390	23,899	26,335
现金	12,768	12,505	13,485	13,685	16,273	营业成本	11,983	10,600	12,171	13,467	14,725
应收票据及应收账款合计	1,023	1,131	810	1,577	1,071	营业税金及附加	131	131	151	168	186
其他应收款	567	485	727	627	865	销售费用	3,252	3,425	4,214	4,780	5,333
预付账款	353	564	493	688	613	管理费用	994	922	1,198	1,338	1,475
存货	8,120	9,455	10,725	11,603	12,811	研发费用	124	194	229	287	316
其他流动资产	383	423	440	429	446	财务费用	6	-23	19	47	53
非流动资产	8,292	8,185	6,792	6,901	6,884	资产减值损失	-563	-504	-193	-239	-263
长期投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	10	-19	-0	-0	-2
固定资产	3,349	3,131	3,346	3,443	3,484	其他收益	54	32	25	30	32
无形资产	1,017	908	915	924	866	投资净收益	47	-0	-	-	-
其他非流动资产	3,927	4,146	2,531	2,534	2,534	营业利润	3,250	2,806	3,631	4,099	4,565
资产总计	31,506	32,749	33,471	35,510	38,964	营业外收入	36	122	35	58	63
流动负债	12,650	14,186	15,243	15,965	17,587	营业外支出	29	31	30	30	30
短期借款	-	-	-	-	-	利润总额	3,257	2,897	3,636	4,126	4,598
应付票据及应付账款合计	8,245	9,536	10,980	11,649	13,013	所得税	856	835	1,048	1,189	1,325
其他流动负债	4,405	4,649	4,263	4,315	4,575	净利润	2,401	2,062	2,588	2,937	3,273
非流动负债	3,767	4,041	4,041	4,041	4,041	少数股东损益	-91	-93	-111	-128	-142
长期借款	-	-	-	-	-	归属母公司净利润	2,491	2,155	2,699	3,065	3,415
其他非流动负债	3,767	4,041	4,041	4,041	4,041	EBITDA	4,233	3,882	3,864	4,176	4,639
负债合计	16,417	18,227	19,284	20,006	21,628	EPS (元)	0.58	0.50	0.62	0.71	0.79
少数股东权益	102	-79	-190	-318	-459	主要财务比率					
股本	4,320	4,320	4,320	4,325	4,325	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	913	563	564	591	591	成长能力					
留存收益	12,702	12,655	12,983	13,373	13,797	营业收入(%)	12.4	-8.1	15.2	11.7	10.2
归属母公司股东权益	14,987	14,601	14,377	15,822	17,794	营业利润(%)	42.4	-13.7	29.4	12.9	11.4
负债和股东权益	31,506	32,749	33,471	35,510	38,964	归属于母公司净利润(%)	39.6	-13.5	25.2	13.6	11.4
						获利能力					
						毛利率(%)	40.6	42.9	43.1	43.7	44.1
						净利率(%)	12.3	11.6	12.6	12.8	13.0
						ROE(%)	15.9	14.2	17.0	17.7	18.0
						ROIC(%)	103.9	90.6	194.4	106.2	181.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	52.1	55.7	57.6	56.3	55.5
						净负债比率(%)	-78.9	-79.9	-86.7	-80.8	-88.0
						流动比率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
						速动比率	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	20.2	17.2	22.0	20.0	19.9
						应付账款周转率	2.0	1.4	1.4	1.4	1.4
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.58	0.50	0.62	0.71	0.79
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.48	0.96	0.55	1.11
						每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.32	3.52	3.86	4.26
						估值比率					
						P/E	12.0	13.9	11.1	9.8	8.8
						P/B	2.0	2.1	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	4.3	4.7	4.2	3.8	2.9

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,361	3,137	4,153	2,374	4,806
净利润	2,401	2,062	2,588	2,937	3,273
折旧摊销	1,359	1,361	617	458	491
财务费用	6	-23	19	47	53
投资损失	-47	0	-	-	-
经营性应收项目的减少	-1,068	-943	392	-963	581
经营性应付项目的增加	1,879	1,175	1,712	721	1,623
其他经营现金流	1,710	681	536	-105	409
投资活动现金流	-676	-543	-643	-565	-473
资本支出	511	391	27	109	-16
长期投资	-57	-153	-	-	-
其他投资现金流	-223	-306	-617	-456	-490
筹资活动现金流	-1,677	-2,979	-2,531	-1,609	-1,745
短期借款	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
普通股增加	0	0	0	5	-
资本公积增加	26	-350	0	28	-
其他筹资现金流	-1,703	-2,629	-2,531	-1,641	-1,745
现金净增加额	2,004	-379	979	200	2,588

资料来源:公司公告、中信建投预测

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

研究助理

魏中泰

weizhongtai@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk