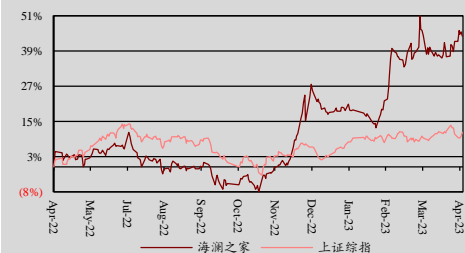


**600398.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.45

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	21.5	2.9	20.8	30.3
相对上证综指	14.8	0.5	19.0	18.6

发行股数 (百万)	4,319.61
流通股 (百万)	4,319.61
总市值 (人民币 百万)	27,861.47
3个月日均交易额 (人民币 百万)	119.37
主要股东	
海澜集团有限公司	40.88

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年4月28日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格**
**纺织服饰: 服装家纺**
**证券分析师: 郝帅**

 (8610)66229231  
 shuai.hao@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

**证券分析师: 丁凡**

 fan.ding@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

**联系人: 杨雨钦**

 yuqin.yang@bocichina.com  
 一般证券业务证书编号: S1300121080061

# 海澜之家

## 2023Q1 收入业绩改善, 期待全年复苏

公司于4月27日发布2022年报&2023年一季度报, 全年营收同降8.1%至185.6亿元, 归母净利润同降13.5%至21.6亿元。公司品牌升级持续推进, 新品牌延展增长曲线, 叠加渠道深度运营, 疫后有望释放业绩弹性, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **受疫情影响收入业绩波动, 线上及海外市场表现较好。**公司Q4单季度收入同降19.0%至48.9亿元, 业绩同降8.5%至4.1亿元, 疫情下承压。海澜之家/圣凯诺/其他品牌(OVV、英氏婴童、男生女生等)全年营收分别为137.5/22.5/19.0亿元, 同比减少9.11%/0.58%/6.74%。主品牌坚定围绕品牌、产品升级, 推进门店优化并布局多渠道, 期末直营店数同增327家至1054家, 海外市场收入同增154.1%至2.2亿元。分渠道看, 公司线上收入同增4.8%至28.6亿元, 期间多平台丰富自播矩阵并发力短视频。直营/加盟收入分别为30.4/126.2亿元, 同比变化22.8%/-14.2%。
- **一季度经营数据有所恢复, 期待全年复苏。**2023Q1公司实现营收56.8亿元, 同增9.02%, 归母净利润8.0亿元, 同增11.1%, 呈现恢复态势, 其中海澜之家/圣凯诺/其他品牌收入分别增长13.0%/16.5%/1.9%至48.2/3.6/5.0亿元。未来随疫后商务活动需求及线下客流恢复, 叠加门店优化效果进一步显现, 公司有望释放经营弹性。
- **疫情扰动下盈利能力保持稳健, 周转略放缓。**线上渠道产品结构优化及线下直营门店销售占比提升, 全年毛利率同增2.3pct至42.9%。疫情下费用投放规模效应未有效释放, 全年销售费用率同比提升2.3pct至18.5%带动总体费用率提升。存货周转天数同增65天至298天, 应收账款周转天数同增3天至21天。经营性净现金流同比减少28.1%至31.4亿元。我们认为随疫后复苏, 费用投放及经营效率有望逐步改善。
- **主品牌产品渠道升级持续, 新品牌定位明确, 看好疫后业绩弹性。**公司主品牌坚定推进品牌升级, 打造国民形象品牌; 子品牌强化战略定位, 其中圣凯诺向校服等新品类拓展, 目前洛阳生产基地项目建设已完成前期筹备工作。公司多品牌矩阵有望充分享受疫后修复式增长。

**估值**

- 考虑到公司业绩复苏弹性, 上调盈利预测, 预计2023至2025年每股收益分别为0.65/0.78/0.90元, 同增29.8%/20.4%/15.6%; 市盈率分别为10/8/7倍, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 消费复苏不及预期, 新品牌发展不及预期, 终端库存积压。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	20,188	18,562	21,868	24,783	27,320
增长率(%)	12.4	(8.1)	17.8	13.3	10.2
EBITDA(人民币 百万)	3,978	3,601	4,400	5,315	6,036
归母净利润(人民币 百万)	2,491	2,155	2,798	3,371	3,898
增长率(%)	39.6	(13.5)	29.8	20.4	15.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.58	0.50	0.65	0.78	0.90
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.62	0.68	-
调整幅度(%)			4.8	14.7	-
市盈率(倍)	11.2	12.9	10.0	8.3	7.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,188	18,562	21,868	24,783	27,320
营业收入	20,188	18,562	21,868	24,783	27,320
营业成本	11,983	10,600	12,342	13,860	15,183
营业税金及附加	131	131	154	175	192
销售费用	3,252	3,425	4,037	4,377	4,743
管理费用	994	922	1,057	1,134	1,250
研发费用	124	194	229	259	286
财务费用	6	(23)	(23)	(23)	(23)
其他收益	54	32	32	32	32
资产减值损失	(563)	(504)	(359)	(485)	(431)
信用减值损失	(5)	(17)	(17)	(17)	(17)
资产处置收益	10	1	1	1	1
公允价值变动收益	10	(19)	(19)	(19)	(19)
投资收益	47	0	0	0	0
汇兑收益	7	2	2	2	2
营业利润	3,250	2,806	3,709	4,513	5,254
营业外收入	36	122	122	122	122
营业外支出	29	31	31	31	31
利润总额	3,257	2,897	3,800	4,604	5,345
所得税	856	835	1,095	1,327	1,540
净利润	2,401	2,062	2,705	3,277	3,805
少数股东损益	(91)	(93)	(93)	(93)	(93)
归母净利润	2,491	2,155	2,798	3,371	3,898
EBITDA	3,978	3,601	4,400	5,315	6,036
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.58	0.50	0.65	0.78	0.90

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	23,214	24,563	26,786	29,228	31,765
货币资金	12,768	12,505	13,980	15,358	16,485
应收票据	0	0	0	0	0
存货	8,120	9,455	10,085	10,897	12,148
预付账款	353	564	423	501	448
合同资产	0	0	0	0	1
其他流动资产	950	908	999	1,017	1,102
<b>非流动资产</b>	8,292	8,185	8,022	8,144	8,272
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,349	3,131	3,194	3,258	3,323
无形资产	1,017	908	942	950	959
其他长期资产	230	249	265	282	300
<b>资产合计</b>	31,506	32,749	34,808	37,371	40,036
<b>流动负债</b>	12,650	14,186	15,842	17,442	18,984
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	6,769	8,094	9,196	10,366	11,376
其他流动负债	5,881	6,092	6,646	7,076	7,608
<b>非流动负债</b>	3,767	4,041	4,041	4,041	4,041
长期借款	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	16,417	18,227	19,883	21,483	23,025
股本	995	995	995	995	995
少数股东权益	102	(79)	(79)	(79)	(79)
归属母公司股东权益	14,987	14,601	15,004	15,968	17,090
<b>负债和股东权益合计</b>	31,506	32,749	34,808	37,371	40,036

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,257	2,897	3,800	4,604	5,345
折旧摊销	1,359	1,361	301	319	338
营运资金变动	(28)	(1,044)	788	392	(54)
其他	(226)	(76)	(1,509)	(1,869)	(2,030)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,361</b>	<b>3,137</b>	<b>3,381</b>	<b>3,447</b>	<b>3,600</b>
资本支出	4	140	(9)	18	17
投资变动	177	51	0	0	0
其他	495	353	(622)	(942)	(307)
<b>投资活动现金流</b>	<b>676</b>	<b>543</b>	<b>(630)</b>	<b>(924)</b>	<b>(290)</b>
银行借款	17	45	45	45	45
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(1,694)	(3,024)	(2,582)	(3,037)	(2,808)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,677)</b>	<b>(2,979)</b>	<b>(2,537)</b>	<b>(2,992)</b>	<b>(2,763)</b>
<b>净现金流</b>	<b>2,008</b>	<b>(385)</b>	<b>1,474</b>	<b>1,378</b>	<b>1,127</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	12.4	(8.1)	17.8	13.3	10.2
营业利润增长率(%)	42.4	(13.7)	32.2	21.7	16.4
归属于母公司净利润增长率(%)	39.6	(13.5)	29.8	20.4	15.6
息税前利润增长率(%)	40.3	(12.0)	31.4	21.3	16.2
息税折旧前利润增长率(%)	36.6	(10.0)	29.7	19.1	15.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	39.6	(13.5)	29.8	20.4	15.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	18.3	17.7	18.5	20.1	20.7
营业利润率(%)	16.1	15.1	17.0	18.2	19.2
毛利率(%)	40.6	42.9	43.6	44.1	44.4
归母净利润率(%)	12.34	11.61	12.80	13.60	14.27
ROE(%)	16.62	14.76	18.65	21.11	22.81
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.1	55.7	57.1	57.5	57.5
净负债权益比(%)	108.8	125.5	133.2	135.2	135.4
流动比率(%)	183.5	173.2	169.1	167.6	167.3
<b>营运能力</b>					
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	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	2.6	2.1	2.2	2.2	2.2
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	16.1	18.5	18.5	17.7	17.4
管理费用率(%)	4.9	5.0	4.8	4.6	4.6
研发费用率(%)	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
财务费用率(%)	0.0	(0.1)	0.1	0.1	0.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.5	0.6	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
每股净资产(最新摊薄)	3.5	3.4	3.5	3.7	3.9
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	11.2	12.9	10.0	8.3	7.1
P/B(最新摊薄)	1.8	1.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	4.7	7.8	6.4	5.2	4.6
价格/现金流(倍)	6.4	8.9	8.2	8.1	7.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371