

海澜之家 (600398.SH) / 纺织服饰

证券研究报告/公司点评

2023年5月3日

评级：买入（维持）

市场价格：6.45（元）

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

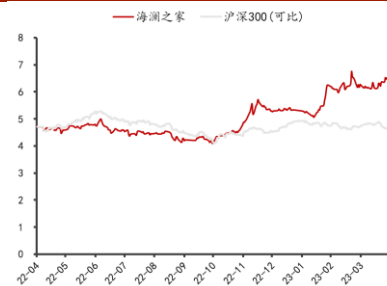
Email: wangys@r.qlzq.com.cn

联系人：吴思涵

Email: wush@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	43.20
流通股本(亿股)	43.20
现价(元)	6.45
市值(亿元)	279
流通市值(亿元)	279

股价与行业-市场走势图

相关报告

1. 海澜之家 2020 年报&2021Q1 季报点评：主品牌需求逐步恢复，多品牌布局促增长
2. 海澜之家 2021H1 点评：主品牌稳步恢复，新品牌高速增长
3. 海澜之家 2021Q3 点评：主品牌持续恢复，渠道结构进一步优化
4. 海澜之家 2021 年报&2021Q1 点评：疫情影响短期需求，主品牌盈利能力提升
5. 海澜之家 2022Q2 点评：主品牌盈利能力稳健，Q2 电商环比有所提速
6. 海澜之家 2022Q3 点评：Q3 主品牌增速转正，新品牌盈利能力提升

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,528	23,753	26,093
增长率 yoy%	12.4%	-8.1%	16.0%	10.3%	9.8%
净利润(百万元)	2,491	2,155	2,770	3,170	3,541
增长率 yoy%	39.6%	-13.5%	28.5%	14.5%	11.7%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.64	0.73	0.82
每股现金流量	1.01	0.73	0.74	0.88	0.96
净资产收益率	16.5%	14.8%	17.1%	17.8%	18.1%
P/E	11.2	12.9	10.1	8.8	7.9
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4

备注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

报告摘要

- 公司发布 2022 年报和 2023Q1 财报，2022 年期内实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 185.62/21.55/20.75 亿，同比-8.06%/-13.49%/-13.04%。2023Q1 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 56.82/8.03/7.91 亿，同比+9.02%/+11.07%/+9.04%。社交场景恢复带动商务休闲男装需求提升下，Q1 收入、利润均有所回升。此外，公司每 10 股拟派发现金股利人民币 4.3 元(含税)，股息率 6.6%。
- 分品牌看：海澜之家毛利率提升，新品牌盈利能力改善
 - 海澜之家主品牌毛利率持续提升，23Q1 复苏强劲：2022 年实现营收 137.53 亿元（同比-9.11%），占比达 76.81%。另外，23Q1 实现营收 48.19 亿，同比 2022/2021 同期分别+13.0%/+4.8%。此外，22 年主品牌毛利率同比+2.23PCTs 至 42.24%，主要因期内直营门店增加，叠加品牌升级下，产品单价提高、折扣管控较好。
 - 圣凯诺 23Q1 增速较快：2022 年实现营收 22.47 亿元（同比-0.58%），收入占比为 12.55%。另外，23Q1 营收 3.56 亿元，同比+16.5%。洛阳服装生产基地建设进展顺利，职业装需求恢复下有望保持稳健增长。2022 年圣凯诺毛利率为 48.60%，同比下滑 2.97PCTs。
 - 其他品牌盈利水平持续改善：2022/2023Q1 各品牌（包括 OVV/英氏/男生女生/海澜优选/海德等）整体实现营收 19.04/4.95 亿元（同比分别为-6.74%/+1.9%）。同期毛利率同比分别+8.06%/+11.05PCTs 至 52.20%/55.45%，我们预计随着疫情影响降低以及各品牌运营效率提升，2023 年部分子品牌或有望实现盈利。
- 分渠道看：线上保持较高增速，线下直营逆势开店
 - 线上：电商渠道持续发力，毛利率同比提升。2022/2023Q1 实现营收 28.56/ 6.32 亿元（同比+4.80%/+17.55%），收入占比达到 15.95%/11.15%。期内公司持续优化产品结构，进一步扩大抖音、快手等平台业务，丰富自播矩阵、重点发力短视频来提升品牌影响力。在此基础上，2022/2023Q1 毛利率分别同比+3.69/+6.17PCTs 至 39.88%/47.68%。
 - 线下：优化国内外渠道布局，提高门店经营效率。公司加速推进以购物中心为主的直营门店建设，2022 年海澜之家净开店 270 家，其中直营/加盟分别+327/-57 家。加盟端 2022/2023Q1 实现营收 126.21/40.79 亿元（同比-14.15%/+4.25%），直营端 2022/2023Q1 实现营收 30.37/12.35 亿元（同比+22.79%/+47.63%）。此外，品牌在海外地区 2022 年实现收入 2.19 亿元，同比增长 154.1

0%，迎来爆发性增长。2022 年线下综合毛利率+2.19PCTs 至 44.1%，主要由于直营稳步拓店下门店运营效益提升。

- **22 年毛利率提升，23Q1 整体盈利能力改善。**2022 年/2023Q1 公司毛利率分别为 42.89%/44.58%，同比+2.25/-0.68 PCTs。毛利率提升持续受益于主品牌促销等活动减少以及直营门店占比提升。费用方面，2022 年销售/管理/研发/财务费用率为 18.45%/4.96%/1.05%/0.13%，同比+2.34/+0.04/+0.43/-0.16PCTs。我们预计销售费率增长较多主要由于直营门店扩张带来相关费用增加。2023Q1 销售费用率同比-1.08PCTs 至 16.27%，综合来看，2022 年/2023Q1 净利率分别为 11.11%/13.98%（同比-0.78PCTs/+0.41PCTs），整体展现出较强经营韧性。
- **库存消化初见成效，货币资金充裕。**2023Q1 末公司存货 77.75 亿元（同比-9.19%），同期存货周转天数-16.9 天至 246.24 天。随着终端消费回暖，公司库存去化较为顺利。2022 年/2023Q1 期内经营性净现净流为 31.37/14.37 亿元（同比分别为-28.06%/58.13%），2023Q1 末货币资金充裕，达 130.39 亿元。
- **盈利预测及投资建议：**公司通过提升产品功能性、携手热门 IP、调整产品结构等方式持续提升产品力。同时布局全渠道营销、供应链提效、库存结构改善、渠道优化，为长期稳定发展打下坚实基础。此外新品牌表现强劲，为公司业绩增长贡献新动力。长期看，公司通过发挥平台作用，推进信息化、多品类布局，持续优化渠道结构、提高供应链效率，为公司长期发展铸就强大竞争壁垒。考虑到 23 年社交场景恢复下男装需求较为刚性，公司作为男装龙头复苏确定性较强，我们预计 2023/24/25 年业绩分别为 27.70/31.70/35.41 亿元（2023/24 年前值为 25.28/28.95 亿元），现价对应估值分别为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端需求恢复低于预期；新品牌培育不达预期；存货管理风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表1: 公司主要财务数据及盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,505	14,163	15,884	17,704	营业收入	18,562	21,528	23,753	26,093
应收票据	0	0	0	0	营业成本	10,600	12,228	13,444	14,715
应收账款	1,131	1,079	1,280	1,405	税金及附加	131	129	143	157
预付账款	564	447	500	575	销售费用	3,425	3,940	4,323	4,723
存货	9,455	8,866	9,897	11,122	管理费用	922	1,141	1,259	1,357
合同资产	0	0	0	0	研发费用	194	172	190	209
其他流动资产	908	970	1,105	1,178	财务费用	-23	-263	-305	-264
流动资产合计	24,563	25,524	28,667	31,984	信用减值损失	-17	-19	-14	-17
其他长期投资	842	841	846	843	资产减值损失	-504	-545	-538	-529
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-19	0	-3	-8
固定资产	3,131	2,600	2,387	2,255	投资收益	0	19	22	13
在建工程	8	5	6	1	其他收益	32	43	43	39
无形资产	908	900	923	896	营业利润	2,806	3,684	4,215	4,700
其他非流动资产	3,296	3,458	3,642	3,824	营业外收入	122	65	74	87
非流动资产合计	8,185	7,803	7,804	7,819	营业外支出	31	27	29	29
资产合计	32,749	33,326	36,471	39,802	利润总额	2,897	3,722	4,260	4,759
短期借款	0	0	0	0	所得税	835	1,073	1,228	1,371
应付票据	1,443	1,642	1,797	1,940	净利润	2,062	2,650	3,033	3,387
应付账款	8,094	6,899	7,990	9,149	少数股东损益	-93	-120	-137	-153
预收款项	5	205	62	83	归属母公司净利润	2,155	2,770	3,170	3,541
合同负债	1,015	739	1,019	1,140	NOPLAT	2,045	2,462	2,816	3,199
其他应付款	1,367	1,401	1,338	1,369	EPS (按最新股本摊薄)	0.50	0.64	0.73	0.82
一年内到期的非流动负债	655	655	655	655					
其他流动负债	1,607	1,526	1,736	1,831					
流动负债合计	14,186	13,066	14,597	16,165					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	2,777	2,777	2,777	2,777					
其他非流动负债	1,264	1,264	1,264	1,264					
非流动负债合计	4,041	4,041	4,041	4,041					
负债合计	18,227	17,107	18,638	20,206					
归属母公司所有者权益	14,601	16,419	18,169	20,086					
少数股东权益	-79	-199	-336	-489					
所有者权益合计	14,522	16,220	17,833	19,596					
负债和股东权益	32,749	33,326	36,471	39,802					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,137	3,214	3,816	4,160
现金收益	3,399	3,504	3,725	4,094
存货影响	-1,335	589	-1,031	-1,225
经营性应收影响	185	715	282	329
经营性应付影响	1,412	-763	1,041	1,353
其他影响	-524	-831	-201	-391
投资活动现金流	-543	-716	-980	-980
资本支出	-1,022	-574	-809	-806
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	479	-142	-171	-174
融资活动现金流	-2,979	-841	-1,115	-1,360
借款增加	200	0	0	0
股利及利息支付	-2,232	-1,413	-1,610	-1,791
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-947	572	495	431

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-8.1%	16.0%	10.3%	9.8%
EBIT增长率	-12.0%	20.4%	14.4%	13.6%
归母公司净利润增长率	-13.5%	28.5%	14.5%	11.7%
获利能力				
毛利率	42.9%	43.2%	43.4%	43.6%
净利率	11.1%	12.3%	12.8%	13.0%
ROE	14.8%	17.1%	17.8%	18.1%
ROIC	18.3%	20.2%	21.1%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	55.7%	51.3%	51.1%	50.8%
债务权益比	32.3%	28.9%	26.3%	24.0%
流动比率	1.7	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	21	18	18	19
应付账款周转天数	252	221	199	210
存货周转天数	298	270	251	257
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.64	0.73	0.82
每股经营现金流	0.73	0.74	0.88	0.96
每股净资产	3.38	3.80	4.21	4.65
估值比率				
P/E	12.9	10.1	8.8	7.9
P/B	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	23.5	21.8	20.1	18.2

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。