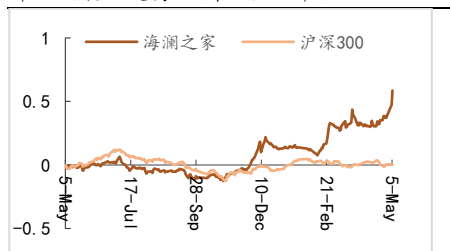


评级： 买入

陈梦
 首席分析师
 SAC 执证编号：S0110521070002
 chenmeng@sczq.com.cn
 电话：010-81152649

郭琦
 研究助理
 guoqi@sczq.com.cn
 电话：010-81152647

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	7.47
一年内最高/最低价（元）	7.50/4.06
市盈率（当前）	14.44
市净率（当前）	2.17
总股本（亿股）	43.20
总市值（亿元）	322.67

资料来源：聚源数据

相关研究

- 海澜之家(600398)2022年三季报点评：主品牌销售回暖，盈利能力单季度改善
- 海澜之家(600398)2022年中报点评：渠道结构优化持续推进，新品牌增长势头良好
- 海澜之家(600398)2021年报及2022年一季报点评：2021年经营质量改善，22Q1疫情影响业绩承压

核心观点

- **事件：**公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年实现营业收入185.62亿元，同比下降8.1%；实现归母净利润21.55亿元，同比下降13.5%；拟每10股派发现金红利4.3元。23Q1实现营业收入56.82亿元，同比增长9%；实现归母净利润8.03亿元，同比增长11.07%。

点评：

- **2022年疫情影响下韧性较强，23Q1主品牌及圣凯诺恢复势头向好。分品牌看，**全年海澜之家/圣凯诺/其他品牌分别实现收入137.5/22.5/19亿元，分别同降9.1%/0.6%/6.7%，主品牌受疫情影响较大，职业装品牌经营稳健。其他品牌中，男生女生/英氏婴童收入分别同比+16.3%/-21.3%，净利润分别亏损收窄/亏损小幅扩大。**单季度看，**23Q1海澜之家/圣凯诺/其他品牌收入分别同增13%/16.5%/1.9%。主品牌恢复较快；圣凯诺受益于办公及差旅场景恢复实现快速增长；其他部分品牌仍在调整阶段。
- **主品牌毛利率提升，净利率维持稳定。**2022年公司毛利率同比+2.3pcts至42.9%。其中，海澜之家/圣凯诺/其他品牌毛利率分别同比+2.2%/-3%/-8.1%。销售/管理/研发/财务费用率同比分别+2.3/基本持平/+0.4/-0.2pcts至18.5%/5%/1.1%/-0.1%，门店拓展&收入下滑致使销售费率增长。综合影响下，公司净利率-0.8pct至11.1%。2022年存货规模同比+16.4%至95亿元，存货周转天数+65天至298天，存货压力有所增加。23Q1公司毛利率-0.7pct至44.6%；期间费用率-0.7pct；净利率+0.4pct至14%。
- **主品牌逆势开店，直营和线上增速亮眼。分渠道来看，**2022年直营/加盟/线上分别实现收入30.4/126.2/28.6亿元，同比分别+22.8%/-14.2%/+4.8%。2022年直营/加盟分别净开店463/104家至1578/6641家（海澜之家品牌分别净+327/-57家），门店逆势扩张带动直营渠道收入较快增长，但受疫情影响，海澜/其他品牌12个月直营同店店效分别同降21%/11%。23Q1直营/加盟/线上渠道收入分别同增47.6%/4.3%/17.5%，直营/加盟门店分别净+26/-124家，其中海澜之家品牌延续渠道扩张趋势。
- **投资建议：**商务场景恢复及渠道调整带动主品牌及圣凯诺品牌取得较快增长，其他品牌预计减亏。考虑到公司恢复势头向好，我们上调盈利预测，预计公司23/24/25年归母净利润为27.5/31.5/35.4亿元（原预测23/24年25.5/28.6亿元），对应当前市值PE为12/10/9X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，渠道拓展不及预期，去库存不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	185.62	215.16	240.25	263.10
营收增速（%）	-8.1%	15.9%	11.7%	9.5%
净利润（亿元）	21.55	27.53	31.53	35.44
净利润增速（%）	-13.5%	27.7%	14.5%	12.4%
EPS（元/股）	0.50	0.64	0.73	0.82
PE	15	12	10	9

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,563	28,397	30,526	34,907	经营活动现金流	3,137	3,349	3,599	3,872
现金	12,505	17,097	17,671	20,598	净利润	2,155	2,753	3,153	3,545
应收账款	1,131	1,080	1,297	1,419	折旧摊销	1,361	1,117	869	709
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	252	4	-5	-8
预付账款	564	442	501	574	投资损失	0	-25	-26	-28
存货	9,455	8,809	9,943	11,133	营运资金变动	-452	-308	-483	-309
其他	908	969	1,114	1,183	其它	-85	-72	226	116
非流动资产	8,186	7,498	7,101	6,800	投资活动现金流	-543	-430	-472	-409
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-1,022	-198	-275	-266
固定资产	3,131	2,190	1,542	1,096	长期投资	0	0	0	0
无形资产	908	900	923	896	其他	479	-232	-197	-143
其他	3,297	3,528	3,726	3,868	筹资活动现金流	-2,979	1,672	-2,554	-536
资产总计	32,749	35,895	37,627	41,707	短期借款	200	0	0	0
流动负债	14,186	13,619	15,358	16,993	长期借款	48	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-947	4,763	-1,431	2,241
应付账款	8,094	6,830	7,999	9,125	现金净增加额	-385	4,591	574	2,927
其他	1,367	1,367	1,367	1,367					
非流动负债	4,041	4,041	4,041	4,041	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1,264	1,264	1,264	1,264	营业收入	-8.1%	15.9%	11.7%	9.5%
负债合计	18,227	17,660	19,399	21,034	营业利润	-13.7%	31.5%	14.6%	12.4%
少数股东权益	-79	-198	-335	-488	归属母公司净利润	-13.5%	27.7%	14.5%	12.4%
归属母公司股东权益	14,601	18,433	18,563	21,161	获利能力				
负债和股东权益	32,749	35,895	37,627	41,707	毛利率	42.9%	43.7%	44.0%	44.2%
					净利率	11.1%	12.2%	12.6%	12.9%
					ROE	14.8%	15.1%	17.3%	17.1%
					ROIC	15.2%	16.4%	18.4%	18.4%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	18,562	21,516	24,025	26,310	资产负债率	55.7%	49.2%	51.6%	50.4%
营业成本	10,600	12,106	13,460	14,676	净负债比率	32.3%	25.8%	25.8%	22.7%
营业税金及附加	131	144	161	177	流动比率	1.7	2.1	2.0	2.1
营业费用	3,425	3,787	4,252	4,683	速动比率	1.1	1.4	1.3	1.4
研发费用	194	237	264	263	营运能力				
管理费用	922	1,076	1,201	1,316	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
财务费用	-23	4	-5	-8	应收账款周转率	17.2	19.5	20.2	19.4
资产减值损失	-504	-520	-520	-510	应付账款周转率	1.4	1.6	1.8	1.7
公允价值变动收益	-19	5	6	8	每股指标(元)				
投资净收益	0	20	20	20	每股收益	0.50	0.64	0.73	0.82
营业利润	2,806	3,689	4,226	4,752	每股经营现金	0.73	0.78	0.83	0.90
营业外收入	122	40	40	40	每股净资产	3.38	4.27	4.30	4.90
营业外支出	31	28	28	28	估值比率				
利润总额	2,897	3,701	4,238	4,764	P/E	15	12	10	9
所得税	835	1,067	1,221	1,373	P/B	2	2	2	2
净利润	2,062	2,634	3,017	3,391					
少数股东损益	-93	-119	-136	-153					
归属母公司净利润	2,155	2,753	3,153	3,544					
EBITDA	4,234	4,821	5,103	5,465					
EPS (元)	0.50	0.64	0.73	0.82					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2022年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2022年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级 买入 增持 中性 减持	相对沪深300指数涨幅15%以上 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级 看好 中性 看淡	行业超越整体市场表现 行业与整体市场表现基本持平 行业弱于整体市场表现