

# 海澜之家 (600398)

## 2023 年中报点评: Q2 业绩增长提速, 看好国民男装龙头持续修复

买入 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	18,562	21,518	24,120	26,505
同比	-8%	16%	12%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	2,155	2,750	3,159	3,506
同比	-13%	28%	15%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.50	0.64	0.73	0.81
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.71	11.53	10.04	9.04

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- 公司公布 2023 年中报: 23H1 营收 111.99 亿元/yoy+17.69%/较 21 年+10.5%、归母净利润 16.79 亿元/yoy+31.61%/较 21 年+1.75%, 营收及归母净利润已超 21 年同期水平。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别同比+9.02%/+28.19%、归母净利润分别同比+11.07%/+58.47%, 线下消费场景修复后收入增速逐渐提升, Q2 利润端增速超收入主要系毛利率提升带动。
- 分品牌: 主品牌及其他子品牌收入增速提升, 团购业务升级、广度持续拓宽。23H1 海澜之家/团购定制系列/其他品牌收入同比分别+16.73%/+24.56%/+18.12%、占比分别为 77.2%/9.8%/9.5%。1) 海澜之家主品牌: 23Q1/Q2 收入同比分别+13%/+22%。疫情放开后消费场景复苏, 主品牌迅速回暖、增速逐季提升。2) 海澜之家团购定制 (原为圣凯诺): 23Q1/Q2 收入同比分别+17%/+29%, 团购定制业务规模加速扩张。随公司定制业务不断发展, 团购定制业务不仅局限于圣凯诺品牌职业装定制, 而是汇聚集团旗下多品牌基因, 升级为海澜团购定制业务, 重点开发工装及校服市场、持续拓宽品牌市场广度。3) 其他品牌: 23Q1/Q2 收入同比分别+2%/+37%, Q2 增速明显提升, 其中英氏 23H1 实现扭亏为盈, OVV 及海澜优选亏损有所收窄, 海德较为稳定, 男生女生仍关店&亏损。23 年 7 月公司剥离男生女生业务, 优化品牌矩阵, 下半年亏损有望进一步收窄。
- 分渠道: 内生外延共同驱动, 直营渠道表现较好。1) 分线上线: 23H1 线上/线下同比分别+9.85%/+18.97%、占比 13.4%/83.0%, 线上增速较低主因公司私域流量开始向线下门店引流, 拉低整体电商增速, 线下门店受益于客流修复、增速较高。2) 线下分内生外延: 截至 23H1 末门店 8212 家 (海澜之家 6006&其他 2206 家)、同比净+494 家/yoy+6.4% (海澜之家 288&其他 206 家, yoy 分别+5%/10%、较 22 年末分别+64/-71 家), 主品牌维持净开店、其他品牌如男生女生处调整中, 门店经营改善、预计店效同+12%。3) 线下分直营加盟: 除团购定制业务外, 23H1 直营/加盟收入同比分别+55.78%/+8.38%, 门店数量分别为 1688/6524 家、同比净增 429/65 家/yoy 分别+34%/+1%、较 22 年末分别+110/-117 家, 直营门店延续净增长、加盟门店调整主要为男生女生关店所致。
- Q2 毛利率提升带动净利率增长, 存货管控良好、现金充沛。1) 毛利率: 23H1 同比+1.20pct 至 45.11%, 其中海澜之家/团购定制/其他品牌分别同比+1.70/-6.85/+2.22pct, 主品牌及其他子品牌毛利率提升、团购定制业务以价换量快速扩张致毛利率回落较多。分季度看 23Q1/Q2 同比分别-0.68/+3.39pct, Q2 毛利率回升较多。2) 费用率: 23H1 同比+0.16pct 至 24.21%, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.01/-0.56/+0.07/+0.66pct, 分季度看 23Q1/Q2 同比分别-0.74/+0.99pct, 整体变动不大。3) 净利率: 结合毛利率及费用率变动、以及投资斯博兹 (2023 年 3 月公司出资 1.6 亿元、持股 40%、主要经营 adidas 等多个运动品牌批发零售) 带来的投资收益 897 万元等, 23H1 归母净利率同比+1.59pct 至 14.99%。分季度看 23Q1/Q2 同比分别+0.26/+3.03pct。4) 存货: 23H1 末存货 78.26 亿元/yoy-7.87%, 存货周转天数同比-27 天至 253 天, 库存消化较为顺利。5) 现金流: 23H1 经营活动现金流净额 27.67 亿元/同比+109.20%。截至 23H1 货币资金 99.80 亿元、现金充沛。
- 盈利预测与投资评级: 22 年受疫情扰动公司业绩承压, 23 年消费场景逐渐恢复, 叠加返工潮及男装消费相对刚性, 主品牌流水逐月修复、复苏较为领先。展望下半年, 7、8 月高基数下流水增速或有所放缓, 但 9 月后预计又将呈现较高复苏弹性。长期看受益于行业集中度提升, 公司龙头地位将进一步巩固, 业绩将维持稳健增长, 同时公司逐步探索开发马来西亚、越南、新加坡、菲律宾等海外市场, 23H1 海外门店同比增长 50%、长期看有望贡献业绩增量。我们维持 23-25 年归母净利润预测 27.5/31.6/35.1 亿元、对应 PE 为 12/10/9X, 公司业绩向好、分红稳健、估值较低, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 终端消费复苏不及预期、新品牌发展不及预期等。

2023 年 08 月 31 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.34
一年最低/最高价	4.06/7.68
市净率(倍)	2.28
流通 A 股市值(百万元)	31,705.92
总市值(百万元)	31,705.92

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.22
资产负债率(% ,LF)	53.42
总股本(百万股)	4,319.61
流通 A 股(百万股)	4,319.61

### 相关研究

《海澜之家(600398): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年业绩较具韧性、23Q1 率先回暖, 男装龙头复苏可期》

2023-04-28

《海澜之家(600398): 2022 年三季报点评: Q3 环比改善, 业绩韧性凸显》

2022-10-30

表1: 23H1 公司收入/门店/毛利率按品牌及渠道划分情况

	23H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店同比 净变动 (家)	门店环 比净变 动(家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
<b>主营业务收入</b>	<b>10801.83</b>	<b>17.61%</b>	<b>96.45%</b>	<b>8,212</b>	494	-7	<b>46.25%</b>	<b>+0.94pct</b>
<b>分渠道</b>								
线上	1504.80	9.85%	<b>13.44%</b>	/	/	/	49.08%	+5.68pct
线下	9297.03	18.97%	<b>83.02%</b>	<b>8,212</b>	494	-7	45.79%	+0.14pct
直营	2319.70	55.78%	20.71%	1,688	429	110	62.83%	+3.87pct
加盟	7389.38	8.38%	65.98%	6,524	65	-117	41.26%	-0.26pct
<b>分品牌</b>								
海澜之家主品牌	8644.95	16.73%	<b>77.19%</b>	6,006	288	64	45.27%	+1.70pct
海澜之家团购定制系列	1092.75	24.56%	<b>9.76%</b>	/	/	/	44.76%	-6.85pct
其他	1064.13	18.12%	<b>9.50%</b>	2,206	206	-71	55.74%	+2.22pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 线下中直营、加盟占线下比重超 100%, 主因部分线下门店具有线上销售订单。

## 海澜之家三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>24,563</b>	<b>25,285</b>	<b>29,472</b>	<b>33,755</b>	<b>营业总收入</b>	<b>18,562</b>	<b>21,518</b>	<b>24,120</b>	<b>26,505</b>
货币资金及交易性金融资产	12,668	15,537	18,587	21,860	营业成本(含金融类)	10,600	11,943	13,264	14,469
经营性应收款项	1,713	1,431	1,602	1,758	税金及附加	131	151	169	186
存货	9,455	7,453	8,322	9,064	销售费用	3,425	4,002	4,486	4,930
合同资产	0	0	0	0	管理费用	922	1,183	1,363	1,498
其他流动资产	728	865	962	1,074	研发费用	194	258	289	318
<b>非流动资产</b>	<b>8,185</b>	<b>8,132</b>	<b>8,353</b>	<b>8,712</b>	财务费用	(23)	34	15	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	32	54	60	27
固定资产及使用权资产	4,403	3,851	3,526	3,318	投资净收益	0	22	2	3
在建工程	8	13	17	19	公允价值变动	(19)	0	0	0
无形资产	908	1,179	1,421	1,649	减值损失	(521)	(460)	(460)	(480)
商誉	732	932	1,132	1,332	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	249	260	281	289	<b>营业利润</b>	<b>2,806</b>	<b>3,562</b>	<b>4,136</b>	<b>4,660</b>
其他非流动资产	1,885	1,897	1,975	2,105	营业外净收支	91	69	43	33
<b>资产总计</b>	<b>32,749</b>	<b>33,417</b>	<b>37,825</b>	<b>42,467</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,897</b>	<b>3,630</b>	<b>4,179</b>	<b>4,693</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,186</b>	<b>12,131</b>	<b>13,395</b>	<b>14,549</b>	减:所得税	835	908	1,036	1,204
短期借款及一年内到期的非流动负债	655	655	655	655	<b>净利润</b>	<b>2,062</b>	<b>2,723</b>	<b>3,143</b>	<b>3,489</b>
经营性应付款项	9,542	7,859	8,729	9,522	减:少数股东损益	(93)	(27)	(16)	(17)
合同负债	1,015	836	928	1,013	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,155</b>	<b>2,750</b>	<b>3,159</b>	<b>3,506</b>
其他流动负债	2,974	2,781	3,084	3,360	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.64	0.73	0.81
非流动负债	4,041	4,041	4,041	4,041	EBIT	2,890	3,981	4,548	5,105
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,250	5,213	5,581	6,067
应付债券	2,777	2,777	2,777	2,777	毛利率(%)	42.89	44.50	45.01	45.41
租赁负债	880	880	880	880	归母净利率(%)	11.61	12.78	13.10	13.23
其他非流动负债	384	384	384	384	收入增长率(%)	(8.06)	15.93	12.09	9.89
<b>负债合计</b>	<b>18,227</b>	<b>16,172</b>	<b>17,437</b>	<b>18,590</b>	归母净利润增长率(%)	(13.49)	27.59	14.87	11.00
归属母公司股东权益	14,601	17,351	20,510	24,017					
少数股东权益	(79)	(106)	(122)	(140)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,522</b>	<b>17,245</b>	<b>20,388</b>	<b>23,877</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>32,749</b>	<b>33,417</b>	<b>37,825</b>	<b>42,467</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,137	4,227	4,528	4,797	每股净资产(元)	3.26	3.89	4.62	5.43
投资活动现金流	(543)	(1,087)	(1,235)	(1,326)	最新发行在外股份(百万股)	4,320	4,320	4,320	4,320
筹资活动现金流	(2,979)	(219)	(219)	(219)	ROIC(%)	10.87	14.78	14.79	14.35
现金净增加额	(379)	2,920	3,074	3,252	ROE-摊薄(%)	14.76	15.85	15.40	14.60
折旧和摊销	1,361	1,232	1,033	962	资产负债率(%)	49.78	52.11	55.66	48.39
资本开支	(391)	(1,137)	(1,162)	(1,170)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.71	11.53	10.04	9.04
营运资本变动	(1,044)	13	(487)	(481)	P/B(现价)	2.25	1.89	1.59	1.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码：215021  
 传真：（0512）62938527  
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>