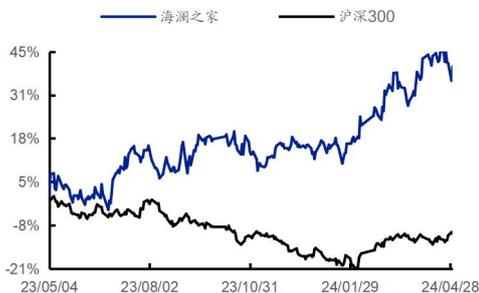


研究所:  
 证券分析师: 杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 马川琪 S0350523050001  
 macq@ghzq.com.cn  
 联系人: 廖小慧 S0350122080035  
 liaoxh@ghzq.com.cn

## 2023 年业绩良性增长，2024Q1 线上及团购业务增速亮眼

### ——海澜之家 (600398) 2023 年报及 2024 年一季度报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/04/30		
表现	1M	3M	12M
海澜之家	1.2%	19.9%	50.7%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据	2024/04/30
当前价格 (元)	9.11
52 周价格区间 (元)	6.22-9.55
总市值 (百万)	43,753.24
流通市值 (百万)	43,753.24
总股本 (万股)	480,277.03
流通股本 (万股)	480,277.03
日均成交额 (百万)	438.44
近一月换手 (%)	0.59

#### 相关报告

《海澜之家 (600398) 2023Q3 业绩点评: Q3 业绩超预期, 线上毛利率提升 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-10-31

《海澜之家 (600398) 2023 年中报点评: 2023H1 业绩复苏, 盈利能力提升明显 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-09-01

《海澜之家 (600398) 点评报告: 2023Q1 直营店增长亮眼, 全年展望乐观 (买入)\*服装家纺\*杨仁

#### 事件:

海澜之家于 2024 年 4 月 29 日发布 2023 年及 2024Q1 业绩公告: 2023/2024Q1 营收分别为 215.3/61.8 亿元, 同比+16.0%/+8.7%, 归母净利润为 29.5/8.9 亿元, 同比+37.0%/+10.4%, 归母净利率为 13.7%/14.4%, 较去年同期+2.1pct/+0.2pct, EPS 为 0.68/0.20 元, 同比+36.0%/+5.3%。2023 年度公司拟派发股息 0.56 元/股 (含税), 预计派现金额合计 26.9 亿元, 股利支付率为 91.1%。

#### 投资要点:

- **2023 全年主品牌稳健增长, 线上销售毛利率改善明显。**2023 年公司营收 215.3 亿元, 同比+16.0%, 其中主品牌营收为 164.6 亿元, 同比+19.7%, 主品牌毛利率为 45.2%, 较 2022 年+2.96pct; 整体直营/加盟门店收入为 45.3 亿元/139.4 亿元, 同比+49.3%/+10.5%; 分渠道来看, 线上销售为 32.6 亿元, 同比+14.1%, 占比 15.7%, 较 2022 年-0.25pct, 线下销售为 175.0 亿元, 同比+16.3%, 占比 84.3%, 较 2022 年+0.25pct, 整体渠道毛利率为 45.9%, 较 2022 年+1.8pct, 主因线上销售毛利率提升显著, 较 2022 年+8.3pct。公司全年归母净利润为 29.5 亿元, 同比+37.0%, 归母净利率为 13.7%, 较 2022 年+2.1pct, 2023 年度公司拟派发股息 0.56 元/股 (含税), 预计派现金额合计 26.9 亿元, 派息率为 91.1%。截至 2023 年末, 公司主品牌门店总数为 5976 家, 净开 34 家, 其中主品牌直营为 1252 家, 净增 198 家, 加盟店为 4724 家, 净关 164 家。
- **2024Q1 团购及线上营收增速亮眼, 直营门店持续扩张。**2024Q1 公司营收 61.8 亿元, 同比+8.7%, 其中主品牌营收为 51.3 亿元, 同比+6.5%, 团购系列收入 5.5 亿元, 同比+54.2%; 直营/加盟店收入为 14.1 亿元/40.9 亿元, 同比+13.9%/+0.4%; 分渠道来看, 线上销售为 8.5 亿元, 同比+34.0%, 线下销售为 52.0 亿元, 同比+3.3%。整体渠道毛利率为 47.3%, 较往年同期+0.48pct。2024Q1 归母净利率为 8.9 亿元, 同比+10.4%, 归母净利率为 14.4%, 较往年同期+0.2pct。截至 2024Q1 末, 公司主品牌门店总数为 5954 家, 较 2024 年初-22

文》——2023-04-28

《海澜之家（600398）点评报告：与发光者同行，在变化中坚守初心（买入）\*服装家纺\*杨仁文》——2022-12-11

家，其中直营门店数为 1267 家，较年初+15 家，加盟店为 4687 家，较年初-37 家。

- **盈利预测和投资评级：**公司作为优质且符合大众需求的龙头品牌有望实现长期稳定增长，考虑当下消费环境的不确定性，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现收入 233.9/252.6/272.4 亿元人民币，同比+8.6%/8.0%/7.8%；归母净利润 32.4/35.3/38.3 亿元人民币，同比+9.9%/8.9%/8.4%；对应 2024 年 4 月 30 日收盘价，2024/2025/2026 年 PE 分别为 12/11/10x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观环境风险：突发公共卫生事件，线下销售受影响风险；2) 行业竞争风险：行业竞争加剧，格局恶化风险；3) 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21528	23386	25256	27235
增长率(%)	16.0	8.6	8.0	7.8
归母净利润（百万元）	2952	3243	3530	3826
增长率(%)	37.0	9.9	8.9	8.4
摊薄每股收益（元）	0.68	0.74	0.81	0.87
ROE(%)	18.39	16.81	15.46	14.35
P/E	10.91	12.31	11.31	10.43
P/B	2.03	2.07	1.75	1.50
P/S	1.51	1.71	1.58	1.47
EV/EBITDA	4.85	4.77	3.85	2.97

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海澜之家盈利预测表

证券代码:	600398		股价:	9.11	投资评级:	买入	日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	18%	17%	15%	14%	EPS	0.68	0.74	0.81	0.87
毛利率	44%	45%	45%	45%	BVPS	3.66	4.40	5.21	6.08
期间费率	25%	25%	24%	24%	<b>估值</b>				
销售净利率	14%	14%	14%	14%	P/E	10.91	12.31	11.31	10.43
<b>成长能力</b>					P/B	2.03	2.07	1.75	1.50
收入增长率	16%	9%	8%	8%	P/S	1.51	1.71	1.58	1.47
利润增长率	37%	10%	9%	8%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	64%	61%	59%	57%	营业收入	21528	23386	25256	27235
应收账款周转率	2142%	1660%	1791%	1792%	营业成本	11954	12890	13891	14925
存货周转率	231%	227%	225%	228%	营业税金及附加	150	164	159	172
<b>偿债能力</b>					销售费用	4353	4560	4925	5311
资产负债率	52%	50%	47%	45%	管理费用	963	1216	1313	1416
流动比	1.49	1.67	1.84	2.00	财务费用	47	-40	-61	-87
速动比	0.84	0.99	1.16	1.32	其他费用/(-收入)	200	257	303	381
					<b>营业利润</b>	<b>3611</b>	<b>4320</b>	<b>4704</b>	<b>5098</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	13	10	10	10
现金及现金等价物	12266	15652	20178	24500	<b>利润总额</b>	<b>3624</b>	<b>4330</b>	<b>4714</b>	<b>5108</b>
应收款项	1005	1409	1410	1520	所得税费用	705	1126	1226	1328
存货净额	9337	10322	11243	11967	<b>净利润</b>	<b>2918</b>	<b>3205</b>	<b>3488</b>	<b>3780</b>
其他流动资产	2396	2961	2921	3017	少数股东损益	-34	-38	-42	-45
<b>流动资产合计</b>	<b>25005</b>	<b>30344</b>	<b>35752</b>	<b>41003</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2952</b>	<b>3243</b>	<b>3530</b>	<b>3826</b>
固定资产	2943	2771	2584	2388					
在建工程	74	38	21	11	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	5497	4939	4485	4194	<b>经营活动现金流</b>	<b>5230</b>	<b>4370</b>	<b>5595</b>	<b>5593</b>
长期股权投资	194	196	262	328	净利润	2952	3243	3530	3826
<b>资产总计</b>	<b>33713</b>	<b>38288</b>	<b>43103</b>	<b>47924</b>	少数股东权益	-34	-38	-42	-45
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1476	1698	1602	1639
应付款项	10085	10781	11798	12597	公允价值变动	3	-6	-8	-9
合同负债	793	773	946	971	营运资金变动	405	-587	442	111
其他流动负债	5891	6582	6718	6932	<b>投资活动现金流</b>	<b>-777</b>	<b>-1020</b>	<b>-1104</b>	<b>-1304</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>16768</b>	<b>18136</b>	<b>19461</b>	<b>20501</b>	资本支出	-629	-934	-904	-904
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-129	-90	-206	-407
其他长期负债	907	907	907	907	其他	-18	4	6	7
<b>长期负债合计</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3198</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>17675</b>	<b>19043</b>	<b>20368</b>	<b>21408</b>	债务融资	0	0	0	0
股本	1056	1056	1056	1056	权益融资	0	0	0	0
股东权益	16038	19245	22736	26516	其它	-3198	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33713</b>	<b>38288</b>	<b>43103</b>	<b>47924</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1250</b>	<b>3354</b>	<b>4493</b>	<b>4290</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

## 【分析师承诺】

杨仁文，马川琪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。