

海澜之家 (600398)

2023 年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健优秀，延续高分红

买入（维持）

2024 年 05 月 04 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

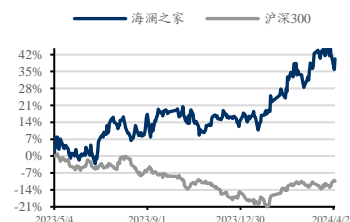
tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	18,562	21,528	23,898	26,469	29,274
同比（%）	(8.06)	15.98	11.01	10.76	10.60
归母净利润（百万元）	2,155	2,952	3,376	3,852	4,395
同比（%）	(13.49)	36.96	14.35	14.12	14.09
EPS-最新摊薄（元/股）	0.45	0.61	0.70	0.80	0.92
P/E（现价&最新摊薄）	20.30	14.82	12.96	11.36	9.95

股价走势



投资要点

- 公司公布 2023 年报及 2024 年一季报：1) 2023 年：营收 215.3 亿元/yoy+16.0%、归母净利润 29.5 亿元/yoy+37.0%，10 派现金 5.6 元、分红率 91%（22 年为 86%），业绩及分红均略超预期。2) 24Q1：营收 61.8 亿元/yoy+8.7%、归母净利润 8.9 亿元/yoy+10.4%，延续良好增长态势。
- 23 年海澜之家主品牌线下门店修复带动收入增长。23 年海澜之家/团购业务/其他品牌收入分别同比+19.7%/+1.5%/+5.9%，分别占比 79%/11%/10%。1) 海澜之家：23 年疫情放开后线下门店销售快速修复，分渠道看线上/线下收入分别同比+14.1%/+21.1%、分别占海澜品牌收入的 20%/80%，截至 23 年末门店数 5976 家/较 22 年末+34 家/相当于同比+1%（其中直营 1252 家/同比+198 家、加盟 4724 家/同比-164 家），计算平均单店收入同比+20.5%，疫情放开后客流恢复带动增长。主品牌继续推进出海布局，23 年海外地区收入 2.72 亿元/yoy+24%。23 年毛利率 45.2%/yoy+2.96pct，主要来自高毛利直营渠道收入占比提升+线上毛利率提升。2) 团购业务：23 年收入仅小幅增长，主因 Q4 出货延迟致 Q4 收入下滑，24Q1 收入同比增长较多。23 年毛利率 46.82%/yoy-1.78pct，受以价换量经营策略影响。3) 其他品牌：截至 23 年末其他品牌门店数共 1177 家/较 22 年末-1100 家，主因 23Q3 剥离男生女生。23 年毛利率 50.19%/yoy-2.01pct，主因 OVV 打折促销。
- 24Q1 团购业务受益确认时间延迟高增，线上增长显著快于线下。1) 分品牌看，①海澜之家：24Q1 收入同比+6.5%、收入占比 85%，保持稳健增长，截至 24Q1 末主品牌门店 5954 家/较 23Q1 末-3 家；②团购业务：24Q1 收入同比+54.2%、收入占比 9%，团购业务受益于 23Q4 出货延迟至 24Q1 确认收入增速较高，③其他品牌：24Q1 收入同比-25.1%、收入占比 6%，主因剥离男生女生影响。2) 分渠道看，24Q1 线上/线下收入分别同比+34%/+3.3%、收入分别占比 14%/86%，线上增长明显快于线下主因 23Q1 为疫情放开初期线上基数相对较低。
- 24Q1 盈利水平提升、存货周转改善。1) 毛利率：24Q1 同比+2.11pct 至 46.69%，主因高毛利直营收入占比提升。2) 费用率：24Q1 期间费用率同比+1.27pct 至 24.03%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.71/-0.54/+0.01/-0.91pct 至 18.97%/5.24%/0.83%/-1.02%，销售费用率提升主因直营开店相关费用支出增加，财务费用率提升主因可转债转股利息支出减少。3) 净利率：结合毛利率、费用率及其他损益项目变动（24Q1 斯搏兹项目投资收益 994 万元/同比增多 993.9 万元、资产减值损失 2.61 亿元/同比增多 5200 万元），24Q1 归母净利率同比+0.22pct 至 14.36%。4) 存货：24Q1 末存货 82.2 亿元/yoy+5.73%，23Q1 存货周转天数同比缩短 6 天至 240 天，存货周转改善。5) 现金流：24Q1 经营活动现金流净额 13.81 亿元/同比-3.9%，主因采购商品现金支出增多。截至 24Q1 货币资金 130 亿元、现金充沛。
- 盈利预测与投资评级：公司为国内男装龙头，23 年受益于疫情放开、线下门店经营恢复，业绩实现较快恢复，24Q1 保持稳健增长。主品牌海澜之家定位性价比男装品牌，相对顺应当前国内偏弱的消费环境及短期消费降级趋势。考虑到 23 年及 24Q1 业绩均略超预期，我们将 24-25 年净利预测 32.4/36.7 亿元上调至 33.8/38.5 亿元，增加 26 年预测值 44.0 亿元，对应 24-26 年 PE 为 13/11/10X，公司承诺 24 年半年度分红比例不低于 70%、延续高分红政策，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内经济和消费疲软、新品牌发展不及预期等。

市场数据

收盘价(元)	9.11
一年最低/最高价	6.22/9.55
市净率(倍)	2.25
流通 A 股市值(百万元)	43,753.24
总市值(百万元)	43,753.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.06
资产负债率(% ,LF)	42.43
总股本(百万股)	4,802.77
流通 A 股(百万股)	4,802.77

相关研究

- 《海澜之家(600398)：2023 年三季报点评：主品牌稳健复苏，男生女生剥离收益拉动 Q3 利润高增》
2023-10-31
- 《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》
2023-08-31

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25,005	30,260	35,428	41,131	营业总收入	21,528	23,898	26,469	29,274
货币资金及交易性金融资产	12,266	16,740	20,619	24,902	营业成本(含金融类)	11,954	13,309	14,684	16,177
经营性应收款项	1,271	1,482	1,642	1,816	税金及附加	150	167	185	205
存货	9,337	9,809	10,865	12,010	销售费用	4,353	4,780	5,294	5,855
合同资产	0	0	0	0	管理费用	963	1,075	1,191	1,317
其他流动资产	2,131	2,228	2,303	2,404	研发费用	200	239	265	293
非流动资产	8,708	8,654	8,875	9,233	财务费用	47	(80)	(125)	(164)
长期股权投资	194	194	194	194	加:其他收益	22	24	26	29
固定资产及使用权资产	4,294	3,745	3,423	3,216	投资净收益	186	191	212	234
在建工程	74	76	76	75	公允价值变动	(3)	0	0	0
无形资产	688	959	1,201	1,429	减值损失	(457)	(460)	(460)	(430)
商誉	732	932	1,132	1,332	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	299	310	331	339	营业利润	3,611	4,163	4,753	5,425
其他非流动资产	2,426	2,439	2,517	2,647	营业外净收支	13	15	15	15
资产总计	33,713	38,914	44,303	50,364	利润总额	3,624	4,178	4,768	5,440
流动负债	16,768	18,628	20,202	21,911	减:所得税	705	836	954	1,088
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,312	3,312	3,312	3,312	净利润	2,918	3,342	3,814	4,352
经营性应付款项	10,090	11,310	12,479	13,748	减:少数股东损益	(34)	(33)	(38)	(44)
合同负债	793	932	1,028	1,132	归属母公司净利润	2,952	3,376	3,852	4,395
其他流动负债	2,573	3,073	3,383	3,719	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.70	0.80	0.92
非流动负债	907	907	907	907	EBIT	3,592	4,328	4,850	5,427
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,069	5,560	5,883	6,390
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.47	44.31	44.52	44.74
租赁负债	653	653	653	653	归母净利率(%)	13.71	14.13	14.55	15.01
其他非流动负债	254	254	254	254	收入增长率(%)	15.98	11.01	10.76	10.60
负债合计	17,675	19,534	21,109	22,818	归母净利润增长率(%)	36.96	14.35	14.12	14.09
归属母公司股东权益	16,050	19,425	23,278	27,673					
少数股东权益	(12)	(45)	(84)	(127)					
所有者权益合计	16,038	19,380	23,194	27,546					
负债和股东权益	33,713	38,914	44,303	50,364					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,230	5,535	4,995	5,414	每股净资产(元)	3.56	4.33	5.21	6.21
投资活动现金流	(777)	(971)	(1,054)	(1,112)	最新发行在外股份(百万股)	4,803	4,803	4,803	4,803
筹资活动现金流	(3,198)	(39)	(39)	(39)	ROIC(%)	14.90	15.97	15.36	14.80
现金净增加额	1,250	4,525	3,902	4,263	ROE-摊薄(%)	18.39	17.38	16.55	15.88
折旧和摊销	1,476	1,232	1,033	963	资产负债率(%)	52.11	55.66	52.43	50.20
资本开支	(629)	(1,190)	(1,190)	(1,188)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.82	12.96	11.36	9.95
营运资本变动	405	668	(125)	(121)	P/B(现价)	2.56	2.11	1.75	1.47

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>