

海澜之家 (600398.SH)

第一季度净利润增长 10%，电商表现亮眼

买入

核心观点

2023 年收入增长 16%，电商毛利率大幅改善，现金分红率 91%。海澜之家是国内大众男装品牌公司。2023 年公司收入增长 16%至 215 亿元，归母净利润增长 37%至 29.5 亿元，扣非净利润增长 31%。1) 分品牌看，海澜之家/团购/其他品牌收入分别增长 20%/1%/6%，2) 分渠道看，直营店/加盟店收入分别增长 49%/10%，电商增长 14%，直营店快速增长主要由购物中心开店贡献。2023 年公司毛利率同比提升 1.6 个百分点至 44.5%，电商、线下毛利率均有提升，其中电商毛利率显著提升 8 个百分点，主要由于促销活动减少。费用率同比提升 1.5 个百分点，主要由于销售费用率较高的直营占比提升。由于库存改善，资产减值损失比率减少 0.6 个百分点，同时第三季度男生女生品牌剥离贡献 1.5 亿元左右投资收益，占收入比重约 0.7%。因此归母净利率提升 2.1 个百分点至 13.7%。2023 年公司实现经营活动现金流净额 52.3 亿元，净现比 1.8，自由现金流 46.0 亿元，现金分红占归母净利润比重为 91%。

第一季度收入增长 9%，电商表现亮眼，库存小幅改善。第一季度公司收入增长 8.7%至 61.8 亿元，归母净利润增长 10.4%至 8.9 亿元。分渠道看，直营店/加盟店分别增长 14%/0%，电商在功能性品类和扩系列驱动下明显增长 34%。第一季度公司毛利率同比提升 2.1 个百分点至 46.7%。费用率、资产减值损失比率提升，归母净利率小幅提升 0.3 个百分点至 14.4%。第一季度存货周转天数 240 天，同比减少 6 天，报表存货同比增长 6%，低于收入增幅。

优化品类结构、升级渠道，电商仍有较大增长红利。过去 3 年海澜之家积极改革，布局功能性面料新品类、购物中心渠道，吸引年轻消费群，同时优化子品牌矩阵。展望未来，一方面，线下将继续在购物中心稳步开店扩张，另一方面，电商占收入比重仅 15%，对比同行大众品牌仍有广阔提升空间，未来随着品类优化和系列扩张，预计将成为增长的重要动能之一。

风险提示：疫情反复、渠道改革不及预期、品牌形象受损、系统性风险。

投资建议：预期稳健增长，关注高分红、低估值优质男装龙头投资机遇。第一季度公司在去年较高基数上保持稳健增长。展望未来，公司的购物中心和电商渠道仍有较大的增长潜力，同时子品牌矩阵优化，男生女生出表、其余子品牌逐步减亏或盈利，未来预期保持稳健成长。维持 2024-2025 年、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 33.2/37.1/41.1 亿元，同比增长 12.4%/11.8%/10.8%。由于公司经营质量高、2023 年现金分红可观、电商渠道增长潜力凸显，估值切换后上调目标价至 9.7-10.4 元（原为 8.5-9.2 元），对应 2024 年 14-15x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 18,562 | 21,528 | 23,814 | 26,202 | 28,683 |
| (+/-%) | -8.1% | 16.0% | 10.6% | 10.0% | 9.5% |
| 净利润(百万元) | 2155 | 2952 | 3317 | 3709 | 4110 |
| (+/-%) | -13.5% | 37.0% | 12.4% | 11.8% | 10.8% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.67 | 0.69 | 0.77 | 0.86 |
| EBIT Margin | 19.3% | 19.2% | 18.7% | 18.9% | 19.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.8% | 18.4% | 20.2% | 22.1% | 23.9% |
| 市盈率 (PE) | 18.3 | 13.5 | 13.2 | 11.8 | 10.6 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 10.7 | 13.4 | 12.5 | 11.7 |
| 市净率 (PB) | 2.7 | 2.5 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn

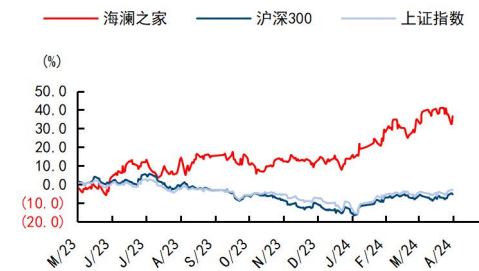
S0980520040004

S0980523110002

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 9.70 - 10.40 元 |
| 收盘价 | 9.11 元 |
| 总市值/流通市值 | 43753/43753 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 9.55/6.22 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 267.67 百万元 |

市场走势

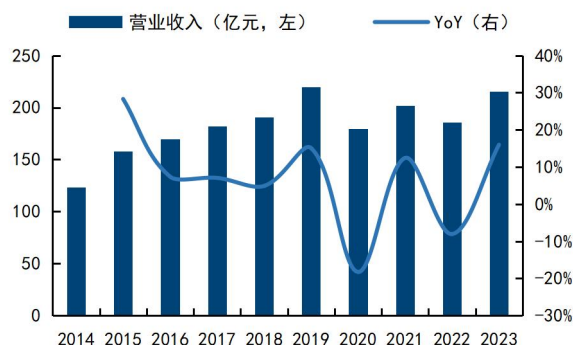


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海澜之家 (600398.SH) - 第三季度净利润增长 63%，电商表现亮眼》——2023-11-01
- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度归母净利润增长 58%，库存健康度较高》——2023-09-01
- 《海澜之家 (600398.SH) - 2023 一季度净利润增长 11%，库存周转改善》——2023-04-29
- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度收入下滑 7%，品牌升级稳步推进》——2022-08-27
- 《海澜之家 (600398.SH) - 一季度业绩下滑 14%，品牌转型升级成效初显》——2022-05-04

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



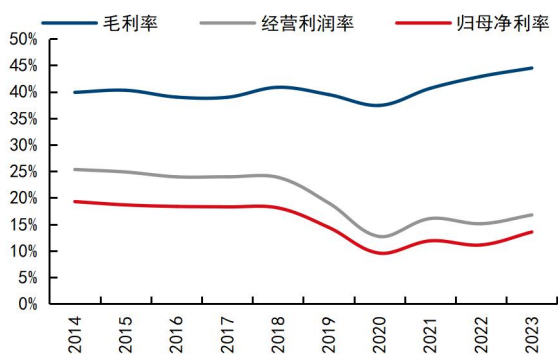
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润和增长（亿元，%）



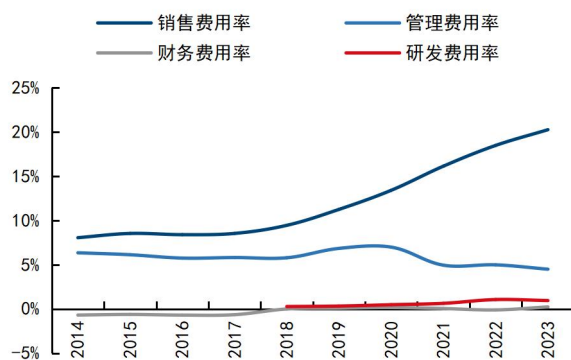
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率（%）



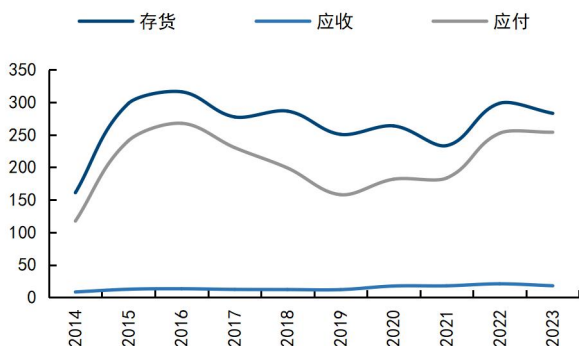
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变动（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转（天）



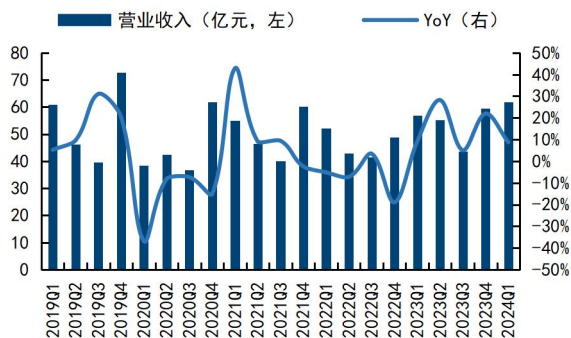
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司经营活动现金流净额及自由现金流（亿元）



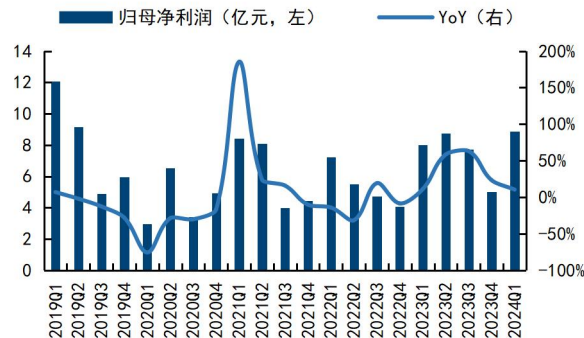
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增速（亿元，%）



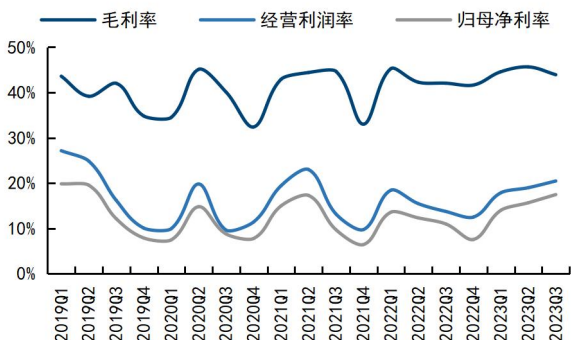
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润和增长（亿元，%）



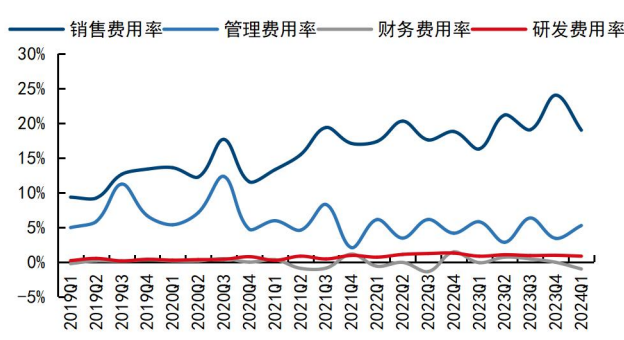
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度利润率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：预期稳健增长，关注高分红、低估值优质男装龙头投资机遇

第一季度公司在去年较高基数上保持稳健增长。展望未来，公司的购物中心和电商渠道仍有较大的增长潜力，同时子品牌矩阵优化，男生女生出表、其余子品牌逐步减亏或盈利，未来预期保持稳健增长。维持 2024-2025 年、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 33.2/37.1/41.1 亿元，同比增长 12.4%/11.8%/10.8%。由于公司经营质量高、2023 年现金分红可观、电商渠道增长潜力凸显，估值切换后上调目标价至 9.7-10.4 元（原为 8.5-9.2 元），对应 2024 年 14-15x PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 18,562 | 21,528 | 23,814 | 26,202 | 28,683 |
| (+/-%) | -8.1% | 16.0% | 10.6% | 10.0% | 9.5% |
| 净利润(百万元) | 2155 | 2952 | 3317 | 3709 | 4110 |
| (+/-%) | -13.5% | 37.0% | 12.4% | 11.8% | 10.8% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.67 | 0.69 | 0.77 | 0.86 |
| EBIT Margin | 19.3% | 19.2% | 18.7% | 18.9% | 19.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.8% | 18.4% | 20.2% | 22.1% | 23.9% |
| 市盈率(PE) | 18.3 | 13.5 | 13.2 | 11.8 | 10.6 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 10.7 | 13.4 | 12.5 | 11.7 |
| 市净率(PB) | 2.7 | 2.5 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 人民币 | EPS | | | | PE | | | |
|-------------|----------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
| 600398.SH | 海澜之家 | 买入 | 9.1 | 0.50 | 0.67 | 0.69 | 0.77 | 18.2 | 13.6 | 13.2 | 11.8 |
| 可比公司 | | | | | | | | | | | |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 买入 | 29.9 | 1.27 | 1.60 | 1.97 | 2.35 | 23.5 | 18.7 | 15.2 | 12.7 |
| 002154.SZ | 报喜鸟 | 买入 | 5.9 | 0.31 | 0.48 | 0.55 | 0.63 | 18.9 | 12.2 | 10.7 | 9.3 |
| 002327.SZ | 富安娜 | 买入 | 11.0 | 0.65 | 0.68 | 0.76 | 0.82 | 16.9 | 16.0 | 14.5 | 13.3 |
| 平均值 | | | | | | | | | 15.6 | 13.4 | 11.8 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 12505 | 11901 | 14710 | 16303 | 18010 | 营业收入 | 18562 | 21528 | 23814 | 26202 | 28683 |
| 应收款项 | 1616 | 1398 | 1547 | 1702 | 1863 | 营业成本 | 10600 | 11954 | 12967 | 14098 | 15268 |
| 存货净额 | 9455 | 9337 | 10875 | 11828 | 12815 | 营业税金及附加 | 131 | 150 | 164 | 178 | 193 |
| 其他流动资产 | 825 | 568 | 629 | 692 | 757 | 销售费用 | 3425 | 4353 | 4935 | 5561 | 6202 |
| 流动资产合计 | 24563 | 25005 | 29560 | 32325 | 35245 | 管理费用 | 931 | 1034 | 1311 | 1437 | 1568 |
| 固定资产 | 3140 | 3017 | 2299 | 1941 | 1531 | 财务费用 | (23) | 47 | (47) | (57) | (64) |
| 无形资产及其他 | 908 | 688 | 661 | 633 | 606 | 投资收益 | (0) | 186 | 45 | 50 | 54 |
| 投资性房地产 | 4138 | 4809 | 4809 | 4809 | 4809 | 资产减值及公允价值变动 | (603) | (548) | (482) | (504) | (546) |
| 长期股权投资 | 0 | 194 | 194 | 194 | 194 | 其他收入 | (89) | (17) | 52 | 55 | 57 |
| 资产总计 | 32749 | 33713 | 37523 | 39902 | 42384 | 营业利润 | 2806 | 3611 | 4100 | 4585 | 5082 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 655 | 3312 | 3664 | 4031 | 4413 | 营业外净收支 | 91 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 9536 | 10085 | 11746 | 12776 | 13841 | 利润总额 | 2897 | 3624 | 4100 | 4585 | 5082 |
| 其他流动负债 | 3995 | 3371 | 4688 | 5150 | 5626 | 所得税费用 | 835 | 705 | 820 | 917 | 1016 |
| 流动负债合计 | 14186 | 16768 | 20098 | 21957 | 23881 | 少数股东损益 | (93) | (34) | (37) | (41) | (45) |
| 长期借款及应付债券 | 2777 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 2155 | 2952 | 3317 | 3709 | 4110 |
| 其他长期负债 | 1264 | 907 | 1060 | 1212 | 1365 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 4041 | 907 | 1060 | 1212 | 1365 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 18227 | 17675 | 21157 | 23169 | 25245 | 净利润 | 2155 | 2952 | 3317 | 3709 | 4110 |
| 少数股东权益 | (79) | (12) | (16) | (20) | (24) | 资产减值准备 | (47) | (69) | 284 | (123) | (140) |
| 股东权益 | 14601 | 16050 | 16381 | 16752 | 17163 | 折旧摊销 | 1120 | 1232 | 380 | 406 | 431 |
| 负债和股东权益总计 | 32749 | 33713 | 37523 | 39902 | 42384 | 公允价值变动损失 | 603 | 548 | 482 | 504 | 546 |
| | | | | | | 财务费用 | (23) | 47 | (47) | (57) | (64) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 营运资本变动 | (296) | (579) | 1667 | 349 | 341 |
| 每股收益 | 0.50 | 0.67 | 0.69 | 0.77 | 0.86 | 其它 | 50 | 57 | (287) | 119 | 136 |
| 每股红利 | 0.52 | 0.43 | 0.62 | 0.70 | 0.77 | 经营活动现金流 | 3585 | 4141 | 5842 | 4964 | 5425 |
| 每股净资产 | 3.38 | 3.66 | 3.41 | 3.49 | 3.57 | 资本开支 | 0 | (394) | (400) | (400) | (400) |
| ROIC | 14% | 19% | 23% | 31% | 37% | 其它投资现金流 | 15 | (1638) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 15% | 18% | 20% | 22% | 24% | 投资活动现金流 | 15 | (2226) | (400) | (400) | (400) |
| 毛利率 | 43% | 44% | 46% | 46% | 47% | 权益性融资 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 25% | 25% | 20% | 20% | 21% | 支付股利、利息 | (2232) | (1896) | (2985) | (3338) | (3699) |
| 收入增长 | -8% | 16% | 11% | 10% | 9% | 其它融资现金流 | 595 | 1272 | 352 | 367 | 382 |
| 净利润增长率 | -13% | 37% | 12% | 12% | 11% | 融资活动现金流 | (3862) | (2519) | (2634) | (2971) | (3318) |
| 资产负债率 | 55% | 52% | 56% | 58% | 60% | 现金净变动 | (262) | (604) | 2808 | 1593 | 1707 |
| 息率 | 5.6% | 4.8% | 7.5% | 8.4% | 9.3% | 货币资金的期初余额 | 12768 | 12505 | 11901 | 14710 | 16303 |
| P/E | 18.3 | 13.5 | 13.2 | 11.8 | 10.6 | 货币资金的期末余额 | 12505 | 11901 | 14710 | 16303 | 18010 |
| P/B | 2.7 | 2.5 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 企业自由现金流 | 3375 | 3589 | 5219 | 4319 | 4756 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 10.7 | 13.4 | 12.5 | 11.7 | 权益自由现金流 | 3970 | 4862 | 5608 | 4732 | 5190 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032