

海澜之家 (600398.SH)

第三季度净利润增长 63%，电商表现亮眼

买入

核心观点

第三季度高基数上收入增长 5%，扣非净利率延续提升。海澜之家是国内大众男装品牌公司。第三季度公司收入增长 5%至 43.7 亿元，归母净利增长 63%至 7.7 亿元，扣非净利增长 12.5%至 5.6 亿元。收入增速环比放缓主要由于去年第三季度高基数以及 8-9 月男生女生品牌剥离影响，其中海澜主品牌增长 10%、圣凯诺增长 42%，主要品牌表现较好。Q3 毛利率提升 1.9 百分点至 43.9%，由电商和圣凯诺毛利率大幅提升所驱动。费用率同比提升趋势延续，主要由于直营门店扩张增加员工和租金费用。另外 Q3 投资净收益 1.6 亿元，大部分为处置男生女生品牌股权的收益。Q3 扣非净利率在毛利率提升、费用率提升、资产减值比率明显减少等影响下，小幅提升至 12.8%。

Q3 电商同口径下增速及毛利率表现亮眼，存货健康度较高。分渠道看，Q3 公司直营、加盟、线上分别同比变动+19%、+2%、-8%。直营增长主要由门店扩张带动，线上若剔除去年奥莱业务，纯电商同口径收入增长 65%，同时由于今年奥莱业务剥离，电商毛利率大幅提升 18 个百分点至 53%。Q3 公司存货周转天数同比减少 25 天至 275 天，存货金额同比下降 11%，存货健康度较高。

优化品类结构、升级渠道、逆势开店，改革效益正逐步释放。疫情三年海澜之家积极改革，1) 优化品类结构，推出六维弹力、无痕科技衬衫、气凝胶填充羽绒服等功能性创新产品，增加年龄段和场景覆盖面；2) 在大多数同行关店的时候，公司逆势开店扩张，且主要开设在购物商场，吸引年轻消费群。中长期将计划继续新开 1000 家左右购物中心门店。3) 子品牌：英氏童装已实现扭亏为盈、男生女生品牌剥离、其他子品牌减亏，未来将对利润产生一定贡献。4) 电商：积极发力线上渠道，中长期目标达到百亿零售额。

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：看好疫后改革效益释放，集团中长期保持稳健增长。中长期主品牌年轻化转型升级、子品牌孵化成熟和新零售开拓将推动公司实现稳步增长；短期关注疫情三年积极改革、逆势开店后的经营效益释放贡献增长，以及四季度低基数上增长加速的弹性。由于男生女生出表贡献投资收益、且电商盈利表现好于预期，上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 30.9/33.2/37.1 亿元（原为 28.3/32.1/36.1 亿元），同比增长 43%/7%/12%，维持目标价 8.5-9.2 元，对应 2023 年 12-13x PE，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

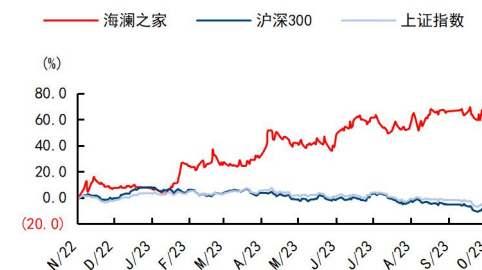
纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 联系人：关竣尹
0755-81981391 0755-81982834
dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值 8.50 - 9.20 元
收盘价 7.62 元
总市值/流通市值 32917/32917 百万元
52 周最高价/最低价 7.90/4.08 元
近 3 个月日均成交额 112.95 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) - 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 年一季度净利润增长 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
《海澜之家-600398-2021 年三季报点评：业绩持续恢复，看好龙头韧性》——2021-11-01

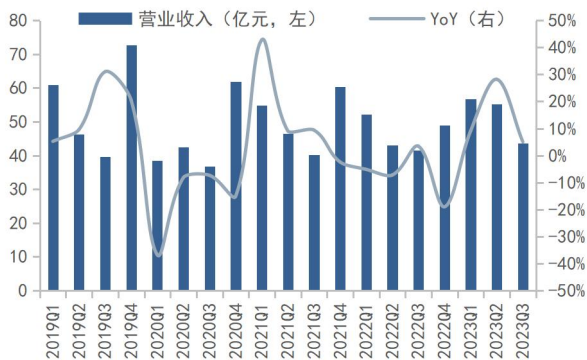
盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,839	24,063	26,487
(+/-%)	12.4%	-8.1%	17.7%	10.2%	10.1%
净利润(百万元)	2491	2155	3093	3322	3705
(+/-%)	39.6%	-13.5%	43.5%	7.4%	11.5%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.72	0.77	0.86
EBIT Margin	19.5%	19.0%	19.0%	19.4%	19.6%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.8%	20.7%	21.8%	23.7%
市盈率 (PE)	13.2	15.3	10.6	9.9	8.9
EV/EBITDA	10.1	11.0	11.2	10.3	9.6
市净率 (PB)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1

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

图1：公司季度营业收入及增速（亿元，%）



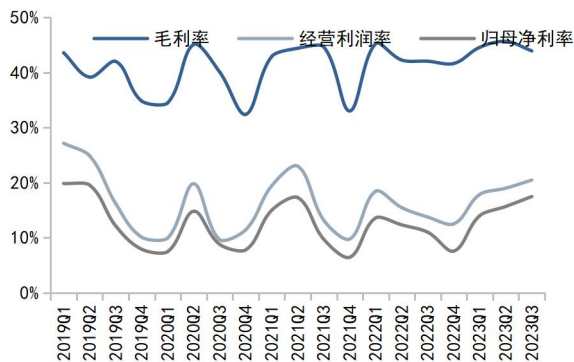
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度净利润和增长（亿元，%）



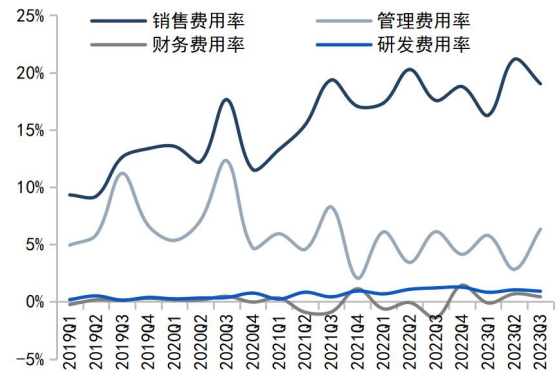
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度利润率（%）



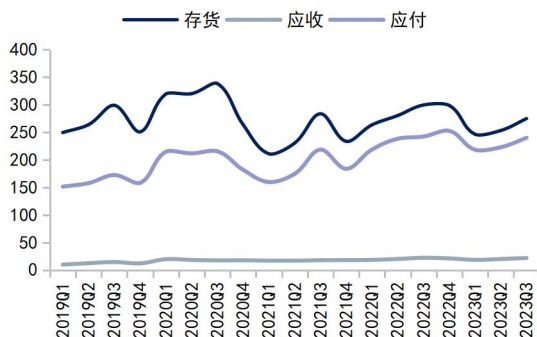
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度费用率变动（%）



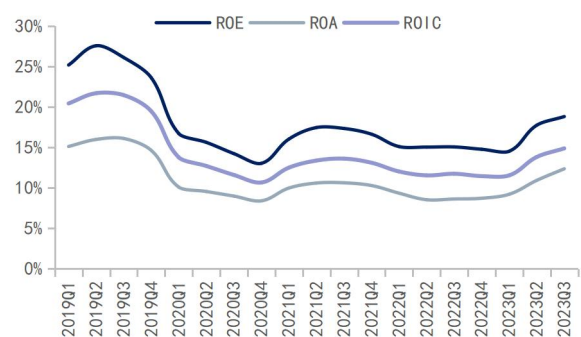
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度营运资金周转（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好疫后改革效益释放，集团中长期保持稳健增长

中长期主品牌年轻化转型升级、子品牌孵化成熟和新零售开拓将推动公司实现稳步增长；短期关注疫情三年积极改革、逆势开店后的经营效益释放贡献增长，以及四季度低基数上增长加速的弹性。由于男生女生出表贡献投资收益、且电商盈利表现好于预期，上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 30.9/33.2/37.1 亿元（原为 28.3/32.1/36.1 亿元），同比增长 43%/7%/12%，维持目标价 8.5-9.2 元，对应 2023 年 12-13x PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,839	24,063	26,487
(+/-%)	12.4%	-8.1%	17.7%	10.2%	10.1%
净利润(百万元)	2491	2155	3093	3322	3705
(+/-%)	39.6%	-13.5%	43.5%	7.4%	11.5%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.72	0.77	0.86
EBIT Margin	19.5%	19.0%	19.0%	19.4%	19.6%
净资产收益率(ROE)	16.6%	14.8%	20.7%	21.8%	23.7%
市盈率(PE)	13.2	15.3	10.6	9.9	8.9
EV/EBITDA	10.1	11.0	11.2	10.3	9.6
市净率(PB)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1

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	投资	收盘价	EPS				PE			复合增速		PEG
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2024	2023
海澜之家	买入	7.62	0.50	0.66	0.74	0.83	15.2	11.5	10.3	9.2	21.7%	0.53
可比公司												
比音勒芬	买入	33.8	1.27	1.67	2.05	2.46	26.6	20.3	16.5	13.8	27.1%	0.75
报喜鸟	买入	6.1	0.31	0.48	0.58	0.69	19.4	12.7	10.5	8.8	36.0%	0.35
九牧王	增持	10.0	-0.16	0.32	0.59	0.69	-64.1	31.3	16.9	14.5	46.8%	0.67
平均值								21.4	14.7	12.4		0.59

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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12768	12505	13842	14914	16100	营业收入	20188	18562	21839	24063	26487
应收款项	1589	1616	1901	2094	2305	营业成本	11983	10600	12182	13213	14390
存货净额	8120	9455	8636	9373	10215	营业税金及附加	131	131	152	166	181
其他流动资产	559	825	971	1070	1177	销售费用	3252	3425	4106	4644	5218
流动资产合计	23214	24563	25511	27613	29960	管理费用	983	994	1281	1405	1540
固定资产	3369	3140	2520	2244	1923	财务费用	6	(23)	43	42	43
无形资产及其他	1017	908	871	835	799	投资收益	47	(0)	175	36	40
投资性房地产	3906	4138	4138	4138	4138	资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(347)	(375)	(405)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(26)	(81)	58	60	63
资产总计	31506	32749	33040	34829	36820	营业利润	3250	2806	3960	4314	4812
短期借款及交易性金融负债	606	655	770	848	934	营业外净收支	7	91	0	0	0
应付款项	8245	9536	8769	9517	10372	利润总额	3257	2897	3960	4314	4812
其他流动负债	3799	3995	4430	4860	5340	所得税费用	856	835	911	1035	1155
流动负债合计	12650	14186	13968	15226	16647	少数股东损益	(91)	(93)	(44)	(44)	(48)
长期借款及应付债券	2626	2777	2777	2777	2777	归属于母公司净利润	2491	2155	3093	3322	3705
其他长期负债	1142	1264	1468	1672	1876						
长期负债合计	3767	4041	4245	4449	4653	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	16417	18227	18213	19674	21299	净利润	2491	2155	3093	3322	3705
少数股东权益	102	(79)	(84)	(88)	(93)	资产减值准备	(37)	(47)	296	(100)	(111)
股东权益	14987	14601	14911	15243	15613	折旧摊销	968	1120	413	437	462
负债和股东权益总计	31506	32749	33040	34829	36820	公允价值变动损失	603	548	347	375	405
						财务费用	6	(23)	43	42	43
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	481	(296)	556	254	267
每股收益	0.58	0.50	0.72	0.77	0.86	其它	(13)	50	(301)	95	106
每股红利	0.26	0.52	0.64	0.69	0.77	经营活动现金流	4493	3530	4404	4384	4835
每股净资产	3.47	3.38	3.45	3.53	3.61	资本开支	0	(187)	(400)	(400)	(400)
ROIC	17%	14%	20%	25%	30%	其它投资现金流	21	15	0	0	0
ROE	17%	15%	21%	22%	24%	投资活动现金流	21	(172)	(400)	(400)	(400)
毛利率	41%	43%	44%	45%	46%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	19%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(1129)	(2232)	(2784)	(2990)	(3335)
收入增长	12%	-8%	18%	10%	10%	其它融资现金流	0	843	116	78	85
净利润增长率	40%	-13%	44%	7%	12%	融资活动现金流	(2263)	(3620)	(2668)	(2912)	(3249)
资产负债率	52%	55%	55%	56%	58%	现金净变动	2251	(262)	1336	1072	1186
息率	3.4%	6.8%	8.5%	9.1%	10.1%	货币资金的期初余额	10516	12768	12505	13842	14914
P/E	13.2	15.3	10.6	9.9	8.9	货币资金的期末余额	12768	12505	13842	14914	16100
P/B	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1	企业自由现金流	4350	3143	3767	3840	4277
EV/EBITDA	10.1	11.0	11.2	10.3	9.6	权益自由现金流	4350	3986	3849	3887	4330

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