

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

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	21,218	23,820	26,263
同比	-8%	14%	12%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	2,155	2,928	3,239	3,668
同比	-13%	36%	11%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.50	0.68	0.75	0.85
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.27	11.24	10.16	8.97

关键词: #业绩超预期

投资要点

- 公司公布 2023 年三季报: 2023 前三季度营收 155.7 亿元/yoy+13.85%、归母净利润 24.52 亿元/yoy+40.14%、扣非归母净利润 22.23 亿元/yoy+25.97%, 净利增速高于收入主要系毛利率提升、投资收益增加及资产减值损失减少贡献。分季度看, 23Q1/Q2/Q3 营收分别同比+9.02%/+28.19%/+5.07%、归母净利润分别同比+11.07%/+58.47%/+63.13%、扣非净利润分别+9.04%/+61.06%/+12.55%, Q3 扣非净利增速超收入主因转回资产减值损失、归母增速超扣非主因新增投资收益 (男生女生剥离出表贡献 1.6 亿)。
- 分品牌: Q3 团购业务增长提速、主品牌稳健修复、剥离男生女生致其他品牌增速回落。23 年前三季度海澜之家/团购定制系列/其他品牌收入同比分别+15%/+30%/+4%、占比分别为 76%/11%/10%。1) 海澜之家主品牌: 23Q3 收入同比+10%, 较 23H1 同比+17%增速有所放缓, 预计主要系 22Q3 同期高基数所致。2) 海澜之家团购定制 (原为圣凯诺): 23Q3 收入同比+42%, 较 23H1 的 25% 增长提速、主要受益于 Q3 客户提货节奏加强+合同签约数提升所致, 预计后续保持稳健增长。3) 其他品牌: 23Q3 收入同比-20%, 收入增速回落主要系 23 年 7 月公司剥离男生女生业务、优化品牌矩阵所致, 我们判断其余子品牌中英氏仍维持盈利、OVV 及海澜优选亏损有所收窄。另外公司投资的运动品牌批发零售商斯搏兹 (公司持股 40%、未并表) 表现较好, 23 年前三季度贡献投资收益约 1740 万元。
- 分渠道: Q3 线上可比口径下大幅增长, 直营渠道表现优秀、内生外延共同驱动。1) 分线上线: 23 年前三季度线上/线下同比分别+3%/+18%、占比 14%/82%。单 Q3 看线上/线下同比分别-8%/+14%, 线上增速转负主因公司去年同期开展线上奥莱业务, 若剔除线上奥莱一次性影响、可比口径下 Q3 同比+65%、同比大幅增长, 线下门店受益于客流修复、增速维持双位数增长。2) 线下分内生外延: 截至 23Q3 末门店 6884 家 (海澜之家 6046&其他 838 家)、同比净-957 家/yoy-12% (海澜之家 265&其他-1222 家、yoy 分别+5%/-59%), 主品牌维持净开店, 门店经营改善、预计店效同+13%, 其他品牌关店主要为男生女生门店剥离所致。3) 线下分直营加盟: 除团购定制业务外, 23 年前三季度直营/加盟收入同比分别+44%/+7%, 门店数量分别为 1649/5235 家、同比净增 259/-1216 家、yoy 分别+19%/-19%, 直营门店数量延续净增长、加盟门店调整主因男生女生关店。
- 毛利率持续提升、费用率有所增长, 男生女生剥离收益促净利率大幅提升。1) 毛利率: 23 年前三季度毛利率同比+1.43pct 至 44.77%, 其中线上/线下毛利率同比分别+10.12/-0.48pct, 线上毛利率大幅增长主要系去年同期线上奥莱业务拉低毛利率。单 Q3 毛利率同比+1.88pct 至 43.92%。2) 期间费用率: 23 年前三季度同比+1.03pct 至 24.91%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.44/-0.38/-0.04/+1.01pct。2023Q3 期间费用率同比+3.21pct 至 26.69%, 其中销售/财务费用率提升较大、分别同比+1.46/+1.83pct。3) 归母净利率: 结合毛利率、费用率及新增投资收益 1.7 亿 (主要为男生女生剥离出表贡献)、资产减值损失减少 1.4 亿 (主要为冲回此前计提的男生女生商誉减值+存货计提减值减少), 2023 年前三季度归母净利率 15.75%/yoy+2.95pct, 23Q3 为 17.68%/yoy+6.29pct。4) 存货: 截至 23Q3 末存货 80.37 亿元/yoy-11.24%, 存货周转天数同比-25 天至 275 天, 库存管理较好。5) 现金流: 23 年前三季度经营活动净现金流 4.77 亿元/yoy+260%, 截至 23Q3 末账上资金 98.35 亿元、现金充沛。
- 盈利预测与投资评级: 公司为大众男装龙头, 22 年疫情扰动致业绩承压, 23 年以来消费场景逐渐恢复, 主品牌流水逐月修复、复苏较为领先。23Q3 在高基数下流水增速或有所放缓, 但 10 月进入低基数期、线下流水同比增近双位数、又呈现较高复苏弹性。长期看受益于高性价比男装定位契合消费降级趋势、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, 并切入运动赛道、投资斯搏兹, 长期看有望贡献业绩增量。考虑到剥离男生女生带来的投资收益对 23 年带来的一次性影响, 我们将 23-25 年归母净利润预测 27.5/31.6/35.1 上调至 29.3/32.4/36.7 亿元、对应 PE 为 11/10/9X, 公司具备低估值高分红特点, 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 10 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)	7.62
一年最低/最高价	4.08/7.90
市净率(倍)	2.25
流通 A 股市值(百万元)	32,916.66
总市值(百万元)	32,916.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.39
资产负债率(% LF)	50.12
总股本(百万股)	4,319.77
流通 A 股(百万股)	4,319.77

相关研究

《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(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

表1: 23Q1-3 公司收入/门店/毛利率按品牌及渠道划分情况

	23 Q1-3 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 (+/-)
主营业务收入	15050.17	15.26%	96.67%	6,884	-957	-1,328	45.84%	+1.16pct
分渠道								
线上	2210.79	3.45%	14.20%	/	/	/	50.27%	+10.12pct
线下	12839.38	17.57%	82.47%	6,884	-957	-1,328	45.08%	-0.48pct
直营	3190.98	43.84%	20.50%	1,649	259	-39	62.37%	-1.05pct
加盟	10168.24	6.57%	65.31%	5,235	-1,216	-1,289	40.29%	+0.66pct
分品牌								
海澜之家主品牌	11888.48	14.86%	76.36%	6,046	265	40	44.46%	+1.85pct
海澜之家团购定制系列	1690.96	30.32%	10.86%	/	/	/	48.05%	-1.66pct
其他	1470.73	4.35%	9.45%	838	-1,222	-1,368	54.52%	-0.7pct

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	
流动资产	24,563	25,373	29,634	34,105	营业总收入	18,562	21,218	23,820	26,263
货币资金及交易性金融资产	12,668	15,558	18,804	22,177	营业成本(含金融类)	10,600	11,855	13,189	14,443
经营性应收款项	1,713	1,413	1,584	1,745	税金及附加	131	149	167	184
存货	9,455	7,545	8,292	9,117	销售费用	3,425	3,946	4,430	4,885
合同资产	0	0	0	0	管理费用	922	1,167	1,262	1,392
其他流动资产	728	856	953	1,067	研发费用	194	212	238	263
非流动资产	8,185	8,132	8,353	8,712	财务费用	(23)	34	15	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	32	21	24	26
固定资产及使用权资产	4,403	3,851	3,526	3,318	投资净收益	0	231	119	131
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)	(310)	(440)	(410)
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	营业利润	2,806	3,797	4,220	4,852
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
资产总计	32,749	33,504	37,987	42,817	利润总额	2,897	3,866	4,263	4,885
流动负债	14,186	12,042	13,318	14,516	减:所得税	835	966	1,056	1,253
短期借款及一年内到期的非流动负债	655	655	655	655	净利润	2,062	2,899	3,207	3,631
经营性应付款项	9,542	7,801	8,680	9,505	减:少数股东损益	(93)	(29)	(32)	(36)
合同负债	1,015	830	923	1,011	归属母公司净利润	2,155	2,928	3,239	3,668
其他流动负债	2,974	2,756	3,060	3,346	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.68	0.75	0.85
非流动负债	4,041	4,041	4,041	4,041	EBIT	2,890	3,889	4,532	5,096
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,250	5,121	5,565	6,058
应付债券	2,777	2,777	2,777	2,777	毛利率(%)	42.89	44.13	44.63	45.01
租赁负债	880	880	880	880	归母净利率(%)	11.61	13.80	13.60	13.97
其他非流动负债	384	384	384	384	收入增长率(%)	(8.06)	14.31	12.26	10.26
负债合计	18,227	16,083	17,359	18,557	归母净利润增长率(%)	(13.49)	35.86	10.61	13.24
归属母公司股东权益	14,601	17,530	20,769	24,436					
少数股东权益	(79)	(108)	(140)	(177)					
所有者权益合计	14,522	17,421	20,628	24,260					
负债和股东权益	32,749	33,504	37,987	42,817					

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	4,038	4,608	4,768	每股净资产(元)	3.26	3.93	4.68	5.53
投资活动现金流	(543)	(877)	(1,119)	(1,197)	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	14.38	14.61	14.16
现金净增加额	(379)	2,941	3,270	3,352	ROE-摊薄(%)	14.76	16.70	15.60	15.01
折旧和摊销	1,361	1,232	1,033	962	资产负债率(%)	49.78	52.11	55.66	48.00
资本开支	(391)	(1,137)	(1,162)	(1,170)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.27	11.24	10.16	8.97
营运资本变动	(1,044)	24	(337)	(462)	P/B (现价)	2.34	1.94	1.63	1.38

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>