

2022年08月28日

## 多品牌中高端皮鞋运营商，业绩受疫情影响较大 中性（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	990	811	897	993
同比	11%	-18%	11%	11%
归属母公司净利润(百万元)	-20	-69	4	10
同比	54%	-244%	106%	140%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	-0.09	-0.31	0.02	0.04
P/E(现价&最新股本摊薄)	-	-	369.89	154.20

### 投资要点

- **多品牌中高端皮鞋运营商，22H1 疫情影响下业绩压力较大。**哈森成立于 2006 年，16 年于上交所上市，定位中高端男女皮鞋，旗下拥有哈森、卡迪娜、诺贝达等自有品牌并代理派高雁等海外品牌，同时提供少量出口 OEM/ODM 加工服务。11-13 年业绩表现较好、收入/净利 CAGR 为 11.0%/11.1%；14-19 年收入 CAGR-9.6%、主要系渠道结构调整所致（期间净关店 326 家至 1456 家），同时受到期间费用率、资产减值损失持续上升影响，净利端降幅大于收入端；20 年以来疫情冲击较大、净利持续处于亏损状态，趋势上 20 年明显下滑、21 年复苏，22H1 再度受到疫情冲击。22H1 营收/净利同比分别-24.41%/-1298%、毛利率同比-4.4pct（原材料价格同比上涨）、期间费用率+15.20pct（费用刚性所致）。
- **哈森品牌为主，渠道直营为主、线上发展迅速。**1) 分品牌看，以哈森品牌为主、其他品牌为辅，其他品牌主要包括卡迪娜、诺贝达、派高雁（代理）。哈森/其他品牌 17-21 年收入 CAGR 分别为-6%/-9%，17 年起哈森品牌收入占比逐渐提升至 40%以上。22H1 哈森/其他品牌收入同比分别-27.7%/-26.6%、占比分别为 43%/51%，主要受到疫情影响。2) 分业务看，以内销为主。17-21 年内销/外销收入 CAGR 分别为-8%/-58%，外销收入大幅下降主要受到订单向东南亚转移影响。22H1 内销收入同比-27%（21H1 未开展出口业务），内销/外销收入占比为 95%/5%。3) 分渠道看，直营为主、线上渠道持续增长。从线上/线下角度看，17-21 年收入 CAGR 分别为 13%/-10%，近年来线上业务受疫情影响程度较小、增长势头较好，收入占比由 17 年的 8%提升至 21 年 19%，22H1 线上/线下收入同比分别+9%/-31%、占比分别为 25%/74%。线下分直营/经销看，17 年起直营占线下收入比例稳定于 93%以上。22H1 直营/经销收入同比分别-37%/-21%、占线下收入 94%/6%，直营渠道于一二线城市分布较多、因此疫情影响较大。截至 22H1 年末门店总数为 1196 家，直营/经销分别为 1010/186 家。4) 分产品看，女鞋占比较大、17 年起收入占比达 80%以上，22H1 女鞋/男鞋/其他收入同比分别-30%/-15%/+2%，占比分别为 83%/9%/3%。
- **毛利率下滑、期间费用率上升，存货周转放缓。**1) 毛利率：12-19 年毛利率持续提升，主要系低毛利出口业务占比下降及直营门店占比提高所致，20 年起毛利率逐年回落，主因低毛利线上渠道占比提升、原材料牛皮革价格上涨所致。22H1 同比-4.42pct 至 51.75%，其中线上/直营/加盟分别同比-3.5pct/-3.1pct/-17.0pct，加盟渠道毛利率下滑较大主要系折扣率降低。2) 期间费用率：由于销售费用如租金、人工等具有刚性，11 年起期间费用率呈提升态势、提升幅度大于毛利率。22H1 同比+15.2pct 至 66.63%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+13.8%/+1.3%/+0.2%/-0.1pct。3) 净利率：毛利率及期间费用率传导下，22H1 归母净利率同比-21.4pct 至-20.1%。4) 存货：近年疫情影响下存货周转放缓，截至 22H1 存货 3.21 亿元/yoY-12.1%，存货周转天数 358 天、较 21H1 增加 19 天，主因终端销售受到疫情影响。
- **盈利预测与投资评级：**公司深耕中高端皮鞋市场，近两年受疫情影响线下业绩承压，线上电商渠道发展迅速。21 年 11 月发布股权激励计划，22 年行权条件为收入增速不低于 20%（以 20 年营收为基准）。我们预计 22-24 年归母净利润为-0.69/0.04/0.1 亿元，EPS 分别为-0.31/0.02/0.04 元/股，对应 23-24 年 PE 370/154X，首次覆盖给予“中性”评级
- **风险提示：**终端消费持续疲软、库存积压、疫情反复、竞争加剧等。

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.89
一年最低/最高价	5.00/8.80
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	1,497.61
总市值(百万元)	1,525.17

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.00
资产负债率(% ,LF)	12.73
总股本(百万股)	221.36
流通 A 股(百万股)	217.36

### 相关研究

## 哈森股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>961</b>	<b>900</b>	<b>957</b>	<b>985</b>	<b>营业总收入</b>	<b>990</b>	<b>811</b>	<b>897</b>	<b>993</b>
货币资金及交易性金融资产	417	498	322	492	营业成本(含金融类)	457	393	420	461
经营性应收款项	149	54	162	77	税金及附加	7	6	7	8
存货	372	335	444	402	销售费用	492	430	404	444
合同资产	0	0	0	0	管理费用	35	57	60	70
其他流动资产	23	12	30	15	研发费用	1	4	4	5
<b>非流动资产</b>	<b>201</b>	<b>171</b>	<b>151</b>	<b>133</b>	<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期股权投资	28	28	28	28	加:其他收益	11	16	9	10
固定资产及使用权资产	88	56	34	16	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	38	40	42	42	减值损失	-28	-32	-5	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>-5</b>	<b>-95</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
其他非流动资产	41	41	41	41	<b>营业外净收支</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>3</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,161</b>	<b>1,072</b>	<b>1,109</b>	<b>1,118</b>	<b>利润总额</b>	<b>-6</b>	<b>-92</b>	<b>5</b>	<b>13</b>
<b>流动负债</b>	<b>204</b>	<b>181</b>	<b>211</b>	<b>207</b>	<b>减:所得税</b>	<b>14</b>	<b>-23</b>	<b>1</b>	<b>3</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	<b>净利润</b>	<b>-20</b>	<b>-69</b>	<b>4</b>	<b>10</b>
经营性应付款项	121	117	138	128	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	4	2	3	3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-20</b>	<b>-69</b>	<b>4</b>	<b>10</b>
其他流动负债	77	60	68	74					
非流动负债	3	6	9	12	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.09	-0.31	0.02	0.04
长期借款	0	0	0	0	EBIT	-19	-63	11	16
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	8	-18	46	45
租赁负债	2	5	8	11					
其他非流动负债	1	1	1	1					
<b>负债合计</b>	<b>207</b>	<b>187</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>53.81</b>	<b>51.52</b>	<b>53.21</b>	<b>53.58</b>
归属母公司股东权益	954	885	889	899	归母净利率(%)	-2.03	-8.53	0.46	1.00
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>954</b>	<b>885</b>	<b>889</b>	<b>899</b>	<b>收入增长率(%)</b>	<b>10.93</b>	<b>-18.03</b>	<b>10.54</b>	<b>10.78</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,161</b>	<b>1,072</b>	<b>1,109</b>	<b>1,118</b>	<b>归母净利润增长率(%)</b>	<b>53.84</b>	<b>-244.36</b>	<b>105.96</b>	<b>139.88</b>

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	13	91	-164	176	每股净资产(元)	4.31	4.00	4.02	4.06
投资活动现金流	-43	-13	-15	-9	最新发行在外股份 (百万股)	221	221	221	221
筹资活动现金流	5	3	3	3	ROIC(%)	-6.07	-5.11	0.91	1.30
现金净增加额	-24	81	-176	170	ROE-摊薄(%)	-2.11	-7.82	0.46	1.10
折旧和摊销	26	45	35	30	资产负债率(%)	17.83	17.41	19.80	19.61
资本开支	-8	-13	-15	-9	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	369.89	154.20
营运资本变动	-32	87	-209	134	P/B (现价)	1.60	1.72	1.72	1.70

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>