

# 哈森股份（603958）

## 国内多品牌中高端皮鞋运营商，渠道调整+疫情影响致近年业绩承压

中性（首次）

2023 年 10 月 11 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

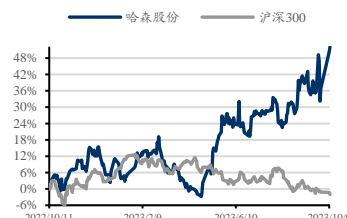
lijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	766	843	936	1,042
同比	-23%	10%	11%	11%
归属母公司净利润（百万元）	-156	4	10	17
同比	-677%	102%	182%	72%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.71	0.02	0.05	0.08
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	573.63	203.70	118.44

### 投资要点

- **国内多品牌中高端皮鞋运营商。**哈森成立于 2006 年，2016 年于上交所上市，定位中高端男女皮鞋，旗下拥有哈森（HARSON）、卡迪娜（KADINA）、诺贝达等自有品牌并代理派高雁（PIKOLIONS）等海外品牌，主要销售渠道为一二三线城市商场专柜、购物中心，截至 2023H1 旗下拥有 1075 家门店（直营 900 家+加盟 175 家），同时提供少量出口 OEM/ODM 加工服务。
- **国内自有品牌销售为主、代理为辅，线上渠道增速较好。**1) 分业务看，内销为主、女鞋销售占比大。2019 年后外销 OEM/ODM 代工业务受订单向东南亚转移影响、收入持续减少，2023H1 公司内销/出口占比分别为 98%/2%，其中内销女鞋/男鞋占总收入分别为 83%/10%。2) 分品牌看，自有品牌为主、代理品牌为辅。2023H1 公司自有品牌/代理品牌收入占比 86%/12%，自有品牌以哈森为主、哈森/卡迪娜/诺贝达/其他品牌分别占总收入 47%/18%/11%/10%，代理品牌主要为西班牙休闲品牌派高雁。3) 分渠道看，以线下直营为主，线上占比持续提升。公司线下门店处于持续调整中、由 2014 年 2223 家逐年降至 2023H1 的 1075 家，线上渠道增速较好，17-22 年线上/线下收入 CAGR 分别为 +10%/-15%，2023H1 线上/线下收入占比 22%/78%、其中直营/加盟渠道分别占线下收入 95%/5%。
- **渠道调整+疫情影响致近年业绩回落。**1) 业绩表现：11-13 年业绩表现较好、收入/归母净利 CAGR11.0%/11.1%；14-19 年收入 CAGR-9.6%、主要系渠道调整所致（期间净关店 326 家至 1456 家），同时受到费用率、资产减值损失持续上升影响，归母净利降幅大于收入端；20-22 年受疫情冲击较大、归母净利持续处于亏损状态；23H1 疫情放开后消费场景逐步修复，国内市场需求回暖带动业绩修复，23H1 营收/归母净利同比分别+9.7%/扭亏。2) 盈利能力：①毛利率：总体稳定向上，相对较为平稳。22 年由于加大存货管理、同时毛利率较低线上渠道占比提升，整体毛利率下降至 49%。23H1 恢复至 56.95%、同比+5.2pct。②费用率：11-19 年加大品牌宣传，费用率（主要为销售费用率）逐年增加，由 27%上升至 49%、增幅超毛利率；20 年以来由于门店租金等费用较为刚性，费用率大幅提升、22 年达 66%；23H1 常态化运营后费用率降至 54%、同比-12pct。③销售净利率：11-16 年维持 5%左右，由于受到费用率提升拖累，17 年后逐渐转负，20-22 年疫情影响致亏损进一步加深。23H1 扭负为正、为+0.8%。
- **盈利预测与投资评级：**公司深耕中高端皮鞋市场，近年来处门店调整期、叠加近两年疫情影响、业绩承压，2023 年疫情放开后有所回暖。2022 年 10 月公司调整股权激励计划，2023 年行权条件为收入较 20 年增速不低于 20%。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.04/0.1/0.17 亿元，对应 PE 为 574/204/118 倍，估值较高，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、竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.23
一年最低/最高价	5.81/9.81
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	2,024.69
总市值(百万元)	2,042.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.68
资产负债率(%，LF)	15.65
总股本(百万股)	221.28
流通 A 股(百万股)	219.36

### 相关研究

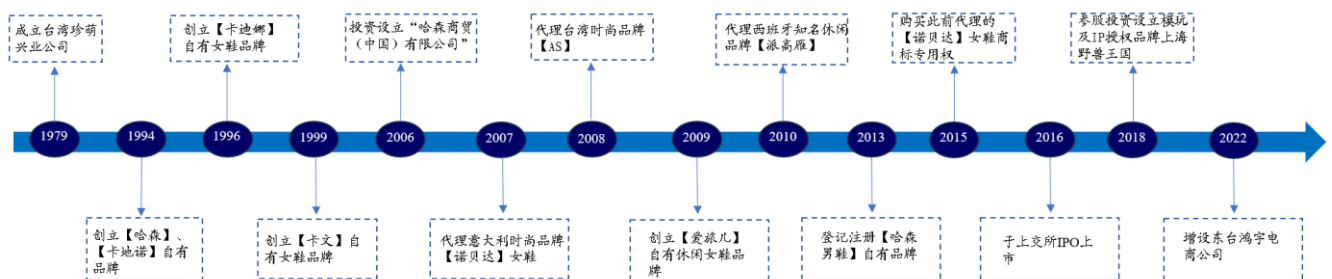
《哈森股份(603958)：多品牌中高端皮鞋运营商，业绩受疫情影响较大》

2022-08-28

## 1. 公司概况：国内多品牌中高端皮鞋运营商

**国内多品牌中高端皮鞋运营商。**哈森成立于 2006 年，2016 年于上交所上市，定位中高端男女皮鞋，旗下拥有哈森（HARSON）、卡迪娜（KADINA）、诺贝达等自有品牌并代理派高雁（PIKOLIONS）等海外品牌，同时提供少量出口 OEM/ODM 加工服务。经过数十年的市场耕耘，公司旗下品牌在市场上建立起较高的知名度和美誉度，主要销售渠道为一二三线城市商场专柜、购物中心，截至 2023H1 各品牌门店总数为 1075 家。

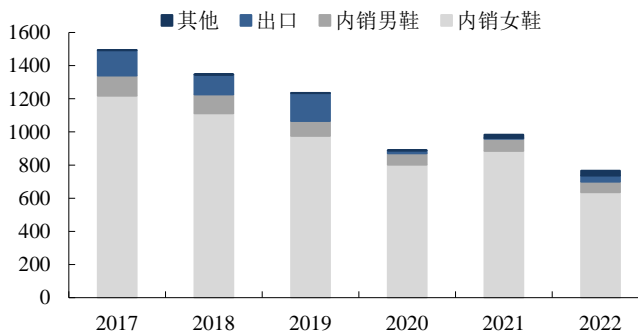
图1：公司发展历程一览



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

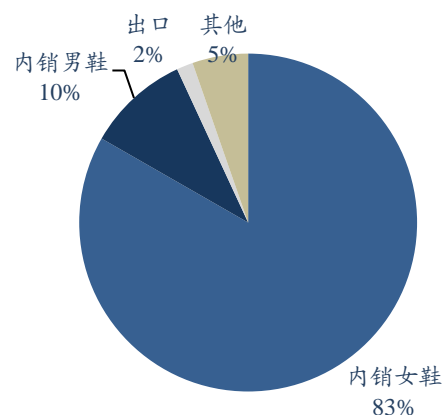
**内销为主，女鞋销售占比大。**公司内销主要以皮鞋品牌销售为主，其中女鞋占比较大，外销主要提供 OEM/ODM 加工服务，2019 年后外销业务受到订单向东南亚转移的影响，收入持续减少。2023H1 公司内销/出口占比分别为 98%/2%，其中内销女鞋、内销男鞋占总收入分别为 83%/10%。

图2：历年公司分业务营收情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2023H1 公司分业务收入占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**国内皮鞋品牌销售以自有品牌为主、代理品牌为辅。**公司以自有品牌为核心，以代理品牌为补充，以满足不同消费者的鞋类需求。公司自有品牌中哈森销售占比较大，其他自有品牌主要包括卡迪娜、诺贝达等，代理品牌主要为西班牙休闲品牌派高雁。2023H1 自有品牌营业收入占总营收 86%、代理品牌占总营收的 12%，其中自有品牌中

哈森/卡迪娜/诺贝达/其他品牌分别占总营收 47%/18%/11%/10%。

表1: 公司主要经营品牌情况一览

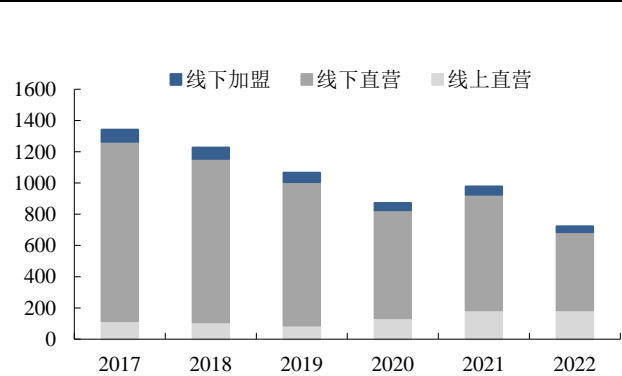
品牌类型	品牌	创立/代理时间	目标客户	品牌特点	2023H1 营收占比	2023H1 营收 (百万元)	2023H1 门店数量 (家)
自有品牌	哈森	1994 年	30-45 岁女性	国民女鞋品牌, 提供舒适、美观、时尚的精品真皮女鞋	47.30%	186	384
	卡迪娜	1996 年	25-35 岁女性	“随心而行”的都会女鞋, 打造时尚经典兼具美感与舒适度的少女鞋产品	17.90%	70	120
	诺贝达	2007 年	30-45 岁女性	意大利高端女鞋品牌, 产品定位于轻奢女鞋细分市场	10.94%	43	109
	HARSON BUSINESS	2013 年	25-45 岁男性	中高端商务休闲男鞋	-	-	-
代理品牌	派高雁	2010 年	28-65 岁中高收入群体	西班牙休闲舒适鞋履。品牌定位休闲高端皮鞋	10.92%	43	153

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 营收占比为期间品牌营收/公司总营收, 自有品牌门店数量仅包括直营店铺数

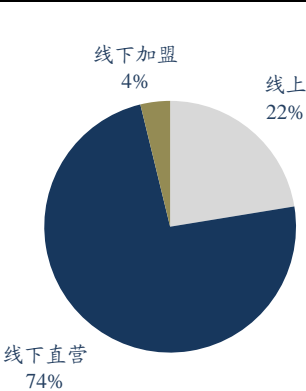
公司目前营销网络以线下直营为主, 线上占比持续提升。公司线下门店主要位于一二三线城市商场专柜、购物中心, 经历疫情后公司大力发展线上渠道、线上占比持续提升, 2023H1 公司线下/线上渠道销售占比分别为 78%/22%, 其中直营/加盟渠道占线下销售比重分别为 95%/5%。

图4: 历年公司分渠道营收情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 公司分渠道收入占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 经营业绩：渠道结构调整+疫情影响致近年业绩回落

### 2.1. 业绩：近年持续回落，23 年以来仍处渠道调整期、但修复趋势已显

从业绩看，公司发展可分为四个阶段：

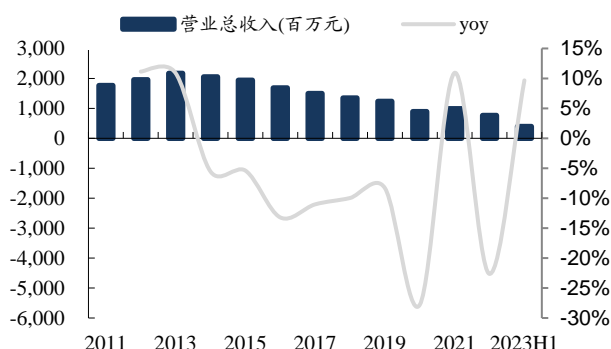
➢ **2011-2013 年业绩表现较好、收入/归母净利 CAGR 为 11.0%/10.8%。**2011-2013 年公司主要自有品牌、代理品牌基本完成创立/代理，不断加大门店网点建设、门店覆盖率不断提升，收入及利润表现较好。

➢ **2014-2019 年进入门店调整期，收入 CAGR-9.6%，归母净利下滑幅度超收入。**2014 年经历库存危机、电商冲击、同业竞争加剧后，公司品牌业务开始进行线下渠道结构调整，关闭经营不善的店铺，叠加外销业务受到订单向东南亚转移的影响、外销收入持续减少，2014-2019 年整体收入 CAGR-9.6%、出现下降趋势。期间公司归母净利 CAGR-38%，下滑幅度高于收入、主要由于期间费用率较为刚性以及存货等资产减值损失增加等因素所致，其中 2017、2019 年出现亏损。

➢ **2020-2022 年受疫情影响持续亏损。**由于公司线下渠道占比较高，2020 年以来疫情对业绩影响较大，收入呈波动走弱，归母净利持续呈现亏损。

➢ **2023 以来呈现复苏。**2023H1 疫情放开后消费场景逐步修复，国内市场需求回暖，内销收入同比+13.6%，但外销代工仍偏弱、同比-65%、拖累公司业绩，2023H1 公司整体营收/归母净利同比分别+9.7%/扭亏。

图6：公司历年营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司历年归母净利情况

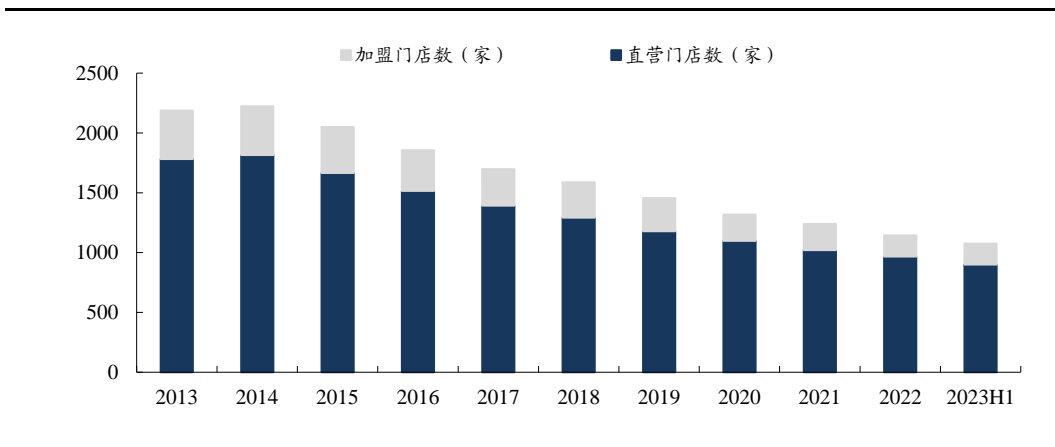


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**线下渠道调整优化，线上渠道增速较快。**①**线下渠道：**公司处于线下门店调整中，2014 年以来持续关闭盈利能力相对较差的店铺，由 2014 年门店总数 2223 家下降至 2023H1 的 1075 家、目前仍处于渠道调整中。线下门店中直营店占比较大，截至 2023H1 公司直营店和加盟店数量分别为 900 家、175 家。②**线上渠道：**由于电商快速发展，叠加 2020 年以来疫情对线下渠道冲击，公司积极发展网络销售、且线上业务受疫情影响程度较小、因此近年来增速较快，2017-2022 年线上/线下收入 CAGR 分别为+10%/-15%，线上收入占比由 17 年的 8%提升至 22 年 24%。2023 年线下消费场景修复后，公司线下渠道呈修复，线上渠道由于线下分流营收略有回落，2023H1 线上/线下

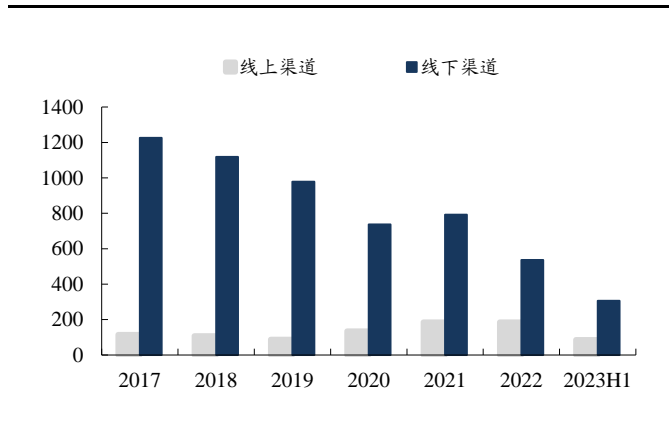
收入同比分别-3%/+14%、占比分别为 22%/78%。

图8: 历年公司国内门店数情况 (单位: 家)



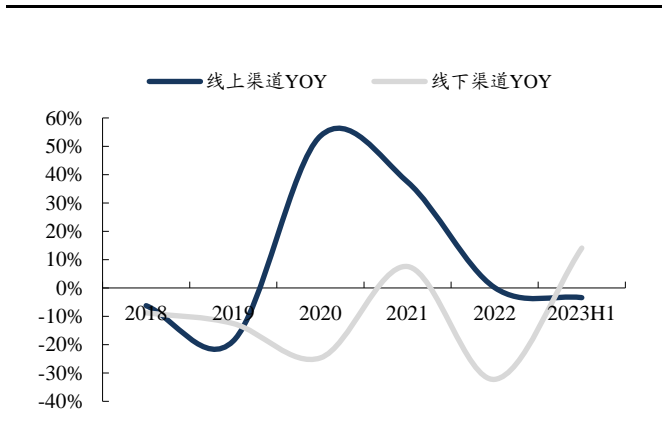
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 公司分渠道营收情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图10: 公司分渠道营收 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2. 盈利能力: 毛利率稳定提升、期间费用率大幅提升拖累净利率降低

公司毛利率总体维持稳定向上趋势, 相对较为平稳。公司 2011 年毛利率为 40%左右, 随着品牌高端化发展, 整体毛利率持续提升, 2016 年开始稳定于 50%以上。2022 年由于终端销售承压、公司加大存货管理、同时毛利率较低的线上渠道占比提升, 导致整体毛利率下降至 49%。2023H1 毛利率恢复至 56.95%、同比+5.2pct。

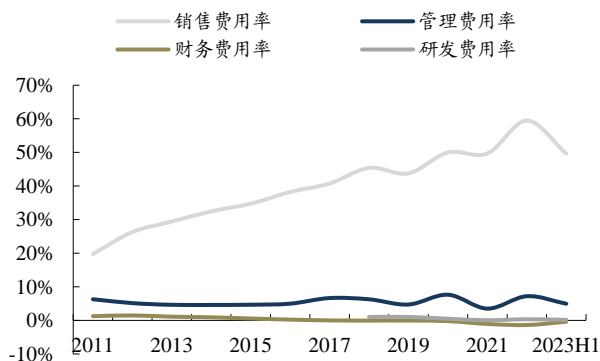
期间费用率逐年增加, 增幅超毛利率。2011-2019 年公司加大品牌宣传, 期间费用率 (主要为销售费用率) 逐年快速提升、增幅超毛利率, 由 27%上升至 49%。2020 年以来营收端受到疫情扰动较大, 由于门店租金等费用较为刚性, 期间费用率迅速大幅提升, 2022 年期间费用率达 66%。2023H1 常态化运营后期间费用率降至 54%、同比-12pct。

受期间费用率大幅上升影响, 销售净利率呈逐年回落。2011-2016 年维持 5%左右销售净利率, 由于期间费用率大幅提升拖累公司销售净利率, 2017 年后销售净利率逐渐转负, 2020 年后疫情影响致亏损进一步加深, 2022 年销售净利率降至-20%。2023H1



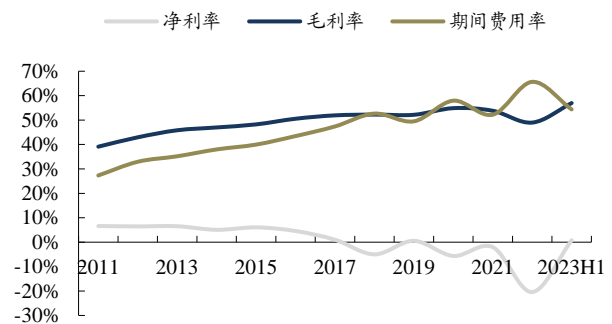
销售净利率扭负为正、为+0.8%。

图11: 公司费用率细项变动情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 公司毛利率、费用率及销售净利率变动情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资评级

2021年10月公司发布股权激励计划, 涵盖中高层管理员工及核心技术人员共49人, 充分调动公司管理层及核心技术人员积极性, 原目标为以2020年收入为基准, 2021/2022年收入增长不低于10%/20%、即同比分别+10%/+9%。由于疫情对公司线下渠道影响较大, 2022年10月公司调整股权激励计划, 将2022年营收激励目标递延至2023年。

表2: 公司股权激励计划目标及完成情况

	2020	2021	2022	2023E
营收(百万元)	892.18	989.73	765.64	-
营收 yoy	-	11%	-23%	-
股权激励营收目标值	-	981.40	1070.62	1070.62
目标值 yoy	-	10%	9%	-
行权比例	-	50%	-	50%
完成情况	-	完成	受疫情影响递延至2023年	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司深耕中高端皮鞋市场, 2014年以来国内品牌业务处门店调整期致业绩有所承压、叠加近两年受疫情影响归母净利出现亏损。2023H1疫情放开后消费场景逐步修复, 国内市场需求回暖, 带动公司整体业绩有所回暖。我们预计公司2023-2025年归母净利润为0.04/0.1/0.17亿元, 对应PE为574/204/118倍, 估值较高, 首次覆盖给予“中性”评级。

### 4. 风险提示

终端消费持续疲软、库存积压、竞争加剧。

哈森股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>857</b>	<b>962</b>	<b>984</b>	<b>1,143</b>	<b>营业总收入</b>	<b>766</b>	<b>843</b>	<b>936</b>	<b>1,042</b>
货币资金及交易性金融资产	369	369	438	376	营业成本(含金融类)	391	409	452	507
经营性应收款项	122	142	136	193	税金及附加	5	5	6	6
存货	347	437	382	555	销售费用	455	388	421	466
合同资产	0	0	0	0	管理费用	55	46	47	52
其他流动资产	19	14	27	19	研发费用	3	2	2	2
<b>非流动资产</b>	<b>183</b>	<b>154</b>	<b>135</b>	<b>117</b>	财务费用	(11)	0	0	0
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	13	13	9	16
固定资产及使用权资产	78	47	25	7	投资净收益	0	1	1	1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	33	35	37	37	减值损失	(40)	(5)	(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>(159)</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>21</b>
其他非流动资产	48	48	48	48	营业外净收支	0	3	(1)	2
<b>资产总计</b>	<b>1,040</b>	<b>1,116</b>	<b>1,118</b>	<b>1,260</b>	<b>利润总额</b>	<b>(159)</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>23</b>
<b>流动负债</b>	<b>223</b>	<b>297</b>	<b>289</b>	<b>413</b>	减:所得税	(3)	1	3	6
短期借款及一年内到期的非流动负	51	76	102	135	<b>净利润</b>	<b>(156)</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>17</b>
债					减:少数股东损益	0	0	0	0
经营性应付款项	94	146	103	182	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(156)</b>	<b>4</b>	<b>10</b>	<b>17</b>
合同负债	3	3	4	4					
其他流动负债	74	71	80	91	每股收益-最新股本摊薄	(0.71)	0.02	0.05	0.08
非流动负债	3	3	3	3	(元)				
长期借款	0	0	0	0	EBIT	(170)	6	18	25
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	(143)	50	53	54
租赁负债	2	2	2	2	毛利率(%)	48.97	51.50	51.77	51.39
其他非流动负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	(20.40)	0.42	1.07	1.65
<b>负债合计</b>	<b>226</b>	<b>299</b>	<b>292</b>	<b>416</b>	收入增长率(%)	(22.64)	10.07	11.09	11.34
归属母公司股东权益	811	815	825	842	归母净利润增长率(%)	(677.20)	102.28	181.60	71.99
少数股东权益	2	2	2	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>814</b>	<b>817</b>	<b>827</b>	<b>844</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,040</b>	<b>1,116</b>	<b>1,118</b>	<b>1,260</b>					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(95)	(12)	58	(87)	每股净资产(元)	3.66	3.68	3.73	3.80
投资活动现金流	31	(12)	(15)	(8)	最新发行在外股份(百万股)	221	221	221	221
筹资活动现金流	44	25	25	33	ROIC(%)	(18.34)	0.50	1.52	1.96
现金净增加额	(21)	1	69	(62)	ROE-摊薄(%)	(19.25)	0.44	1.22	2.05
折旧和摊销	28	44	34	29	资产负债率(%)	21.76	26.83	26.07	32.99
资本开支	(7)	(13)	(16)	(10)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	573.63	203.70	118.44
营运资本变动	(4)	(61)	9	(136)	P/B(现价)	2.52	2.51	2.48	2.43

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，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>