

研究所:

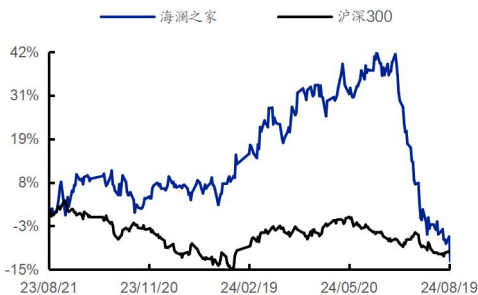
证券分析师: 马川琪 S0350523050001  
macq@ghzq.com.cn

证券分析师: 廖小慧 S0350524080002  
liaoxh@ghzq.com.cn

## 线下经营承压, 电商渠道增速亮眼

### ——海澜之家 (600398) 2024H1 中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/08/20

表现	1M	3M	12M
海澜之家	-18.8%	-33.4%	-14.7%
沪深 300	-5.8%	-9.7%	-11.9%

市场数据

2024/08/20

当前价格(元)	5.80
52 周价格区间(元)	5.76-10.04
总市值(百万)	27,856.07
流通市值(百万)	27,856.07
总股本(万股)	480,277.03
流通股本(万股)	480,277.03
日均成交额(百万)	496.77
近一月换手(%)	0.80

相关报告

《海澜之家 (600398) 2023 年报及 2024 年一季报点评: 2023 年业绩良性增长, 2024Q1 线上及团购业务增速亮眼 (买入) \*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2024-05-01

《海澜之家 (600398) 2023Q3 业绩点评: Q3 业绩超预期, 线上毛利率提升 (买入) \*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-10-31

《海澜之家 (600398) 2023 年中报点评: 2023H1 业绩复苏, 盈利能力提升明显 (买入) \*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-09-01

《海澜之家 (600398) 点评报告: 2023Q1 直营店

事件:

海澜之家于 2024 年 8 月 19 日发布 2024H1 业绩公告: 2024 年上半年公司实现营业收入 113.70 亿元, 同比增长 1.53%, 归母净利润 16.36 亿元, 同比下降 2.54%, 扣非净利润 15.09 亿元, 同比下降 9.26%。基本每股收益 0.35 元, 同比下降 10.26%。

投资要点:

- **2024 年上半年国内服装类消费品市场整体承压, 海澜之家主品牌收入稳健增长。** 2024 年上半年公司实现营业收入 113.70 亿元, 同比增长 1.53%, 归母净利润 16.36 亿元, 同比下降 2.54%, 经营活动现金流 19.97 亿元, 同比下降 27.84%。2024H1 公司 ROE 为 9.06%, 较上年同期减少 1.81pct。2024H1 分品牌, 海澜之家/海澜团购定制/其他品牌收入同比+3.15%/-0.65%/-14.85%, 海澜之家系列营收同比维持增长。2024H1 分渠道, 直营店/加盟店及其他收入同比+6.79%/-0.58%, 直营店业绩表现强劲; 线上/线下销售渠道收入同比增长, 占主营业务收入 20.28%/79.72%, 线上渠道占比较去年同期增加 6.35pct。
- **毛利率略有提升, 销售费用率增长明显。** 2024H1 公司毛利率 45.21%, 较上年同期提升 0.10pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.0%/4.18%/0.98%/-0.74%, 销售费用率较上年同期增加 2.33pct, 财务费用率较上年同期降低 1.03pct, 管理和研发费用率控制得当, 同比基本持平。分品牌, 海澜之家/海澜团购定制/其他品牌毛利率 46.12%/43.60%/58.65%, 较上年同期变动+0.86pct/-1.16pct/+2.91pct。分渠道, 直营店/加盟店及其他毛利率 62.68%/42.08%, 较上年同期变动-0.15pct/+0.82pct, 直营门店店效基本持平; 线上/线下销售渠道毛利率 49.33%/46.30%, 较上年同期变动+0.25pct/+0.51pct, 线下渠道毛利率提升明显。
- **全品牌直营店扩张明显, 线下实体店总数维持增长:** 2024H1 实体店数量 6957 家, 较去年年底净增加 80 家。期间, 海澜之家主品牌直营店较去年年底净新增 62 家至 1314 家, 加盟店较去年年底净减少 130 家至 4594 家。其他品牌直营店较去年年底净新增 28 家至 459 家, 加盟店较去年年底净增加 120 家至 590 家。上半年主品牌直营

增长亮眼，全年展望乐观（买入）\*服装家纺\*杨仁文》——2023-04-28

店持续扩张，其他品牌加盟店数量增长高于直营店。

- **线上渠道多元化生态布局助力品牌增长，线上渠道主营业务收入同比增长 47.0%：**2024 年上半年，公司持续深耕全渠道平台拓展销售流量，加大短视频投入和达人直播合作，借助龙年打造“龙年第一件龙运衫”、父亲节打造“超级品牌日”S 级营销活动，持续渗透 Z 世代，都市新锐和小镇青年圈层。2024H1 线上渠道主营业务收入 22.12 亿元，同比增长 47.0%，实现商城、直播、短视频三驾马车驱动线上销售快速增长。
- **盈利预测和投资评级：**公司作为优质且符合大众需求的龙头品牌有望实现长期稳定增长，考虑当下消费环境的不确定性，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现收入 217.9/233.6/250.7 亿元人民币，同比+1%/+7%/+7%；归母净利润 28.4/30.5/32.8 亿元人民币，同比-4%/+7%/+8%；对应 2024 年 8 月 20 日收盘价，PE 分别为 9/8/8x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；新业务增长不及预期风险；新品牌渠道扩张不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21528	21786	23356	25065
增长率(%)	16	1	7	7
归母净利润（百万元）	2952	2838	3047	3279
增长率(%)	37	-4	7	8
摊薄每股收益（元）	0.68	0.65	0.70	0.75
ROE(%)	18	17	18	19
P/E	10.91	8.95	8.34	7.75
P/B	2.03	1.56	1.53	1.48
P/S	1.51	1.17	1.09	1.01
EV/EBITDA	4.85	3.14	2.81	2.49

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海澜之家盈利预测表

证券代码:	600398				股价:	5.80	投资评级:	买入	日期:	2024/08/20
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	18%	17%	18%	19%	EPS	0.68	0.65	0.70	0.75	
毛利率	44%	45%	45%	45%	BVPS	3.66	3.72	3.80	3.91	
期间费率	25%	26%	25%	26%	<b>估值</b>					
销售净利率	14%	13%	13%	13%	P/E	10.91	8.95	8.34	7.75	
<b>成长能力</b>					P/B	2.03	1.56	1.53	1.48	
收入增长率	16%	1%	7%	7%	P/S	1.51	1.17	1.09	1.01	
利润增长率	37%	-4%	7%	8%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.64	0.64	0.65	0.68	营业收入	21528	21786	23356	25065	
应收账款周转率	21.42	16.60	17.91	17.92	营业成本	11954	12008	12846	13685	
存货周转率	2.31	2.27	2.25	2.28	营业税金及附加	150	153	163	175	
<b>偿债能力</b>					销售费用	4353	4466	4811	5214	
资产负债率	52%	53%	54%	54%	管理费用	963	1133	1168	1253	
流动比	1.49	1.54	1.55	1.58	财务费用	47	-40	-53	-71	
速动比	0.84	0.86	0.88	0.90	其他费用/(-收入)	200	240	280	338	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	3611	3805	4115	4447	
现金及现金等价物	12266	12531	13832	14783	营业外净收支	13	10	10	10	
应收款项	1005	1312	1304	1398	利润总额	3624	3815	4125	4457	
存货净额	9337	9616	10397	10973	所得税费用	705	1011	1114	1217	
其他流动资产	2396	2878	2835	2918	净利润	2918	2804	3011	3240	
<b>流动资产合计</b>	<b>25005</b>	<b>26338</b>	<b>28368</b>	<b>30072</b>	少数股东损益	-34	-34	-36	-39	
固定资产	2943	2771	2584	2388	归属于母公司净利润	2952	2838	3047	3279	
在建工程	74	38	21	11	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	5497	4939	4485	4194	经营活动现金流	5230	3849	5071	5022	
长期股权投资	194	196	262	328	净利润	2952	2838	3047	3279	
<b>资产总计</b>	<b>33713</b>	<b>34282</b>	<b>35720</b>	<b>36993</b>	少数股东损益	-34	-34	-36	-39	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1476	1698	1602	1639	
应付款项	10085	10043	10910	11551	公允价值变动	3	-6	-8	-9	
合同负债	793	721	874	891	营运资金变动	405	-708	395	79	
其他流动负债	5891	6366	6471	6646	投资活动现金流	-777	-1020	-1104	-1304	
<b>流动负债合计</b>	<b>16768</b>	<b>17130</b>	<b>18255</b>	<b>19088</b>	资本支出	-629	-934	-904	-904	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-129	-90	-206	-407	
其他长期负债	907	907	907	907	其他	-18	4	6	7	
<b>长期负债合计</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	筹资活动现金流	-3198	-2600	-2700	-2800	
<b>负债合计</b>	<b>17675</b>	<b>18037</b>	<b>19162</b>	<b>19995</b>	债务融资	0	0	0	0	
股本	1056	1056	1056	1056	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	16038	16245	16558	16998	其它	-3198	-2600	-2700	-2800	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33713</b>	<b>34282</b>	<b>35720</b>	<b>36993</b>	现金净增加额	1250	232	1269	918	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：海外消费负责人，资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

## 【分析师承诺】

马川琪，廖小慧，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。