

海澜之家 (600398)

证券研究报告

2024年08月25日

电商及海外业务突出

24H1 收入 114 亿同增 1.5%，归母净利 16.4 亿同减 2.5%

公司发布半年报，24Q2 收入 51.9 亿同减 5.9%，归母净利 7.5 亿同减 14.4%，扣非归母净利 6.3 亿同减 27.5%；

24H1 收入 113.7 亿同增 1.5%，归母净利 16.4 亿同减 2.5%，扣非归母净利 15.1 亿同减 9.3%；非经常性损益变动较大主要系有 1.1 亿非流动资产处置损益。

公司拟派发中期分红，每 10 股派 2.3 元（含税），合计拟派发现金红利 11 亿，占 24H1 归母净利 67.5%。

电商 Q2 持续高增，线下零售短期承压

收入分渠道，线上 24Q2 收入 14 亿同增 56%，H1 同增 47%，加大短视频投入及达人合作，商城/直播/短视频共同驱动增长；线下 24Q2 收入 35 亿同减 18%，H1 同减 6%。

分品牌，24H1 海澜之家系列收入 89 亿同增 3%，团购定制系列 10.9 亿同减 0.7%，其他品牌 9.1 亿同减 15%。分销售模式，24H1 直营店收入 25 亿同增 7%，加盟及其他收入 73 亿同减 0.6%。

24H1 毛利率 45%同增 0.1pct，净利率 14.4%同减 0.4pct

24Q2 公司毛利率 43.4%同减 2pct，H1 毛利率 45%同增 0.1pct；分品牌来看，24H1 海澜之家毛利率 46.1%同增 1pct，团购定制系列毛利率 43.6%同减 1.2pct，其他毛利率 58.7%同增 3pct；

分渠道，24H1 线上毛利率 49.3%同增 0.3pct，线下毛利率 46.3%同增 0.5pct；分销售模式，24H1 直营店毛利率 62.7%同减 0.2pct，加盟店及其他毛利率 42.1%同增 0.8pct。

24Q2 公司净利率 14.5%同减 1pct，24H1 净利率 14.4%同减 0.4pct；各项费率中，24H1 销售费率提升 2.3pct 至 21%，主要系广告宣传费增长较多。

继续聚焦渠道结构优化，海外布局逐步落地

截至 24H1 末，海澜之家系列门店共 5908 家，较年初-68 家，加盟店及其他净减 130 家，闭店较多；其他品牌合计 1049 家店，较年初+148 家。

品牌海外发展战略布局推进顺利，24H1 成功进驻马尔代夫、肯尼亚等海外市场，截至 24H1 末共 68 家门店，收入 1.6 亿同增 25%；下半年拟在中亚、中东等新市场继续布局落地。

收购斯搏兹少数股权，控股 51%并表

公司控股子公司斯搏兹主营授权代理 Adidas 等一线国际运动品牌鞋服在中国大陆的零售业务，24H1 公司以自有资金 0.88 亿收购斯搏兹另外 11%股权，收购后合计持有其 51%股权，纳入并表范围。

调整盈利预测，维持“买入”评级

考虑今年线下零售表现较弱，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年收入分别为 219/234/255 亿（前值分别为 237/260/285 亿），归母净利分别为 27.5/30.2/33.7 亿（前值分别为 34/37/41 亿），EPS 分别为 0.57/0.63/0.70 元/股（前值分别为 0.7/0.8/0.9 元/股），对应 PE 分别为 10/9/8x。

风险提示：市场增速放缓且行业竞争加剧的风险；存货管理及跌价风险；商誉减值风险等。

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 纺织服装/服装家纺 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 5.94 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 4,802.77 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 4,802.77 |
| A 股总市值(百万元) | 28,528.46 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 28,528.46 |
| 每股净资产(元) | 3.66 |
| 资产负债率(%) | 44.97 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.04/5.57 |

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海澜之家-年报点评报告:保持分红, 电商发力》 2024-05-19
- 《海澜之家-季报点评:产品渠道齐发力, 关注运动赛道布局》 2023-11-01
- 《海澜之家-半年报点评:Q2 业绩高增, 品牌高端+性价比两级显著发力》 2023-09-07

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 18,561.74 | 21,527.55 | 21,938.73 | 23,443.72 | 25,495.05 |
| 增长率(%) | (8.06) | 15.98 | 1.91 | 6.86 | 8.75 |
| EBITDA(百万元) | 5,088.95 | 5,975.42 | 3,965.21 | 4,345.69 | 4,924.86 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,155.28 | 2,951.96 | 2,749.50 | 3,015.96 | 3,366.99 |
| 增长率(%) | (13.49) | 36.96 | (6.86) | 9.69 | 11.64 |
| EPS(元/股) | 0.45 | 0.61 | 0.57 | 0.63 | 0.70 |
| 市盈率(P/E) | 13.24 | 9.66 | 10.38 | 9.46 | 8.47 |
| 市净率(P/B) | 1.95 | 1.78 | 1.44 | 1.42 | 1.39 |
| 市销率(P/S) | 1.54 | 1.33 | 1.30 | 1.22 | 1.12 |
| EV/EBITDA | 2.18 | 3.07 | 2.95 | 2.25 | 2.21 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 12,505.46 | 11,901.16 | 13,980.97 | 15,651.33 | 14,273.09 |
| 应收票据及应收账款 | 1,130.73 | 1,005.12 | 1,291.53 | 1,208.46 | 1,510.28 |
| 预付账款 | 564.03 | 230.44 | 644.14 | 344.01 | 659.47 |
| 存货 | 9,455.11 | 9,336.83 | 9,498.21 | 11,498.84 | 10,245.27 |
| 其他 | 908.04 | 1,096.27 | 1,431.62 | 1,090.84 | 1,478.05 |
| 流动资产合计 | 24,563.37 | 23,569.82 | 26,846.47 | 29,793.48 | 28,166.16 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 194.02 | 194.02 | 194.02 | 194.02 |
| 固定资产 | 3,131.33 | 2,942.76 | 2,837.22 | 2,738.98 | 2,632.13 |
| 在建工程 | 8.35 | 74.27 | 80.56 | 96.34 | 87.80 |
| 无形资产 | 907.56 | 688.14 | 690.17 | 986.27 | 963.72 |
| 其他 | 4,138.06 | 4,809.08 | 4,365.41 | 4,258.32 | 4,366.94 |
| 非流动资产合计 | 8,185.30 | 8,708.27 | 8,167.39 | 8,273.92 | 8,244.60 |
| 资产总计 | 32,748.67 | 33,712.84 | 36,292.11 | 39,271.73 | 37,616.55 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 9,536.40 | 10,084.88 | 9,029.70 | 12,460.08 | 10,332.31 |
| 其他 | 4,649.10 | 6,683.41 | 6,663.58 | 5,962.99 | 6,257.40 |
| 流动负债合计 | 14,185.51 | 16,768.29 | 15,693.29 | 18,423.08 | 16,589.72 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 2,777.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 1,263.91 | 906.88 | 924.15 | 915.51 | 815.51 |
| 非流动负债合计 | 4,041.06 | 906.88 | 924.15 | 915.51 | 815.51 |
| 负债合计 | 18,226.57 | 17,675.17 | 16,617.44 | 19,338.59 | 17,405.23 |
| 少数股东权益 | (79.18) | (11.94) | (91.66) | (176.35) | (253.89) |
| 股本 | 4,492.76 | 4,420.01 | 4,802.77 | 4,802.77 | 4,802.77 |
| 资本公积 | 563.23 | 940.82 | 940.82 | 940.82 | 940.82 |
| 留存收益 | 13,217.94 | 14,649.39 | 14,963.56 | 15,306.73 | 15,662.44 |
| 其他 | (3,672.64) | (3,960.60) | (940.82) | (940.82) | (940.82) |
| 股东权益合计 | 14,522.10 | 16,037.67 | 19,674.67 | 19,933.15 | 20,211.32 |
| 负债和股东权益总计 | 32,748.67 | 33,712.84 | 36,292.11 | 39,271.73 | 37,616.55 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 2,062.03 | 2,918.44 | 2,749.50 | 3,015.96 | 3,366.99 |
| 折旧摊销 | 1,360.53 | 1,476.35 | 257.22 | 316.37 | 337.94 |
| 财务费用 | 251.74 | 227.42 | (24.33) | 0.34 | 17.98 |
| 投资损失 | 0.01 | (185.96) | (130.00) | (25.00) | (25.00) |
| 营运资金变动 | (1,177.66) | (1,079.00) | (1,023.08) | 1,912.22 | (1,695.92) |
| 其它 | 640.81 | 1,873.23 | (83.91) | (86.13) | (79.30) |
| 经营活动现金流 | 3,137.45 | 5,230.48 | 1,745.39 | 5,133.76 | 1,922.68 |
| 资本支出 | 607.95 | 1,441.22 | 142.73 | 538.64 | 300.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 194.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,151.27) | (2,411.75) | (16.22) | (969.72) | (476.45) |
| 投资活动现金流 | (543.33) | (776.50) | 126.50 | (431.08) | (176.45) |
| 债权融资 | 3,431.65 | 3,312.00 | 2,524.18 | 2,163.56 | 2,066.58 |
| 股权融资 | (314.28) | 347.72 | 3,426.87 | (0.34) | (17.98) |
| 其他 | (6,096.77) | (6,858.01) | (5,743.13) | (5,195.55) | (5,173.07) |
| 筹资活动现金流 | (2,979.40) | (3,198.29) | 207.92 | (3,032.32) | (3,124.47) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (385.27) | 1,255.69 | 2,079.82 | 1,670.36 | (1,378.24) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 18,561.74 | 21,527.55 | 21,938.73 | 23,443.72 | 25,495.05 |
| 营业成本 | 10,600.31 | 11,954.41 | 12,483.13 | 13,292.59 | 14,277.23 |
| 营业税金及附加 | 130.77 | 149.56 | 153.57 | 164.05 | 178.00 |
| 销售费用 | 3,424.65 | 4,353.30 | 4,804.58 | 4,970.07 | 5,379.46 |
| 管理费用 | 921.54 | 962.59 | 1,184.69 | 1,242.52 | 1,300.25 |
| 研发费用 | 194.03 | 200.34 | 241.33 | 257.88 | 280.45 |
| 财务费用 | (23.46) | 46.75 | (24.33) | 0.34 | 17.98 |
| 资产/信用减值损失 | (504.11) | (452.45) | (506.57) | (487.71) | (482.24) |
| 公允价值变动收益 | (19.44) | (2.90) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (0.01) | 185.96 | 130.00 | 25.00 | 25.00 |
| 其他 | 1,031.42 | 519.31 | (260.00) | (50.00) | (50.00) |
| 营业利润 | 2,806.02 | 3,610.68 | 3,732.33 | 4,028.99 | 4,568.94 |
| 营业外收入 | 121.77 | 30.28 | 35.00 | 62.35 | 42.54 |
| 营业外支出 | 30.94 | 17.05 | 25.62 | 24.54 | 22.41 |
| 利润总额 | 2,896.84 | 3,623.91 | 3,741.70 | 4,066.80 | 4,589.08 |
| 所得税 | 834.82 | 705.47 | 1,076.11 | 1,136.96 | 1,301.40 |
| 净利润 | 2,062.03 | 2,918.44 | 2,665.59 | 2,929.84 | 3,287.68 |
| 少数股东损益 | (93.25) | (33.53) | (83.91) | (86.13) | (79.30) |
| 归属于母公司净利润 | 2,155.28 | 2,951.96 | 2,749.50 | 3,015.96 | 3,366.99 |
| 每股收益(元) | 0.45 | 0.61 | 0.57 | 0.63 | 0.70 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -8.06% | 15.98% | 1.91% | 6.86% | 8.75% |
| 营业利润 | -13.65% | 28.68% | 3.37% | 7.95% | 13.40% |
| 归属于母公司净利润 | -13.49% | 36.96% | -6.86% | 9.69% | 11.64% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 42.89% | 44.47% | 43.10% | 43.30% | 44.00% |
| 净利率 | 11.61% | 13.71% | 12.53% | 12.86% | 13.21% |
| ROE | 14.76% | 18.39% | 13.91% | 15.00% | 16.45% |
| ROIC | 87.92% | 156.63% | 168.04% | 98.69% | 243.41% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 55.66% | 52.43% | 45.79% | 49.24% | 46.27% |
| 净负债率 | -62.48% | -53.56% | -58.23% | -67.67% | -60.39% |
| 流动比率 | 1.73 | 1.49 | 1.79 | 1.68 | 1.77 |
| 速动比率 | 1.07 | 0.93 | 1.19 | 1.06 | 1.15 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 17.24 | 20.16 | 19.10 | 18.76 | 18.76 |
| 存货周转率 | 2.11 | 2.29 | 2.33 | 2.23 | 2.35 |
| 总资产周转率 | 0.58 | 0.65 | 0.63 | 0.62 | 0.66 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.45 | 0.61 | 0.57 | 0.63 | 0.70 |
| 每股经营现金流 | 0.65 | 1.09 | 0.36 | 1.07 | 0.40 |
| 每股净资产 | 3.04 | 3.34 | 4.12 | 4.19 | 4.26 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 13.24 | 9.66 | 10.38 | 9.46 | 8.47 |
| 市净率 | 1.95 | 1.78 | 1.44 | 1.42 | 1.39 |
| EV/EBITDA | 2.18 | 3.07 | 2.95 | 2.25 | 2.21 |
| EV/EBIT | 2.79 | 3.86 | 3.16 | 2.42 | 2.37 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |