

海澜之家 (600398.SH)

主品牌线下待修复，斯搏兹业务快速增长

增持 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
10月30日收盘价(元)	6.03
总市值(百万元)	28,960.70
总股本(百万股)	4,802.77
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	71.44

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《海澜之家 (600398.SH): 短期主品牌线下波动, 电商、斯搏兹助力长期增长》 2024-08-20
- 《海澜之家 (600398.SH): 优秀业绩符合预期, 高分红具备吸引力》 2024-04-30
- 《海澜之家 (600398.SH): 持续稳健增长, 低估值、高分红具备吸引力》 2024-01-07

2024Q1~Q3: 收入同比-2%/归母净利润同比-22%。2024Q1~Q3 公司收入为 152.6 亿元, 同比-2%; 业绩为 19.1 亿元, 同比-22%; 扣非业绩为 17.5 亿元, 同比-21%。盈利质量方面: 2024Q1~Q3 公司毛利率同比-0.2pct 至 44.6%; 销售/管理/财务费用率同比分别+3.2/-0.1/-1.2pct 至 22.0%/4.8%/-0.9%; 综合以上, 净利率同比-2.7pct 至 12.9%。

单三季度: 收入同比-11%/归母净利润同比-65%。2024Q3 公司收入为 38.9 亿元, 同比-11%; 业绩为 2.7 亿元, 同比-65%; 扣非业绩为 2.4 亿元, 同比-57%。盈利质量方面: 2024Q3 公司毛利率同比-1.1pct 至 42.8%; 销售/管理/财务费用率同比分别+5.8/+0.3/-1.6pct 至 24.8%/6.6%/-1.2%; 综合以上, 净利率同比-9.1pct 至 8.4%。

分品牌: 主品牌表现低于预期, 斯搏兹业务快速增长。

1) 主品牌: 2024Q1~Q3 收入同比-5%至 113.0 亿元 (其中 H1 同比+3%/Q3 同比-27%, 环比走弱, 我们判断主要系线下客流扰动店效表现), 毛利率同比+0.9pct 至 45.3%。HLA 主品牌坚持持续打造科技功能、时尚 IP、品质环保等系列产品, 聚焦核心品类, 提升产品品质, 优越的性价比受到消费市场欢迎。

2) 团购定制系列: 2024Q1~Q3 收入同比-14%至 14.6 亿元 (其中 H1 同比-1%/Q3 同比-37%), 毛利率同比-0.8pct 至 47.2%。我们估计季度之间增速波动主要系发货及确认收入节奏影响, 2024 全年团购业务收入估计表现稳健。

3) 其他品牌: 2024Q1~Q3 收入同比+20%至 17.6 亿元 (其中 H1 同比-15%/Q3 同比+110%, Q3 高速增长主要系斯搏兹并表影响), 毛利率同比-1.3pct 至 53.3%。目前上海海澜合计持有斯搏兹 51% 的股权, 我们根据业务表现判断 2024 年以来斯搏兹品牌管理业务线下、电商均进展顺利, 后续有望继续带动其他品牌板块收入快速增长。

分渠道: 线下表现承压, 电商同比快速增长, 渠道结构优化带动直营优于加盟。

1) 分渠道: 电商快速增长, 线下走势较弱。①线下: 2024Q1~Q3 收入同比-12%至 113.2 亿元 (其中 H1 同比-6%/Q3 同比-26%)。②线上: 2024Q1~Q3 收入同比+45%至 32.0 亿元 (其中 H1 同比+47%/Q3 同比+40%, 我们判断增速较快主要系斯搏兹并表所致)。

2) 分销售模式: 直营表现优于加盟, 主要系公司主动优化渠道结构。①直营: 2024Q1~Q3 收入同比+4%至 33.3 亿元 (其中 H1 同比+7%/Q3 同比-2%)。②加盟及其他: 2024Q1~Q3 收入同比-4%至 97.3 亿元 (其中 H1 同比-1%/Q3 同比-14%)。店数层面, 2024Q3 末主品牌直营/加盟店数较年初分别+127/-231 家至 1379/4493 家, 我们根据开店情况判断公司以直营门店重点拓展购物中心, 调整优化渠道结构质量, 2024 全年估计渠道趋势持续。

新业务并表带来库存增加, 现金流管理后续存在改善空间。1) 库存营运方面, 2024Q1~Q3 公司存货周转天数+71.4 天至 346.1 天, 期末存货同比+53.5%至 123.3 亿元, 我们根据业务变化判断存货增加主要系斯搏兹业务并表所致, 主业估计库存保持可控状态。2) 现金流: 2024Q1~Q3 经营性现金流量净额 0.3 亿元, 后续存在改善空间。

期待主品牌线下修复, 其他业务为中长期业绩贡献增量。全年来看: 主品牌线下运营估计短期受到消费环境波动影响, 同时电商健康增长+海外业务崭露头角+斯搏兹业务迅速拓展+团购业务稳健发展, 综合来看, 我们估计 2024 年公司收入有望同比持平左右, 利润估计短期承压、中长期有望稳健增长。

投资建议。考虑近况我们调整盈利预测, 预计 2024~2026 年归母净利润为 23.08/28.13/31.02 亿元, 对应 2024 年 PE 为 12.5 倍, 分红具备吸引力, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游消费需求波动; 主品牌革新效果及终端表现不及预期; 新品牌发展不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	18,562	21,528	21,532	23,983	25,984
增长率 yoy (%)	-8.1	16.0	0.0	11.4	8.3
归母净利润 (百万元)	2,155	2,952	2,308	2,813	3,102
增长率 yoy (%)	-13.5	37.0	-21.8	21.9	10.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.45	0.61	0.48	0.59	0.65
净资产收益率 (%)	14.2	18.2	12.7	15.5	16.7
P/E (倍)	13.4	9.8	12.5	10.3	9.3
P/B (倍)	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24563	25005	24754	28134	27588
现金	12505	11901	12085	14062	12696
应收票据及应收账款	1131	1005	1131	1248	1330
其他应收款	485	393	485	493	567
预付账款	564	230	564	321	638
存货	9455	9337	9855	11356	11694
其他流动资产	423	2138	634	654	664
非流动资产	8185	8708	6441	6193	5715
长期投资	0	194	272	358	473
固定资产	3131	2943	2169	1763	1166
无形资产	908	688	652	538	434
其他非流动资产	4146	4883	3349	3534	3642
资产总计	32749	33713	31195	34327	33303
流动负债	14186	16768	12943	16106	14911
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9536	10085	9434	12425	11173
其他流动负债	4649	6683	3508	3681	3738
非流动负债	4041	907	140	39	-129
长期借款	2777	0	-767	-867	-1036
其他非流动负债	1264	907	907	907	907
负债合计	18227	17675	13082	16146	14782
少数股东权益	-79	-12	-76	-131	-204
股本	995	1056	4803	4803	4803
资本公积	563	941	941	941	941
留存收益	12655	13709	14158	14709	15315
归属母公司股东权益	14601	16050	18188	18312	18724
负债和股东权益	32749	33713	31195	34327	33303

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3137	5230	3164	5469	2092
净利润	2062	2918	2245	2758	3029
折旧摊销	1361	1476	1152	924	1031
财务费用	-23	47	58	13	35
投资损失	0	-186	-126	0	0
营运资金变动	-1044	405	-79	1760	-2015
其他经营现金流	782	570	-86	15	12
投资活动现金流	-543	-777	1327	-690	-566
资本支出	391	630	-1843	-462	-675
长期投资	-153	-432	-78	-86	-115
其他投资现金流	-306	-578	-594	-1238	-1355
筹资活动现金流	-2979	-3198	-4307	-2802	-2893
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	151	-2777	-767	-100	-168
普通股增加	0	61	422	0	0
资本公积增加	-350	378	0	0	0
其他筹资现金流	-2781	-860	-3962	-2702	-2724
现金净增加额	-379	1250	184	1977	-1366

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18562	21528	21532	23983	25984
营业成本	10600	11954	11892	13318	14377
营业税金及附加	131	150	150	167	181
营业费用	3425	4353	4957	5228	5613
管理费用	922	963	1034	1127	1195
研发费用	194	200	237	240	260
财务费用	-23	47	58	13	35
资产减值损失	-504	-452	431	408	442
其他收益	32	22	0	0	0
公允价值变动收益	-19	-3	20	0	0
投资净收益	0	186	126	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	2806	3611	2920	3483	3882
营业外收入	122	30	57	61	67
营业外支出	31	17	17	17	17
利润总额	2897	3624	2959	3527	3932
所得税	835	705	714	769	903
净利润	2062	2918	2245	2758	3029
少数股东损益	-93	-34	-64	-55	-73
归属母公司净利润	2155	2952	2308	2813	3102
EBITDA	4065	4743	3738	4032	4531
EPS (元)	0.45	0.61	0.48	0.59	0.65

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8.1	16.0	0.0	11.4	8.3
营业利润(%)	-13.7	28.7	-19.1	19.3	11.5
归属于母公司净利润(%)	-13.5	37.0	-21.8	21.9	10.3
获利能力					
毛利率(%)	42.9	44.5	44.8	44.5	44.7
净利率(%)	11.6	13.7	10.7	11.7	11.9
ROE(%)	14.2	18.2	12.7	15.5	16.7
ROIC(%)	10.0	13.0	11.0	13.6	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.4	41.9	47.0	44.4
净负债比率(%)	-54.7	-48.4	-68.0	-79.4	-71.3
流动比率	1.7	1.5	1.9	1.7	1.9
速动比率	1.0	0.8	1.1	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	17.2	20.2	20.2	20.2	20.2
应付账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.48	0.59	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.09	0.66	1.14	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.24	3.60	3.63	3.71
估值比率					
P/E	13.4	9.8	12.5	10.3	9.3
P/B	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.1	4.4	4.4	3.6	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年10月30日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com