

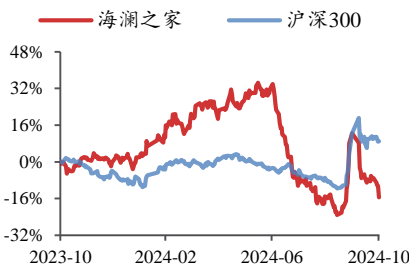
海澜之家 (600398.SH)

2024年10月31日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/10/31
当前股价(元)	5.69
一年最高最低(元)	10.04/5.15
总市值(亿元)	273.28
流通市值(亿元)	273.28
总股本(亿股)	48.03
流通股本(亿股)	48.03
近3个月换手率(%)	71.4

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《Q2 线下承压线上高增, 斯搏兹并表, 延续高分红—公司信息更新报告》-2024.8.22
- 《2023 年业绩亮眼且延续高分红, 2024Q1 稳健增长—公司信息更新报告》-2024.5.4
- 《Q3 男生女生剥离增厚利润, 主品牌稳健&团购高增—公司信息更新报告》-2023.11.15

Q3 弱零售下负经营杠杆显著, 并表及备货推高库存

—公司信息更新报告

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	张霜凝 (分析师)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	zhangshuangning@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790524070006

● Q3 弱零售下负经营杠杆显著, 并表及备货推高库存, 维持“买入”评级

2024Q3 收入 38.89 亿元 (-11%), 归母净利润 2.71 亿元 (-64.9%), 主要系线下收入承压且直营门店占比提升导致负经营杠杆, 扣非归母净利润 2.4 亿元 (-54.2%), 与扣非增速差距在于 2023Q3 剥离男生女生录得 1.6 亿元投资收益。考虑线下零售环境疲弱, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 22.4/25.3/30.0 亿元 (原为 27.8/29.4/32.2 亿元), 当前股价对应 PE 为 12.2/10.8/9.1 倍, 主品牌静待零售环境改善, 增量业务构建多曲线成长, 维持“买入”评级。

● 主品牌: 线上剔除并表及重分类影响后稳健, 线下环比同比净闭而直营净开

(1) 线上: Q3 收入 9.86e (+39%), 剔除斯搏兹并表以及非男装品类重分类后预计实际收入基本持平, 毛利率 46.22% (-6pct) 主要系斯搏兹并表。(2) 团购: Q3 收入 3.76e (-37%), 毛利率 57%, 预计 Q3 接单量回暖将带动 Q4 环比改善。(3) 线下: 弱零售环境下线下门店收入承压, 截至 Q3 线下店 5872 家, 同比-104 家/环比-36 家, 其中直营/加盟 1379/4493 家, 单 Q3 直营/加盟环比净+65/-101 家, 直营净开趋势延续, 主品牌直营占比较 2023 年的 20.1% 提至 23.5%, 直营占比提升致门店刚性费用增多。(4) 海外: 2024Q1-Q3 收入 2.3 亿元 (+20%), 海外门店较年初 62 家净开 16 家达 78 家。

● 其他品牌: 斯搏兹并表导致收入高增, 看好京东奥莱、FCC 双线发力

其他品牌 Q3 收入 8.5 亿元 (+109.7%) 主要系斯搏兹 Q2 开始并表, Q1-Q3 斯搏兹收入预计 9-10 亿元、净利率 15%-16%, 斯搏兹开店带动其他品牌门店同比环比净开 356/208 家。(1) 预计 FCC 项目截至 10 月底开店近 400 家, 快速扩店。(2) 京东奥莱方面, 9 月江阴飞马水城京东奥莱开业, 预计 Q3 推进顺利。

● 毛利率小幅下降、销售费用率提升, 并表及主品牌备货推高存货水平

(1) 盈利能力: 2024Q3 毛利率为 42.8% (-1.1pct), 净利率 12.3% (-11.0pct), 期间费用率 32.1% (+5.4pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别 +5.8/+0.3/+0.96/-1.6pct, 销售费用率提升较多主要系直营门店带来经营负杠杆以及线上投放费用增多, 投资净收益占收入比-3.7pct 以及所得税率提升 4.7pct 致归母净利率 7.0%(-10.7pct), 扣非归母净利率 6.2%(-6.7pct)。(2) 营运端: 截至 2024Q3 末经营性现金流净额为 0.27 亿元 (-98.9%), 主要系斯搏兹并表增加采购。截至 2024Q3 末存货为 123.34 亿元 (+53.47%), 主要系主品牌为应对春节提前而备货、Q3 销售下滑存货积压以及斯搏兹并表所致, 存货周转天数 346 天 (+71 天)。

● 风险提示: 新客户及新品类拓展、盈利能力提升不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	20,668	22,906	25,037
YOY(%)	-8.1	16.0	-4.0	10.8	9.3
归母净利润(百万元)	2,155	2,952	2,235	2,525	3,000
YOY(%)	-13.5	37.0	-24.3	13.0	18.8
毛利率(%)	42.9	44.5	44.2	44.3	44.3
净利率(%)	11.6	13.7	10.8	11.0	12.0
ROE(%)	14.2	18.2	13.2	14.7	16.9
EPS(摊薄/元)	0.45	0.61	0.47	0.53	0.62
P/E(倍)	12.7	9.3	12.2	10.8	9.1
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24563	25005	26705	33253	30073
现金	12505	11901	15484	17775	16692
应收票据及应收账款	1131	1005	1147	1281	1298
其他应收款	485	393	654	456	701
预付账款	564	230	577	365	610
存货	9455	9337	7862	12195	9338
其他流动资产	423	2138	981	1181	1433
非流动资产	8185	8708	7145	6763	6288
长期投资	0	194	293	413	562
固定资产	3131	2943	2054	1545	937
无形资产	908	688	652	538	434
其他非流动资产	4146	4883	4146	4267	4355
资产总计	32749	33713	33850	40016	36361
流动负债	14186	16768	11201	17099	12876
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9536	10085	7294	13201	8870
其他流动负债	4649	6683	3907	3897	4006
非流动负债	4041	907	1104	1092	1034
长期借款	2777	0	0	0	0
其他非流动负债	1264	907	1104	1092	1034
负债合计	18227	17675	12305	18190	13910
少数股东权益	-79	-12	106	239	397
股本	995	1056	4803	4803	4803
资本公积	563	941	941	941	941
留存收益	12655	13709	15592	17719	20246
归属母公司股东权益	14601	16050	21439	21587	22054
负债和股东权益	32749	33713	33850	40016	36361

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3137	5230	2649	5159	1994
净利润	2062	2918	2352	2658	3158
折旧摊销	1361	1476	1138	937	1020
财务费用	-23	47	-131	11	9
投资损失	0	-186	-168	-80	-79
营运资金变动	-1044	405	-503	1659	-2095
其他经营现金流	782	570	-39	-27	-19
投资活动现金流	-543	-777	812	-484	-482
资本支出	391	630	-1209	-613	-701
长期投资	-153	-432	-99	-123	-149
其他投资现金流	-306	-578	-496	-1220	-1332
筹资活动现金流	-2979	-3198	123	-2384	-2595
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	151	-2777	0	0	0
普通股增加	0	61	3746	0	0
资本公积增加	-350	378	0	0	0
其他筹资现金流	-2781	-860	-3623	-2384	-2595
现金净增加额	-379	1250	3583	2291	-1084

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18562	21528	20668	22906	25037
营业成本	10600	11954	11527	12766	13945
营业税金及附加	131	150	144	159	174
营业费用	3425	4353	4919	5360	5583
管理费用	922	963	930	951	1001
研发费用	194	200	238	229	250
财务费用	-23	47	-131	11	9
资产减值损失	-504	-452	-331	-252	-275
其他收益	32	22	25	27	30
公允价值变动收益	-19	-3	21	23	25
投资净收益	-0	186	168	80	79
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	2806	3611	2927	3310	3935
营业外收入	122	30	30	30	30
营业外支出	31	17	17	17	17
利润总额	2897	3624	2941	3323	3948
所得税	835	705	588	665	790
净利润	2062	2918	2352	2658	3158
少数股东损益	-93	-34	118	133	158
归属母公司净利润	2155	2952	2235	2525	3000
EBITDA	4065	4743	3668	3761	4451
EPS(元)	0.45	0.61	0.47	0.53	0.62

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8.1	16.0	-4.0	10.8	9.3
营业利润(%)	-13.7	28.7	-18.9	13.1	18.9
归属于母公司净利润(%)	-13.5	37.0	-24.3	13.0	18.8
获利能力					
毛利率(%)	42.9	44.5	44.2	44.3	44.3
净利率(%)	11.6	13.7	10.8	11.0	12.0
ROE(%)	14.2	18.2	13.2	14.7	16.9
ROIC(%)	10.0	13.0	10.8	12.0	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.4	36.4	45.5	38.3
净负债比率(%)	-54.7	-48.4	-81.5	-92.9	-84.3
流动比率	1.7	1.5	2.4	1.9	2.3
速动比率	1.0	0.8	1.6	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	17.2	20.2	19.2	18.9	19.4
应付账款周转率	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.47	0.53	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.09	0.55	1.07	0.42
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.24	3.59	3.62	3.71
估值比率					
P/E	12.7	9.3	12.2	10.8	9.1
P/B	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.7	4.0	3.5	2.8	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn