

海澜之家 (600398)

2024 年三季报点评: Q3 业绩承压, 期待未来京东奥莱释放增量

买入 (维持)

2024 年 10 月 30 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	18562	21528	20861	23803	25745
同比 (%)	(8.06)	15.98	(3.09)	14.10	8.16
归母净利润 (百万元)	2155	2952	2508	3127	3459
同比 (%)	(13.49)	36.96	(15.05)	24.71	10.60
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.45	0.61	0.52	0.65	0.72
P/E (现价&最新摊薄)	13.44	9.81	11.55	9.26	8.37

投资要点

■ 公司公布 2024 年三季报点评: 前三季度营收 152.59 亿元/yoy-1.99%、归母净利润 19.08 亿元/yoy-22.19%。分季度看, 24Q1/Q2/Q3 营收分别同比+8.72%/-5.88%/-11.01%、归母净利润分别同比+10.41%/-14.42%/-64.88%。Q3 受终端消费低迷影响营收下滑幅度环比扩大, 净利在负向经营杠杆影响下下滑较多。

■ Q3 主品牌及团购业务承压, 其他品牌在斯搏兹并表贡献下高增。1) 分品牌看, ①24Q3 海澜之家系列收入同比-26.5%, 受线下客流影响销售承压。②团购业务收入同比-37.1%, 下半年接单已经有所好转, 预计 Q4 确认收入将有所改善。③其他品牌收入同比+110%, 主要受益于斯搏兹并表增厚。2) 分渠道看, 24Q3 线上/线下收入分别同比+40%/-26%, 线上渠道高增长主要受益于斯搏兹并表, 线下受客流减少影响下滑。截至 24Q3 末线下门店 7129 家/较年初+252 家, 主要来自斯搏兹 FCC 项目门店并表, 截至 24Q3 末海外门店 72 家/较年初+16 家 (海外营收 2.3 亿元/yoy+20%)。3) 分模式看, 24Q3 直营/加盟及其他收入分别同比-2.4%/-14.2%, 直营收入增长主因主品牌购物中心门店数量增多。截至 24Q3 末直营/加盟门店分别 1773/5184 家、较年初+186/+66 家, 开店主要为斯搏兹 FCC 门店。

■ Q3 负向经营杠杆下净利率承压, 存货及现金压力短期增加。1) 毛利率: 24Q3 同比-1.11pct 至 42.81%, 我们判断主因终端销售低迷整体折扣有所下降。2) 费用率: 24Q3 期间费用率同比+5.39pct 至 24.8%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.78/+0.29/+0.96/-1.64pct 至 24.8%/6.62%/1.87%/-1.21%, 销售费用率提升主因直营开店相关费用及广告营销支出增加。3) 归母净利率: 结合 23Q3 确认一笔投资净收益 (剥离男生女生获得) 导致基数较高, 24Q3 归母净利率同比-10.7pct 至 6.98%。4) 存货: 24Q3 末存货 123.34 亿元/yoy+53.5%, 存货周转天数同比+71 天至 346 天, 存货增多主因斯搏兹并表。5) 现金流: 24Q3 经营活动现金流净额-19.7 亿元, 主因收到销售现金减少及斯搏兹货品采购现金支出增多。截至 24Q3 货币资金 60 亿元/yoy-39%, 主因使用现金采购斯搏兹货品。

■ 盈利预测与投资评级: 考虑当前终端消费环境延续偏弱表现以及 9 月斯搏兹京东奥莱开业有望逐步释放业绩, 我们将 24-26 年净利润预测从 27.2/30.3/33.4 亿元调整至 25.1/31.3/34.6 亿元, 对应 PE 为 12/9/8X, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 国内经济和消费疲软、新品牌发展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.03
一年最低/最高价	5.15/10.04
市净率(倍)	1.73
流通 A 股市值(百万元)	28,960.70
总市值(百万元)	28,960.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.49
资产负债率(% ,LF)	47.46
总股本(百万股)	4,802.77
流通 A 股(百万股)	4,802.77

相关研究

《海澜之家(600398): 2024 年中报点评: Q2 线下销售遇冷, 电商+出海增势延续》

2024-08-22

《海澜之家(600398): 2023 年报及 2024 年一季报点评: 业绩稳健优秀, 延续高分红》

2024-05-04

海澜之家三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25,005	27,622	32,396	36,825	营业总收入	21,528	20,861	23,803	25,745
货币资金及交易性金融资产	12,266	15,611	18,935	22,361	营业成本(含金融类)	11,954	11,664	13,209	14,251
经营性应收款项	1,271	1,294	1,476	1,596	税金及附加	150	104	119	129
存货	9,337	8,548	9,733	10,532	销售费用	4,353	4,485	4,999	5,406
合同资产	0	0	0	0	管理费用	963	960	1,071	1,159
其他流动资产	2,131	2,170	2,252	2,336	研发费用	200	229	238	257
非流动资产	8,708	8,654	8,875	9,203	财务费用	47	(80)	(114)	(147)
长期股权投资	194	194	194	194	加:其他收益	22	31	24	26
固定资产及使用权资产	4,294	3,745	3,423	3,186	投资净收益	186	167	190	206
在建工程	74	76	76	75	公允价值变动	(3)	0	0	0
无形资产	688	959	1,201	1,429	减值损失	(457)	(460)	(460)	(460)
商誉	732	932	1,132	1,332	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	299	310	331	339	营业利润	3,611	3,236	4,035	4,462
其他非流动资产	2,426	2,439	2,517	2,647	营业外净收支	13	(5)	(5)	(5)
资产总计	33,713	36,277	41,271	46,028	利润总额	3,624	3,231	4,030	4,457
流动负债	16,768	16,747	18,517	19,709	减:所得税	705	646	806	891
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,312	3,312	3,312	3,312	净利润	2,918	2,585	3,224	3,566
经营性应付款项	10,090	9,913	11,226	12,111	减:少数股东损益	(34)	78	97	107
合同负债	793	817	925	998	归属母公司净利润	2,952	2,508	3,127	3,459
其他流动负债	2,573	2,705	3,055	3,289	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.52	0.65	0.72
非流动负债	907	907	907	907	EBIT	3,592	3,418	4,167	4,543
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,069	4,651	5,200	5,506
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.47	44.09	44.51	44.65
租赁负债	653	653	653	653	归母净利率(%)	13.71	12.02	13.14	13.43
其他非流动负债	254	254	254	254	收入增长率(%)	15.98	(3.09)	14.10	8.16
负债合计	17,675	17,654	19,424	20,616	归母净利润增长率(%)	36.96	(15.05)	24.71	10.60
归属母公司股东权益	16,050	18,557	21,684	25,143					
少数股东权益	(12)	66	162	269					
所有者权益合计	16,038	18,623	21,847	25,412					
负债和股东权益	33,713	36,277	41,271	46,028					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,230	4,450	4,483	4,605	每股净资产(元)	3.56	4.13	4.84	5.63
投资活动现金流	(777)	(1,016)	(1,095)	(1,160)	最新发行在外股份(百万股)	4,803	4,803	4,803	4,803
筹资活动现金流	(3,198)	(39)	(39)	(39)	ROIC(%)	14.90	12.84	13.77	13.17
现金净增加额	1,250	3,395	3,348	3,405	ROE-摊薄(%)	18.39	13.51	14.42	13.76
折旧和摊销	1,476	1,232	1,033	963	资产负债率(%)	52.11	55.66	52.43	48.66
资本开支	(629)	(1,210)	(1,210)	(1,208)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.81	11.55	9.26	8.37
营运资本变动	405	295	(88)	(222)	P/B (现价)	1.70	1.46	1.25	1.07

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，已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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>