

2024 年 11 月 02 日

Q3 负杠杆效应显现，斯博兹并表贡献加大

海澜之家(600398)

评级:	买入	股票代码:	600398
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	9.62/5.18
目标价格:		总市值(亿)	269.44
最新收盘价:	5.61	自由流通市值(亿)	269.44
		自由流通股数(百万)	4,802.77

事件概述

24Q3 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 38.89/2.71/2.40 亿元、同比下降 11.01%/64.88%/57.15%，Q3 既又斯博兹的并表正向贡献、又有去年处置男生女生一次性贡献投资收益的负向影响。非经主要为非流动资产处置收益 0.07 亿元（23 年同期为 1.60 亿元、为处置男生女生品牌）、政府补贴 0.16 亿元（23 年同期为 0.04 亿元）、金融资产公允价值变动 0.18 亿元（23 年同期为-0.18 亿元）。

2024 年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 152.59/19.08/17.49/0.27 亿元，同比减少 1.99%/22.19%/21.34%/ 98.90%。

分析判断:

线上和斯博兹构成增量贡献，主品牌承压。（1）分品牌来看，24Q3 公司主品牌/圣凯诺/其他品牌营收分别为 23.82/3.76/8.52 亿元，同比增长-26.6%/-37.1%/109.7%，其他品牌增长主要由于斯博兹并表。24Q3 单季净开店 172 家（直营 96/加盟 76 家）。截至 24Q3 末公司门店共 6957 家（直营/加盟及联营：1773/5184 家），直营/加盟分别同比增长 13%/0.5%，其中主品牌系列共 5872 家（直营/加盟及联营：1379/4493 家），Q3 单季净关 36 家（直营 65/加盟-101），主品牌店数/店效同比增长-2.9%/-24.4%。（2）分渠道来看，24Q3 公司线上/线下业务营收分别为 9.86/26.25 亿元，同比增长 39.7%/-25.9%；其中，24Q3 直营/加盟及其他收入分别为 8.51/23.85 亿元，同比增长-2.4%/-14.2%；Q3 单季直营/加盟店效分别为 45.5/45.3 万元/季，同比减少 13.9%/14.6%。

净利率下降幅度高于毛利率主要由于期间费用率提升、投资收益占比下降、资产+信用减值损失提升。

（1）2024Q3 毛利率为 42.8%、同比下降 1.1PCT，归母净利率为 7.0%，同比下降 10.7PCT。拆分来看：1）分品牌看，主品牌/海澜团购定制系列/其他品牌毛利率分别为 42.4%/57.6%/47.6%、同比增加 0.2/6.6/-7.3PCT；2）分渠道看，线上/线下毛利率分别为 46.2%/44.8%、同比增加-12.5/3.6PCT；直营/加盟毛利率分别为 59.9%/38.0%、同比增加-2.1/0.8PCT。（2）2024Q3 归母净利率为 7.0%、同比下降 10.7PCT。从费用率看，2024Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.8%/6.6%/1.9%/-1.2%、同比增加 5.8/0.3/1.0/-1.6PCT；其他收益占比同比增加 0.3PCT；投资收益占比减少 3.7PCT；公允价值变动损益占比增加 0.9PCT；资产减值损失占比增加 1.0PCT；信用减值损失占比增加 0.2PCT；营业外收入/收入占比减少 0.2PCT；营业外支出/收入占比减少 0.3PCT；所得税/收入减少 1.0PCT。

存货增至近年高位。公司 2024Q3 存货为 123.34 亿元、同比增加 53.5%、环比增加 29.1%；存货周转天数为 346 天、同比增加 71 天。应收/应付账款分别为 12.18/98.85 亿元、同比增长-10.6%/37.8%，应收/应付账款周转天数为 20/298 天、同比增加-2/58 天。

投资建议

我们分析，线上、海外、斯博兹是长期增长点，根据我们测算，未来 3-5 年线上有望做到和线下流水相当的体量，未来斯博兹仍将开店、线上持续扩品类、线下小品牌有望扭亏。基于斯博兹并表，调整盈利预测，上调 24-26 年收入预测 211.77/222.35/237.65 亿元至 218.23/237.04/248.68 亿元；下调 24-26 年归母净利预测 28.69/30.43/32.51 亿元至 22.87/25.40/28.90 亿元；对应下调 24-26 年 EPS 预测 0.60/0.63/0.68 元至

0.48/0.53/0.60 元。2024 年 11 月 1 日收盘价 5.61 元对应 PE 分别为 12/11/9X，股息率 7.63%，维持“买入”评级。

风险提示

线上增速放缓风险；加盟商关店风险；存货跌价风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,823	23,704	24,868
YoY (%)	-8.1%	16.0%	1.4%	8.6%	4.9%
归母净利润(百万元)	2,155	2,952	2,287	2,540	2,879
YoY (%)	-13.5%	37.0%	-22.5%	11.1%	13.3%
毛利率 (%)	42.9%	44.5%	44.9%	45.2%	45.4%
每股收益 (元)	0.45	0.61	0.48	0.53	0.60
ROE (%)	14.8%	18.4%	13.2%	13.7%	14.5%
市盈率	19.68	14.37	11.78	10.61	9.36

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,528	21,823	23,704	24,868	净利润	2,918	2,231	2,490	2,837
YoY (%)	16.0%	1.4%	8.6%	4.9%	折旧和摊销	1,476	467	497	527
营业成本	11,954	12,031	12,997	13,585	营运资金变动	405	-1,566	-286	-510
营业税金及附加	150	131	142	149	经营活动现金流	5,230	1,596	3,179	3,349
销售费用	4,353	5,171	5,642	5,728	资本开支	-629	-295	-335	-370
管理费用	963	976	1,036	1,062	投资	-129	0	0	0
财务费用	47	-45	-49	-55	投资活动现金流	-777	-366	-405	-440
研发费用	200	203	197	182	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-452	-496	-512	-531	债务募资	0	0	0	0
投资收益	186	11	12	12	筹资活动现金流	-3,198	-973	-1,297	-1,598
营业利润	3,611	2,915	3,298	3,760	现金净流量	1,250	256	1,477	1,311
营业外收支	13	21	23	23					
利润总额	3,624	2,936	3,321	3,782	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	705	705	830	946	成长能力 (%)				
净利润	2,918	2,231	2,490	2,837	营业收入增长率	16.0%	1.4%	8.6%	4.9%
归属于母公司净利润	2,952	2,287	2,540	2,879	净利润增长率	37.0%	-22.5%	11.1%	13.3%
YoY (%)	37.0%	-22.5%	11.1%	13.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.61	0.48	0.53	0.60	毛利率	44.5%	44.9%	45.2%	45.4%
					净利率	13.6%	10.2%	10.5%	11.4%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	8.8%	6.9%	7.3%	7.8%
货币资金	11,901	12,158	13,634	14,945	净资产收益率 ROE	18.4%	13.2%	13.7%	14.5%
预付款项	230	361	390	408	偿债能力 (%)				
存货	9,337	7,911	8,546	8,933	流动比率	1.49	1.65	1.69	1.75
其他流动资产	3,536	3,872	3,872	3,977	速动比率	0.92	1.09	1.12	1.17
流动资产合计	25,005	24,301	26,442	28,263	现金比率	0.71	0.82	0.87	0.92
长期股权投资	194	194	194	194	资产负债率	52.4%	47.5%	47.2%	46.4%
固定资产	2,943	2,871	2,803	2,740	经营效率 (%)				
无形资产	688	662	636	609	总资产周转率	0.64	0.66	0.68	0.68
非流动资产合计	8,708	8,640	8,583	8,532	每股指标 (元)				
资产合计	33,713	32,941	35,025	36,795	每股收益	0.61	0.48	0.53	0.60
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.34	3.62	3.87	4.14
应付账款及票据	10,085	7,581	8,190	8,561	每股经营现金流	1.09	0.33	0.66	0.70
其他流动负债	6,683	7,157	7,439	7,600	每股股利	0.00	0.92	1.23	1.51
流动负债合计	16,768	14,739	15,629	16,160	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	9.13	11.78	10.61	9.36
其他长期负债	907	907	907	907	PB	2.22	2.44	2.28	2.13
非流动负债合计	907	907	907	907					
负债合计	17,675	15,645	16,536	17,067					
股本	1,056	1,056	1,056	1,056					
少数股东权益	-12	-68	-118	-160					
股东权益合计	16,038	17,296	18,489	19,728					
负债和股东权益合计	33,713	32,941	35,025	36,795					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。