

研究所:

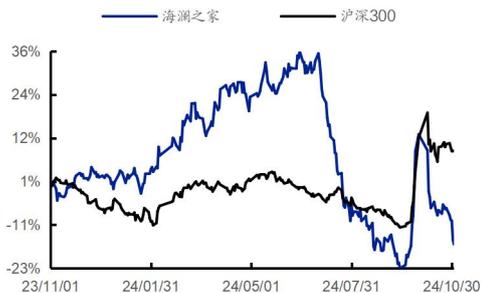
证券分析师: 马川琪 S0350523050001  
macq@ghzq.com.cn

证券分析师: 廖小慧 S0350524080002  
liaoxh@ghzq.com.cn

## Q3 线下经营承压, 等待零售拐点

### ——海澜之家 (600398) 2024Q3 业绩点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/11/01

表现	1M	3M	12M
海澜之家	-26.0%	-8.4%	-16.1%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

2024/11/01

当前价格(元)	5.61
52 周价格区间(元)	5.15-10.04
总市值(百万)	26,943.54
流通市值(百万)	26,943.54
总股本(万股)	480,277.03
流通股本(万股)	480,277.03
日均成交额(百万)	472.58
近一月换手(%)	1.73

相关报告

《海澜之家 (600398) 2024H1 中报点评: 线下经营承压, 电商渠道增速亮眼 (买入)\*服装家纺\*马川琪, 廖小慧》——2024-08-20

《海澜之家 (600398) 2023 年报及 2024 年一季报点评: 2023 年业绩良性增长, 2024Q1 线上及团购业务增速亮眼 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2024-05-01

《海澜之家 (600398) 2023Q3 业绩点评: Q3 业绩超预期, 线上毛利率提升 (买入)\*服装家纺\*杨仁文, 马川琪》——2023-10-31

《海澜之家 (600398) 2023 年中报点评: 2023H1

事件:

海澜之家于 2024 年 10 月 30 日发布 2024Q3 业绩公告: 2024 年前三季度公司实现营业收入 152.59 亿元, 同比下降 1.99%, 归母净利润 19.08 亿元, 同比下降 22.19%, 扣非归母净利润 17.49 亿元, 同比下降 21.34%。基本每股收益 0.41 元, 同比下降 28.07%。

投资要点:

- Q3 线下经营承压, 斯博兹并表带动其他品牌收入同比高增:** 2024 前三季度公司实现营业收入 152.59 亿元, 同比下降 1.99%, 归母净利润 19.08 亿元, 同比下降 22.19%; 2024Q3 公司实现营业收入 38.89 亿元, 同比下降 11.01%, 归母净利润 2.71 亿元, 同比下降 64.88%, 有较大幅度的下降。2024 年前三季度, **1)分品牌**, 海澜之家/海澜团购定制/其他品牌 (含斯博兹) 收入分别为 113.00/14.62/17.59 亿元, 同比-4.95%/-13.55%/+19.59%, 其他品牌的收入有大幅上升。**2)分渠道**, 线上/线下销售渠道收入分别为 31.98/113.22 亿元, 同比+44.67%/-11.82%, 占主营业务收入 22.03%/77.97%, 线上渠道占比较上年同期提升 7.34pct; 直营店/加盟店及其他收入分别为 33.28/97.31 亿元, 同比+4.28%/-4.3%, 直营店发展良好, 维持增长。
- 2024 年前三季度盈利能力略有下降, 现金流同比有较大幅度下降:** 2024 年前三季度公司整体毛利率为 44.59%, 较上年同期下降 0.18pct, 净利率为 12.87%, 较上年同期下降 2.68pct。2024 年前三季度, **1)分品牌**, 海澜之家/海澜团购定制/其他品牌毛利率 45.33%/47.21%/53.27%, 较上年同期变动 +0.87pct/-0.84pct/-1.25pct, 海澜之家毛利率稳步提升。**2)分渠道**, 直营店/加盟店及其他毛利率 61.96%/41.08%, 较上年同期变动 -0.41pct/+0.79pct, 加盟店毛利率有小幅提升; 线上/线下销售渠道毛利率 48.37%/45.95%, 较上年同期变动-1.9pct/+0.87pct, 线下渠道毛利率小幅提升。**3)费用率方面**, 2024 年前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 21.97%/4.8%/1.21%, 较去年同期 +3.2pct/-0.09pct/+0.29pct, 整体费控效果较为稳定。**4)现金流方面**, 2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流净额为 0.27 亿元, 同比下降 98.9%, 现金流有较大幅度下降。

业绩复苏，盈利能力提升明显（买入）\*服装家纺\*  
杨仁文，马川琪——2023-09-01

- **主品牌直营店积极扩张，积极拓展多种销售渠道：**截至 2024Q3，公司实体门店数量 7129 家，前三季度净增加 252 家。前三季度，海澜之家主品牌直营店净新增 127 家至 1379 家，加盟店净减少 231 家至 4493 家。其他品牌直营店净增加 59 家至 490 家，加盟店净增加 297 家至 767 家。
- **盈利预测和投资评级：**考虑当下消费环境的不确定性，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现收入 213.9/233.6/253.7 亿元人民币，同比-1%/+9%/+9%；归母净利润 23.4/27.7/30.9 亿元人民币，同比-21%/+18%/+12%；对应 2024 年 11 月 1 日收盘价，PE 分别为 11.5/9.7/8.7x。2024 年，受整体消费环境影响，短期经营承压，长期看好公司作为优质且符合大众需求的龙头品牌持续巩固核心竞争力并提升利润率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；新业务增长不及预期风险；新品牌渠道扩张不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21528	21386	23356	25365
增长率(%)	16	-1	9	9
归母净利润（百万元）	2952	2344	2770	3090
增长率(%)	37	-21	18	12
摊薄每股收益（元）	0.68	0.49	0.58	0.64
ROE(%)	18	14	17	19
P/E	10.91	11.50	9.73	8.72
P/B	2.03	1.66	1.65	1.62
P/S	1.51	1.26	1.15	1.06
EV/EBITDA	4.85	3.95	3.43	3.02

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海澜之家盈利预测表

证券代码:	600398				股价:	5.61				投资评级:	买入				日期:	2024/11/01			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	18%	14%	17%	19%	EPS	0.68	0.49	0.58	0.64										
毛利率	44%	45%	45%	45%	BVPS	3.66	3.38	3.39	3.45										
期间费率	25%	28%	27%	27%	<b>估值</b>														
销售净利率	14%	11%	12%	12%	P/E	10.91	11.50	9.73	8.72										
<b>成长能力</b>					P/B	2.03	1.66	1.65	1.62										
收入增长率	16%	-1%	9%	9%	P/S	1.51	1.26	1.15	1.06										
利润增长率	37%	-21%	18%	12%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.64	0.63	0.66	0.69	<b>营业收入</b>	<b>21528</b>	<b>21386</b>	<b>23356</b>	<b>25365</b>										
应收账款周转率	21.42	16.60	17.91	17.92	营业成本	11954	11869	12916	13976										
存货周转率	2.31	2.25	2.23	2.26	营业税金及附加	150	150	163	178										
<b>偿债能力</b>					销售费用	4353	4919	5302	5707										
资产负债率	52%	52%	54%	55%	管理费用	963	1112	1144	1218										
流动比	1.49	1.54	1.54	1.55	财务费用	47	-40	-53	-71										
速动比	0.84	0.86	0.86	0.87	其他费用/(-收入)	200	278	280	342										
					<b>营业利润</b>	<b>3611</b>	<b>3076</b>	<b>3577</b>	<b>3992</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	13	10	10	10										
现金及现金等价物	12266	12527	13645	14516	<b>利润总额</b>	<b>3624</b>	<b>3086</b>	<b>3587</b>	<b>4002</b>										
应收款项	1005	1288	1304	1415	所得税费用	705	694	789	880										
存货净额	9337	9505	10454	11206	<b>净利润</b>	<b>2918</b>	<b>2392</b>	<b>2798</b>	<b>3122</b>										
其他流动资产	2396	2862	2837	2936	少数股东损益	-34	48	28	31										
<b>流动资产合计</b>	<b>25005</b>	<b>26181</b>	<b>28240</b>	<b>30073</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2952</b>	<b>2344</b>	<b>2770</b>	<b>3090</b>										
固定资产	2943	2771	2584	2388															
在建工程	74	38	21	11	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	5497	4939	4485	4194	<b>经营活动现金流</b>	<b>5230</b>	<b>3424</b>	<b>4888</b>	<b>4942</b>										
长期股权投资	194	196	262	328	净利润	2952	2344	2770	3090										
<b>资产总计</b>	<b>33713</b>	<b>34126</b>	<b>35592</b>	<b>36994</b>	少数股东损益	-34	48	28	31										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1476	1698	1602	1639										
应付款项	10085	9927	10970	11797	公允价值变动	3	-6	-8	-9										
合同负债	793	712	879	910	营运资金变动	405	-721	425	118										
其他流动负债	5891	6326	6482	6704	<b>投资活动现金流</b>	<b>-777</b>	<b>-1020</b>	<b>-1104</b>	<b>-1304</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>16768</b>	<b>16965</b>	<b>18331</b>	<b>19411</b>	资本支出	-629	-934	-904	-904										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-129	-90	-206	-407										
其他长期负债	907	907	907	907	其他	-18	4	6	7										
<b>长期负债合计</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>907</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3198</b>	<b>-2178</b>	<b>-2700</b>	<b>-2800</b>										
<b>负债合计</b>	<b>17675</b>	<b>17872</b>	<b>19238</b>	<b>20317</b>	债务融资	0	0	0	0										
实收资本(或股本)	1056	1478	1478	1478	权益融资	0	422	0	0										
股东权益	16038	16254	16354	16676	其它	-3198	-2600	-2700	-2800										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33713</b>	<b>34126</b>	<b>35592</b>	<b>36994</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1250</b>	<b>228</b>	<b>1086</b>	<b>839</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

## 【分析师承诺】

马川琪，廖小慧，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。