

公司研究 | 点评报告 | 海澜之家 (600398.SH)

海澜之家 2024Q3 点评:线下主品牌拖累整体业绩,销售费用提升明显

报告要点

展望:多曲线布局促未来业绩稳增,仍为红利中的优质标的。预计主品牌线下零售对未来业绩拖累渐消化,多曲线成长性强兑现叠加增量业务有序布局下,未来业绩有望稳健增长。此外,公司自由现金流高、业绩稳定性强、账面资金盈余高、未分配利润倍数大,具备持续且较优的分红能力,近年分红比例有望维持 90%左右。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 22.3/25.4/30.5 亿,同比-25%/+14%/+20%,对应 PE 为 13/12/10X,24 年股息率达~7%,维持“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

海澜之家 (600398.SH)

2024-11-11

海澜之家 2024Q3 点评：线下主品牌拖累整体业绩，销售费用提升明显

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2024Q3 实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 38.89、2.71、2.40 亿元，同比变动-11%、-65%、-57%。收入业绩均低于预期（先前预期归母-40%~-30%）。前三季度共实现营收、归母、扣非 152.59、19.08、17.49 亿元，同比-2%、-22%、-21%。

事件评论

- 弱零售拖累主品牌线下销售，加盟延续强关店。1) 主品牌：**Q3 收入-27%，拆分来看，在弱零售环境下线下门店销售预计同比下滑较多，其中加盟承压较为显著，电商收入同比+40%主因斯博兹业务并表贡献，剔除斯博兹并表后预计同比下降~20%主因去年管理费计入口径差异。Q3 主品牌毛利率预计同比基本持平。此外，消费弱市下街铺客流下滑明显，公司低效门店优化导致加盟渠道净关 101 家，关店力度持续加强（Q2 净关 93 家），以购物中心为主的直营店维持净开。2) **团购：**Q3 高基数叠加竞争加剧下收入-37%，团购业务加大价格竞争策略下，Q3 毛利率-4pct 至 50.3%。3) **其他品牌：**Q3 收入+110%，前三季度若剔除斯博兹收入并表贡献预计收入基本同比下降 10%+预计主因男生女生 2023Q3 剥离影响、其余小品牌（OVV&英氏&优选）下滑拖累。此外，斯博兹强开店下推进带动门店净开 51 家。
- 电商及非主营业务拖累毛利率，直营扩张致销售费用提升明显。**Q3 电商及非主营收入毛利率下降较多拖累公司毛利率-1.1pct，销售费用率+5.8pct 至 24.8%，主因直营开店固定费用投入增加所致，研发费用率+1.0pct 主要因为本期研发中心项目结项。综上，公司 Q3 归母净利率同比-10.7pct 至 7.0%。
- 展望：多曲线布局促未来业绩稳增，仍为红利中的优质标的。**预计主品牌线下弱零售对未来业绩拖累渐消化，多曲线成长性强兑现叠加增量业务有序布局下，未来业绩有望稳健增长。此外，公司自由现金流高、业绩稳定性强、账面资金盈余高、未分配利润倍数大，具备持续且较优的分红能力，近年分红比例有望维持 90%左右。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 22.3/25.4/30.5 亿，同比-25%/+14%/+20%，对应 PE 为 13/12/10X，2024 年股息率~7%，维持“买入”评级。

风险提示

- 终端零售环境变化；
- 品牌库存去化不及预期；
- 国内外宏观经济变化。

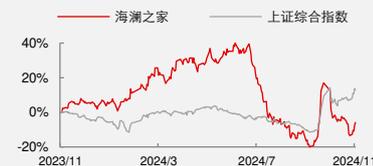
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.10
总股本(万股)	480,277
流通A股/B股(万股)	480,277/0
每股净资产(元)	3.49
近12月最高/最低价(元)	10.04/5.15

注：股价为 2024 年 11 月 8 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海澜之家 2024H1 点评：电商增势亮眼，主品牌线下及团购拖累 Q2 业绩》2024-09-19
- 《海澜之家 2023A&2024Q1 业绩点评：2023 年分红率提至 91%，2024Q1 电商&团购业务高增》2024-05-22
- 《海澜之家 2023Q3 点评：电商/团购等第二增长曲线亮眼，业绩表现超预期》2023-12-01

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、终端零售环境变化：天气等变化可能导致终端零售环境受到影响；
- 2、品牌库存去化不及预期：零售环境较弱影响品牌库存去化的进度，进而对品牌下单产生影响；
- 3、国内外宏观经济变化：国内外宏观经济若延续较弱，则持续削弱居民消费能力和消费意愿，服装作为可选消费品类受损相对明显。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21528	19055	23979	27821	货币资金	11901	12822	14060	15808
营业成本	11954	10911	13689	15674	交易性金融资产	365	365	365	365
毛利	9573	8144	10290	12147	应收账款	1005	976	1185	1394
%营业收入	44%	43%	43%	44%	存货	9337	9382	11966	13708
营业税金及附加	150	133	168	195	预付账款	230	334	367	440
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2166	2162	2251	2342
销售费用	4353	3935	5048	5940	流动资产合计	25005	26041	30193	34057
%营业收入	20%	21%	21%	21%	长期股权投资	194	194	194	194
管理费用	963	896	1199	1419	投资性房地产	886	886	886	886
%营业收入	4%	5%	5%	5%	固定资产合计	2943	2660	2376	2093
研发费用	200	229	312	376	无形资产	688	688	688	688
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	732	732	732	732
财务费用	47	-210	-210	-210	递延所得税资产	542	542	542	542
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	2722	2722	2722	2722
加: 资产减值损失	-452	-297	-479	-413	资产总计	33713	34466	38335	41915
信用减值损失	-4	-4	-11	-8	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0	应付款项	8769	7473	8251	8589
投资收益	186	60	70	70	预收账款	5	5	6	7
营业利润	3611	2942	3382	4108	应付职工薪酬	539	566	699	789
%营业收入	17%	15%	14%	15%	应交税费	696	740	904	1035
营业外收支	13	26	26	27	其他流动负债	6759	7175	8125	8552
利润总额	3624	2968	3407	4135	流动负债合计	16768	15959	17985	18971
%营业收入	17%	16%	14%	15%	长期借款	0	500	900	1200
所得税费用	705	683	784	951	应付债券	0	0	0	0
净利润	2918	2285	2624	3184	递延所得税负债	84	84	84	84
归属于母公司所有者的净利润	2952	2225	2537	3051	其他非流动负债	822	822	822	822
少数股东损益	-34	60	87	133	负债合计	17675	17366	19792	21078
EPS (元)	0.68	0.46	0.53	0.64	归属于母公司所有者权益	16050	17052	18408	20569
					少数股东权益	-12	48	135	268
现金流量表 (百万元)					股东权益	16038	17100	18543	20837
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	33713	34466	38335	41915
经营活动现金流净额	5230	1557	1921	2239					
取得投资收益收回现金	0	60	70	70	基本指标				
长期股权投资	-194	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-629	27	28	29	每股收益	0.68	0.46	0.53	0.64
其他	46	0	0	0	每股经营现金流	1.19	0.32	0.40	0.47
投资活动现金流净额	-777	87	98	99	市盈率	10.91	13.17	11.55	9.60
债券融资	-2777	0	0	0	市净率	2.03	1.72	1.59	1.42
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	4.85	6.47	5.22	4.14
银行贷款增加(减少)	0	500	400	300	总资产收益率	8.8%	6.5%	6.6%	7.3%
筹资成本	-1896	-1223	-1181	-890	净资产收益率	18.4%	13.0%	13.8%	14.8%
其他	1475	0	0	0	净利率	13.7%	11.7%	10.6%	11.0%
筹资活动现金流净额	-3198	-723	-781	-590	资产负债率	52.4%	50.4%	51.6%	50.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1256	921	1237	1748	总资产周转率	0.64	0.55	0.63	0.66

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。