海澜之家（600398.SH）

一季度业绩企稳回升，京东奥莱新业态增量可期

优于大市

核心观点

全年收入微降，利润端承压，维持91%高分红。海澜之家作为国内大众男装龙头品牌，2024年在消费环境疲软、四季度天气不利等压力下实现营业收入209.57亿元（同比-2.7%），归母净利润21.59亿元（同比-26.9%）。毛利率基本持平在44.5%，销售费用率同比+2.9pct至23.1%，主要受直营门店扩张及广告费用增加影响；财务费用率同比-1.1pct，其他费用率基本稳定。归母净利率同比-3.1pct至10.4%，净利率下滑主要受斯搏兹并表、直营相关销售费用增加、以及部分非经因素影响。期末存货119.9亿元（同比+28.4%），主要因斯搏兹并表及冬装受天气影响销售不畅，存货周转天数升至330天（同比+47天）。维持高分红，全年派息19.69亿元，分红率约91%。

分季度表现：Q4压力显著，Q1企稳回升。2024Q4单季度收入57.0亿元（同比-4.4%），归母净利润2.51亿元（同比-49.8%），主要受1.6亿元存货跌价准备计提及7500万斯搏兹商誉减值影响，剔除特殊因素，Q4利润端同比降幅收窄至3%。2025Q1实现营收61.9亿元（同比+0.2%），归母净利润9.35亿元（同比+5.5%），毛利率46.6%基本持平，归母净利率同比+0.8百分点至15.1%，展现企稳迹象。

主品牌短期承压，新业态增量可期。1）海澜之家主品牌：全年收入152.7亿元（同比-7.2%），毛利率46.5%（+1.3pct）。直营门店净增216家至1468家，加盟店净减359家至4365；外市场收入3.55亿元（+30.8%，门店达101家。**2）团购业务：**收入22.2亿元（-2.5%），毛利率下滑6.5pct至40.3%，反映政企采购预算收缩下的价格竞争压力。**3）其他品牌：**合计收入26.7亿元（+32.4%），主要包括斯搏兹旗下业务、OVV、英氏。其中斯搏兹（含五哲体育+阿迪达斯FCC+京东奥莱）5-12月并表收入9.94亿元，净利润0.67亿元，成为重要增量，其中京东奥莱由于2024年仅开一家店贡献相对较小，至今已有17家门店开出，后续有望通过快速开店叠加轻资产高盈利模式贡献更多业绩增量。**4）分渠道看：**线上渠道表现亮眼，全年收入44.2亿元（+35.6%）；线下整体收入157.4亿元（-10.0%）。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：主业有望企稳，斯搏兹未来增长可期。京东奥莱和阿迪FCC业务，预计未来3-5年都有新店快速开出，其中京东奥莱以轻资产、高盈利模式运营，预计增速和带来的利润贡献可观。基于2024年加盟店数调整对加盟业务影响持续，我们小幅下调盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为24.6/27.6/30.1亿元，同比+14.1%/12%/9.1%；维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	22,477	24,096	25,069
(+/-%)	16.0%	-2.7%	7.3%	7.2%	4.0%
净利润(百万元)	2952	2159	2463	2758	3009
(+/-%)	37.0%	-26.9%	14.1%	12.0%	9.1%
每股收益（元）	0.68	0.49	0.51	0.57	0.63
EBIT Margin	19.5%	16.0%	16.1%	17.2%	18.1%
净资产收益率（ROE）	18.4%	12.7%	14.2%	18.3%	31.8%
市盈率（PE）	11.5	16.0	15.3	13.7	12.6
EV/EBITDA	9.5	13.5	14.1	13.0	13.0
市净率（PB）	2.1	2.0	2.2	2.5	4.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁
0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

证券分析师：刘佳琪
010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.30元
总市值/流通市值	39863/39863百万元
52周最高价/最低价	10.04/5.15元
近3个月日均成交额	312.63百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海澜之家（600398.SH）-大众男装龙头，打造京东奥莱新物种》——2025-02-26
《海澜之家（600398.SH）-第三季度收入下滑11%，费用率提升盈利承压》——2024-11-06
《海澜之家（600398.SH）-上半年收入增长1.5%，中期分红率67.5%》——2024-08-21
《海澜之家（600398.SH）-第一季度净利润增长10%，电商表现亮眼》——2024-05-04
《海澜之家（600398.SH）-第三季度净利润增长63%，电商表现亮眼》——2023-11-01

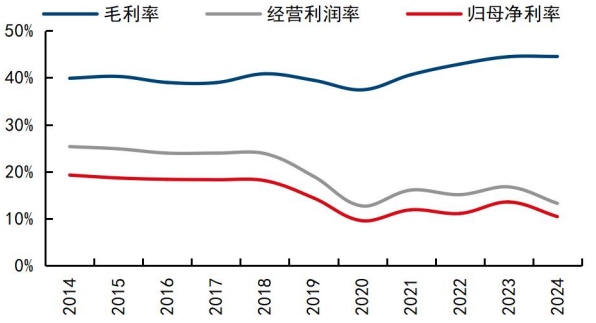
图1：公司营业收入及增速（亿元，%）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润和增长（亿元，%）

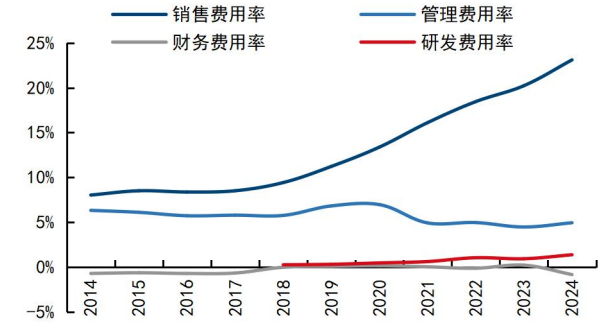
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率（%）



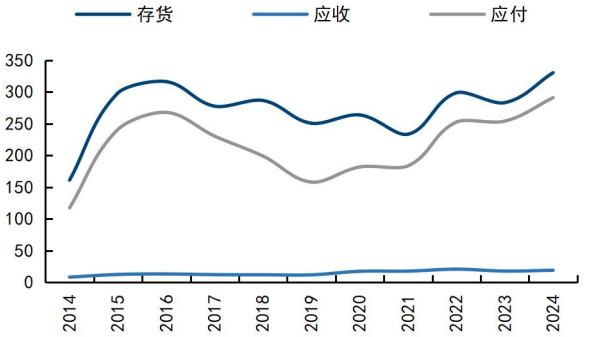
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变动（%）



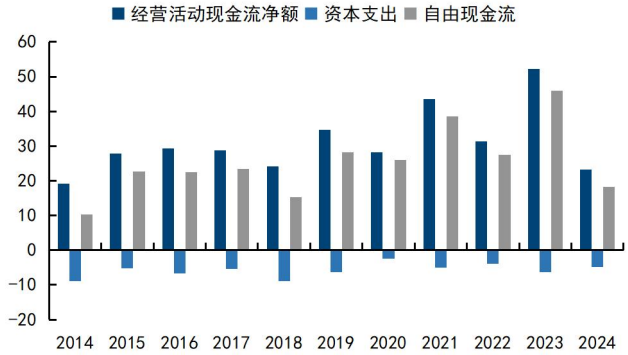
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转（天）



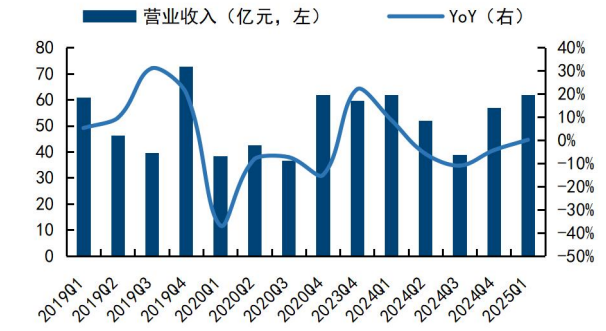
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司经营活动现金流净额及自由现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增速（亿元，%）

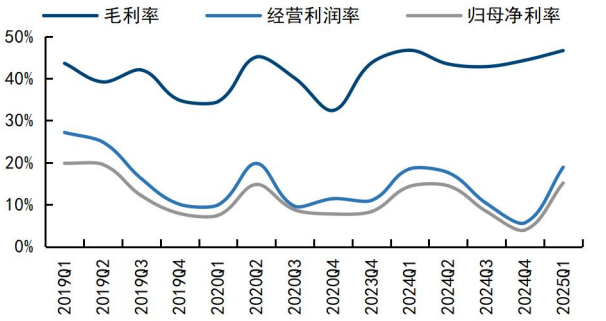


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润和增长（亿元，%）

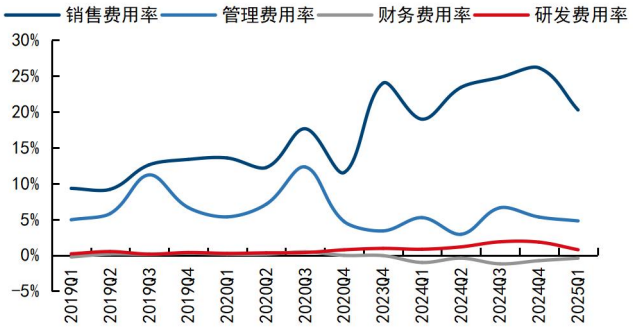
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度利润率



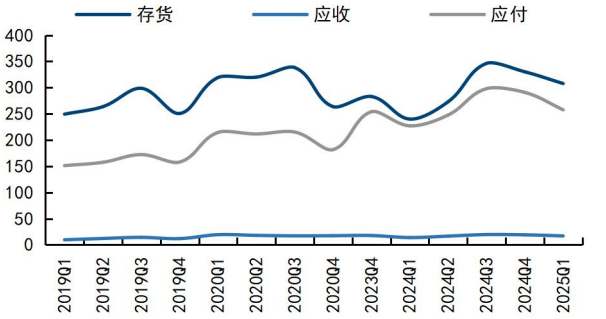
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率



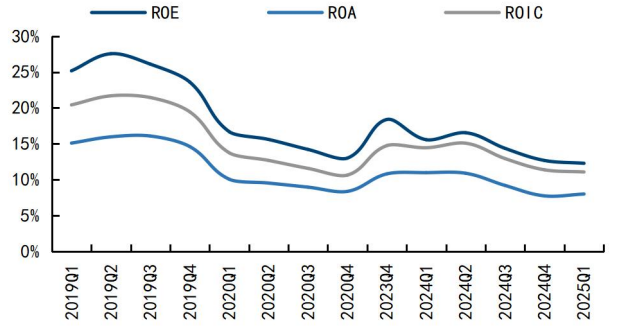
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司营运资金周转（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司 ROE/ROA/ROIC



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：主业有望企稳，斯搏兹未来增长可期

公司经历 2024 年宏观消费疲软的低谷期，在刺激内需政策以及出海和电商渠道带动下，品牌业务增速有望企稳；斯搏兹的京东奥莱和阿迪 FCC 业务，预计未来 3-5 年都有新店快速开出，其中京东奥莱以轻资产、高盈利模式运营，预计增速和带来的利润贡献可观。基于 2024 年加盟店数调整对加盟业务影响持续，我们小幅下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 24.6/27.6/30.1 亿元（2025-2026 年前值为 26.5/29.9 亿元），同比增速分别为 14.1%/12%/9.1%；维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	22,477	24,096	25,069
(+/-%)	16.0%	-2.7%	7.3%	7.2%	4.0%
净利润(百万元)	2952	2159	2463	2758	3009
(+/-%)	37.0%	-26.9%	14.1%	12.0%	9.1%
每股收益（元）	0.68	0.49	0.51	0.57	0.63
EBIT Margin	19.5%	16.0%	16.1%	17.2%	18.1%
净资产收益率（ROE）	18.4%	12.7%	14.2%	18.3%	31.8%
市盈率（PE）	11.5	16.0	15.3	13.7	12.6
EV/EBITDA	9.5	13.5	14.1	13.0	13.0
市净率（PB）	2.1	2.0	2.2	2.5	4.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	g 2025-2026	PEG 2025	总市值（人民币亿元）
600398.SH	海澜之家	优于大市	7.9	0.49	0.51	0.57	16.0	15.3	13.7	12.0%	1.28	385.2
可比公司												
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	3.8	0.34	0.43	0.47	11.1	8.8	8.0	9.3%	0.95	55.2
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	16.5	1.37	1.80	1.96	12.1	9.2	8.4	8.9%	1.03	97.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测和整理。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11901	6794	10000	10000	10000
应收款项	1398	1764	1892	2028	2110
存货净额	9337	11987	12203	12454	12556
其他流动资产	568	770	826	885	921
流动资产合计	**25005**	**22453**	**26059**	**26506**	**26726**
固定资产	3017	2895	2193	1734	1238
无形资产及其他	688	648	622	596	570
投资性房地产	4809	7435	7435	7435	7435
长期股权投资	194	0	0	0	0
资产总计	**33713**	**33431**	**36310**	**36271**	**35969**
短期借款及交易性金融负债	3312	974	2246	4346	10018
应付款项	10085	11259	11462	11698	11794
其他流动负债	3371	3023	4123	4364	4487
流动负债合计	**16768**	**15256**	**17832**	**20408**	**26299**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	907	888	804	719	635
长期负债合计	**907**	**888**	**804**	**719**	**635**
负债合计	**17675**	**16144**	**18635**	**21127**	**26934**
少数股东权益	(12)	276	294	108	(434)
股东权益	16050	17011	17381	15036	9470
负债和股东权益总计	**33713**	**33431**	**36310**	**36271**	**35969**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.68	0.49	0.51	0.57	0.63
每股红利	0.44	0.87	0.44	1.06	1.79
每股净资产	3.72	3.88	3.62	3.13	1.97
ROIC	19%	15%	16%	18%	20%
ROE	18%	13%	14%	18%	32%
毛利率	44%	45%	47%	50%	51%
EBIT Margin	19%	16%	16%	17%	18%
EBITDA Margin	25%	18%	18%	19%	20%
收入增长	16%	-3%	7%	7%	4%
净利润增长率	37%	-27%	14%	12%	9%
资产负债率	52%	49%	52%	59%	74%
息率	5.5%	11.0%	6.1%	14.8%	24.9%
P/E	11.5	16.0	15.3	13.7	12.6
P/B	2.1	2.0	2.2	2.5	4.0
EV/EBITDA	9.5	13.5	14.1	13.0	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**21528**	**20957**	**22477**	**24096**	**25069**
营业成本	11954	11628	11889	12144	12263
营业税金及附加	150	116	123	131	135
销售费用	4353	4841	5424	6163	6562
管理费用	979	1093	1443	1542	1600
财务费用	47	(175)	(192)	(206)	(214)
投资收益	186	124	45	48	50
资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(605)	(642)	(662)
其他收入	(18)	(249)	54	56	57
营业利润	3611	2780	3284	3783	4169
营业外净收支	13	7	7	8	36
利润总额	3624	2787	3291	3791	4204
所得税费用	**705**	**598**	**706**	**814**	**902**
少数股东损益	(34)	30	122	219	293
归属于母公司净利润	2952	2159	2463	2758	3009

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2952	2159	2463	2758	3009
资产减值准备	(69)	116	140	(163)	(171)
折旧摊销	1232	378	383	407	432
公允价值变动损失	603	548	605	642	662
财务费用	47	(175)	(192)	(206)	(214)
营运资本变动	(579)	(4920)	959	(218)	(256)
其它	57	(139)	(121)	(23)	(370)
经营活动现金流	**4196**	**(1859)**	**4427**	**3402**	**3304**
资本开支	0	259	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	(1638)	661	0	0	0
投资活动现金流	**(1832)**	**1114**	**(400)**	**(400)**	**(400)**
权益性融资	(6)	4	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(1896)	(3794)	(2093)	(5102)	(8576)
其它融资现金流	829	3223	1272	2100	5672
融资活动现金流	**(2968)**	**(4362)**	**(821)**	**(3002)**	**(2904)**
现金净变动	**(604)**	**(5107)**	**3206**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	12505	11901	6794	10000	10000
货币资金的期末余额	11901	6794	10000	10000	10000
企业自由现金流	4028	(1643)	3788	3041	3337
权益自由现金流	4857	1579	5102	5144	8890

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032