

海澜之家 (600398.SH)

主业表现平稳，京东奥莱打开想象空间

公司主品牌稳健发展，多年运营沉淀出较好的渠道管理能力，为拓展斯搏兹等零售业务奠定基础。1) HLA 品牌是大众男装品牌龙头，坚持聚焦核心品类，提升产品品质，近年来打造科技功能、时尚 IP、品质环保等系列产品，优越的性价比受到消费市场欢迎，我们判断目前保持稳健运营，2024Q1~Q3 品牌收入同比-5%至 113.0 亿元/毛利率同比增加 0.9pct 至 45.3%。2) HLA 品牌 2024Q3 末门店数量达到 5872 家，其中直营店 1379 家/类直营模式运营的加盟店 4493 家，我们判断门店数量领先同业 (VS 零售商滔搏 FY2025H1/宝胜 2024H1 末直营门店分别 5813/3478 家)，渠道零售运营经验丰富，有望助力公司拓展品牌管理业务并建立竞争力。

2024 年以来京东奥莱等新业务进展顺利，中长期增长逻辑清晰。1) 目前公司通过上海海澜持有斯搏兹 51% 的股权，并于 2024H1 将其纳入公司合并报表范围。斯搏兹子公司 2024 年 5~6 月收入为 1.4 亿元。2) 公司进行京东奥莱业务，主要系进行多品牌折扣产品的销售，包括开设线下“京东奥莱”门店及线上“京东奥莱官方旗舰店”，覆盖品类范围包括户外运动鞋服、男装、女装、鞋类、轻奢、化妆品等，以京东平台在大众消费者中的信任度作为背书，将兼具高性价比、高品牌知名度的产品销往市场，业务发展契合消费趋势。

我们测算品牌管理新业务发展空间：中长期收入展望百亿空间，实际情况视开店增速而定，盈利表现需要持续跟踪。假设代销商品收入全部计入报表，净利率假设主要参考同业公司情况：

1、线下京东奥莱业务：2024 年 9 月京东奥莱线下首店（无锡海澜飞马水城店）开业，我们根据业务拓展节奏判断 2025 年春节前店数有望增加至 10 家左右，目前估计进展顺利。①店数：同业公司 TJX（美国折扣服饰家居时尚零售商龙头）目前全球门店超过 4900 家，我们判断公司京东奥莱在国内拓店规模中长期或有望达上百家，建议重点跟踪拓店规划及兑现情况。②店效：考虑奥莱业态的销售特征，我们判断其门店面积/客单价/店效一般明显高于正价店。③盈利：同业公司 TJX 销售净利率多在 7%~9%，考虑公司京东奥莱业务租金以扣点模式为主，我们判断成熟状态下业务利润率或领先行业水平。

2、线上京东奥莱业务：我们判断目前线上京东奥莱店铺运营仍在调试中，预计 2025H1 库存等有望和线下正式打通，后续业务进度需持续跟踪。

3、线下 Adidas 零售项目：考虑 Adidas 品牌发展成熟，我们判断公司零售项目快速拓店顺利。①店数：我们判断 2025 年有望新开店 300~400 家、到 2025 年末估计门店数量 800 家左右。②店效：我们判断目前次新店店效仍在爬坡中，后续有望稳步提升。③盈利：参考运动产业链零售公司滔搏净利率多为 6%~10%。

行业层面：国内消费市场展现出对“品牌折扣产品”的青睐，为奥莱业态带来持续成长的空间。1) 过去在零售环境波动的背景下，我国奥莱业态一直保持着坚挺的增长势头。据国家统计局及中国百货商业协会估计数据，2023 年我国限额以上单位零售额同比+7.2%，其中奥特莱斯渠道零售额同比+9.5%，好于同期超市、品牌专卖店、便利店、百货店及实物商品网上零售额表现。2) 我国奥莱起步较晚、目前发展历史仅二十余年，当

买入（上调）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	增持
12 月 31 日收盘价（元）	7.50
总市值（百万元）	36,020.78
总股本（百万股）	4,802.77
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	76.66

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《海澜之家 (600398.SH)：主品牌线下待修复，斯搏兹业务快速增长》 2024-10-31
- 《海澜之家 (600398.SH)：短期主品牌线下波动，电商、斯搏兹助力长期增长》 2024-08-20
- 《海澜之家 (600398.SH)：优秀业绩符合预期，高分红具备吸引力》 2024-04-30

前仍在成长阶段。据中国百货商业协会的预测，估计 2023 年中国奥特莱斯市场规模约 2300 亿元，预测到 2025 年将达到 2600 亿元，CAGR 约 6.3%，有望持续表现出良好稳健的增长。

- **需求端：**居民消费态度也逐步趋于理性，在拥有品牌认知度的同时追求高性价比的产品及渠道。我们认为当前国内消费环境特征有望助力奥莱业态中长期持续成长：1) 经历了数十年的市场教育，消费者对于国内外品牌具备一定的认知度；2) 中等收入群体占比较高的同时，居民购买力增速放缓或下降，驱使消费行为决策更加理性，例如追求高性价比的产品和渠道；2) 产品及品牌供给端发展相对成熟。
- **供给端：**为满足市场需求，奥特莱斯业态数量仍在继续增长。据中国百货商业协会统计，2023 年末全国现有奥特莱斯项目约 239 个，其中 2023 年新开业达 17 家，我们判断未来有望继续增加，为消费者提供丰富的选择。

2024 年公司业绩短期承压，预计 2025 恢复健康增长。1) 2024Q1~Q3 公司收入为 152.6 亿元，同比-2%；业绩为 19.1 亿元，同比-22%；扣非业绩为 17.5 亿元，同比-21%。我们判断盈利质量下降主要系销售费用率提升所致，综合估计 2024 全年公司收入同比基本平稳/利润同比下滑。2) 展望 2025 年：期待 2025 年主品牌稳健运营、盈利质量修复，预计品牌管理业务发力有望带动其他品牌收入增长强劲。

- 分业务来看：1) 主品牌：2024Q1~Q3 收入同比-5%至 113.0 亿元，线下运营短期受到消费环境波动影响/电商估计保持稳健增长，期待 2025 年整体以平稳运营为主。2) 团购：2024Q1~Q3 收入同比-14%至 14.6 亿元，我们估计季度之间增速波动主要系发货及确认收入节奏影响，2024 全年团购业务收入估计表现相对稳健。3) 其他品牌：2024Q1~Q3 收入同比+20%至 17.6 亿元，其中 Q3 高速增长主要系斯搏兹并表影响，期待未来快速成长。

营运状态健康，现金流管理后续存在改善空间。1) 库存方面，2024Q1~Q3 公司存货周转天数+71.4 天至 346.1 天，期末存货同比+53.5%至 123.3 亿元，我们根据业务变化判断存货增加主要系斯搏兹业务并表所致，估计主业库存保持健康可控状态。2) 现金流：2024Q1~Q3 经营性现金流量净额为 0.3 亿元，我们判断主要系公司备货旺季，估计后续存在改善空间。

投资建议。公司主品牌是大众男装龙头，近年拓展品牌管理业务、打开成长空间，同时高分红具备吸引力(2021~2023 年股利支付率均达 85%+)。我们略调整盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润为 22.1/27.0/29.8 亿元，对应 2025 PE 为 13 倍，考虑当前公司新业务变化，有望打开中长期成长空间，将评级调整至“买入”评级。

风险提示：下游消费需求波动；主品牌革新效果及终端表现不及预期；新业务及新品牌发展不及预期；测算误差风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18,562	21,528	21,325	23,417	25,429
增长率 yoy (%)	-8.1	16.0	-0.9	9.8	8.6
归母净利润（百万元）	2,155	2,952	2,206	2,696	2,977
增长率 yoy (%)	-13.5	37.0	-25.3	22.2	10.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.45	0.61	0.46	0.56	0.62
净资产收益率 (%)	14.2	18.2	12.2	15.1	16.4
P/E (倍)	16.7	12.2	16.3	13.4	12.1
P/B (倍)	2.6	2.3	2.1	2.1	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 12 月 31 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24563	25005	25477	28704	28318
现金	12505	11901	13030	15011	13637
应收票据及应收账款	1131	1005	1111	1213	1310
其他应收款	485	393	477	479	559
预付账款	564	230	557	308	631
存货	9455	9337	9670	11039	11517
其他流动资产	423	2138	634	654	664
非流动资产	8185	8708	6414	6132	5711
长期投资	0	194	272	358	473
固定资产	3131	2943	2136	1685	1118
无形资产	908	688	652	538	434
其他非流动资产	4146	4883	3354	3551	3686
资产总计	32749	33713	31891	34836	34028
流动负债	14186	16768	12778	15790	14778
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9536	10085	9246	12097	10997
其他流动负债	4649	6683	3532	3693	3781
非流动负债	4041	907	1100	1080	1067
长期借款	2777	0	193	173	160
其他非流动负债	1264	907	907	907	907
负债合计	18227	17675	13878	16870	15845
少数股东权益	-79	-12	-73	-125	-196
股本	995	1056	4803	4803	4803
资本公积	563	941	941	941	941
留存收益	12655	13709	14138	14666	15248
归属母公司股东权益	14601	16050	18086	18092	18379
负债和股东权益	32749	33713	31891	34836	34028

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3137	5230	3069	5337	1956
净利润	2062	2918	2145	2643	2907
折旧摊销	1361	1476	1150	913	1014
财务费用	-23	47	56	7	33
投资损失	0	-186	-126	0	0
营运资金变动	-1044	405	-71	1760	-2011
其他经营现金流	782	570	-86	15	12
投资活动现金流	-543	-777	1356	-646	-605
资本支出	391	630	-1870	-495	-619
长期投资	-153	-432	-78	-86	-115
其他投资现金流	-306	-578	-592	-1227	-1338
筹资活动现金流	-2979	-3198	-3296	-2709	-2725
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	151	-2777	193	-20	-13
普通股增加	0	61	422	0	0
资本公积增加	-350	378	0	0	0
其他筹资现金流	-2781	-860	-3911	-2689	-2712
现金净增加额	-379	1250	1129	1982	-1374

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18562	21528	21325	23417	25429
营业成本	10600	11954	11778	13004	14070
营业税金及附加	131	150	148	163	177
营业费用	3425	4353	4909	5105	5493
管理费用	922	963	1024	1101	1170
研发费用	194	200	235	234	254
财务费用	-23	47	56	7	33
资产减值损失	-504	-452	533	468	509
其他收益	32	22	0	0	0
公允价值变动收益	-19	-3	20	0	0
投资净收益	0	186	126	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	2806	3611	2788	3336	3723
营业外收入	122	30	57	61	67
营业外支出	31	17	17	17	17
利润总额	2897	3624	2828	3380	3774
所得税	835	705	683	737	867
净利润	2062	2918	2145	2643	2907
少数股东损益	-93	-34	-61	-53	-70
归属母公司净利润	2155	2952	2206	2696	2977
EBITDA	4065	4743	3607	3878	4364
EPS (元)	0.45	0.61	0.46	0.56	0.62

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8.1	16.0	-0.9	9.8	8.6
营业利润(%)	-13.7	28.7	-22.8	19.6	11.6
归属于母公司净利润(%)	-13.5	37.0	-25.3	22.2	10.4
获利能力					
毛利率(%)	42.9	44.5	44.8	44.5	44.7
净利率(%)	11.6	13.7	10.3	11.5	11.7
ROE(%)	14.2	18.2	12.2	15.1	16.4
ROIC(%)	10.0	13.0	10.0	12.4	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.4	43.5	48.4	46.6
净负债比率(%)	-54.7	-48.4	-68.0	-79.6	-70.9
流动比率	1.7	1.5	2.0	1.8	1.9
速动比率	1.0	0.8	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	17.2	20.2	20.2	20.2	20.2
应付账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.46	0.56	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.09	0.64	1.11	0.41
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.24	3.58	3.58	3.64
估值比率					
P/E	16.7	12.2	16.3	13.4	12.1
P/B	2.6	2.3	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA	6.8	5.9	6.5	5.6	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com