



海澜之家 (600398.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩超预期兑现，京东奥莱成长可期

业绩简评

公司于4月29日公布2024年年报&2025年一季报，2024全年营收209.57亿元，同降2.65%，归母净利润21.59亿元，同降26.88%。2025Q1营收61.87亿元，同增0.16%，归母净利润9.35亿元，同增5.46%。公司一季报业绩超预期，2024年度累计现金分红总额19.69亿元，分红率超91%。

经营分析

主业经营向好，线上、海外渠道增速亮眼。24全年公司主业经营整体平稳，海澜之家主品牌/海澜团购营收分别为152.70/22.24亿元，同降7.22%/2.51%，25Q1海澜之家主品牌/海澜团购营收为46.42/6.46亿元，同比-9.52%/+17.58%，主业方面受消费环境影响，整体经营情况平稳，25Q1直营渠道实现营收15.92亿元，同比增长13.15%，2025Q1末直营渠道为1510家，24全年/25Q1新开216/42家。公司构建全域流量营销体系，24年线上营收44.19亿元，同增35.63%，线上渠道增长亮眼。公司积极寻求增量，加码品牌“出海”，深耕马来西亚、泰国、越南、新加坡等成熟市场的同时，积极拓宽中亚、中东等新市场。海外地区实现营业收入3.55亿元，同比增长30.75%，24年末海外门店总数达101家。

FGC与京东奥莱等新业态发展势头良好。其他品牌增速亮眼，24全年/25Q1营收分别为26.68/7.43亿元，同增32.38%/100.22%。公司于24年取得斯搏兹控股权，2024年4月到12月，斯搏兹实现营收9.94亿元，净利润6705万元，截至24年底公司授权代理的阿迪达斯门店数量达433家。24年9月首家京东奥莱开业，凭借高性价比优势吸引消费者，截至2025年4月门店数量已达12家。**盈利水平边际恢复。**24全年/25Q1毛利率为44.52%/46.62%，保持平稳，直营店及线上收入占比增加对冲部分关店影响。25Q1销售/管理费用率分别为20.26%/4.78%，同比+1.29%/-0.46pct，24全年/25Q1归母净利率为10.30%/15.12%，Q1盈利水平同比有所改善，期待公司多元业态贡献更多业绩增量。

产品+渠道+新业态齐发力，坚定看好公司未来成长性。1) 主业方面公司以产品研发为战略支点，不断拓宽爆款产品的深度及广度，满足多层次、多年龄段、多场景的国民着装需求。2) 渠道方面在优化国内门店整体质量的同时继续发力海外市场，公司将深耕马来西亚、越南、新加坡等成熟市场并加强对菲律宾、印尼、中东、中亚、澳洲等新市场的拓展，提升品牌国际影响力。3) 新业态方面公司将持续加大与国际品牌合作力度，加码HEAD、阿迪达斯等运动业务拓展；京东奥莱业务方面，在持续拓展线下门店的同时，力争与全球更多的优质品牌深度合作，丰富品牌产品矩阵，进一步提升竞争力。我们坚定看好公司未来的发展。

盈利预测、估值与评级

当前公司经营风险释放较为充分，未来多元业态成长空间大，我们对公司坚定看好，预计公司2025-2027年EPS分别为0.57/0.65/0.75元，对应PE分别为14/12/11倍，维持买入评级。

风险提示

内需恢复不及预期、京东奥莱拓店不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.87元

相关报告：

1. 《海澜之家公司深度研究：城市奥莱，海澜之家的下一站？》，2024.12.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	24,620	27,128	29,847
营业收入增长率	15.98%	-2.65%	17.48%	10.19%	10.02%
归母净利润(百万元)	2,952	2,159	2,714	3,134	3,613
归母净利润增长率	36.96%	-26.88%	25.71%	15.51%	15.25%
摊薄每股收益(元)	0.674	0.449	0.565	0.653	0.752
每股经营性现金流净额	1.19	0.48	4.06	3.46	4.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.39%	12.69%	14.38%	14.84%	15.17%
P/E	11.01	16.69	13.93	12.06	10.46
P/B	2.03	2.12	2.00	1.79	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	18,562	21,528	20,957	24,620	27,128	29,847	货币资金	12,505	11,901	6,794	11,398	15,041	19,198	
增长率	16.0%	-2.7%	17.5%	10.2%	10.0%		应收款项	1,634	1,434	1,788	1,855	2,000	2,153	
主营业务成本	-10,600	-11,954	-11,628	-13,615	-14,948	-16,416	存货	9,455	9,337	11,987	10,916	11,983	12,531	
%销售收入	57.1%	55.5%	55.5%	55.3%	55.1%	55.0%	其他流动资产	969	2,333	1,885	1,312	1,415	1,522	
毛利	7,961	9,573	9,329	11,005	12,181	13,431	流动资产	24,563	25,005	22,453	25,481	30,439	35,403	
%销售收入	42.9%	44.5%	44.5%	44.7%	44.9%	45.0%	%总资产	75.0%	74.2%	67.2%	68.2%	72.0%	75.0%	
营业税金及附加	-131	-150	-116	-135	-149	-164	长期投资	1,236	1,568	1,258	1,253	1,169	1,254	
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	3,140	3,017	2,895	2,486	2,082	1,683	
销售费用	-3,425	-4,353	-4,841	-5,320	-5,862	-6,268	%总资产	9.6%	8.9%	8.7%	6.7%	4.9%	3.6%	
%销售收入	18.5%	20.2%	23.1%	21.6%	21.9%	21.0%	无形资产	1,889	1,720	1,845	1,989	2,088	2,158	
管理费用	-922	-963	-1,036	-1,145	-1,261	-1,343	非流动资产	8,185	8,708	10,978	11,892	11,822	11,824	
%销售收入	5.0%	4.5%	4.9%	4.7%	4.7%	4.5%	%总资产	25.0%	25.8%	32.8%	31.8%	28.0%	25.0%	
研发费用	-194	-200	-288	-320	-353	-388	资产总计	32,749	33,713	33,431	37,372	42,261	47,227	
%销售收入	1.0%	0.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	655	3,312	974	974	974	974	
息税前利润 (EBIT)	3,290	3,907	3,048	4,084	4,555	5,268	应付款项	10,904	11,302	12,243	12,692	13,992	14,941	
%销售收入	17.7%	18.2%	14.5%	16.6%	16.8%	17.7%	其他流动负债	2,627	2,155	2,039	2,679	3,010	3,364	
财务费用	23	-47	175	84	112	141	流动负债	14,186	16,768	15,256	16,345	17,976	19,278	
%销售收入	-0.1%	0.2%	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-521	-457	-607	-654	-519	-568	其他长期负债	4,041	907	888	1,631	2,311	2,882	
公允价值变动收益	-19	-3	34	145	145	145	负债	18,227	17,675	16,144	17,976	20,287	22,160	
投资收益	0	186	124	103	103	103	普通股股东权益	14,601	16,050	17,011	18,867	21,115	23,811	
%税前利润	n.a	5.1%	4.5%	2.7%	2.3%	2.0%	其中：股本	995	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478	
营业利润	2,806	3,611	2,780	3,763	4,396	5,089	未分配利润	10,230	11,284	9,459	11,315	13,563	16,259	
营业利润率	15.1%	16.8%	13.3%	15.3%	16.2%	17.1%	少数股东权益	-79	-12	276	529	859	1,255	
营业外收支	91	13	7	15	15	15	负债股东权益合计	32,749	33,713	33,431	37,372	42,261	47,227	
税前利润	2,897	3,624	2,787	3,778	4,411	5,104	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	15.6%	16.8%	13.3%	15.3%	16.3%	17.1%	每股指标							
所得税	-835	-705	-598	-811	-947	-1,096	每股收益	0.499	0.674	0.449	0.565	0.653	0.752	
所得税率	28.8%	19.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	每股净资产	3.380	3.663	3.542	3.928	4.396	4.958	
净利润	2,062	2,918	2,189	2,967	3,464	4,009	每股经营现金净流	0.726	1.194	0.482	4.055	3.455	4.002	
少数股东损益	-93	-34	30	254	329	396	每股股利	0.430	0.560	0.230	0.580	0.600	0.620	
归属于母公司的净利润	2,155	2,952	2,159	2,714	3,134	3,613	回报率							
净利率	11.6%	13.7%	10.3%	11.0%	11.6%	12.1%	净资产收益率	14.76%	18.39%	12.69%	14.38%	14.84%	15.17%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.58%	8.76%	6.46%	7.26%	7.42%	7.65%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	12.95%	16.19%	13.06%	15.75%	15.59%	15.89%	
净利润	2,062	2,918	2,189	2,967	3,464	4,009	增长率							
少数股东损益	-93	-34	30	254	329	396	主营业务收入增长率	-8.06%	15.98%	-2.65%	17.48%	10.19%	10.02%	
非现金支出	1,882	1,933	2,203	2,023	1,980	2,086	EBIT增长率	-11.14%	18.75%	-22.00%	34.02%	11.52%	15.66%	
非经营收益	238	-26	-187	-224	-183	-156	净利润增长率	-13.49%	36.96%	-26.88%	25.71%	15.51%	15.25%	
营运资金变动	-1,044	405	-1,887	1,228	-153	-23	总资产增长率	3.94%	2.94%	-0.84%	11.79%	13.08%	11.75%	
经营活动现金净流	3,137	5,230	2,317	5,994	5,108	5,916	资产管理能力							
资本开支	-391	-629	-487	-497	-461	-420	应收账款周转天数	21.2	18.1	19.4	19.6	19.6	19.6	
投资	-152	-129	32	100	179	10	存货周转天数	302.6	286.9	334.7	308.1	318.1	313.1	
其他	-1	-18	-2,042	103	103	103	应付账款周转天数	255.9	257.4	294.9	260.0	265.0	265.0	
投资活动现金净流	-543	-777	-2,496	-294	-178	-306	固定资产周转天数	61.6	49.9	50.4	37.9	29.9	23.2	
股权募资	0	0	4	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-63.60%	-55.83%	-35.43%	-55.57%	-65.86%	-74.52%	
其他	-2,979	-3,198	-4,851	-905	-967	-1,024	EBIT利息保障倍数	-140.3	83.6	-17.4	-48.5	-40.8	-37.4	
筹资活动现金净流	-2,979	-3,198	-4,847	-905	-967	-1,024	资产负债率	55.66%	52.43%	48.29%	48.10%	48.00%	46.92%	
现金净流量	-379	1,250	-5,023	4,795	3,963	4,586								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	24	36	93
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究