海澜之家（600398.SH）

分红卓越，主业稳健，期待京东奥莱引领增长

2024 年公司收入同比-3%/归母净利润同比-27%，股利支付率高达 91%。1）2024 年公司收入为 209.6 亿元，同比-3%；归母净利润为 21.6 亿元，同比-27%；扣非归母净利润为 20.1 亿元，同比-26%。少数股东损益为 0.30 亿元，我们推算品牌管理（斯搏兹+京东奥莱）子公司口径全年利润约为 1 亿元。2）盈利质量：毛利率同比持平为 44.5%；销售/管理/财务费用率同比分别+2.9/+0.5/-1.1pct 至 23.1%/4.9%/-0.8%（我们判断销售费用率提升主要系直营渠道占比增加）；综合以上，净利率同比-3.1pct 至 10.4%。3）单 Q4：2024Q4 公司收入为 57.0 亿元，同比-4%；归母净利润为 2.5 亿元，同比-50%；扣非归母净利润为 2.7 亿元，同比-45%。4）公司 2024 年合计拟分配现金股利 19.69 亿元，股利支付率约为 91%，以 2025 年 4 月 29 日收盘价计算的股息率约为 5.2%，分红具备吸引力。

2025Q1 公司收入同比持平/归母净利润同比+5%，业绩超预期。1）2025Q1 年公司收入为 61.9 亿元，同比持平；归母净利润为 9.4 亿元，同比+5%；扣非归母净利润为 9.3 亿元，同比+6%。2）盈利质量：毛利率同比-0.1pct 至 46.6%；销售/管理/财务费用率同比分别+1.3/-0.5/+0.6pct 至 20.3%/4.8%/-0.4%；综合以上，净利率同比+0.8pct 至 15.1%。

分品牌：主品牌盈利质量平稳，京东奥莱、斯搏兹业务迅速推进，为公司带来新的增长曲线。
1）主品牌：2024 年收入同比-7%至 152.7 亿元（2024Q4/2025Q1 分别同比-13%/-10%），毛利率同比+1.3pct 至 46.5%。HLA 主品牌坚持持续打造科技功能、时尚 IP、品质环保等系列产品，聚焦核心品类，提升产品品质，优越的性价比受到消费市场欢迎。
2）团购定制系列：2024 年收入同比-3%至 22.2 亿元（2024Q4/2025Q1 分别同比+29%/+18%），毛利率同比-6.5pct 至 40.3%。
3）其他品牌：2024 年收入同比+32%至 26.7 亿元（2024Q4/2025Q1 分别同比+67%/+100%），快速增长主要系期内斯搏兹、京东奥莱子公司并入表内；毛利率同比-2.0pct 至 48.2%。目前上海海澜合计持有斯搏兹 51%的股权/持有京海奥莱 65%的股权，我们判断后续京东奥莱线下预计顺利拓店（目前门店数量十余家），FCC 项目次新店效率爬坡、新门店持续拓展（2024 年末店数 433 家），有望综合带动其他品牌业务收入快速增长。

分渠道：线下门店结构调整，电商规模扩张，渠道结构优化带动直营优于加盟。
1）分渠道：电商快速增长（我们判断与并表口径变化有关），线下走势相对较弱。①线下：2024 年收入同比-10%至 157.4 亿元（2024Q4/2025Q1 分别同比-5%/-4%）。②线上：2024 年收入同比+36%至 44.2 亿元（2024Q4/2025Q1 分别同比+17%/+20%）。
2）分销售模式：直营好于加盟，主要系公司主动优化渠道结构、提升门店质量。①直营：2024 年收入同比+5%至 47.8 亿元（2024Q4/2025Q1 分别同比+8%/+13%）。②加盟及其他：2024 年收入同比-6%至 131.6 亿元（2024Q4/2025Q1 分别同比-9%/-7%）。店数层面，2024 年末主品牌直营/加盟店数较年初分别+216/-359 家至 1468/4365 家，我们根据开店情况判断公司以直营门店重点拓展购物中心，同时调整加盟门店，2025 全年估计趋势持续。

现金流及存货管理基本正常。存货方面，2024 年末/2025Q1 末公司存货分别同比+28.4%/+28.9%至 119.9/106.0 亿元，存货周转天数同比分别+47.1/+67.8 天至 330.1/307.7 天，期内计提资产减值损失分别 5.7/1.3 亿元。现金流方面，2024 年末/2025Q1 公司经营性现金流量净额分别 23.2/15.9 亿元，约为同期归母净利润的 1.1/1.7 倍，现金流管理基本正常。

期待全年利润同比快速增长。1）公司主品牌表现与行业基本匹配，我们判断后续随着业绩基数走低，主业利润有望同比低基数实现快速增长。与此同时京东奥莱有望高质量开店、斯搏兹 FCC 项目盈利性有望改善。2）考虑全年拓店规划及费用投入情况，综合来看，我们估计 2024 年公司收入有望同比增长中个位数/归母净利润估计同比快速增长。

投资建议。考虑公司实际业绩及业务规划，我们略调整盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润为 25.3/28.4/31.9 亿元，对应 2025 年 PE 为 15 倍，分红具备吸引力，维持“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；新品牌发展不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,528	20,957	22,094	23,661	25,474
增长率 yoy（%）	16.0	-2.7	5.4	7.1	7.7
归母净利润（百万元）	2,952	2,159	2,532	2,836	3,194
增长率 yoy（%）	37.0	-26.9	17.3	12.0	12.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.61	0.45	0.53	0.59	0.66
净资产收益率（%）	18.4	12.7	14.7	16.2	18.0
P/E（倍）	12.8	17.5	14.9	13.3	11.8
P/B（倍）	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价（元）	7.87
总市值（百万元）	37,797.80
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）	27.21

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

1、《海澜之家（600398.SH）：主业表现平稳，京东奥莱打开想象空间》 2025-01-01
2、《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
3、《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

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25005	22453	22817	24765	26156
现金	11901	6794	7591	9080	9867
应收票据及应收账款	1005	1225	1292	1383	1489
其他应收款	393	538	568	608	654
预付账款	230	238	248	263	281
存货	9337	11987	12065	12376	12808
其他流动资产	2138	1671	1053	1055	1057
非流动资产	8708	10978	11427	10681	10675
长期投资	194	0	0	0	0
固定资产	2943	2892	2688	2478	2261
无形资产	688	648	562	476	390
其他非流动资产	4883	7438	8177	7727	8024
资产总计	33713	33431	34244	35446	36831
流动负债	16768	15256	15815	16728	17787
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	10085	11259	11758	12474	13305
其他流动负债	6683	3997	4057	4254	4483
非流动负债	907	888	883	883	883
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	907	888	883	883	883
负债合计	17675	16144	16698	17611	18671
少数股东权益	-12	276	311	351	396
股本	1056	1478	1478	1478	1478
资本公积	941	3570	3570	3570	3570
留存收益	13709	12073	12296	12545	12826
归属母公司股东权益	16050	17011	17235	17483	17764
负债和股东权益	33713	33431	34244	35446	36831

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5230	2317	4368	4755	4368
净利润	2918	2189	2567	2875	3239
折旧摊销	1476	1596	1578	1619	878
财务费用	227	71	14	14	14
投资损失	-186	-124	-131	-140	-151
营运资金变动	405	-1887	-61	-58	-57
其他经营现金流	389	473	400	446	446
投资活动现金流	-777	-2496	-1167	-665	-655
资本支出	-629	-487	-419	-419	-419
长期投资	-129	32	3	3	3
其他投资现金流	-18	-2042	-751	-249	-239
筹资活动现金流	-3198	-4847	-2405	-2600	-2927
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	61	422	0	0	0
资本公积增加	378	2629	0	0	0
其他筹资现金流	-3637	-7898	-2405	-2600	-2927
现金净增加额	1250	-5023	797	1490	786

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21528	20957	22094	23661	25474
营业成本	11954	11628	12143	12882	13740
营业税金及附加	150	116	122	131	141
营业费用	4353	4841	5104	5466	5885
管理费用	963	1036	1048	1122	1208
研发费用	200	288	260	278	299
财务费用	47	-175	-122	-138	-168
资产减值损失	-452	-569	-452	-452	-452
其他收益	22	26	44	47	51
公允价值变动收益	-3	34	0	0	0
投资净收益	186	124	131	140	151
资产处置收益	1	-20	0	0	0
营业利润	3611	2780	3262	3655	4117
营业外收入	30	19	19	19	19
营业外支出	17	12	12	12	12
利润总额	3624	2787	3269	3661	4124
所得税	705	598	702	786	885
净利润	2918	2189	2567	2875	3239
少数股东损益	-34	30	36	40	45
归属母公司净利润	2952	2159	2532	2836	3194
EBITDA	5069	4139	4725	5142	4834
EPS（元/股）	0.61	0.45	0.53	0.59	0.66

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	-2.7	5.4	7.1	7.7
营业利润(%)	28.7	-23.0	17.3	12.0	12.7
归属母公司净利润(%)	37.0	-26.9	17.3	12.0	12.6
获利能力					
毛利率(%)	44.5	44.5	45.0	45.6	46.1
净利率(%)	13.7	10.3	11.5	12.0	12.5
ROE(%)	18.4	12.7	14.7	16.2	18.0
ROIC(%)	14.5	10.5	12.9	14.2	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	48.3	48.8	49.7	50.7
净负债比率(%)	-49.5	-29.7	-34.2	-42.0	-45.6
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
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	20.2	18.8	17.6	17.7	17.7
应付账款周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.45	0.53	0.59	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.48	0.91	0.99	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.54	3.59	3.64	3.70
估值比率					
P/E	12.8	17.5	14.9	13.3	11.8
P/B	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	4.8	7.5	6.7	5.9	6.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 29 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

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

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

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