

2025 年 04 月 29 日

线上高增长，关注京东奥莱新业务发展

海澜之家(600398)

评级:	买入	股票代码:	600398
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	9.62/5.18
目标价格:		总市值(亿)	377.98
最新收盘价:	7.87	自由流通市值(亿)	377.98
		自由流通股数(百万)	4,802.77

事件概述

2024 年公司实现收入/归母净利/扣非归母净利/经营活动现金流分别为 209.57/21.59/20.15/23.17 亿元、同比下降 2.65%/26.88%/25.65%/55.70%。非经主要为非流动资产处置收益 0.93 亿元（23 年为 1.53 亿元）、政府补贴（23/24 分别为 0.21/0.24 亿元）、公允价值变动损益（23/24 分别为 0.33/-0.03 亿元），剔除减值损失、投资收益、其他收益、公允价值变动、资产处置收益后归母净利为 26.01 亿元、同比下降 18.8%。经营性现金流高于净利，主要由于折旧、应收减少以及应付项目的增加。24Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 56.98/2.51/2.66 亿元、同比增长-4.38%/-49.85%/-45.34%，归母净利润降幅高于收入主要由于销售费用增加 5800 万元、管理费用增加 1.01 亿元、研发费用增加 4700 万元、减值损失增加 6000 万元。公司拟每 10 股派息 1.8 元，中期每 10 股派息 2.3 元，分红率为 89.1%（23 年 91.1%），股息率 5.2%。

25Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 61.87/9.35/9.26 亿元、同比增长 0.16%/5.46%/5.54%。

分析判断:

线上收入增长明显，占比持续提升。（1）分品牌来看，24 年主品牌/团购定制/其他品牌收入分别为 152.7/22.2/26.7 亿元、同比增长-7.22%/-2.51%/32.38%，占比分别为 74%/11%/13%。（2）分渠道来看，23 年直营/加盟/线上收入分别为 47.8/131.6/44.2 亿元、同比增长 5.4%/-5.6%/35.6%，线上占比为 22%、同比增加 6PCT。（3）24 年公司总店数为 7178 家、同比增加 4.4%，主品牌/其他店数分别为 5833/1345 家、净增-143/444 家（增长-2.4%/49.3%）；其中主品牌直营/加盟净开店 216/-359 家至 1468/4365 家（增速 17%/-8%），其他品牌直营/加盟净开店 73/371 家至 504/841 家（增幅 17%/79%）。直营店效/加盟店效分别为 242/253 万元，同比下降 10%/6%。主品牌/其他品牌 12 个月以上直营店效为 280/171 万元，同比下降 11%/5%。（4）华东及实现海外增长，华东/中南/西南/华北/西北/东北/海外地区收入分别为 85.1/41.6/20.6/25.7/13.8/11.3/3.6 亿元，同比增长 2.99%/-7.11%/-7.98%/-5.41%/-13.16%/-5.87%/30.75%。公司持续加码品牌“出海”，在深耕马来西亚、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。报告期公司在马尔代夫和肯尼亚开出海澜之家首店，入驻核心商圈，持续提升品牌国际影响力。2024 年，海外地区实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 30.75%，期末海外门店总数达 101 家。（5）公司与京东达成战略合作，联手打造“城市奥莱”新业态，凭借“大牌低价”策略进军高性价比消费市场，7 月，京东奥莱官方旗舰店在京东平台上线；9 月 25 日，首家京东奥莱线下门店于江苏省无锡江阴市海澜飞马水城开业。京东奥莱以价格优势吸引消费者，顺应理性消费趋势，契合大众对高性价比的追求。2025 年以来，京东奥莱在江苏、山东、河南、河北、安徽等地加速布局，截至目前，门店数量已达 12 家。（6）25Q1 直营/加盟/线上收入分别为 14.07/40.94/8.47 亿元、同比增长 13.91%/0.38%/34.00%；截至 24Q1 主品牌直营/加盟净开店 15/-37 家至 1267/4687 家，其他品牌直营/加盟净开店 10/-1 家至 421/471 家，单季直营店效/加盟店效分别为 83/79 万元，同比增长 8%/27%。

24 年年毛利率提升但净利润下降，主要由于费用率提升、其他+投资净收益占比下降、减值计提。（1）2024 年毛利率为 44.52%、同比提升 0.05PCT。拆分来看：1）分品牌看，主品牌/圣凯诺/其他品牌毛利率分别为 46.54%/40.32%/48.20%、同比提升 1.33/-6.5/-1.99PCT；2）分渠道看，线上/线下毛利率分别为 48.02%/45.53%、同比提升-0.13/0.08PCT；直营/加盟毛利率分别为 62.85%/40.95%、同比提升 0.24/0.69PCT。2024 年归母净利率为 10.3%、同比下降 3.4PCT。从费用率看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.1%/4.9%/1.4%/-0.8%、同比增加 2.9/0.5/0.4/-1.1PCT。24 年其他收益+投资净收益占比下降 0.3PCT；公允价

值变动占比提升 0.2PCT，减值计提增加 0.8PCT；资产处置收益下降 0.1PCT，营业外收入占比下降 0.1PCT；所得税/收入下降 0.4PCT，少数股东收益占比提升 0.3PCT。（2）24Q4 毛利率为 44.3%、同比提升 0.6PCT；归母净利率为 4.40%，同比下降 4.0PCT。24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.1%/5.3%/1.8%/-0.8%、同比增加 2.1/1.9/0.9/-0.7PCT。24Q4 税金及附加占比下降 0.2PCT，其他收益+投资净收益占比下降 0.4PCT；减值计提增加 1.2PCT；资产处置收益下降 0.3PCT，营业外收入占比增加 0.1PCT；营业外支出占比提升 0.3PCT，所得税/收入下降 1.1PCT，少数股东损失占比提升 0.4PCT；（3）25Q1 毛利率为 46.6%、同比下降 0.1PCT；归母净利率为 15.1%、同比提升 0.8PCT。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.2%/4.8%/0.8%/-0.4%、同比增加 1.3/-0.5/-0.1/0.6PCT。25Q1 税金及附加占比提升 0.2PCT，其他收益+投资净收益占比下降 0.1PCT；减值冲回增加 2.2PCT；所得税/收入下降 0.5PCT。

存货及存货周转天数增加。公司 24 年末存货为 119.87 亿元、同比增长 28%。存货周转天数为 330 天、同比增加 47 天。应收/应付账款分别为 12.25/100.17 亿元、同比增长 22%/14%，应收/应付账款周转天数为 19/291 天、同比增加 1/37 天。25Q1 末存货/应收账款/应付账款分别为 106/11.2/88.89 亿元、同比增长 28%/22%/14%。存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 308/17/258 天、同比增加 68/3/31 天。

投资建议

我们分析，线上、海外、斯搏兹是长期增长点，根据我们测算，未来 3-5 年线上有望做到和线下流水相当的体量，未来斯搏兹仍将开店、线上持续扩品类、线下小品牌有望扭亏。下调盈利预测，下调 25-26 年收入预测 237.04/248.68 亿元至 228.97/242.15 亿元，新增 27 年收入预测 256.46 亿元；下调 26-26 年归母净利预测 25.40/28.90 亿元至 24.06/25.82 亿元，新增 27 年归母净利预测 27.06 亿元；对应下调 25-26 年 EPS 预测 0.53/0.60 元至 0.50/0.54 元，新增 27 年 EPS 预测 0.56 元。2025 年 4 月 29 日收盘价 7.87 元对应 PE 分别为 16/15/14X，股息率 5.2%，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动；市场竞争风险；存货跌价风险；商誉减值风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	22,897	24,215	25,646
YoY (%)	16.0%	-2.7%	9.3%	5.8%	5.9%
归母净利润(百万元)	2,952	2,159	2,406	2,582	2,706
YoY (%)	37.0%	-26.9%	11.5%	7.3%	4.8%
毛利率 (%)	44.5%	44.5%	44.9%	45.2%	45.4%
每股收益 (元)	0.61	0.45	0.50	0.54	0.56
ROE (%)	18.4%	12.7%	13.0%	13.1%	13.0%
市盈率	12.80	17.51	15.71	14.64	13.97

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐典典

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,957	22,897	24,215	25,646	净利润	2,189	2,347	2,532	2,666
YoY (%)	-2.7%	9.3%	5.8%	5.9%	折旧和摊销	1,596	467	497	527
营业成本	11,628	12,613	13,266	13,999	营运资金变动	-1,887	690	-317	-494
营业税金及附加	116	137	145	154	经营活动现金流	2,317	3,967	3,189	3,194
销售费用	4,841	5,231	5,574	6,040	资本开支	-487	-295	-335	-370
管理费用	1,036	1,132	1,173	1,216	投资	32	0	0	0
财务费用	-175	-36	-44	-50	投资活动现金流	-2,496	-366	-405	-440
研发费用	288	315	309	301	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	-569	-496	-512	-531	债务募资	0	0	0	0
投资收益	124	11	12	13	筹资活动现金流	-4,847	-973	-1,297	-1,598
营业利润	2,780	3,067	3,353	3,532	现金净流量	-5,023	2,628	1,487	1,156
营业外收支	7	21	23	23					
利润总额	2,787	3,089	3,375	3,555	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	598	741	844	889	成长能力 (%)				
净利润	2,189	2,347	2,532	2,666	营业收入增长率	-2.7%	9.3%	5.8%	5.9%
归属于母公司净利润	2,159	2,406	2,582	2,706	净利润增长率	-26.9%	11.5%	7.3%	4.8%
YoY (%)	-26.9%	11.5%	7.3%	4.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.45	0.50	0.54	0.56	毛利率	44.5%	44.9%	45.2%	45.4%
资产负债表 (百万元)					净利率	10.4%	10.3%	10.5%	10.4%
	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.5%	7.4%	7.5%	7.5%
货币资金	6,794	9,422	10,909	12,064	净资产收益率 ROE	12.7%	13.0%	13.1%	13.0%
预付款项	238	378	398	420	偿债能力 (%)				
存货	11,987	8,293	8,723	9,205	流动比率	1.47	1.67	1.73	1.78
其他流动资产	3,435	3,490	3,442	3,568	速动比率	0.67	1.00	1.06	1.10
流动资产合计	22,453	21,584	23,472	25,257	现金比率	0.45	0.73	0.81	0.85
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	48.3%	42.6%	42.0%	41.9%
固定资产	2,892	2,821	2,752	2,689	经营效率 (%)				
无形资产	648	621	595	569	总资产周转率	0.63	0.70	0.71	0.71
非流动资产合计	10,978	10,910	10,853	10,802	每股指标 (元)				
资产合计	33,431	32,494	34,325	36,059	每股收益	0.45	0.50	0.54	0.56
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.54	3.84	4.11	4.34
应付账款及票据	11,259	7,948	8,359	8,821	每股经营现金流	0.48	0.83	0.66	0.67
其他流动负债	3,997	4,997	5,182	5,386	每股股利	0.00	0.66	0.88	1.08
流动负债合计	15,256	12,945	13,541	14,207	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	17.51	15.71	14.64	13.97
其他长期负债	888	888	888	888	PB	2.12	2.05	1.92	1.81
非流动负债合计	888	888	888	888					
负债合计	16,144	13,833	14,429	15,095					
股本	1,478	1,478	1,478	1,478					
少数股东权益	276	217	166	126					
股东权益合计	17,287	18,661	19,895	20,963					
负债和股东权益合计	33,431	32,494	34,325	36,059					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。