

海澜之家(600398)

报告日期: 2025年04月30日

# 基本盘逐渐企稳, 新零售业态持续壮大

## ——海澜之家点评报告

### 投资要点

#### 25Q1 盈利超预期, 全年维持高分红率

2024年实现收入209.6亿元(同比-2.7%), 归母净利润21.59亿元(同比-26.9%), 扣非后归母净利润20.15亿元(同比-25.6%), 净利率下降主要是由于费用杠杆及新业务并表。

25Q1实现收入61.9亿元(同比+0.2%), 归母净利润9.35亿元(同比+5.5%), 扣非后归母净利润9.26亿元(同比+5.5%), 高基数上业绩增速转正, 表现超预期。

24年公司拟现金分红19.69亿元, 分红率91.22%, 对应股息率5.2%。

#### 主品牌: Q3触底后降幅逐季收窄, 直营占比提升

24年主品牌收入152.7亿元(同比-7.2%), 毛利率同比提升1.3pp至46.5%, 主要来自直营及电商占比提升。逐季度趋势来看, 24Q1至Q3逐季度走弱, 但24Q4、25Q1的同比降幅已逐渐收窄。

门店数量来看, 24年直营店净开216家至1468家, 加盟店净关359家至4365家, 年末直营店数占比达到25.2%(同比+4.2pp), 持续进驻核心商圈购物中心、优化门店结构。此外, 海外市场加快开店, 期末门店101家, 拓宽中亚、中东等市场, 24年海外收入3.55亿元(同比+30.75%)。

24年团购定制收入22.2亿元(同比-2.5%), 相对平稳; 25Q1在高基数上仍取得17.6%的亮眼增速。

#### 其他品牌: 斯搏兹及京东奥莱并表, 打造新增长点

其他品牌24年收入26.7亿元(同比+32.4%), 25Q1收入7.4亿元(同比+100.2%), 主要来自斯搏兹及京海奥莱并表增厚。其他品牌毛利率自24Q3起明显下滑, 亦是受并表影响。

24年4月公司增持斯搏兹11%股权至51%, 并于24/4/30并表, 4/30-12/31期间, 斯搏兹实现收入9.94亿元、净利润6705万元(按照51%股权, 当年贡献归母净利润3419万元)。

斯搏兹独家代理阿迪达斯FCC系列在中国大陆的零售业务, 截至24年末已开门店433家, 拓展迅速。此外, 公司与京东联手开设京东奥莱折扣店, 销售运动户外品牌、轻奢品牌及美妆品牌等, 24年9月开出首店, 25年以来加快开店, 截至目前已达12家。通过加码运动经销、布局城市奥莱, 公司新的业务增长点初具雏形。

#### 盈利预测及投资建议:

主品牌Q1高基数上展现韧性, Q2-Q4低基数上有望逐步回正, 提供稳健基本盘; 团购定制持续扩大体量。阿迪FCC及京东奥莱新业态快速拓展值得期待, 有望贡献显著业绩增量。

预计25-27年实现收入223/248/266亿元, 同比增长6.5%/11.1%/7.4%, 归母净利润24.1/26.6/29.1亿元, 同比增长11.7%/10.4%/9.2%, PE 16/14/13倍, 新零售业态打开成长空间, 高分红属性稳定, 维持“买入”评级。

#### 风险提示: 消费复苏不及预期, 新业态成长不及预期, 海外拓展不及预期

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

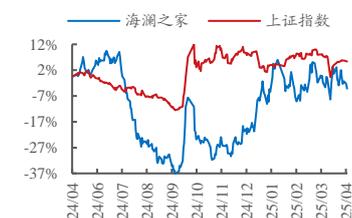
分析师: 詹陆雨  
 执业证书号: S1230520070005  
 zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强  
 执业证书号: S1230523080010  
 zouguoqiang@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥7.87
总市值(百万元)	37,797.80
总股本(百万股)	4,802.77

### 股票走势图



### 相关报告

- 《Q3线下销售承压下滑, 斯搏兹并表贡献增量》2024.11.01
- 《Q2线下销售承压, 电商及海外兑现亮眼增速》2024.08.20
- 《分红率提至91%, Q1如期稳健增长、电商增速亮丽》2024.05.03

## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,957	22,316	24,796	26,621
(+/-) (%)	-2.7%	6.5%	11.1%	7.4%
归母净利润	2,159	2,411	2,661	2,908
(+/-) (%)	-26.9%	11.7%	10.4%	9.2%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.55	0.61
P/E	17.51	15.68	14.20	13.00

资料来源: 浙商证券研究所, 每股收益根据期末流通股计算

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>22,453</b>	<b>23,425</b>	<b>27,541</b>	<b>27,187</b>
现金	6,794	8,079	11,323	10,483
交易性金融资产	305	305	305	305
应收账款	1,225	1,124	1,486	1,316
其它应收款	538	496	478	476
预付账款	238	251	288	306
存货	11,987	12,063	12,265	13,020
其他	1,366	1,107	1,396	1,282
<b>非流动资产</b>	<b>10,978</b>	<b>9,716</b>	<b>8,883</b>	<b>8,576</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,892	2,750	2,595	2,426
无形资产	648	650	650	650
在建工程	3	28	35	22
其他	7,435	6,287	5,603	5,478
<b>资产总计</b>	<b>33,431</b>	<b>33,140</b>	<b>36,424</b>	<b>35,764</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,256</b>	<b>14,167</b>	<b>16,797</b>	<b>15,485</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	10,017	9,271	11,984	10,713
预收账款	4	7	5	8
其他	5,234	4,889	4,808	4,764
<b>非流动负债</b>	<b>888</b>	<b>897</b>	<b>893</b>	<b>895</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	888	897	893	895
<b>负债合计</b>	<b>16,144</b>	<b>15,064</b>	<b>17,689</b>	<b>16,380</b>
少数股东权益	276	276	276	276
归属母公司股东权益	17,011	17,801	18,459	19,108
<b>负债和股东权益</b>	<b>33,431</b>	<b>33,140</b>	<b>36,424</b>	<b>35,764</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2317</b>	<b>2986</b>	<b>2230</b>	<b>2810</b>
净利润	2189	2570	2971	3323
折旧摊销	378	896	830	702
财务费用	71	(88)	(136)	(182)
投资损失	(124)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(1887)	134	(836)	(465)
其它	1691	(516)	(590)	(558)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2496)</b>	<b>2052</b>	<b>5419</b>	<b>1146</b>
资本支出	488	236	217	197
长期投资	0	0	0	0
其他	(2984)	1816	5202	949
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4847)</b>	<b>(3753)</b>	<b>(4405)</b>	<b>(4796)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(4847)	(3753)	(4405)	(4796)
<b>现金净增加额</b>	<b>(5023)</b>	<b>1285</b>	<b>3244</b>	<b>(840)</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>20,957</b>	<b>22,316</b>	<b>24,796</b>	<b>26,621</b>
营业成本	11,628	12,025	13,137	13,906
营业税金及附加	116	145	157	163
营业费用	4,841	5,356	6,100	6,655
管理费用	1,036	1,027	1,141	1,225
研发费用	288	223	248	266
财务费用	(175)	(88)	(136)	(182)
资产减值损失	(569)	(500)	(500)	(500)
公允价值变动损益	34	10	10	10
投资净收益	124	10	10	10
其他经营收益	26	27	25	26
<b>营业利润</b>	<b>2,780</b>	<b>3,175</b>	<b>3,695</b>	<b>4,133</b>
营业外收支	7	37	19	21
<b>利润总额</b>	<b>2,787</b>	<b>3,212</b>	<b>3,714</b>	<b>4,154</b>
所得税	598	642	743	831
<b>净利润</b>	<b>2,189</b>	<b>2,570</b>	<b>2,971</b>	<b>3,323</b>
少数股东损益	30	159	310	416
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,159</b>	<b>2,411</b>	<b>2,661</b>	<b>2,908</b>
EBITDA	3,252	3,861	4,099	3,557
EPS (最新摊薄)	0.45	0.50	0.55	0.61

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.65%	6.49%	11.11%	7.36%
营业利润	-22.99%	14.20%	16.36%	11.86%
归属母公司净利润	-26.88%	11.67%	10.40%	9.25%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.52%	46.12%	47.02%	47.76%
净利率	10.30%	10.80%	10.73%	10.92%
ROE	13.14%	14.53%	16.14%	17.44%
ROIC	11.92%	13.33%	14.17%	#DIV/0!
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.29%	45.46%	48.57%	45.80%
净负债比率	93.39%	83.34%	94.42%	84.50%
流动比率	1.47	1.65	1.64	1.76
速动比率	0.67	0.78	0.89	0.90
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.67	0.71	0.74
应收账款周转率	18.79	19.00	19.00	19.00
应付账款周转率	1.09	1.10	1.10	1.10
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.45	0.50	0.55	0.61
每股经营现金	0.14	0.17	0.12	0.15
每股净资产	3.54	3.71	3.84	0.00
<b>估值比率</b>				
P/E	17.51	15.68	14.20	13.00
P/B	2.22	2.12	2.05	1.98
EV/EBITDA	9.53	7.70	6.46	10.63

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>