

海澜之家 (600398.SH)

2025Q1 主业企稳，京东奥莱有望成为新的增长亮点

2024 年公司收入同比下滑 2.65%至 209.57 亿，归母净利润同比下降 26.88%至 21.59 亿。2024Q4 收入同比下降 4.38%，归母净利润同比下降 49.85%。2025Q1 收入及归母净利润增速分别为 0.16%、5.46%，主业呈现企稳迹象。公司布局运动零售业务以及城市奥莱业务，有望成为新的增长亮点。当前市值 399 亿元，对应 25PE16X，维持强烈推荐评级。

□ 2024 年公司实现收入 209.57 亿，同比下滑 2.65%，归母净利润 21.59 亿，同比下滑 26.88%，2024 年分红比例 91%。分季度看：2024Q4 实现收入 56.98 亿元，同比下降 4.38%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比下降 49.85%。2025Q1 收入同比增长 0.16%至 61.87 亿元，归母净利润同比增长 5.46%至 9.35 亿元。

□ 收入：2024 年及 2025Q1 主品牌收入下滑，其他品牌快速增长。分渠道看，直营和线上增长，加盟收入下滑。

1) 2024 年：分品牌看：海澜之家系列收入 152.70 亿，同比下滑 7.22%；海澜团购定制收入 22.24 亿，同比下滑 2.51%；其他品牌（包含女装品牌 OVV、潮流品牌黑鲸、婴童品牌英氏 YeeHoO、运动品牌零售业务斯搏兹等）实现收入 26.68 亿，同比增长 32.38%，其中斯搏兹 9.94 亿元，英氏婴童接近 10 亿。分渠道看：直营店收入同比增长 5.44%至 47.8 亿元。加盟店收入同比下滑 18.19%至 87.4 亿元，线上同比增长 35.64%至 44.19 亿元。

2) 2025Q1：分品牌看：海澜主品牌收入同比下降 9.52%至 46.42 亿元，海澜团购定制同比增长 17.58%至 6.46 亿元，其他品牌同比增长 100%至 7.43 亿元。若不包含定制业务，按照渠道模式划分，直营店收入同比增长 13.15%至 15.92 亿元，加盟收入同比下滑 14.41%至 27.79 亿元，线上收入同比增长 19.72%至 10.14 亿元。

□ 海澜主品牌门店呈现净减少趋势，其他品牌门店数快速增长

1) 2024 年末公司整体门店数达到 7178 家，其中海澜之家系列门店总数达 5833 家（同比减少 143 家），其中直营门店 1468 家（增加 216 家），加盟店（减少 359 家）。其他品牌门店数 1345 家，同比增加 444 家。

2) 2025Q1 末，公司整体门店数达到 7176 家，其中海澜之家系列门店总数达到 5812 家，其他品牌门店数达到 1364 家，较年初净增加 19 家。

□ 2024 年归母净利润率同比下降 3.41pct 至 10.3%。

1) 毛利率同比提升 0.05pct 至 44.52%，其中海澜之家系列毛利率同比提升 1.33pct 至 46.54%，海澜团购毛利率同比下降 6.5pct 至 40.32%，其他品牌毛利率同比下降 1.99pct 至 48.2%。

强烈推荐（维持）

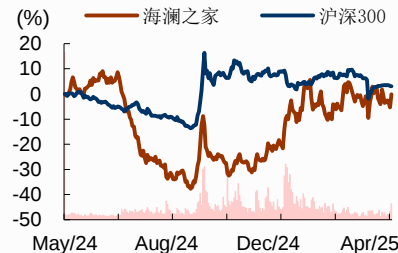
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：8.3 元

基础数据

总股本（百万股）	4803
已上市流通股（百万股）	4803
总市值（十亿元）	39.9
流通市值（十亿元）	39.9
每股净资产（MRQ）	3.7
ROE（TTM）	12.3
资产负债率	44.9%
主要股东	海澜集团有限公司
主要股东持股比例	36.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	38	4
相对表现	6	41	-1



相关报告

- 《海澜之家（600398）—24Q2 业绩承压，盈利能力略有下降》2024-08-20
- 《海澜之家（600398）—23Q3 扣非净利润稳健增长，稳步推进直营拓店》2023-10-31
- 《海澜之家（600398）—23Q2 加速复苏，直营拓店提高运营质量》2023-08-31

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

2) 期间费用率提升: 销售费用率同比提升 2.88pct 至 23.1%(直营门店开店, 广告费, 团购费用增加导致), 管理费用率同比提升 0.47 至 4.94%(斯搏兹并表导致), 财务费用率同比下降 1.05pct 至-0.83%。

3) 2024 年资产减值损失 5.69 亿元(存货减值 4.93 亿元, 英氏婴童商誉减值 7583 万元), 23 年资产减值损失 4.52 亿元(存货减值 3.33 亿元, 无形资产减值损失 1.19 亿元)。

□ 25Q1 归母净利润率同比提升 0.76pct 至 15.12%, 盈利能力有所恢复

1) 25Q1 毛利率同比基本持平: 海澜主品牌毛利率提升 2.85pct 至 49.25%, 团购定制毛利率下降 7.95pct 至 40.31%, 其他品牌毛利率下降 16.54pct 至 42.16%(斯搏兹并表所致)。

2) 销售费用率提升 1.29pct 至 20.26%, 管理费用率下降 0.46pct 至 4.78%, 财务费用率提升 0.6pct 至-0.42%。25Q1 资产减值损失 1.26 亿元, 较 24Q1 计提金额减少 1.35 亿元。

□ 2024 年存货周转速度放慢, 经营净现金流下滑: 2024 年公司期末存货 119.87 亿元, 较年初增加 26.5 亿, 增加 28.38%。存货周转天数为 330 天, 较去年增加 48 天。主要因为斯搏兹并表, 以及主品牌 24Q4 的冬装因为暖冬影响销售下降导致存货增加。2024 年经营活动净现金流为 23 亿, 同比下降 55.7%, 主要由于销售商品收到的现金减少及购买商品支付的现金增加所致。

□ 加码运动赛道、布局城市奥莱, 打造新的业务增长点

1) 2022 年全资子公司上海海澜投资与上海海新体育发展集团有限公司共同成立“斯搏兹”, 以拓展运动品牌零售业务。2024 年 4 月, 上海海澜投资取得斯搏兹控股权(持股比例 51%), 进一步加大在运动赛道的布局力度。斯搏兹通过与阿迪达斯合作, 能够更好地提升跨类目的零售管理能力和资源整合能力, 截至 2024 年底, 斯搏兹授权代理的阿迪达斯门店数量达 433 家。2024 年 5 月-12 月, 斯搏兹实现收入 9.94 亿元, 净利润 6704.5 万元。

2) 2024 年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。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 2025 年 4 月门店数量已达 12 家。

□ 盈利预测及投资评级: 考虑到斯搏兹和京东奥莱对收入的增量贡献, 小幅上调收入预测, 预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 222.74 亿元、244.66 亿元、259.40 亿元, 同比增长分别为 6%、10%、6%。同时也考虑到大众休闲以及正装市场需求疲软, 海澜主品牌经营承压, 小幅下调利润预测, 预计 2025 年-2027 年归母净利润规模分别为 24.43 亿元、27.21 亿元、29 亿元, 同比增长分别为 13%、11%、7%。当前市值 399 亿元, 对应 25PE16X, 维持强烈推荐评级。

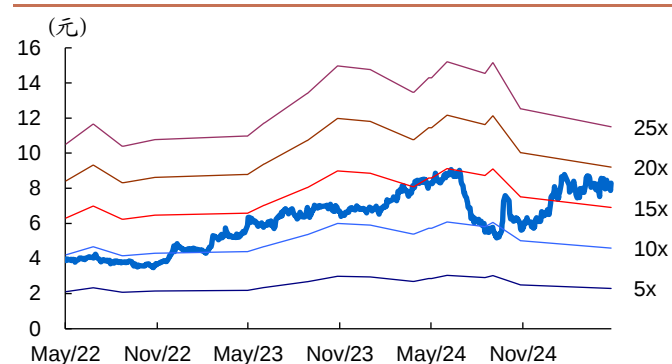
□ **风险提示：**主品牌销售不及预期的风险，京东奥莱开店不及预期的风险，团购定制业务利润率下行的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	21528	20957	22274	24466	25940
同比增长	16%	-3%	6%	10%	6%
营业利润(百万元)	3611	2780	3174	3538	3772
同比增长	29%	-23%	14%	11%	7%
归母净利润(百万元)	2952	2159	2443	2721	2900
同比增长	37%	-27%	13%	11%	7%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.51	0.57	0.60
PE	13.5	18.5	16.3	14.6	13.7
PB	2.5	2.3	2.3	2.2	2.1

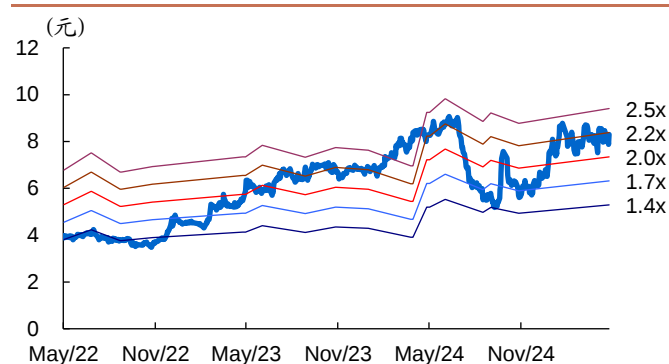
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：海澜之家历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：海澜之家历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	25005	22453	23365	25646	27549
现金	11901	6794	6731	7532	8362
交易性投资	365	305	305	305	305
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1005	1225	1282	1408	1492
其它应收款	393	538	572	629	666
存货	9337	11987	12769	13902	14740
其他	2003	1604	1705	1870	1983
非流动资产	8708	10978	10590	10248	9948
长期股权投资	194	0	0	0	0
固定资产	2943	2892	2728	2581	2448
无形资产商誉	1420	1448	1303	1173	1056
其他	4151	6638	6558	6495	6444
资产总计	33713	33431	33954	35894	37497
流动负债	16768	15256	15074	16208	17047
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10085	11259	12002	13067	13855
预收账款	798	618	659	717	761
其他	5885	3379	2413	2424	2432
长期负债	907	888	888	888	888
长期借款	0	0	0	0	0
其他	907	888	888	888	888
负债合计	17675	16144	15962	17096	17935
股本	1056	1478	1478	1478	1478
资本公积金	1413	3570	3570	3570	3570
留存收益	13580	11963	12634	13401	14124
少数股东权益	(12)	276	310	348	389
归属于母公司所有者权益	16050	17011	17683	18450	19173
负债及权益合计	33713	33431	33954	35894	37497

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5230	2317	2661	2715	2961
净利润	2918	2189	2477	2760	2941
折旧摊销	1476	670	516	469	428
财务费用	227	71	(39)	(57)	(64)
投资收益	(186)	(124)	(110)	(110)	(110)
营运资金变动	863	(352)	(184)	(349)	(236)
其它	(69)	(136)	1	3	2
投资活动现金流	(777)	(2496)	(18)	(18)	(18)
资本支出	(630)	(488)	(128)	(128)	(128)
其他投资	(147)	(2009)	110	110	110
筹资活动现金流	(3198)	(4847)	(2706)	(1897)	(2114)
借款变动	1425	(5181)	(974)	0	0
普通股增加	61	422	0	0	0
资本公积增加	309	2157	0	0	0
股利分配	(1858)	(2419)	(1772)	(1954)	(2177)
其他	(3136)	174	39	57	64
现金净增加额	1256	(5027)	(63)	800	830

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21528	20957	22274	24466	25940
营业成本	11954	11628	12395	13495	14308
营业税金及附加	150	116	123	136	144
营业费用	4353	4841	5056	5554	5888
管理费用	963	1036	1069	1174	1245
研发费用	200	288	306	336	357
财务费用	47	(175)	(39)	(57)	(64)
资产减值损失	(455)	(626)	(300)	(400)	(400)
公允价值变动收益	(3)	34	34	34	34
其他收益	22	26	26	26	26
投资收益	186	124	50	50	50
营业利润	3611	2780	3174	3538	3772
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	3181	3545	3779
所得税	705	598	703	785	838
少数股东损益	(34)	30	34	38	41
归属于母公司净利润	2952	2159	2443	2721	2900

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	-3%	6%	10%	6%
营业利润	29%	-23%	14%	11%	7%
归母净利润	37%	-27%	13%	11%	7%
获利能力					
毛利率	44.5%	44.5%	44.4%	44.8%	44.8%
净利率	13.7%	10.3%	11.0%	11.1%	11.2%
ROE	19.3%	13.1%	14.1%	15.1%	15.4%
ROIC	16.8%	10.7%	13.4%	14.7%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	52.4%	48.3%	47.0%	47.6%	47.8%
净负债比率	9.8%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	20.2	18.8	17.8	18.2	17.9
应付账款周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.61	0.45	0.51	0.57	0.60
每股经营净现金	1.09	0.48	0.55	0.57	0.62
每股净资产	3.34	3.54	3.68	3.84	3.99
每股股利	0.12	0.13	0.14	0.16	0.17
估值比率					
PE	13.5	18.5	16.3	14.6	13.7
PB	2.5	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	4.6	7.5	6.0	5.5	5.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。