

纺织服饰

2025 年 05 月 05 日

## 海澜之家 (600398)

——性价比服装零售多业态成型, 京东奥莱具高爆发潜力

报告原因: 有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点:

- 公司发布 24 年报及 25 年一季报, 25Q1 营收、利润端符合预期。1) 24 年营收 210 亿元 (同比-2.7%), 归母净利润 21.6 亿元 (同比-26.9%)。25Q1 营收 61.9 亿元 (同比+0.2%), 归母净利润 9.35 亿元 (同比+5.5%), 利润端在上年同期高基数之下保持文件增长, 体现主品牌基本盘的良好经营韧性。2) 24 年末分红 0.18 元/股, 叠加中期分红 0.23 元/股, 全年分红每股 0.41 元/股, 现金分红总额 19.7 亿元, 分红比例 91%, 延续超高比例分红, 对应 4/30 股价的静态股息率接近 5%。
- 毛利率保持稳定, 期待零售改善以优化费用率。24 年毛利率 44.5% (同比持平), 期间费用率 28.6% (同比+2.7pct), 其中销售费用率 23.1% (同比+2.9pct), 主要系直营门店增加, 财务费用率-0.8% (同比-1.1pct), 主要系可转债转股利息支出减少, 最终归母净利率 10.3% (同比-3.4pct)。25Q1 毛利率 46.6% (同比-0.1pct), 期间费用率 25.4% (同比+1.4pct), 其中销售费用率 20.3% (同比+1.3pct), 而当季资产减值损失 (含存货跌价准备) 同比缩减 1.35 亿元, 最终归母净利率改善至 15.1% (同比+0.8pct)。
- 由于并表斯搏兹及冬款销售承压, 存货周转暂时变缓, 但账上资金实力依旧雄厚。24 年末存货 120 亿元 (同比+28.4%), 存货周转天数 330 天 (同比+48 天), 连锁品牌 2 年以内库龄商品余额占比 95%。随着零售回暖促进资金回笼, 至 25Q1 期末存货 106 亿元 (环比上季末下降 13.9 亿元), 存货周转天数降至 308 天, 当季经营现金流净额 15.9 亿元 (同比+14.9%)。截至 25Q1 末, 公司仅货币资金及交易性金融资产合计超 77 亿元, 叠加每年强劲的经营现金流表现, 保障 21-24 年度保持多年高分红比例 88%/86%/91%/91%。
- 分品牌: 1) 海澜主品牌: 24 年营收 152.7 亿元 (同比-7.2%), 毛利率 46.5% (同比+1.3pct), 门店数 5833 家 (净-143 家, 其中直营+216 家、加盟-359 家)。2) 团购定制: 24 年营收 22.2 亿元 (同比-2.5%), 毛利率 40.3% (同比-6.5pct), 25Q1 营收恢复同比较高增长 17.6%。3) 其他品牌: 24 年营收 26.7 亿元 (同比+32.4%), 新增斯搏兹并表贡献, 毛利率 48.2% (同比-2pct), 门店数 1345 家 (净+444 家), 主要系阿迪达斯 FCC 项目开店速度迅猛, 预计 25 年将延续较高开店目标, 且京东奥莱也正式开启发展元年。
- 25Q1 少数股东损益为正, 意味京东奥莱有可观盈利能力, 新业态模型跑通在即, 有望步入快速复制开店阶段! 24 年/25Q1 公司少数股东损益为 3041/97.5 万元, 主要为公司持股 51% 的斯搏兹 (负责阿迪达斯 FCC 项目及京东奥莱业务买断模式采购环节)、持股 65% 的京海奥特莱斯 (负责京东奥莱业务销售环节) 两家业务子公司所致。考虑到阿迪达斯 FCC 项目发展初期尚有亏损拖累, 以及京东奥莱业务为后续拓展须提前投入人员培训, 叠加新业务总部费用相对刚性, 然而 25Q1 少数股东损益为正, 说明 25Q1 京东奥莱开出的首批门店已快速贡献盈利。25 年是京东奥莱真正意义上的发展元年, 当前正处于爆发前夜!
- 性价比服装零售业态矩阵搭建成型, 海澜之家主品牌基本盘稳固, 京东奥莱新业态具备高爆发潜力, 维持“买入”评级。结合当前国内消费大环境, 我们主要略下调主品牌开店速度及单店营收贡献, 并上调销售费用率, 因此下调 25-26 年、新增 27 年盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润 24.1/27.1/30.5 亿元 (原 25-26 年为 27.0/30.3 亿元), 对应 PE 为 17/15/13 倍。参照可比品牌公司平均 PE 估值, 给予 25 年 21 倍 PE, 目标市值 499 亿元, 较 4/30 总市值有 25% 上涨空间, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 国内零售复苏不及预期; 居民收入预期下滑, 压制可选消费需求; 存货风险。

财务数据及盈利预测

|             | 2024   | 2025Q1 | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 20,957 | 6,187  | 22,313 | 24,540 | 27,004 |
| 同比增长率 (%)   | -2.7   | 0.2    | 6.5    | 10.0   | 10.0   |
| 归母净利润 (百万元) | 2,159  | 935    | 2,411  | 2,705  | 3,047  |
| 同比增长率 (%)   | -26.9  | 5.5    | 11.7   | 12.2   | 12.6   |
| 每股收益 (元/股)  | 0.46   | 0.21   | 0.50   | 0.56   | 0.63   |
| 毛利率 (%)     | 44.5   | 46.6   | 45.4   | 46.7   | 47.6   |
| ROE (%)     | 12.7   | 5.2    | 13.8   | 15.0   | 16.4   |
| 市盈率         | 18     |        | 17     | 15     | 13     |

注: “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

|                      |                   |
|----------------------|-------------------|
| 市场数据:                | 2025 年 04 月 30 日  |
| 收盘价 (元)              | 8.30              |
| 一年内最高/最低 (元)         | 10.04/5.15        |
| 市净率                  | 2.2               |
| 股息率 (分红/股价)          | 9.52              |
| 流通 A 股市值 (百万元)       | 39,863            |
| 上证指数/深证成指            | 3,279.03/9,899.82 |
| 注: “股息率”以最近一年已公布分红计算 |                   |

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| 基础数据:           | 2025 年 03 月 31 日 |
| 每股净资产 (元)       | 3.74             |
| 资产负债率%          | 44.92            |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 4,803/4,803      |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-              |

一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

《海澜之家 (600398) 点评: 线下动销受零售环境影响, 等待大众消费拐点》  
2024/10/31《海澜之家 (600398) 点评: 国民品牌零售韧性优于行业, 中期高分红 11 亿元》  
2024/08/20

## 证券分析师

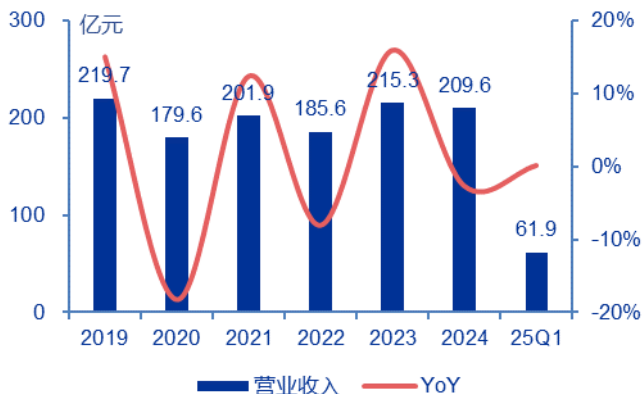
王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
求佳峰 A0230523060001  
qiujf@swsresearch.com

## 联系人

求佳峰  
(8621)23297818x  
qiujf@swsresearch.com

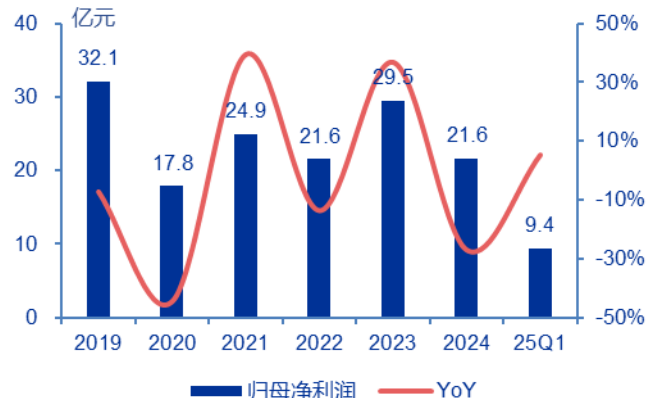
申万宏源研究微信服务号

图 1: 25Q1 营收同比增长 0.2%



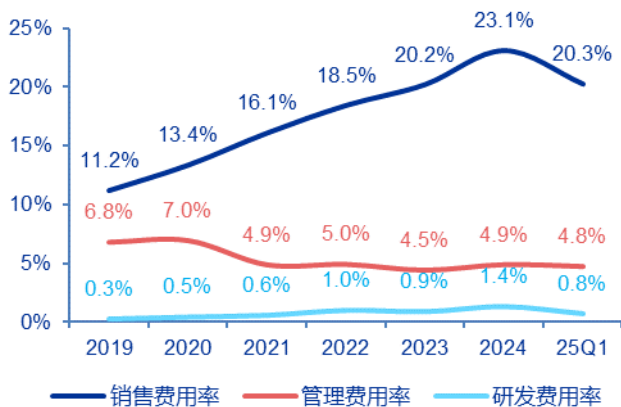
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润同比增长 5.5%



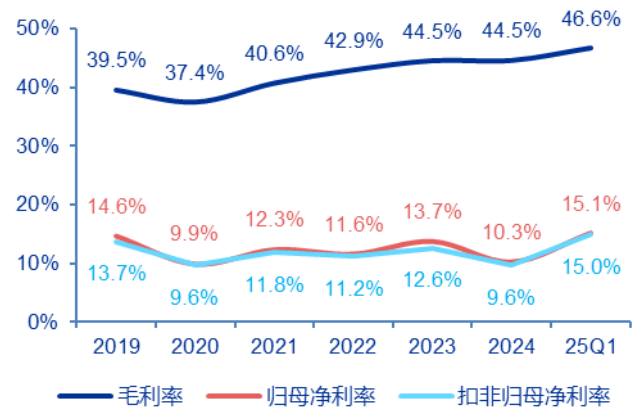
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: 25Q1 销售费用率 20.3%，管理费用率 4.8%，研发费用率 0.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 25Q1 毛利率 46.6%，归母净利率 15.1%，扣非归母净利率 15%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

| 证券代码      | 证券简称 | 2025/04/30 |          | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE  |     |     |     |
|-----------|------|------------|----------|------------|-------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|
|           |      | 股价 (元)     | 总市值 (亿元) | 24A        | 25E   | 26E   | 27E   | 24A | 25E | 26E | 27E |
| 2020.HK   | 安踏体育 | 91.95      | 2,581    | 156.0      | 134.1 | 147.0 | 160.1 | 16  | 18  | 16  | 15  |
| 300888.SZ | 稳健医疗 | 52.22      | 304      | 7.0        | 10.2  | 12.1  | 15.3  | 44  | 30  | 25  | 20  |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 9.03       | 75       | 4.3        | 5.2   | 6.0   | 6.6   | 17  | 14  | 13  | 11  |
| 平均值       |      |            |          |            |       |       |       | 26  | 21  | 18  | 15  |
| 600398.SH | 海澜之家 | 8.3        | 399      | 21.6       | 24.1  | 27.1  | 30.5  | 18  | 17  | 15  | 13  |

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：安踏体育、罗莱生活盈利预测为申万宏源预测，稳健医疗盈利预测为 Wind 一致预期；港股股价、市值货币单位为港币，归母净利润为人民币，计算 PE 按照港元兑人民币即期汇率折算

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入                  | 21,528 | 20,957 | 22,313 | 24,540 | 27,004 |
| 其中: 营业收入               | 21,528 | 20,957 | 22,313 | 24,540 | 27,004 |
| 减: 营业成本                | 11,954 | 11,628 | 12,191 | 13,084 | 14,138 |
| 减: 税金及附加               | 150    | 116    | 124    | 136    | 150    |
| 主营业务利润                 | 9,424  | 9,213  | 9,998  | 11,320 | 12,716 |
| 减: 销售费用                | 4,353  | 4,841  | 5,221  | 5,988  | 6,751  |
| 减: 管理费用                | 963    | 1,036  | 1,049  | 1,153  | 1,269  |
| 减: 研发费用                | 200    | 288    | 268    | 294    | 324    |
| 减: 财务费用                | 47     | -175   | -158   | -169   | -179   |
| 经营性利润                  | 3,861  | 3,223  | 3,618  | 4,054  | 4,551  |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -4     | -38    | -10    | -10    | -10    |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -452   | -569   | -550   | -550   | -600   |
| 加: 投资收益及其他             | 208    | 150    | 76     | 36     | 36     |
| 营业利润                   | 3,611  | 2,780  | 3,134  | 3,530  | 3,977  |
| 加: 营业外净收入              | 13     | 7      | 7      | 7      | 7      |
| 利润总额                   | 3,624  | 2,787  | 3,140  | 3,537  | 3,984  |
| 减: 所得税                 | 705    | 598    | 695    | 794    | 894    |
| 净利润                    | 2,918  | 2,189  | 2,445  | 2,743  | 3,090  |
| 少数股东损益                 | -34    | 30     | 34     | 38     | 43     |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 2,952  | 2,159  | 2,411  | 2,705  | 3,047  |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                          |
|--------|-----|--------------|--------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swhysc.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swhysc.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swhysc.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swhysc.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。