

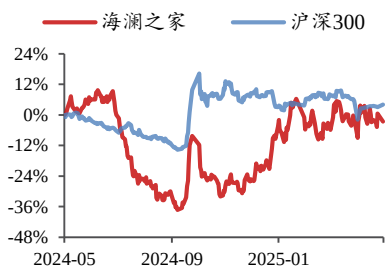
海澜之家 (600398.SH)

2025 年 05 月 07 日

投资评级：买入（维持）

日期	2025/5/6
当前股价(元)	8.05
一年最高最低(元)	10.04/5.15
总市值(亿元)	386.62
流通市值(亿元)	386.62
总股本(亿股)	48.03
流通股本(亿股)	48.03
近 3 个月换手率(%)	45.73

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 弱零售下负经营杠杆显著，并表及备货推高库存—公司信息更新报告》-2024.10.31

《Q2 线下承压线上高增，斯搏兹并表，延续高分红—公司信息更新报告》
-2024.8.22

2025Q1 主业稳健，期待京东奥莱、FCC 双线发力

——公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

● 2025Q1 主业稳健，期待京东奥莱、FCC 双线发力，维持“买入”评级

2024 年收入 209.6 亿元（同比-2.65%，下同），归母净利润 21.6 亿元（-26.9%），全年分红比例 91.2%。2024Q4/2025Q1 收入 56.98/61.9 亿元，同比-4.4%/+0.2%，归母净利润 2.5/9.4 亿元，同比-49.8%/+5.5%。考虑国内零售环境未恢复，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 24.0/27.2/29.8 亿元（原为 25/30 亿元），当前股价对应 PE 为 16.1/14.2/13.0 倍，主品牌静待零售环境改善，增量业务构建多曲线成长，维持“买入”评级。

●主品牌：线上剔除并表及重分类影响后稳健，线下直营占比进一步提升

2024 年/2025Q1 收入 152.7/46.4 亿元(-7%/-9.5%)，毛利率 46.5%/49.3% (+1.3/+2.9pct)，线上：2024 年/2025Q1 收入 44.2/10.1 亿元 (+35.6%/+19.8%)，系丰富产品矩阵、拓展细分市场及斯搏兹并表。**团购**：2024 年/2025Q1 收入 22.2/6.5 亿元 (-2.5%/+17.6%)，毛利率 40.3%/40.3% (-6.5/-8pct)，收入企稳。**线下直营**净开趋势延续：2024 年店数 yoy-2.4%，直营净开 216 家带动占比提至 25.2%，截至 Q1 门店 5812 家 (-2.4%)，较年初-21 家，直营/加盟 1510/4302 家，较年初 +42/-63 家。**海外**：2024 年收入 3.6 亿元 (+31%)，门店 101 家，毛利率 68%。

● 其他品牌：斯搏兹并表导致收入高增，看好京东奥莱、FCC 双线发力

其他品牌 2024 年/2025Q1 收入 26.7/7.4 亿元 (+32.4%/+100.2%)，主要系斯搏兹 2024 年 4 月末并表，并表后斯搏兹收入 9.9 亿元，净利润 6705 万元，净利率约 6.7%，斯搏兹开店带动其他品牌 2024 年/2025Q1 门店增长+49%/+53%，较年初 +444/+472 家。(1) 2024 年 FCC 项目门店 433 家，2025 年有望延续快速展店趋势。(2) 与京东联手打造城市奥莱新业态，7 月京东奥莱线上启动，9 月飞马水城首店开业，并在江苏/山东/河南/河北/安徽等地加速布局，截至 Q1 门店 12 家。

● 2024 年直营占比提升毛利率及销售费用率，并表及冬装库存推高存货水平

盈利端：2024 年/2025Q1 毛利率为 44.5%/46.6%，同比持平/-0.1pct，期间费用率分别为 28.6%/25.4%，yoy+2.7/+1.4pct，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别+2.9/+0.5/+0.4/-1.1pct，销售费用率提升系直营店增加、团购营销及广告费增加，2024 年投资收益 1.2 亿元主要系斯搏兹并表，存货跌价准备 1.6 亿元及英氏商誉减值 0.76 亿元致资产减值损失占收入比+0.6pct，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率+1.3/-0.5/-0.1/+0.6pct，资产减值损失占比-2.2pct，2024 年/2025Q1 归母净利率为 10.3%/15.1%，yoy-3.4/+0.8pct。**营运端：**截至 2024 年末经营性现金流净额为 23.2 亿元(-56%)系斯搏兹并表增加采购，2025Q1 末存货为 106 亿元(+28.9%)系斯搏兹并表及 Q4 冬装销售受天气影响所致，存货周转天数 308 天(+68 天)。

● **风险提示：**新客户及新品类拓展、盈利能力提升不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	22,123	24,027	25,799
YOY(%)	16.0	-2.7	5.6	8.6	7.4
归母净利润(百万元)	2,952	2,159	2,404	2,717	2,981
YOY(%)	37.0	-26.9	11.4	13.0	9.7
毛利率(%)	44.5	44.5	45.2	45.5	45.5
净利率(%)	13.7	10.3	10.9	11.3	11.6
ROE(%)	18.2	12.7	12.4	13.3	13.2
EPS(摊薄/元)	0.61	0.45	0.50	0.57	0.62
P/E(倍)	13.1	17.9	16.1	14.2	13.0
P/B(倍)	2.5	2.3	2.0	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1 / 4

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25005	22453	28938	32903	34542
现金	11901	6794	17014	15310	19861
应收票据及应收账款	1005	1225	1137	1362	1365
其他应收款	393	538	488	563	594
预付账款	230	238	483	220	486
存货	9337	11987	8406	13707	10629
其他流动资产	2138	1671	1411	1740	1607
非流动资产	8708	10978	8582	8880	8961
长期投资	194	0	0	0	-65
固定资产	2943	2892	2789	2770	2709
无形资产	688	648	514	386	216
其他非流动资产	4883	7438	5279	5724	6101
资产总计	33713	33431	37521	41783	43504
流动负债	16768	15256	13432	16304	15552
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	10085	11259	9535	13074	11618
其他流动负债	6683	3997	3897	3231	3933
非流动负债	907	888	1020	938	949
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	907	888	1020	938	949
负债合计	17675	16144	14451	17242	16500
少数股东权益	-12	276	330	428	582
股本	1056	1478	4803	4803	4803
资本公积	941	3570	3570	3570	3570
留存收益	13709	12073	14285	16959	19859
归属母公司股东权益	16050	17011	22740	24112	26421
负债和股东权益	33713	33431	37521	41783	43504

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5230	2317	5912	326	5565
净利润	2918	2189	2458	2816	3135
折旧摊销	1476	670	701	429	451
财务费用	47	-175	-133	-108	-90
投资损失	-186	-124	-44	-43	-46
营运资金变动	405	-1887	2857	-2757	2143
其他经营现金流	570	1644	72	-10	-27
投资活动现金流	-777	-2496	1721	-723	-443
资本支出	630	488	-575	-102	-194
长期投资	-432	32	0	22	65
其他投资现金流	-578	-1976	1145	-804	-573
筹资活动现金流	-3198	-4847	2588	-1306	-571
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-2777	0	0	0	0
普通股增加	61	422	3325	0	0
资本公积增加	378	2629	0	0	0
其他筹资现金流	-860	-7898	-737	-1306	-571
现金净增加额	1250	-5023	10220	-1703	4551

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21528	20957	22123	24027	25799
营业成本	11954	11628	12131	13093	14052
营业税金及附加	150	116	123	133	143
营业费用	4353	4841	5166	5574	5934
管理费用	963	1036	1018	1057	1084
研发费用	200	288	305	324	335
财务费用	47	-175	-133	-108	-90
资产减值损失	-452	-569	-465	-452	-441
其他收益	22	26	27	30	32
公允价值变动收益	-3	34	22	24	26
投资净收益	186	124	44	43	46
资产处置收益	1	-20	-20	-20	-20
营业利润	3611	2780	3123	3579	3985
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	3130	3585	3992
所得税	705	598	672	770	857
净利润	2918	2189	2458	2816	3135
少数股东损益	-34	30	54	99	154
归属母公司净利润	2952	2159	2404	2717	2981
EBITDA	4743	3253	3474	3529	3915
EPS(元)	0.61	0.45	0.50	0.57	0.62

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	-2.7	5.6	8.6	7.4
营业利润(%)	28.7	-23.0	12.3	14.6	11.4
归属于母公司净利润(%)	37.0	-26.9	11.4	13.0	9.7
获利能力					
毛利率(%)	44.5	44.5	45.2	45.5	45.5
净利率(%)	13.7	10.3	10.9	11.3	11.6
ROE(%)	18.2	12.7	12.4	13.3	13.2
ROIC(%)	13.0	10.8	10.7	11.3	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	48.3	38.5	41.3	37.9
净负债比率(%)	-48.4	-28.9	-81.5	-68.1	-80.2
流动比率	1.5	1.5	2.2	2.0	2.2
速动比率	0.8	0.6	1.4	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	20.2	18.8	18.7	19.2	18.9
应付账款周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.45	0.50	0.57	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.48	1.23	0.07	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.54	4.04	4.33	4.81
估值比率					
P/E	13.1	17.9	16.1	14.2	13.0
P/B	2.5	2.3	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	6.4	10.3	6.5	6.9	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn