

公司评级 **买入（首次）**
报告日期 2025 年 05 月 11 日

基础数据

05 月 09 日收盘价（元）	7.89
总市值（亿元）	378.94
总股本（亿股）	48.03

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：赵宇

 S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

 S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

海澜之家(600398.SH)

2025Q1 高基数下增长稳健，京东奥莱业务未来可期

投资要点：

- **事件：公司发布 2024 年报及 2025 年一季度报。**①2024 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 209.57/21.59/20.15 亿元，同比变动-2.65%/-26.88%/-25.65%。②2025Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 61.87/9.35/9.26 亿元，同比变动+0.16%/+5.46%/+5.54%。③2024 年年末宣告分红 0.18 元/股，叠加中期分红 0.23 元/股，全年分红 0.41 元/股，两次合计现金分红 19.69 亿元，分红占比 2024 年归母净利润比例 91%，延续高比例分红。
- **主品牌收入承压，直营占比持续提升，团购业务平稳发展：**①海澜之家主品牌/海澜团购营业收入 2024 年分别为 152.70/22.24 亿元，分别同比变动-7.22%/-2.51%；25Q1 主品牌/团购营收分别同比-9.52%/+17.58%。②门店方面，2024 年海澜之家直营/加盟及其他门店数为 1468/4365 家，分别同比净+216/-359 家；2025Q1 主品牌直营/加盟及其他较 2024 年末分别净+42/-63 家，主品牌积极拓展直营门店，加盟店铺调改升级。同时境外业务表现亮眼，2024 年实现收入 3.55 亿元，同比增长 30.75%，期末海外门店数达到 101 家，公司深耕东南亚，并积极扩张中亚、中东等区域。③主品牌盈利能力保持稳健，2024/2025Q1 主品牌毛利率分别为 46.54/49.25%，同比变动+1.33/+2.85pct。④团购业务 2025Q1 实现较快同比增长，但毛利率有所下行，2024/2025Q1 团购业务毛利率分别为 40.32/40.31%，分别同比变动-6.50/-7.95pct。
- **其他品牌：斯搏兹并表，FCC 快速拓店。**①其他品牌（包含英氏、FCC 阿迪达斯项目、京东奥莱业务）2024 年/2025Q1 分别实现收入 26.68/7.43 亿元，同比增长 32.38%/100%；2024 年/2025Q1 毛利率分别为 48.20%/42.16%，同比下降 1.99/16.54pct，系并表导致收入、毛利率异常波动。其他品牌 2024/2025Q1 期末门店数分别为 1345/1364 家，2025Q1 净开 19 家，其中直营店 11 家，加盟店 8 家。截至 2024 年末，公司授权代理的阿迪达斯门店（FCC）433 家。②斯搏兹 2024 年 4 月并表以来，实现收入 9.94 亿元、净利润 6705 万元。
- **分渠道：线上渠道保持高增长，线下直营渠道扩张门店。**①线上渠道持续贡献增长动力。2024 年/2025Q1 分别实现收入 44.19/10.14 亿元，同比+35.63%/+19.76%。线上毛利率为 48.02%，同比微降 0.13pct。②线下渠道：直营渠道 2024 年/2025Q1 分别实现收入 47.80/15.92 亿元，同比+5.44%/+13.15%；加盟及其他渠道 2024 年/2025Q1 分别实现收入 131.59/37.93 亿元，同比下降 5.61%/7.37%。
- **毛利率保持稳定，2025Q1 资产减值损失缩减。**①2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 44.52%/10.3%，同比变动+0.05pct/-3.41pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.1%/4.94%/1.37%/-0.83%，同比变动+2.88/+0.47/+0.44/-1.05pct，直营门店增加致销售费用率增加，可转债转股利息减少致财务费用率减少。②2025Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 46.62%/15.12%，同比变动-0.07pct/+0.76pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.26%/4.78%/0.76%/-0.42%，同比变动+1.29/-0.46/-0.07/+0.6pct，资产减值损失 2025Q1 为 1.26 亿元，同比缩减 1.35 亿元，间接提升 2025Q1 归母净利率。
- **斯搏兹并表，存货周转短暂变缓。**公司 2024/2025Q1 期末存货为 119.87/105.97 亿元，同比增加 28.38/28.92%，存货周转天数 2024/2025Q1 分别为 330.1/307.7 天，同比升

- 高 47.1/67.8 天，2025Q1 存货环比减少，存货周转天数呈现优化。2025Q1 经营性现金流量净额 15.87 亿元，同比+14.9%。
- **盈利预测与投资建议：**公司男装业务持续加码直营门店，呈现品牌新形象，加码运动服饰零售，并积极探索城市奥莱业态，2025 年以来已经在江苏、山东、河南、河北等地布局，为公司成长注入新动能。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.50/0.58/0.71 元，对应 5 月 9 日收盘价市盈率分别为 15.7/13.5/11.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
 - 风险提示：内需消费持续下滑；存货减值风险；新品牌培育失败风险；市场竞争加剧风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	20957	22854	25566	29446
同比增长	-2.7%	9.1%	11.9%	15.2%
归母净利润（百万元）	2159	2417	2799	3400
同比增长	-26.9%	12.0%	15.8%	21.5%
毛利率	44.5%	44.3%	44.6%	45.1%
ROE	12.7%	13.8%	15.5%	18.1%
每股收益（元）	0.45	0.50	0.58	0.71
市盈率	17.6	15.7	13.5	11.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22453	23707	26800	29999
货币资金	6794	9254	11964	13553
交易性金融资产	305	405	505	555
应收票据及应收账款	1225	1313	1451	1658
预付款项	238	254	283	323
存货	11987	11162	11205	12418
其他	1904	1319	1390	1491
非流动资产	10978	11511	10839	10903
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2892	2723	2565	2409
在建工程	3	62	97	118
无形资产	648	569	487	402
商誉	800	800	800	800
其他	6635	7358	6889	7173
资产总计	33431	35219	37639	40902
流动负债	15256	16515	18288	20730
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	11259	12298	13701	15624
其他	3997	4217	4587	5105
非流动负债	888	883	883	883
长期借款	0	0	0	0
其他	888	883	883	883
负债合计	16144	17398	19172	21613
股本	1478	1478	1478	1478
未分配利润	9459	9581	9721	9891
少数股东权益	276	325	412	553
股东权益合计	17287	17821	18467	19289
负债及权益合计	33431	35219	37639	40902

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2159	2417	2799	3400
折旧和摊销	1596	1752	1862	1226
营运资金的变动	-1887	1504	972	361
经营活动产生现金流量	2317	6274	6317	5726
资本支出	-487	-623	-673	-773
长期投资	32	-250	-260	-210
投资活动产生现金流量	-2496	-1765	-1333	-1383
债权融资	0	-81	0	0
股权融资	4	0	0	0
融资活动产生现金流量	-4847	-2050	-2273	-2755
现金净变动	-5023	2460	2711	1589

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20957	22854	25566	29446
营业成本	11628	12722	14174	16163
税金及附加	116	126	141	162
销售费用	4841	5028	5625	6478
管理费用	1036	1129	1263	1455
研发费用	288	274	307	353
财务费用	-175	-101	-151	-205
投资收益	124	0	0	0
公允价值变动收益	34	0	0	0
信用减值损失	-38	-20	-20	-20
资产减值损失	-569	-550	-550	-550
营业利润	2780	3135	3668	4505
营业外收支	7	7	7	7
利润总额	2787	3142	3675	4512
所得税	598	675	790	970
净利润	2189	2466	2885	3542
少数股东损益	30	49	87	142
归属母公司净利润	2159	2417	2799	3400
EPS(元)	0.45	0.50	0.58	0.71

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-2.7%	9.1%	11.9%	15.2%
营业利润增长率	-23.0%	12.7%	17.0%	22.8%
归母净利润增长率	-26.9%	12.0%	15.8%	21.5%
盈利能力				
毛利率	44.5%	44.3%	44.6%	45.1%
归母净利率	10.3%	10.6%	10.9%	11.5%
ROE	12.7%	13.8%	15.5%	18.1%
偿债能力				
资产负债率	48.3%	49.4%	50.9%	52.8%
流动比率	1.47	1.44	1.47	1.45
速动比率	0.58	0.70	0.80	0.80
营运能力				
资产周转率	62.4%	66.6%	70.2%	75.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.50	0.58	0.71
每股经营现金	0.48	1.31	1.32	1.19
估值比率(倍)				
PE	17.6	15.7	13.5	11.1
PB	2.2	2.2	2.1	2.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn