

公司研究 | 点评报告 | 海澜之家 (600398.SH)

海澜之家 2024A&2025Q1 点评：业绩超预期，多曲线成长性逐步兑现

报告要点

展望：多曲线成长性逐步兑现，红利中的优质 α 标的。预计主品牌线下弱零售对未来业绩拖累渐消化，新业务京东奥莱坪效优、盈利确定性高且开店空间广，叠加电商/出海/斯搏兹多曲线成长性逐步兑现，有望带来业绩端的强增量。此外，公司具备持续且较优的分红能力，近年分红比例有望维持~90%。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25.3/30.2/37.3 亿，同比 +17%/+19%/+23%，对应 PE 为 15/13/10X，90%分红比例假设下 2025 年股息率达~5.9%，维持“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

海澜之家 (600398.SH)

海澜之家 2024A&2025Q1 点评：业绩超预期，多曲线成长性逐步兑现

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

业绩：2024A 公司收入/归母净利分别为 209.6/21.6 亿元，同比-3%/-27%。其中单 Q4 收入/归母净利分别为 57.0/2.5 亿元，同比-4%/-50%。2025Q1 收入/归母净利分别为 61.9/9.4 亿元，同比+0.2%/+5.5%，2024A&2025Q1 业绩均超预期。此外，2024 年分红 19.7 亿，分红比例为 91%维持高水平。

事件评论

- 团购业务高增，直营维持强开店。1) 主品牌：**2024Q4 收入-13%至 39.7 亿，加盟关店和结算节奏影响下预计下滑，电商收入同比+17%预计主因斯搏兹业务并表贡献。Q4 主品牌毛利率同比+2.8pct 预计主因促销活动较少。此外，消费弱市下街铺客流下滑明显，公司低效门店优化导致加盟渠道环比 Q3 净关 128 家，关店力度持续加强（Q3 净关 101 家）。2025Q1 收入-10%至 46.4 亿元，线上斯搏兹并表增益下同比+20%延续提升，Q1 延续直营强开店策略（环比 24Q4 净增 42 家），加盟则环比 24Q4 净闭 63 家。
 2) 团购：2024Q4 收入同比+27%至 7.6 亿元增长较优，行业降本节支下价格竞争较激烈，2024Q4 毛利率预计同比下滑，2025Q1 高基数下收入同比+18%至 6.5 亿元。
 3) 其他品牌：2024Q4 收入+67%，剔除斯搏兹收入并表贡献预计收入基本持平，2025Q1 收入同比+100%至 7.4 亿元。
- 2024Q4 费用&资产减值拖累盈利，2025Q1 正经营杠杆下净利率有所修复。**1) 2024Q4 直营店占比提升&促销活动减少下整体毛利率同比+0.6pct，斯搏兹并表对毛利率有所拖累。费用端，Q4 期间费用率同比+4.2pct 至 32.5%，其中销售费用率同比+2.1pct 预计主因直营门店开店以及广宣、团购费用增加；研发费用率同比+0.9pct 主因创研中心建设及海澜致+个性化定制平台项目投入增加。此外，资产减值损失同比+3635 万元对净利润有所拖累。综上，公司 Q4 归母净利率-4pct 至 4.4%。2) 2025Q1 毛利率同比-0.1pct 基本维稳，期间费用率同比+1.4%主因直营开店下销售费用率提升 1.3pct，薪资控制下管理费用率同比-0.5pct 有所改善，此外资产减值损失同比-1.3 亿元预计主因存货计提减少，因此 Q1 归母净利率同比+0.8pct 至 15.1%回到历史高点。
- 展望：多曲线成长性逐步兑现，红利中的优质α标的。**预计主品牌线下弱零售对未来业绩拖累渐消化，新业务京东奥莱坪效优、盈利确定性高且开店空间广，叠加电商/出海/斯搏兹多曲线成长性逐步兑现，有望带来业绩端的强增量。此外，公司具备持续且较优的分红能力，近年分红比例有望维持~90%。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25.3/30.2/37.3 亿，同比+17%/+19%/+23%，对应 PE 为 15/13/10X，90%分红比例假设下 2025 年股息率达~5.9%，维持“买入”评级。

风险提示

1、终端零售环境变化； 2、品牌库存去化不及预期； 3、国内外宏观经济变化。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.01
总股本(万股)	480,277
流通A股/B股(万股)	480,277/0
每股净资产(元)	3.74
近12月最高/最低价(元)	10.04/5.15

注：股价为 2025 年 5 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海澜之家 2024Q3 点评：线下主品牌拖累整体业绩，销售费用提升明显》2024-11-11
- 《海澜之家 2024H1 点评：电商增势亮眼，主品牌线下及团购拖累 Q2 业绩》2024-09-19
- 《海澜之家 2023A&2024Q1 业绩点评：2023 年分红率提至 91%，2024Q1 电商&团购业务高增》2024-05-22



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、终端零售环境变化：天气等变化可能导致终端零售环境受到影响；
- 2、品牌库存去化不及预期：零售环境较弱影响品牌库存去化的进度，进而对品牌下单产生影响；
- 3、国内外宏观经济变化：国内外宏观经济若延续较弱，则持续削弱居民消费能力和消费意愿，服装作为可选消费品类受损相对明显。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20957	22217	25087	28969	货币资金	6794	10110	11167	12748
营业成本	11628	11808	12212	12654	交易性金融资产	305	305	305	305
毛利	9329	10409	12875	16315	应收账款	1225	1167	1368	1556
%营业收入	45%	47%	51%	56%	存货	11987	10109	11134	12265
营业税金及附加	116	111	125	145	预付账款	238	237	246	255
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1904	1886	1978	2067
销售费用	4841	5544	6875	8822	流动资产合计	22453	23814	26198	29196
%营业收入	23%	25%	27%	30%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	1036	1111	1505	2028	投资性房地产	713	713	713	713
%营业收入	5%	5%	6%	7%	固定资产合计	2892	2599	2305	2012
研发费用	288	289	326	377	无形资产	648	648	648	648
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	800	800	800	800
财务费用	-175	-192	-192	-198	递延所得税资产	658	658	658	658
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	5267	5267	5267	5267
加: 资产减值损失	-569	-367	-430	-389	资产总计	33431	34499	36589	39293
信用减值损失	-38	-44	-34	-50	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	34	0	0	0	应付款项	10017	8088	7360	6934
投资收益	124	150	150	150	预收账款	4	5	6	6
营业利润	2780	3308	3948	4883	应付职工薪酬	505	553	555	577
%营业收入	13%	15%	16%	17%	应交税费	798	829	922	1076
营业外收支	7	7	7	7	其他流动负债	3931	4728	4807	4852
利润总额	2787	3315	3955	4889	流动负债合计	15256	14204	13650	13445
%营业收入	13%	15%	16%	17%	长期借款	0	500	900	1200
所得税费用	598	746	890	1100	应付债券	0	0	0	0
净利润	2189	2569	3065	3789	递延所得税负债	67	67	67	67
归属于母公司所有者的净利润	2159	2532	3019	3728	其他非流动负债	822	822	822	822
少数股东损益	30	37	46	61	负债合计	16144	15592	15438	15533
EPS (元)	0.46	0.53	0.63	0.78	归属于母公司所有者权益	17011	18595	20793	23340
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	276	312	358	420
	2317	3609	1321	2304	股东权益	17287	18907	21151	23760
经营活动现金流净额	11	150	150	150	负债及股东权益	33431	34499	36589	39293
取得投资收益收回现金	194	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-487	7	7	7		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2215	0	0	0	每股收益	0.46	0.53	0.63	0.78
其他	-2496	157	157	157	每股经营现金流	0.48	0.75	0.28	0.48
投资活动现金流净额	0	0	0	0	市盈率	16.30	15.19	12.74	10.32
债券融资	4	0	0	0	市净率	2.12	2.07	1.85	1.65
股权融资	0	500	400	300	EV/EBITDA	7.46	8.37	6.89	5.46
银行贷款增加 (减少)	-3794	-949	-821	-1181	总资产收益率	6.5%	7.3%	8.3%	9.5%
筹资成本	-1057	0	0	0	净资产收益率	12.7%	13.6%	14.5%	16.0%
其他	-4847	-449	-421	-881	净利率	10.3%	11.4%	12.0%	12.9%
筹资活动现金流净额	-5027	3316	1057	1580	资产负债率	48.3%	45.2%	42.2%	39.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2317	3609	1321	2304	总资产周转率	0.63	0.64	0.69	0.74

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。