海澜之家(600398)

报告日期：2025 年 07 月 04 日

主业企稳+新业态加速，稳增长高分红属性凸显

——海澜之家点评报告

投资要点

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：邹国强
执业证书号：S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥7.23
总市值(百万元)	34,724.03
总股本(百万股)	4,802.77

股票走势图

相关报告

1 《主品牌表现领跑板块，期待京东奥莱拓展提速》 2025.07.02
2 《基本盘逐渐企稳，新零售业态持续壮大》 2025.04.30
3 《Q3 线下销售承压下滑，斯搏兹并表贡献增量》 2024.11.01

❑ 推荐理由

海澜之家是高股息的男装第一龙头，主品牌稳健表现领跑同业，京东奥莱有望加速开店。

❑ 超预期点

1、男装主业有望企稳回升

市场担心：国内线下消费整体客流仍有波动，对品牌服饰企业销售形成一定挑战。

我们认为：主品牌单季度趋势已经触底企稳，有望同比回正。**预测依据：**1）24Q4、25Q1 主品牌收入的同比降幅已经明显收窄，随着 25Q2、Q3 基数降低，同比有望回正；2）营销方面，5 月以来苏超赛事热度发酵、商业价值攀升，海澜成为官方战略合作伙伴之一，获得广泛品牌曝光，有望提振销售；3）渠道质量不断优化，线下持续进驻核心商圈购物中心，电商在拓展品类带动下连续多个季度高增长，海外市场也在不断加码开店。

2、京东奥莱开拓进度有望提速

市场担心：京东奥莱春节后拓展节奏较节前略谨慎，仍在单店模型积极打磨中。

我们认为：京东奥莱下半年有望加速开店，中长期成长势头依然强劲，市场关注度有望再度提升。**预测依据：**1）截止 25 年 6 月底，京东奥莱已开出 23 家，其中 25 年 1/3/5/6 月分别开出 10/1/8/3 家。进入 6 月后，新门店签约加速，目前待开业门店达到 17 家或以上，7、8 月起有望进入开店加速期；2）京东奥莱区别于传统奥莱布局一二线城市远郊，而是布局低线城市购物中心，单店体量小但可复制性强，上半年仅进入 8 个省份，下半年将首次进入西南、西北等地区，全国版图逐渐完整。3）该商业模式中多方共赢，既解决购物中心空置率压力，又能为品牌商增加有效去库存渠道，我们认为后续开店面临的阻力较小，且海澜能够享受有吸引力的租金及拿货政策，待单店模型成熟后有能力快速铺开。

❑ 驱动因素

1、主品牌流水改善超预期，费用摊薄后带动主业利润率改善，进而实现净利润稳中有升，股息率吸引力增强。

2、京东奥莱开店速度加快、单店模型逐渐完善，带动市场对其信心增强，给予更高估值。

检验指标：主品牌月度、季度流水；京东奥莱开店数量；新业态收入及利润贡献
可能催化剂：主品牌流水同比改善；京东奥莱开店加速或影响力提升；财报业绩超预期

❑ 盈利预测

预计 25-27 年实现收入 223/248/266 亿元，同比增长 6.5%/11.1%/7.4%，归母净利润 24.1/26.6/29.1 亿元，同比增长 11.7%/10.4%/9.2%，PE 14/13/12 倍，公司近两年分红率稳定在 90%以上，测算 25 年股息率 6.3%，维持“买入”评级。

❑ 估值分析

按照分部估值法预测，公司主业企稳回升，预计 25 年净利润超过 20 亿元，给予 14 倍目标 PE，对应约 300 亿左右市值；新业务京东奥莱有序推进，预计 3 年内归母净利润 10 亿元左右，给予 20 倍目标 PE，对应约 200 亿市值。合计目标市值 500 亿元左右，目标价 10.31 元/股，对应现价空间 42.6%。

❑ 风险提示

消费复苏不及预期，新业态成长不及预期，海外拓展不及预期

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**20,957**	**22,316**	**24,796**	**26,621**
(+/-) (%)	-2.7%	6.5%	11.1%	7.4%
归母净利润	**2,159**	**2,411**	**2,661**	**2,908**
(+/-) (%)	-26.9%	11.7%	10.4%	9.2%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.55	0.61
P/E	**16.09**	**14.40**	**13.05**	**11.94**

资料来源：浙商证券研究所，每股收益根据期末流通股计算

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	**22,453**	**23,425**	**27,541**	**27,187**
现金	6,794	8,079	11,323	10,483
交易性金融资产	305	305	305	305
应收账项	1,225	1,124	1,486	1,316
其它应收款	538	496	478	476
预付账款	238	251	288	306
存货	11,987	12,063	12,265	13,020
其他	1,366	1,107	1,396	1,282
非流动资产	**10,978**	**9,716**	**8,883**	**8,576**
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,892	2,750	2,595	2,426
无形资产	648	650	650	650
在建工程	3	28	35	22
其他	7,435	6,287	5,603	5,478
资产总计	**33,431**	**33,140**	**36,424**	**35,764**
流动负债	**15,256**	**14,167**	**16,797**	**15,485**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	10,017	9,271	11,984	10,713
预收账款	4	7	5	8
其他	5,234	4,889	4,808	4,764
非流动负债	**888**	**897**	**893**	**895**
长期借款	0	0	0	0
其他	888	897	893	895
负债合计	**16,144**	**15,064**	**17,689**	**16,380**
少数股东权益	276	276	276	276
归属母公司股东权益	17,011	17,801	18,459	19,108
负债和股东权益	**33,431**	**33,140**	**36,424**	**35,764**

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**2317**	**2986**	**2230**	**2810**
净利润	2189	2570	2971	3323
折旧摊销	378	896	830	702
财务费用	71	(88)	(136)	(182)
投资损失	(124)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(1887)	134	(836)	(465)
其它	1691	(516)	(590)	(558)
投资活动现金流	**(2496)**	**2052**	**5419**	**1146**
资本支出	488	236	217	197
长期投资	0	0	0	0
其他	(2984)	1816	5202	949
筹资活动现金流	**(4847)**	**(3753)**	**(4405)**	**(4796)**
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(4847)	(3753)	(4405)	(4796)
现金净增加额	**(5023)**	**1285**	**3244**	**(840)**

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**20,957**	**22,316**	**24,796**	**26,621**
营业成本	11,628	12,025	13,137	13,906
营业税金及附加	116	145	157	163
营业费用	4,841	5,356	6,100	6,655
管理费用	1,036	1,027	1,141	1,225
研发费用	288	223	248	266
财务费用	(175)	(88)	(136)	(182)
资产减值损失	(569)	(500)	(500)	(500)
公允价值变动损益	34	10	10	10
投资净收益	124	10	10	10
其他经营收益	26	27	25	26
营业利润	**2,780**	**3,175**	**3,695**	**4,133**
营业外收支	7	37	19	21
利润总额	**2,787**	**3,212**	**3,714**	**4,154**
所得税	598	642	743	831
净利润	**2,189**	**2,570**	**2,971**	**3,323**
少数股东损益	30	159	310	416
归属母公司净利润	**2,159**	**2,411**	**2,661**	**2,908**
EBITDA	3,252	3,861	4,099	3,557
EPS（最新摊薄）	0.45	0.50	0.55	0.61

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.65%	6.49%	11.11%	7.36%
营业利润	-22.99%	14.20%	16.36%	11.86%
归属母公司净利润	-26.88%	11.67%	10.40%	9.25%
获利能力				
毛利率	44.52%	46.12%	47.02%	47.76%
净利率	10.30%	10.80%	10.73%	10.92%
ROE	13.14%	14.53%	16.14%	17.44%
ROIC	11.92%	13.33%	14.17%	14.89%
偿债能力				
资产负债率	48.29%	45.46%	48.57%	45.80%
净负债比率	93.39%	83.34%	94.42%	84.50%
流动比率	1.47	1.65	1.64	1.76
速动比率	0.67	0.78	0.89	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.67	0.71	0.74
应收帐款周转率	18.79	19.00	19.00	19.00
应付帐款周转率	1.09	1.10	1.10	1.10
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.50	0.55	0.61
每股经营现金	0.14	0.17	0.12	0.15
每股净资产	3.54	3.71	3.84	3.98
估值比率				
P/E	16.09	14.40	13.05	11.94
P/B	2.04	1.95	1.88	1.82
EV/EBITDA	8.59	6.90	5.71	9.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。
本公司的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。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn