

海澜之家 (600398.SH)

2025 年扣非净利润增长 5%，分红率达 91%

优于大市

核心观点

2025 年收入增长 3%，扣非净利润增长 5%，分红率 91%。2025 年公司收入同比增长 3%至 216.3 亿元，归母净利润增长 0.3%至 21.7 亿元，扣非净利润增长 5.3%至 21.2 亿元，主因 2024 年存在斯搏兹并表带来的一次性投资收益 1.13 亿元。1) 分品牌看，海澜之家/团购/其他品牌收入分别 -2.4%/+21.9%/+29.2%，2) 分渠道看，直营店/加盟店收入分别+19.2%/-3.9%，电商增长 0.4%。2025 年公司毛利率同比提升 0.4 个百分点至 44.9%，电商/线下毛利率分别减少 0.3/0.1 个百分点至 47.7%/45.4%。销售/管理/财务费用率分别同比+0.8/-0.2/+0.1 个百分点至 23.9%/4.8%/-0.7%，销售费用率增加主要由于销售费用率较高的直营占比提升所致。费用率上升叠加一次性收益下降抵消了毛利率上升的积极影响，归母净利率下降 0.3 个百分点至 10.0%，扣非归母净利率提升 0.2 个百分点至 9.8%。存货同比减少 9.7%至 108.2 亿元，主因春节时间较晚，旺季备库延后所致。2025 年经营活动现金流净额同比增长 93%至 44.8 亿元，主因本期购买商品、接受劳务支付的现金减少所致，公司拟派发现金红利 0.41 元/股，现金分红率 91%。

第四季度收入增长环比提速，归母净利润同比增长 21%。2025 年第四季度公司收入同比+6%至 60.3 亿元，归母净利润同比+21%至 3.0 亿元，扣非归母净利润同比+15%至 3.1 亿元。毛利率同比-0.2 个百分点至 44.1%；销售/管理/财务费用率分别同比+1/-0.5/+0.4 个百分点。归母净利率同比+0.6 个百分点至 5.0%，主因所得税税率优化、研发费用率下降、其他收入增加所致。扣非归母净利率同比+0.4 个百分点至 5.1%。

主品牌直营表现稳健，海外业务亮眼，新业态持续布局。1) **海澜之家主品牌：**2025 年收入 149.0 亿元，同比-2.4%，其中线下直营门店拓张驱动直营收入增长；加盟收入下滑，主因门店数量缩减所致；线上收入保持增长，四季度增长提速；毛利率+1.9 个百分点达 48.4%。直营门店净增 161 家至 1629 家，加盟店净减 369 家至 3996 家。海外业务增长亮眼，成功开拓中东地区首店阿联酋迪拜店、澳洲首店澳大利亚悉尼店，业务版图由东南亚延伸至中东、亚太地区。2025 年海外地区主营业务收入 4.53 亿元，同比增长 27.7%，门店数达 147 家。2) **团购业务：**2025 年收入 27.1 亿元 (+21.9%)，毛利率 38.3% (-2.0 百分点)。3) **其他品牌：**合计收入 34.5 亿元 (+29.2%)，毛利率 41.0% (-7.2 百分点)，主因阿迪 FCC 业务占比加大，预计 OVV、英氏收入持续增长，阿迪达斯 FCC/京东奥莱门店数量分别同比增加 290/48 家至 723/60 家，2026 年伴随规模进一步扩大、业务成熟，盈利端有望改善。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：主业稳健增长，海外业务及新业态增长可期。主品牌 2026 年一季度以来线下渠道保持稳健增长，电商渠道从 25Q4 以来增长提速，海外市场快速发展贡献新增长点。多品牌战略持续推进，新业务阿迪 FCC 和城市奥莱加速布局，为公司未来增长提供新引擎，2026 年伴随规模扩大和业务成熟，盈利能力有望改善。此外公司分红水平较高，2025 全年分红率达 91%，具备较强的红利属性和安全边际。基于主业一季度以来增长表现好于预期，我们小幅上调 2026-2027 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 23.2/24.3/25.2 亿元 (2026-2027 年前值为 23.0/24.2 亿元)，同比增速分别为+7.1%/4.6%/3.7%；维持 7.2-7.7 元目标价，对应 2026 年 15-16x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	7.20 - 7.70 元
收盘价	6.50 元
总市值/流通市值	31218/0 百万元
52 周最高价/最低价	8.72/5.69 元
近 3 个月日均成交额	254.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海澜之家 (600398.SH) - 三季度收入与净利润增长约 4%，直营驱动主品牌增长企稳》——2025-11-02
- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度收入增长提速，主品牌企稳新业态持续布局》——2025-08-28
- 《海澜之家 (600398.SH) - 一季度业绩企稳回升，京东奥莱新业态增量可期》——2025-04-30
- 《海澜之家 (600398.SH) - 大众男装龙头，打造京东奥莱新物种》——2025-02-26
- 《海澜之家 (600398.SH) - 第三季度收入下滑 11%，费用率提升盈利承压》——2024-11-06

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,957	21,626	23,265	24,300	25,236
(+/-%)	-2.7%	3.2%	7.6%	4.5%	3.9%
净利润(百万元)	2159	2166	2320	2427	2517
(+/-%)	-26.9%	0.3%	7.1%	4.6%	3.7%
每股收益(元)	0.45	0.45	0.48	0.51	0.52
EBIT Margin	16.3%	15.7%	14.8%	14.7%	14.7%
净资产收益率(ROE)	12.7%	11.8%	12.4%	12.7%	13.0%
市盈率(PE)	14.5	14.4	13.5	12.9	12.4
EV/EBITDA	12.5	12.4	13.1	12.5	12.0
市净率(PB)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



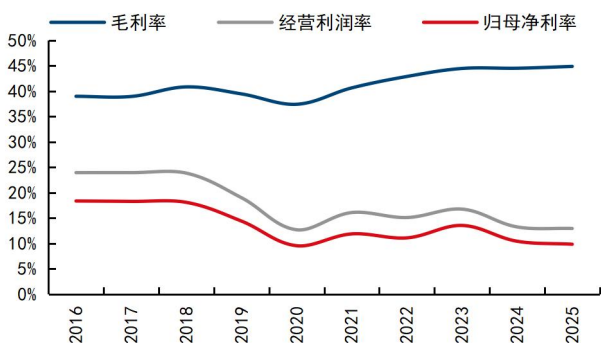
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润和增长 (亿元, %)



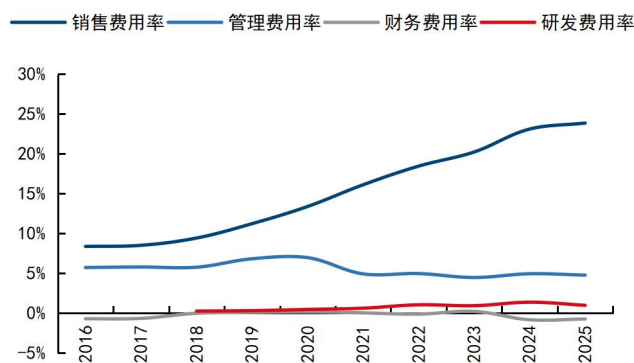
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



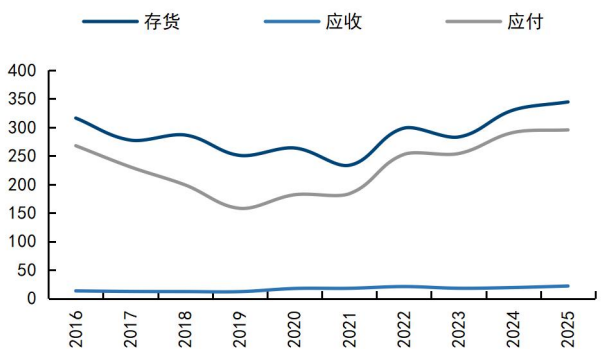
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率变动 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司经营活动现金流净额及自由现金流 (亿元)



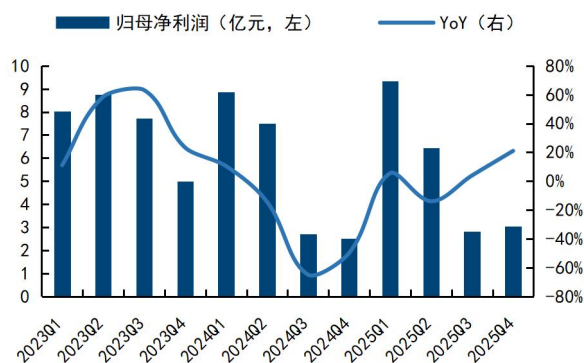
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



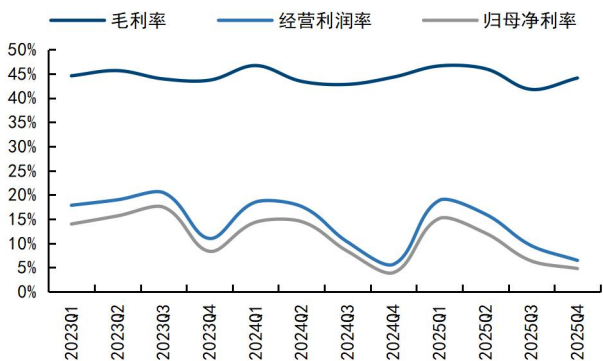
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



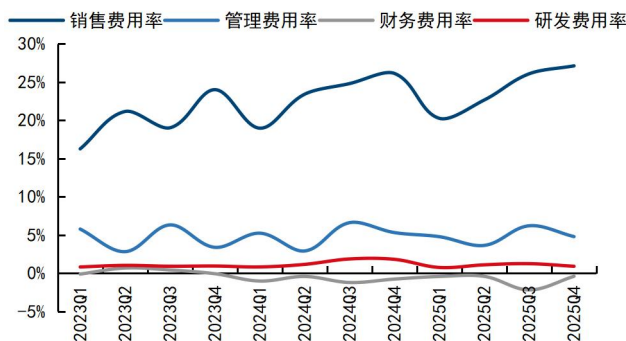
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：主业稳健增长，海外业务及新业态增长可期

公司 2025 年业绩表现稳健，扣非净利润实现较好增长，显示主业韧性。主品牌 2026 年一季度以来线下渠道保持稳健增长，电商渠道从 25Q4 以来增长提速，海外市场快速发展贡献新增长点。多品牌战略持续推进，新业务阿迪 FCC 和城市奥莱加速布局，为公司未来增长提供新引擎，2026 年伴随规模扩大和业务成熟，盈利能力有望改善。此外公司分红水平较高，2025 全年分红率达 91%，具备较强的红利属性和安全边际。基于主业一季度以来增长表现好于预期，我们小幅上调 2026-2027 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 23.2/24.3/25.2 亿元(2026-2027 年前值为 23.0/24.2 亿元)，同比增速分别为+7.1%/4.6%/3.7%；维持 7.2-7.7 元目标价，对应 2026 年 15-16x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,957	21,626	23,265	24,300	25,236
(+/-%)	-2.7%	3.2%	7.6%	4.5%	3.9%
净利润(百万元)	2159	2166	2320	2427	2517
(+/-%)	-26.9%	0.3%	7.1%	4.6%	3.7%
每股收益(元)	0.45	0.45	0.48	0.51	0.52
EBIT Margin	16.3%	15.7%	14.8%	14.7%	14.7%
净资产收益率(ROE)	12.7%	11.8%	12.4%	12.7%	13.0%
市盈率(PE)	14.5	14.4	13.5	12.9	12.4
EV/EBITDA	12.5	12.4	13.1	12.5	12.0
市净率(PB)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价			g			PEG	总市值(人民币亿元)		
			人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E			2026E	
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.5	0.45	0.45	0.48	14.5	14.4	13.5	3.3%	4.13	1.8
可比公司												
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	17.5	1.37	1.18	1.34	12.8	14.8	13.1	-1.1%	-12.06	2.0
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	3.7	0.34	0.22	0.26	10.7	16.6	13.8	-11.7%	-1.17	1.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测和整理。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6794	6808	10000	10000	10000	营业收入	20957	21626	23265	24300	25236
应收款项	1764	1934	2080	2173	2257	营业成本	11628	11921	12722	13270	13725
存货净额	11987	10819	11526	12014	12412	营业税金及附加	116	133	142	146	150
其他流动资产	770	663	713	744	773	销售费用	4841	5159	5623	5918	6211
流动资产合计	22453	20586	24682	25294	25805	管理费用	1039	1089	1357	1414	1465
固定资产	2895	2697	2060	1628	1162	财务费用	(175)	(159)	(171)	(179)	(186)
无形资产及其他	648	566	544	521	498	投资收益	124	7	8	8	8
投资性房地产	7435	10202	10202	10202	10202	资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(604)	(624)	(642)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(249)	(140)	61	63	64
资产总计	33431	34051	37487	37645	37667	营业利润	2780	2803	3057	3176	3302
短期借款及交易性金融负债	974	1004	2717	1995	1230	营业外净收支	7	3	4	31	32
应付款项	11259	10963	11679	12173	12577	利润总额	2787	2806	3060	3208	3334
其他流动负债	3023	2662	3455	3611	3749	所得税费用	598	674	735	771	801
流动负债合计	15256	14629	17852	17779	17556	少数股东损益	30	(34)	5	10	16
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2159	2166	2320	2427	2517
其他长期负债	888	859	724	589	455	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	888	859	724	589	455	净利润	2159	2166	2320	2427	2517
负债合计	16144	15488	18576	18368	18011	资产减值准备	116	(3)	97	(153)	(161)
少数股东权益	276	240	241	243	245	折旧摊销	378	376	359	383	408
股东权益	17011	18322	18670	19034	19412	公允价值变动损失	603	548	604	624	642
负债和股东权益总计	33431	34051	37487	37645	37667	财务费用	(175)	(159)	(171)	(179)	(186)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(4920)	(2350)	567	(250)	(266)
每股收益	0.45	0.45	0.48	0.51	0.52	其它	(139)	(17)	(96)	155	164
每股红利	0.79	0.18	0.41	0.43	0.45	经营活动现金流	(1804)	720	3850	3185	3304
每股净资产	3.54	3.81	3.89	3.96	4.04	资本开支	0	453	(400)	(400)	(400)
ROIC	16%	14%	13%	13%	14%	其它投资现金流	661	776	0	0	0
ROE	13%	12%	12%	13%	13%	投资活动现金流	855	1229	(400)	(400)	(400)
毛利率	45%	45%	45%	45%	46%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	16%	15%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(3794)	(864)	(1972)	(2063)	(2140)
收入增长	-3%	3%	8%	4%	4%	其它融资现金流	3426	(205)	1713	(723)	(764)
净利润增长率	-27%	0%	7%	5%	4%	融资活动现金流	(4159)	(1934)	(258)	(2785)	(2904)
资产负债率	49%	46%	50%	49%	48%	现金净变动	(5107)	14	3192	0	0
息率	12.2%	2.8%	6.3%	6.6%	6.9%	货币资金的期初余额	11901	6794	6808	10000	10000
P/E	14.5	14.4	13.5	12.9	12.4	货币资金的期末余额	6794	6808	10000	10000	10000
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	企业自由现金流	(1859)	1065	3141	2448	2559
EV/EBITDA	12.5	12.4	13.1	12.5	12.0	权益自由现金流	1567	860	4888	1757	1849

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032