

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海澜之家 (600398.SH)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

海澜之家：整体稳健，新业务持续拓展

2026年3月31日

事件： 公司发布2025年年度报告，2025年公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为216.26/21.66/21.22亿元，同比增长3.19%/0.34%/5.30%。分季度看，2025Q1-Q4公司收入分别为61.87/53.79/40.33/60.26亿元，Q4单季同比增长5.77%；归母净利润分别为9.35/6.45/2.82/3.04亿元，Q4同比增长20.98%。2025年经营活动现金流44.82亿元，同比增长93.46%。公司拟每10股派息4.10元，分红率为90.91%。

分业务分析：团购定制高增，主品牌调整见效。（1）分品牌来看，2025年主品牌海澜之家系列收入149.03亿元，同比下降2.40%，毛利率48.39%，同比提升1.85个百分点，产品质价比策略见效；海澜团购定制系列收入27.11亿元，同比大增21.94%；其他品牌收入34.47亿元，同比增长29.18%，其中阿迪达斯FCC业务门店达723家，HEAD品牌深化本土化运营，城市奥莱业务门店达60家，运动及奥莱新业态贡献增量。（2）分渠道来看，线下销售收入166.27亿元，同比增长5.62%，优于线上。其中直营渠道同比增长19.21%拉动整体改善。门店数量方面，截至2025年末，门店总数达7,330家，同比增加152家：其中直营店2372家，较年初增加688家，占比提升至32.4%，海澜品牌12个月以上直营门店店效307万元，同比增长9.6%；加盟店4858家，较年初减少248家。（3）分地区来看，期末海外门店达147家，同比增加46家，成功开拓阿联酋迪拜、澳大利亚悉尼首店，业务版图从东南亚向亚太、中东，长期空间逐步打开。

盈利能力：毛利率稳定，费用率优化。（1）2025年公司主营业务毛利率为45.88%，同比下降0.19个百分点，基本保持稳定。分品牌看，主品牌毛利率48.39%同比提升1.85个百分点，团购定制毛利率38.32%同比下降2.00个百分点（原材料成本上升），其他品牌毛利率40.97%同比下降7.23个百分点（新业务扩张期）。归母净利率10.01%，同比下降0.29个百分点，较2024年下降3.4个百分点明显改善。（2）费用率方面，2025年销售费用率23.84%同比上升0.75个百分点，主要因品牌推广及城市奥莱业务拓展；管理费用率4.77%同比下降0.17个百分点；研发费用率0.98%同比下降0.42个百分点，研发费用2.12亿元，同比下降26.42%，研发投入向数字化、智能制造倾斜；财务费用率-0.74%同比上升0.10个百分点。

运营效率提升，现金流大幅改善。 存货与现金流方面，期末存货108.19亿元，同比下降9.74%，存货周转天数344天，同比增加14天，其中可退货商品76.90亿元不计提跌价准备，不可退货商品37.00亿元计提跌价准备9.41亿元。经营活动现金流净额44.82亿元，同比大增93.46%，现金流量质量显著改善。

看点总结： 海澜之家直营业务表现良好，团购定制业务成为新引擎，现金流大幅改善，分红率维持90%以上高比例，股息吸引力突出。主品牌调整见效，直营渠道增长强劲，加盟渠道仍承压但我们预计门店出清接近尾声。公司积极布局运动赛道和城市奥莱，海外拓展加速，未来增长路径明确。

盈利预测: 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 23.39/25.38/27.79 亿元, 对应 PE 分别为 13.41X、12.36X、11.29X。

风险提示: 终端消费复苏不及预期; 新业务拓展效果不达预期; 市场竞争加剧。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	20,957	21,626	22,994	24,319	25,691
增长率 YoY %	-2.7%	3.2%	6.3%	5.8%	5.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,159	2,166	2,339	2,538	2,779
增长率 YoY%	-26.9%	0.3%	8.0%	8.5%	9.5%
毛利率%	44.5%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
净资产收益率ROE%	12.7%	11.8%	12.6%	13.5%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.45	0.49	0.53	0.58
市盈率 P/E(倍)	14.53	14.48	13.41	12.36	11.29
市净率 P/B(倍)	1.84	1.71	1.69	1.67	1.64

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	22,453	20,586	21,901	23,598	25,538	
货币资金	6,794	6,808	7,879	8,614	9,075	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,225	1,395	1,450	1,517	1,604	
预付账款	238	152	253	268	283	
存货	11,987	10,819	11,061	11,858	13,146	
其他	2,210	1,412	1,257	1,341	1,429	
非流动资产	10,978	13,465	13,208	12,924	12,480	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	2,892	2,690	2,516	2,332	2,046	
无形资产	648	566	518	478	388	
其他	7,438	10,208	10,173	10,114	10,046	
资产总计	33,431	34,051	35,110	36,522	38,018	
流动负债	15,256	14,629	15,457	16,619	17,855	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	1,242	1,419	1,374	1,487	1,607	
应付账款	10,017	9,544	10,107	10,923	11,792	
其他	3,997	3,666	3,976	4,209	4,456	
非流动负债	888	859	869	869	869	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	888	859	869	869	869	
负债合计	16,144	15,488	16,326	17,489	18,725	
少数股东权益	276	240	231	227	209	
归属母公司股东权益	17,011	18,322	18,553	18,806	19,084	
负债和股东权益	33,431	34,051	35,110	36,522	38,018	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	20,957	21,626	22,994	24,319	25,691	
同比(%)	-2.7%	3.2%	6.3%	5.8%	5.6%	
归属母公司净利润	2,159	2,166	2,339	2,538	2,779	
同比(%)	-26.9%	0.3%	8.0%	8.5%	9.5%	
毛利率(%)	44.5%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	
ROE%	12.7%	11.8%	12.6%	13.5%	14.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.45	0.49	0.53	0.58	
P/E	14.53	14.48	13.41	12.36	11.29	
P/B	1.84	1.71	1.69	1.67	1.64	
EV/EBITDA	7.46	5.44	6.52	5.79	5.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	20,957	21,626	22,994	24,319	25,691	
营业成本	11,628	11,921	12,673	13,401	14,162	
营业税金及附加	116	133	146	149	180	
销售费用	4,841	5,159	5,703	6,007	6,577	
管理费用	1,036	1,031	1,051	1,111	1,225	
研发费用	288	212	262	294	329	
财务费用	-175	-159	-183	-220	-246	
减值损失合计	-607	-591	-439	-418	0	
投资净收益	124	7	126	140	129	
其他	40	58	35	38	42	
营业利润	2,780	2,803	3,064	3,336	3,634	
营业外收支	7	3	2	-1	-1	
利润总额	2,787	2,806	3,066	3,335	3,633	
所得税	598	674	736	800	872	
净利润	2,189	2,132	2,330	2,535	2,761	
少数股东损益	30	-34	-9	-4	-18	
归属母公司净利润	2,159	2,166	2,339	2,538	2,779	
EBITDA	4,139	4,399	3,860	4,225	4,578	
EPS(当年)(元)	0.46	0.45	0.49	0.53	0.58	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金	2,317	4,482	3,597	3,776	3,652	
净利润	2,189	2,132	2,330	2,535	2,761	
折旧摊销	1,596	1,717	977	1,110	1,191	
财务费用	71	66	55	56	56	
投资损失	-124	-7	-126	-140	-129	
营运资金变动	-1,887	18	-69	-197	-220	
其它	473	557	429	412	-7	
投资活动现金流	-2,496	-2,577	-371	-701	-634	
资本支出	-487	-429	-670	-777	-697	
长期投资	32	192	-40	-42	-44	
其他	-2,042	-2,340	339	119	107	
筹资活动现金流	-4,847	-1,817	-2,151	-2,340	-2,557	
吸收投资	4	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-3,794	-864	-2,161	-2,340	-2,557	
现金流净增加额	-5,023	85	1,071	735	461	

研究团队简介

姜文轍，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准15%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。