

2026年04月10日

海澜之家(600398.SH)

投资评级：买入(维持)

——25Q4 归母净利润同增 21%，新业务 26 年有望放量

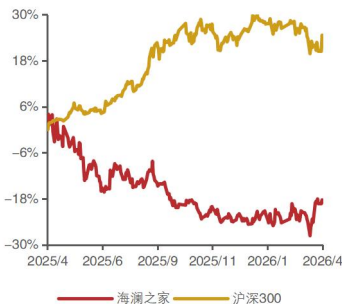
证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年04月09日

收盘价(元)	6.52
一年内最高/最低(元)	8.72/5.69
总市值(百万元)	31,314.06
流通市值(百万元)	31,314.06
总股本(百万股)	4,802.77
资产负债率(%)	45.49
每股净资产(元/股)	3.81

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **25Q4 营收、归母净利润双增，经营逐步复苏。**海澜之家发布 2025 年报。**25 全年**，公司实现营业收入 216.3 亿元，同比+3.2%；归母净利润 21.7 亿元，同比+0.3%；毛利率 44.9%，同比+0.4pct；归母净利率 10.0%，同比-0.3pct；**25Q4 单季**，公司实现营业收入 60.3 亿元，同比+5.8%；归母净利润 3.0 亿元，同比+21.0%；毛利率 44.1%，同比-0.2pct；归母净利率 5.0%，同比+0.6pct。25Q4 归母净利润同比高增系同期公司管理费率/研发费率分别同降 0.5pct/0.9pct 以及其他收益同增 368.4%。
- **25 年经营性现金流净额同比+93.5%，延续强烈分红意愿。**2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 44.8 亿元，同比+93.5%，系期间购买商品、接受劳务支付的现金减少所致；其中，25 年期末存货为 108.2 亿元，同比-9.7%。分红方面，25 年公司延续较高派息意愿，股利支付率 90.9%，拟每股派息 0.41 元（含税）。
- **25 年公司线下渠道营收同比+5.6%，海外市场快速发展。**分品牌看，25 年海澜之家系列实现营业收入 149.0 亿元，同比-2.4%，但毛利率有所改善，同增 1.9pct 至 48.4%；此外，在京东奥莱及阿迪达斯 FCC 业务并表后，其他品牌 25 年实现营收 34.5 亿元，同比+29.2%；25 年海澜团购定制系列营收同增 21.9%至 27.1 亿元。分渠道看，25 年公司线上渠道实现营收 44.3 亿元，同比+0.4%；线下渠道同期实现营收 166.3 亿元，同比+5.6%，为公司营收增长的核心驱动。海外端，公司 25 年实现海外营收 4.5 亿元，同比+27.7%，业务快速扩张，截至 25 年报拥有海外门店 147 家，2025 年布局阿联酋、澳洲首店，业务版图向亚太、中东扩张。
- **新业务：FCC 及城市奥莱双轮驱动，增长动能明确。**1) FCC 业务：公司与阿迪达斯建立长期战略合作，推出阿迪达斯 FCC 系列深耕运动细分赛道。截至 2025 年末，公司授权代理的阿迪门店数量达 723 家，符合预期；2026 年门店网络有望延续快速扩张态势。2) 城市奥莱业务：截至 2025 年末，公司与京东合作的城市奥莱业务已开设线下门店 60 家，覆盖江苏、山东、河南、河北、安徽等省份，正积极推进全渠道布局，中长期拓店空间广阔。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别 23.5 亿元/26.0 亿元/28.8 亿元，同比分别增长 8.5%/10.8%/10.8%。我们持续看好公司在男装赛道的品牌竞争壁垒、渠道覆盖广泛等特性以及硬折扣渠道的布局，维持“买入”评级。
- **风险提示。**零售环境修复不及预期风险，店铺拓展进度不及预期风险，新业务发展不及预期风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,957	21,626	23,543	25,600	27,978
同比增长率(%)	-2.65%	3.19%	8.87%	8.74%	9.29%
归母净利润(百万元)	2,159	2,166	2,349	2,602	2,883
同比增长率(%)	-26.88%	0.34%	8.46%	10.76%	10.79%
每股收益(元/股)	0.45	0.45	0.49	0.54	0.60
ROE(%)	12.69%	11.82%	12.21%	12.84%	13.47%
市盈率(P/E)	14.51	14.46	13.33	12.03	10.86

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,808	7,751	8,803	10,028
应收票据及账款	1,440	1,370	1,489	1,628
预付账款	152	228	248	271
其他应收款	539	540	588	642
存货	10,819	11,841	12,774	13,863
其他流动资产	828	1,519	1,640	1,780
流动资产总计	20,586	23,249	25,543	28,213
长期股权投资	0	16	31	47
固定资产	4,419	4,020	3,732	3,360
在建工程	6	50	50	50
无形资产	566	544	540	515
长期待摊费用	424	356	311	267
其他非流动资产	8,050	8,089	8,135	8,178
非流动资产合计	13,465	13,075	12,799	12,417
资产总计	34,051	36,324	38,342	40,630
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	10,963	11,549	12,144	12,834
其他流动负债	3,666	4,408	4,784	5,222
流动负债合计	14,629	15,957	16,928	18,056
长期借款	687	687	687	687
其他非流动负债	173	173	173	173
非流动负债合计	859	859	859	859
负债合计	15,488	16,816	17,787	18,915
股本	1,478	1,478	1,478	1,478
资本公积	3,572	3,572	3,572	3,572
留存收益	13,273	14,194	15,215	16,346
归属母公司权益	18,322	19,244	20,264	21,395
少数股东权益	240	264	290	319
股东权益合计	18,563	19,508	20,555	21,715
负债和股东权益合计	34,051	36,324	38,342	40,630

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	2,132	2,266	2,521	2,805
折旧与摊销	1,675	1,176	1,331	1,518
财务费用	-159	8	4	0
投资损失	-7	-106	-106	-106
营运资金变动	18	-393	-270	-317
其他经营现金流	783	141	141	141
经营性现金净流量	4,441	3,092	3,621	4,041
投资性现金净流量	-2,577	-714	-984	-1,064
筹资性现金净流量	-1,817	-1,436	-1,586	-1,753
现金流量净额	43	943	1,052	1,225

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	21,626	23,543	25,600	27,978
营业成本	11,921	13,137	14,259	15,570
税金及附加	133	165	179	196
销售费用	5,159	5,297	5,734	6,239
管理费用	1,031	1,130	1,216	1,315
研发费用	212	306	328	355
财务费用	-159	8	4	0
资产减值损失	-566	-583	-634	-693
信用减值损失	-26	-25	-27	-30
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	7	106	106	106
公允价值变动损益	18	0	0	0
资产处置收益	7	-4	-4	-4
其他收益	34	27	27	27
营业利润	2,803	3,021	3,347	3,709
营业外收入	19	23	23	23
营业外支出	15	15	15	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,806	3,029	3,355	3,717
所得税	674	656	726	805
净利润	2,132	2,373	2,628	2,912
少数股东损益	-34	24	26	29
归属母公司股东净利润	2,166	2,349	2,602	2,883
EPS(元)	0.45	0.49	0.54	0.60

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	3.19%	8.87%	8.74%	9.29%
营业利润增长率	0.81%	7.78%	10.79%	10.82%
归母净利润增长率	0.34%	8.46%	10.76%	10.79%
经营现金流增长率	91.65%	-30.38%	17.13%	11.59%
盈利能力				
毛利率	44.87%	44.20%	44.30%	44.35%
净利率	9.86%	10.08%	10.27%	10.41%
ROE	11.82%	12.21%	12.84%	13.47%
ROA	6.36%	6.47%	6.79%	7.10%
估值倍数				
P/E	14.46	13.33	12.03	10.86
P/S	1.45	1.33	1.22	1.12
P/B	1.71	1.63	1.55	1.46
股息率	0.00%	4.56%	5.05%	5.60%
EV/EBITDA	6	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。