

海澜之家 (600398.SH)

2026Q1 主品牌收入快速增长，利润表现稳健

2026Q1 公司收入同比+8%/归母净利润同比+2%。1)2026Q1 公司收入为 66.6 亿元，同比+8%；归母净利润为 9.5 亿元，同比+2%；扣非归母净利润为 9.5 亿元，同比+2%。2) 盈利质量方面，2026Q1 公司毛利率同比-1.3pct 至 45.3%；销售/管理/财务费用率同比分别+0.8pct/-0.8pct/持平至 21.1%/4.0%/-0.4%；计提资产减值损失 1.48 亿元（去年同期计提 1.26 亿元）；综合以上，2026Q1 公司净利率同比-1.3pct 至 13.8%。

分业务：主品牌高质量增长，团购短期订单调整。1) 主品牌：2026Q1 收入同比+11%至 51.6 亿元，毛利率同比-0.5pct 至 48.7%。HLA 主品牌坚持持续打造科技功能、时尚 IP、品质环保等系列产品，优越的性价比受到消费市场欢迎。2) 团购定制系列：2026Q1 收入同比-37%至 4.1 亿元（我们根据过去经营情况判断主要系业务基数较高），毛利率同比-2.4pct 至 37.9%。3) 其他品牌：2026Q1 收入同比+33%至 9.8 亿元，毛利率同比-7.5pct 至 34.7%。2025 年末城市奥莱店数已达 60 家/代理 Adidas FCC 门店已达 723 家，我们判断后续新业务新店拓展+次新店效率爬坡有望综合带动其他品牌业务收入快速增长、盈利逐步改善。

分渠道：电商快速增长，2026 年门店数量有望净增。1) 分渠道：电商销售快速增长、盈利能力提升。①线下：2026Q1 收入同比+7%至 53.5 亿元，毛利率同比-2.3pct 至 45.8%。②线上：2026Q1 收入同比+18%至 12.0 亿元，毛利率同比+2.3pct 至 46.4%（我们根据电商发展阶段认为主要系公司优化费用投入）。2) 分销售模式：直营拓店及收入表现持续好于加盟。①直营：2026Q1 收入同比+30%至 20.7 亿元，毛利率同比-3.1pct 至 61.5%。②加盟及其他：2026Q1 收入同比+7%至 40.8 亿元，毛利率同比-2.6pct 至 38.9%。店面层面，2026Q1 末主品牌直营/加盟店数较年初分别+18/-11 家至 1647/3985 家，考虑服装品类开店旺季一般位于下半年，我们判断 2026 年主品牌门店有望净增加，其中预计公司继续以直营门店重点拓展购物中心。

存货周转加快，现金流表现良好。1) 存货：2026Q1 末存货同比-12.3%至 92.9 亿元（考虑当前消费环境存在不确定性，我们认为公司积极控制期货订单占比、提升快反订单占比，进而优化存货管理），2026Q1 公司存货周转天数-59.2 天至 248.5 天。2) 现金流方面，公司 Q1 经营性现金流量净额 15.8 亿元，约为同期归母净利润的 1.7 倍。

拓店有望带动 2026 年收入快速增长 10%左右。我们根据经营趋势判断 4 月公司主品牌线下流水同比正增长，考虑后续主品牌、新业务均有望陆续新拓门店，我们估计 2026 年公司收入有望同比增长 10%左右、归母净利润有望稳健增长。

投资建议。我们预计 2026~2028 年归母净利润为 22.8/24.8/27.4 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 倍，分红具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求波动风险；汇率异常波动风险；越南政策变化风险；客户订单转移风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	20,957	21,626	23,784	25,836	27,755
增长率 yoy (%)	-2.7	3.2	10.0	8.6	7.4
归母净利润 (百万元)	2,159	2,166	2,276	2,484	2,742
增长率 yoy (%)	-26.9	0.3	5.1	9.1	10.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.45	0.45	0.47	0.52	0.57
净资产收益率 (%)	12.7	11.8	12.3	13.3	14.4
P/E (倍)	14.4	14.3	13.6	12.5	11.3
P/B (倍)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价 (元)	6.46
总市值 (百万元)	31,025.90
总股本 (百万股)	4,802.77
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	39.37

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《海澜之家 (600398.SH): 2025Q4 增长环比提速, 分红具备吸引力》 2026-03-29
- 《海澜之家 (600398.SH): 2025Q3 主品牌收入同增 3%, 业绩表现稳健》 2025-10-31
- 《海澜之家 (600398.SH): 2025Q2 主品牌环比改善, 电商盈利质量优化》 2025-08-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22453	20586	24367	27044	28810
现金	6794	6808	8661	10571	11706
应收票据及应收账款	1225	1395	1534	1667	1790
其他应收款	538	539	593	644	692
预付账款	238	152	169	184	198
存货	11987	10819	11424	11957	12369
其他流动资产	1671	873	1987	2021	2054
非流动资产	10978	13465	11222	10110	9842
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2892	2690	2489	2280	2064
无形资产	648	566	480	395	309
其他非流动资产	7438	10208	8253	7435	7469
资产总计	33431	34051	35589	37153	38652
流动负债	15256	14629	16039	17378	18571
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	11259	10963	12152	13268	14262
其他流动负债	3997	3666	3887	4110	4309
非流动负债	888	859	847	847	847
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	888	859	847	847	847
负债合计	16144	15488	16886	18225	19418
少数股东权益	276	240	196	196	252
股本	1478	1478	1478	1478	1478
资本公积	3570	3572	3572	3572	3572
留存收益	12073	13374	13572	13798	14047
归属母公司股东权益	17011	18322	18508	18733	18983
负债和股东权益	33431	34051	35589	37153	38652

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2317	4482	4161	4434	3892
净利润	2189	2132	2231	2484	2798
折旧摊销	1596	1717	1544	1551	707
财务费用	71	66	14	14	14
投资损失	-124	-7	-8	-9	-9
营运资金变动	-1887	18	-166	-172	-183
其他经营现金流	473	557	546	565	565
投资活动现金流	-2496	-2577	-192	-251	-251
资本支出	-487	-429	-114	-114	-114
长期投资	32	192	186	186	186
其他投资现金流	-2042	-2340	-264	-323	-323
筹资活动现金流	-4847	-1817	-2108	-2272	-2506
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	422	0	0	0	0
资本公积增加	2629	1	0	0	0
其他筹资现金流	-7898	-1818	-2108	-2272	-2506
现金净增加额	-5023	85	1853	1911	1135

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20957	21626	23784	25836	27755
营业成本	11628			14428	15509
营业税金及附加	116	133	146	159	171
营业费用	4841	5159	5721	6266	6676
管理费用	1036	1031	1134	1103	1129
研发费用	288	212	233	253	272
财务费用	-175	-159	-122	-159	-198
资产减值损失	-569	-566	-569	-569	-569
其他收益	26	34	37	40	43
公允价值变动收益	34	18	0	0	0
投资净收益	124	7	8	9	9
资产处置收益	-20	7	0	0	0
营业利润	2780	2803	2934	3266	3679
营业外收入	19	19	19	19	19
营业外支出	12	15	15	15	15
利润总额	2787	2806	2937	3270	3683
所得税	598	674	706	786	885
净利润	2189	2132	2231	2484	2798
少数股东损益	30	-34	-45	0	56
归属母公司净利润	2159	2166	2276	2484	2742
EBITDA	4139	4399	4359	4662	4192
EPS (元/股)	0.45	0.45	0.47	0.52	0.57

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-2.7	3.2	10.0	8.6	7.4
营业利润(%)	-23.0	0.8	4.7	11.3	12.6
归属母公司净利润(%)	-26.9	0.3	5.1	9.1	10.4
获利能力					
毛利率(%)	44.5	44.9	44.4	44.2	44.1
净利率(%)	10.3	10.0	9.6	9.6	9.9
ROE(%)	12.7	11.8	12.3	13.3	14.4
ROIC(%)	10.5	10.1	10.5	11.5	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	48.3	45.5	47.4	49.1	50.2
净负债比率(%)	-29.7	-27.6	-37.4	-47.0	-52.2
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	18.8	16.5	16.2	16.1	16.1
应付账款周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.45	0.47	0.52	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.93	0.87	0.92	0.81
每股净资产(最新摊薄)	3.54	3.81	3.85	3.90	3.95
估值比率					
P/E	14.4	14.3	13.6	12.5	11.3
P/B	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.5	5.4	5.5	4.7	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com