

纺织服饰

2026年04月30日

海澜之家 (600398)

——期末库存继续下降，经营现金流净额维持高水平

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年04月29日

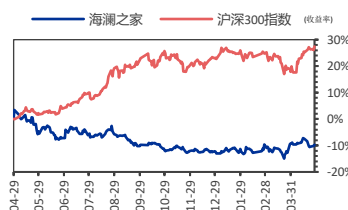
收盘价(元)	6.46
一年内最高/最低(元)	8.48/5.69
市净率	1.7
股息率%(分红/股价)	2.79
流通A股市值(百万元)	31,026
上证指数/深证成指	4,107.51/15,120.92

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	4.01
资产负债率%	41.86
总股本/流通A股(百万)	4,803/4,803
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海澜之家(600398)点评：强劲现金流保障持续高分红，关注城市奥莱发力》
2026/03/28

《海澜之家(600398)点评：联手adidas共筑“体育+”生态，战略合作升级》
2025/12/29

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

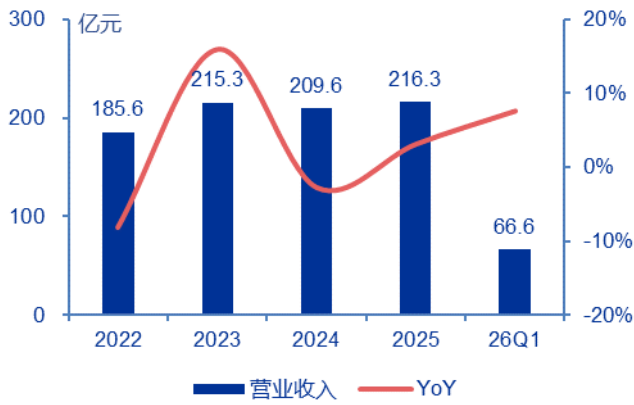
投资要点：

- **公司发布26年一季报，营收、利润符合预期。**26Q1 营收 66.6 亿元 (同比+7.7%)，归母净利润 9.49 亿元 (同比+1.5%)，新业务板块须前置战略投入，因此利润增速慢于收入，符合预期。同时发布 26 年度中期分红规划，分红上限不超过相应期间归母净利润的 90%。此前公告，25 年度合计派现 19.7 亿元，分红比例高达 91%，对应 4/29 股价的股息率仍有 6.3%，属于优质的红利资产。
- **盈利质量继续改善，后续可期待盈利弹性。**26Q1 毛利率 45.3% (同比-1.3pct)，期间费用率 25.4% (同比持平)，本期资产减值损失 1.48 亿元 (同比+0.22 亿元)，最终归母净利率 14.3% (同比-0.9pct)。26Q1 期末存货 92.9 亿元，环比 25 年末进一步减少 15.3 亿元。与此同时，26Q1 经营活动现金流净额 15.8 亿元，具有强劲的现金回笼能力。
- **分品牌：26Q1，1) 海澜主品牌：**营收 51.6 亿元 (同比+11.2%)，毛利率 48.7% (同比-0.5pct)，门店数 5632 家 (较年初净+7 家，其中直营+18 家、加盟-11 家)。公司秉承“扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球”战略，稳步推进品牌国际化进程，25 年海外地区实现营收 4.5 亿元 (同比+27.7%)，海外门店数 147 家 (较年初净+46 家)。**2) 团购定制：**营收 4.1 亿元 (同比-37.3%)，毛利率 37.9% (同比-2.4pct)，行业竞争激烈。**3) 其他品牌：**营收 9.8 亿元 (同比+32.6%)，毛利率 34.7% (同比-7.5pct)，门店数 1751 家 (较年初净+46 家)，主要系阿迪达斯 FCC 项目加速扩张。
- **分渠道：26Q1，1) 线上：**营收 12 亿元 (同比+17.9%)，毛利率 46.4% (同比+2.3pct)，销售额与毛利率同步扩大。**2) 线下：**营收 53.5 亿元 (同比+6.7%)，毛利率 45.8% (同比-2.3pct)。不含海澜团购定制业务，其他业务分渠道：**① 直营店：**营收 20.7 亿元 (+30%)，毛利率 61.5% (同比-3.1pct)；**② 加盟店及其他：**加盟及其他营收 40.8 亿元 (同比+7.5%)，毛利率 38.9% (同比-2.6pct)。
- **京东入股海澜旗下京海奥莱，双方共同赋能城市奥莱业务发展。**根据子公司股权变更动态，京海奥莱子公司股权结构，由原海澜持有 65%，调整为海澜 70%、京东 20%，利益关系理顺，形成更深度的绑定。**25 年及 26Q1 少数股东损益为负，主要系京东奥莱业务须提前较大规模采购备货，因此所承担资金利息、仓储费用，并出于谨慎性原则对部分买断货品计提减值，剔除上述影响后实际盈利。**我们认为，25 年是京东奥莱真正意义上发展元年，截至 25 年末京东奥莱门店数量已达 60 家，在商业模型初步摸索之后，正处于内部调整优化阶段，有望在 26 年下半年继续发力，逐步扩大贡献。
- **性价比服装零售业态矩阵搭建成型，主品牌基本盘稳固，城市奥莱新业态具备高爆发潜力，维持“买入”评级。**维持盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 23.4/25.4/28.0 亿元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内零售复苏不及预期；居民收入预期下滑，压制可选消费需求；存货风险。

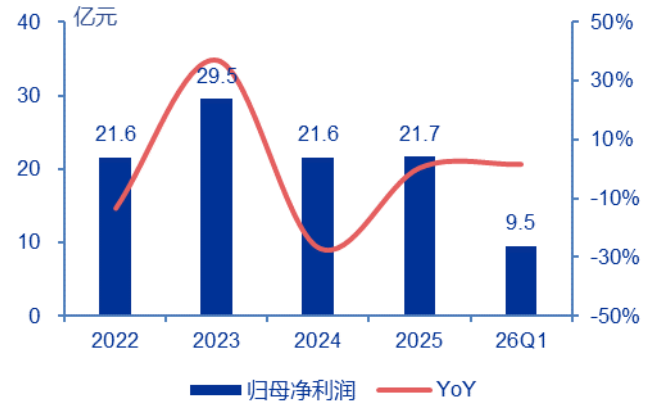
财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	21,626	6,661	23,817	26,278	28,921
同比增长率(%)	3.2	7.7	10.1	10.3	10.1
归母净利润(百万元)	2,166	949	2,342	2,537	2,802
同比增长率(%)	0.3	1.5	8.1	8.3	10.5
每股收益(元/股)	0.45	0.20	0.49	0.53	0.58
毛利率(%)	44.9	45.3	45.2	45.6	45.9
ROE(%)	11.8	4.9	12.5	13.3	14.3
市盈率	14		13	12	11

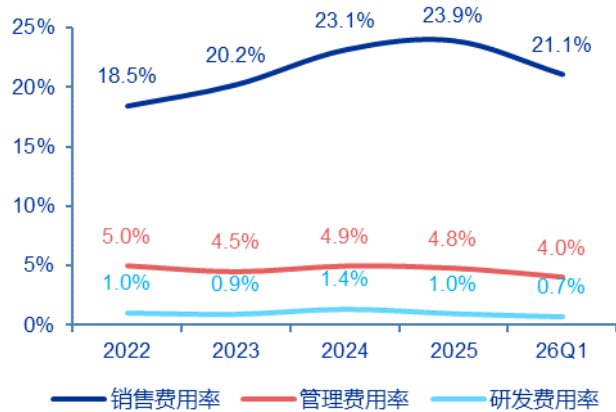
“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 26Q1 营收同比增长 7.7%


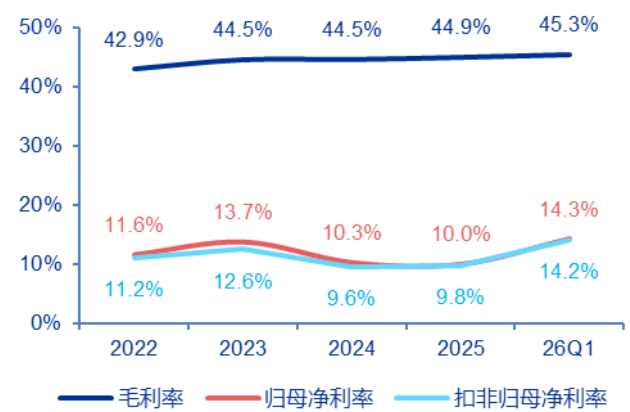
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 26Q1 归母净利润同比增长 1.5%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 26Q1 销售费用率 21.1%，管理费用率 4%，研发费用率 0.7%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 26Q1 毛利率 45.3%，归母净利率 14.3%，扣非归母净利率 14.2%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20,957	21,626	23,817	26,278	28,921
其中：营业收入	20,957	21,626	23,817	26,278	28,921
减：营业成本	11,628	11,921	13,041	14,301	15,653
减：税金及附加	116	133	146	161	178
主营业务利润	9,213	9,572	10,630	11,816	13,090
减：销售费用	4,841	5,159	5,788	6,517	7,288
减：管理费用	1,036	1,031	1,143	1,288	1,417
减：研发费用	288	212	238	263	289
减：财务费用	-175	-159	-178	-180	-202
经营性利润	3,223	3,329	3,639	3,928	4,298
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-38	-26	-20	-20	-20
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-569	-566	-600	-600	-600
加：投资收益及其他	165	65	41	41	41
营业利润	2,780	2,803	3,060	3,349	3,719
加：营业外净收入	7	3	3	3	3
利润总额	2,787	2,806	3,063	3,352	3,722
减：所得税	598	674	734	803	892
净利润	2,189	2,132	2,330	2,550	2,830
少数股东损益	30	-34	-12	13	28
归属于母公司所有者的净利润	2,159	2,166	2,342	2,537	2,802

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。