

## 公司研究

## 业绩平稳增长，26Q1 收入增速环比提升

## ——海澜之家（600398.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：6.61 元

## 作者

## 分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001  
021-52523680  
jianghao@ebscn.com

## 分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001  
021-52523672  
sunww@ebscn.com

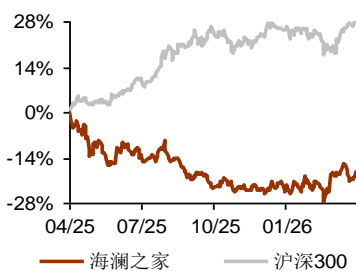
## 分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004  
021-52523842  
zhujiayu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	48.03
总市值(亿元):	317.46
一年最低/最高(元):	5.69/8.23
近3月换手率:	48.11%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.83	5.43	-42.08
绝对	1.38	9.80	-15.86

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3 利润增速转正，龙头业绩表现稳健——海澜之家（600398.SH）2025 年三季报点评（2025-10-31）

业绩表现稳健，新业务逐步发力——海澜之家（600398.SH）2025 年中报点评（2025-08-30）

斯搏兹并表，积极拓展新品类新业态发展增量——海澜之家（600398.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-05-03）

## 要点

## 事件：

**海澜之家发布 2025 年年报及 2026 年一季报。**公司 2025 年实现营业收入 216.3 亿元，同比增长 3.2%，归母净利润 21.7 亿元，同比增长 0.3%，扣非净利润 21.2 亿元，同比增长 5.3%，EPS（基本）为 0.45 元。公司拟每股派发现金红利 0.41 元（含税），对应全年合计派息比例为 91%。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 61.9/53.8/40.3/60.3 亿元，分别同比+0.2%/+3.6%/+3.7%/+5.8%，归母净利润分别为 9.4/6.5/2.8/3 亿元，分别同比+5.5%/-13.9%/+3.9%/+21%。

公司 26Q1 实现营业收入 66.6 亿元，同比增长 7.7%，归母净利润 9.5 亿元，同比增长 1.5%，扣非归母净利润 9.5 亿元，同比增长 2.1%。

## 点评：

## 主品牌海澜之家 26Q1 收入回升，其他品牌增速较快、团购定制业务波动

**分品牌来看：**25 年海澜之家系列、海澜团购定制、其他品牌（包括斯搏兹等小品牌业务）收入占比分别为 69%/13%/16%，收入分别同比-2.4%/+21.9%/+29.2%。海澜之家系列中，25 年实现海外地区收入 4.5 亿元、同比增长 27.7%。26Q1 海澜之家系列、海澜团购定制、其他品牌收入分别同比+11.2%/-37.3%/+32.6%，主品牌海澜之家系列 26Q1 增速较 25 年有所回升。

**分渠道来看：**25 年直营店、加盟店及其他收入占比分别为 26%/59%（不包含海澜团购定制业务），收入分别同比+19.2%/-3.9%。26Q1 直营店、加盟店及其他收入分别同比+30%/+7.5%。

**分线上线下来看：**25 年线上、线下渠道收入分别占比 21%/77%，收入分别同比+0.4%/+5.6%。26Q1 线上、线下渠道收入分别同比+17.9%/+6.7%。

**线下门店方面：**25 年末公司总门店为 7330 家、较 24 年末净增加 152 家（净增 2.1%），其中海澜之家系列、其他品牌门店分别为 5625 家（-3.6%）、1705 家（+26.8%），其他品牌增加主要为斯搏兹门店拓展所致；分渠道来看，25 年末直营、加盟门店分别为 2372（+20.3%）/4958（-4.8%）家；另外，25 年末海澜之家海外门店达 147 家。从连续开业 12 个月的店铺平均收入来看，25 年海澜之家系列、其他品牌店效分别同比+10%/+1%。26 年 3 月末公司总门店为 7383 家、较年初净增加 53 家，海澜之家系列、其他品牌门店分别为 5632 家（+0.1%）、1751 家（+2.7%）。

## 主营毛利率同比下降，费用率 25 年提升、26Q1 现控制

**毛利率：**25 年毛利率同比提升 0.4PCT 至 44.9%，主营业务毛利率同比下降 0.2PCT 至 45.9%。分品牌来看，海澜之家系列、海澜团购定制系列、其他品牌毛利率分别为 48.4%/38.3%/41%，分别同比+1.9/-2/-7.2PCT；分渠道来看，直营店、加盟店及其他销售毛利率分别为 62.6%/40%，分别同比-0.2/-1PCT；分线上线下来看，线上、线下销售毛利率分别为 47.7%/45.4%，分别同比-0.3/-0.1PCT。分季度来看，25Q1~25Q4 单季度毛利率分别同比-0.1/+2.6/-1/-0.2PCT 至 46.6%/46%/41.8%/44.1%。

26Q1 公司毛利率同比-1.3PCT 至 45.3%。其中，分品牌来看，海澜之家系列、海澜团购定制系列、其他品牌毛利率分别同比-0.5/-2.4/-7.5PCT；分渠道来看，直营店、加盟店及其他销售毛利率分别同比-3.1/-2.6PCT；分线上线下来看，线上、线下销售毛利率分别同比+2.3/-2.3PCT。

**费用率：**25 年期间费用率同比提升 0.3PCT 至 28.9%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.9%/4.8%/1%/-0.7%，分别同比+0.8/-0.2/-0.4/+0.1PCT，销售费用率提升主要为职工薪酬同比增加、系与直营店拓店增加有关。25Q1~26Q1 单季度期间费用率分别同比+1.4/-0.1/-0.7/-0.1PCT/持平。

**其他财务指标：1) 存货** 25 年末同比减少 9.7%至 108.2 亿元，26 年 3 月末同比减少 12.3%至 92.9 亿元，较年初减少 14.1%，存货周转天数 25 年/26Q1 分别为 344/248 天，同比+14/-59 天。

**2) 应收账款** 25 年末同比增加 13.8%至 14 亿元，26 年 3 月末同比增加 18.1%至 13.3 亿元，较年初减少 5%，25 年/26Q1 应收账款周转天数分别为 22/18 天，同比+3/+1 天。

**3) 资产减值损失** 25 年为 5.7 亿元，同比减少 0.5%。26Q1 为 1.5 亿元，同比增加 17%。

**4) 经营活动净现金流** 25 年为 44.8 亿元，同比增加 93.5%，26Q1 为 15.8 亿元，同比减少 0.4%。

### 业绩平稳增长，高分红持续提供稳健回报

公司 25 年、26Q1 业绩持续平稳增长，彰显龙头抗风险能力。26 年继续期待主品牌海澜之家稳中有进、其他品牌（阿迪达斯 FCC 项目/城市奥莱等）拓展发力，考虑到短期需求仍有不确定性，我们下调公司 26~27 年归母净利润预测（较前次预测分别下调 19%/23%）、新增 28 年预测，预计 26~28 年归母净利润分别为 22.5/24.3/25.9 亿元，EPS 分别为 0.47/0.51/0.54 元，当前股价对应 26~28 年 PE 为 14/13/12 倍，公司保持高分红比率，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内外消费疲软；新业态新品类拓展不及预期；费用控制不当；库存积压；商誉减值风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	20,957	21,626	23,157	24,550	25,919
营业收入增长率	-2.7%	3.2%	7.1%	6.0%	5.6%
归母净利润（百万元）	2,159	2,166	2,249	2,429	2,592
归母净利润增长率	-26.9%	0.3%	3.8%	8.0%	6.7%
EPS（元）	0.45	0.45	0.47	0.51	0.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.7%	11.8%	12.1%	12.8%	13.4%
P/E	15	15	14	13	12
P/B	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	20957	21626	23157	24550	25919
营业成本	11628	11921	13093	13917	14714
折旧和摊销	378	376	394	402	409
税金及附加	116	133	139	147	156
销售费用	4841	5159	5361	5585	5845
管理费用	1036	1031	1042	1092	1140
研发费用	288	212	220	233	246
财务费用	-175	-159	-152	-136	-131
投资收益	124	7	10	11	11
营业利润	2780	2803	2990	3226	3441
利润总额	2787	2806	3000	3236	3451
所得税	598	674	721	778	829
净利润	2189	2132	2279	2459	2622
少数股东损益	30	-34	30	30	30
归属母公司净利润	2159	2166	2249	2429	2592
EPS(元)	0.45	0.45	0.47	0.51	0.54

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2317	4482	2860	3263	3629
净利润	2159	2166	2249	2429	2592
折旧摊销	378	376	394	402	409
净营运资金增加	1610	-838	123	-120	-319
其他	-1830	2778	95	552	948
投资活动产生现金流	-2496	-2577	-430	-340	-289
净资本支出	-487	-429	-450	-350	-300
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-2009	-2148	20	11	11
融资活动现金流	-4847	-1817	-1817	-1915	-2082
股本变化	422	0	0	0	0
债务净变化	-2338	30	0	0	0
无息负债变化	807	-686	1346	854	827
净现金流	-5023	85	613	1009	1258

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	44.5%	44.9%	43.5%	43.3%	43.2%
EBITDA 率	20.6%	20.6%	18.3%	18.5%	18.6%
EBIT 率	17.4%	17.4%	16.6%	16.9%	17.0%
税前净利润率	13.3%	13.0%	13.0%	13.2%	13.3%
归母净利润率	10.3%	10.0%	9.7%	9.9%	10.0%
ROA	6.5%	6.3%	6.4%	6.7%	6.9%
ROE (摊薄)	12.7%	11.8%	12.1%	12.8%	13.4%
经营性 ROIC	17.3%	15.7%	15.8%	17.2%	18.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	48.3%	45.5%	47.1%	47.8%	48.5%
流动比率	1.47	1.41	1.39	1.40	1.41
速动比率	0.69	0.67	0.66	0.69	0.74
归母权益/有息债务	17.47	18.25	18.53	18.90	19.28
有形资产/有息债务	31.75	31.52	33.25	34.57	35.86

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	33,431	34,051	35,706	36,968	38,204
货币资金	6,794	6,808	7,421	8,429	9,687
交易性金融资产	305	129	129	139	149
应收账款	1,225	1,395	1,494	1,584	1,672
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	538	539	576	611	645
存货	11,987	10,819	11,651	11,811	11,755
其他流动资产	1,604	896	914	924	935
流动资产合计	22,453	20,586	22,185	23,499	24,843
其他权益工具	252	258	258	258	258
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,892	2,690	2,786	2,770	2,691
在建工程	3	6	3	2	1
无形资产	648	566	485	416	357
商誉	800	731	731	731	731
其他非流动资产	6,383	9,213	9,258	9,293	9,323
非流动资产合计	10,978	13,465	13,521	13,469	13,360
总负债	16,144	15,488	16,834	17,688	18,515
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10,017	9,544	10,605	11,273	11,918
应付票据	1,242	1,419	1,571	1,670	1,766
预收账款	4	4	5	5	5
其他流动负债	3,993	3,662	3,794	3,881	3,966
流动负债合计	15,256	14,629	15,975	16,829	17,655
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	888	859	859	859	859
非流动负债合计	888	859	859	859	859
股东权益	17,287	18,563	18,872	19,280	19,689
股本	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478
公积金	6,184	6,186	6,186	6,186	6,186
未分配利润	9,459	10,760	11,040	11,418	11,797
归属母公司权益	17,011	18,322	18,602	18,980	19,359
少数股东权益	276	240	270	300	330

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	23.1%	23.9%	23.2%	22.8%	22.6%
管理费用率	4.9%	4.8%	4.5%	4.5%	4.4%
财务费用率	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.5%
研发费用率	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税率	21.5%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.41	0.41	0.43	0.46	0.49
每股经营现金流	0.48	0.93	0.60	0.68	0.76
每股净资产	3.54	3.81	3.87	3.95	4.03
每股销售收入	4.36	4.50	4.82	5.11	5.40

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	15	15	14	13	12
PB	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	2.5	2.5	2.5	2.2	1.9
股息率	6.2%	6.2%	6.5%	7.0%	7.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼