

海澜之家 (600398.SH)

强烈推荐 (维持)

25 年业绩稳定, 26Q1 主品牌收入表现超预期

2025 年收入同比增长 3% 至 216 亿元, 归母净利润为 21.66 亿元, 表现稳定。2026Q1 公司收入同比增长 8% 至 66.6 亿元, 主品牌同比增长 11%, 表现超预期。当前市值对应 26PE14X、27PE13X, 维持强烈推荐评级。

□ 2025 全年营收 216.26 亿元, 同比增 3.19%, 归母净利润 21.66 亿元, 同比增 0.34%。2025Q4 营收 60.26 亿元, 同比增 5.77%, 归母净利润 3.04 亿元, 同比增 20.98%。2025 年度现金分红总额 19.69 亿元, 分红率超 90%。

□ 2025 年收入稳健, 拆分品牌和渠道来看:

1) 分品牌看: 海澜之家主品牌/海澜团购/其他品牌营收分别为 149.03 亿/27.11 亿元/34.5 亿元, 同比-2.4%/+22%/+29%。

2) 分直营加盟看: 直营渠道全年实现营收 56.98 亿元, 同比增长 19.21%, 直营门店达 2372 家。加盟及其他收入同比下滑 3.85% 至 126.5 亿元, 加盟店 4958 家。

3) 分线上线看: 线上渠道收入 44.35 亿元 (占比 21.06%), 同比持平。线下渠道实现收入 166 亿元, 同比增长 6%。

□ 2025 年盈利能力稳定: 2025 全年归母净利润率同比下降 0.28pct 至 10.02%, 其中毛利率 44.87% (+0.35pct), 全年销售/管理费用率分别为 23.85%/4.77% (+0.75/-0.17pct), 财务费用率稳定。

□ 存货及经营净现金流持续改善: 2025 年存货规模 108 亿元, 同比下降 9.74%; 存货周转天数 344 天。经营活动现金净流量 44.82 亿元, 同比增长 93.5%。

□ 2026 年 Q1 公司实现营业收入 66.61 亿元, 同比+7.66%, 实现归母净利润 9.49 亿元, 同比+1.51%。实现扣除非经常性损益后的归母净利润 9.46 亿元, 同比+2.14%。

1) 收入端: 海澜之家品牌收入同比增长 11% 至 51.61 亿元, 团购定制收入同比下滑 37% 至 4.05 亿元, 其他品牌收入同比增长 33% 至 9.84 亿元。

2) 利润端: 2026 年 Q1 归母净利率 14.25%, 同比-0.87pct。毛利率 45.32%, 同比-1.3pct。管理费用率 (含研发) 为 4.72%, 同比-0.82pct; 销售费用率为 21.07%, 同比+0.81pct。

3) 运营端: 存货规模 93 亿元, 同比下滑 12%, 经营净现金流 15.81 亿元, 同比基本持平。

□ 盈利预测及投资建议。公司聚焦服装主业, 创新品牌管理与零售, 持续布局运动领域, 打造城市奥莱新业态, 加码海外市场扩张, 发展态势持续稳固向好。但考虑到消费环境的不确定性, 我们小幅下调盈利预测: 预计公司 2026 年-2028 年收入规模分别为 232 亿元、245 亿元、259 亿元, 同比增长分别为 7%、6%、6%; 归母净利润规模分别为 23 亿元、24.5 亿元、25.95 亿元, 同比增长分别为 6%、7%、6%。当前市值对应 26PE14X、27PE13X, 维持强烈推荐评级。

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

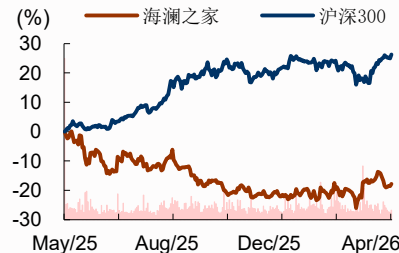
当前股价: 6.46 元

基础数据

总股本 (百万股)	4803
已上市流通股 (百万股)	4803
总市值 (十亿元)	31.0
流通市值 (十亿元)	31.0
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	11.8
资产负债率	45.5%
主要股东	海澜集团有限公司
主要股东持股比例	36.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	3	-17
相对表现	-2	2	-45



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《海澜之家 (600398) —25Q2 扣非净利润保持增长, 新业务持续拓店》2025-08-31
- 《海澜之家 (600398) —2025Q1 主业企稳, 京东奥莱有望成为新的增长亮点》2025-05-02
- 《海澜之家 (600398) —24Q2 业绩承压, 盈利能力略有下降》2024-08-20

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣炆 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

□ 风险提示：主品牌销售不及预期的风险，奥莱开店不及预期的风险，团购定制业务利润率下行的风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	20957	21626	23175	24525	25905
同比增长	-3%	3%	7%	6%	6%
营业利润(百万元)	2780	2803	2977	3172	3357
同比增长	-23%	1%	6%	7%	6%
归母净利润(百万元)	2159	2166	2301	2451	2594
同比增长	-27%	0%	6%	7%	6%
每股收益(元)	0.45	0.45	0.48	0.51	0.54
PE	14.4	14.3	13.5	12.7	12.0
PB	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	22453	20586	21148	22689	24216
现金	6794	6808	6388	7077	7733
交易性投资	305	129	129	129	129
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1225	1395	1474	1560	1648
其它应收款	538	539	577	611	645
存货	11987	10819	11618	12295	12987
其他	1604	896	960	1016	1073
非流动资产	10978	13465	13044	12673	12343
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2892	2690	2484	2297	2127
无形资产商誉	1448	1297	1168	1051	946
其他	6638	9477	9393	9325	9270
资产总计	33431	34051	34192	35361	36559
流动负债	15256	14629	14475	15188	15916
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	11259	10963	11782	12468	13170
预收账款	618	333	358	378	400
其他	3379	3334	2336	2341	2347
长期负债	888	859	859	859	859
长期借款	0	0	0	0	0
其他	888	859	859	859	859
负债合计	16144	15488	15335	16047	16775
股本	1478	1478	1478	1478	1478
资本公积金	3570	3572	3572	3572	3572
留存收益	11963	13273	13604	14099	14609
少数股东权益	276	240	204	166	125
归属于母公司所有者权益	17011	18322	18653	19148	19659
负债及权益合计	33431	34051	34192	35361	36559

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2317	4482	2496	2571	2661
净利润	2189	2132	2265	2412	2553
折旧摊销	670	639	460	411	369
财务费用	71	66	(38)	(54)	(59)
投资收益	(124)	(7)	(58)	(58)	(58)
营运资金变动	(352)	1661	(133)	(142)	(145)
其它	(136)	(10)	2	2	2
投资活动现金流	(2496)	(2577)	20	20	20
资本支出	(488)	(430)	(39)	(39)	(39)
其他投资	(2009)	(2147)	58	58	58
筹资活动现金流	(4847)	(1817)	(2936)	(1902)	(2024)
借款变动	(5147)	37	(1004)	0	0
普通股增加	422	0	0	0	0
资本公积增加	2157	1	0	0	0
股利分配	(2453)	(1969)	(1970)	(1956)	(2083)
其他	174	114	38	54	59
现金净增加额	(5027)	89	(420)	689	657

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20957	21626	23175	24525	25905
营业成本	11628	11921	12812	13558	14321
营业税金及附加	116	133	142	151	159
营业费用	4841	5159	5353	5690	6036
管理费用	1036	1031	1159	1226	1295
研发费用	288	212	227	240	254
财务费用	(175)	(159)	(38)	(54)	(59)
资产减值损失	(626)	(585)	(600)	(600)	(600)
公允价值变动收益	34	18	18	18	18
其他收益	26	34	34	34	34
投资收益	124	7	7	7	7
营业利润	2780	2803	2977	3172	3357
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	2981	3175	3361
所得税	598	674	716	763	808
少数股东损益	30	(34)	(36)	(38)	(41)
归属于母公司净利润	2159	2166	2301	2451	2594

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-3%	3%	7%	6%	6%
营业利润	-23%	1%	6%	7%	6%
归母净利润	-27%	0%	6%	7%	6%
获利能力					
毛利率	44.5%	44.9%	44.7%	44.7%	44.7%
净利率	10.3%	10.0%	9.9%	10.0%	10.0%
ROE	13.1%	12.3%	12.4%	13.0%	13.4%
ROIC	10.7%	10.6%	11.6%	12.4%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	48.3%	45.5%	44.8%	45.4%	45.9%
净负债比率	2.9%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.7	0.7	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
存货周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	18.8	16.5	16.2	16.2	16.2
应付账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.45	0.48	0.51	0.54
每股经营净现金	0.48	0.93	0.52	0.54	0.55
每股净资产	3.54	3.81	3.88	3.99	4.09
每股股利	0.41	0.41	0.41	0.43	0.46
估值比率					
PE	14.4	14.3	13.5	12.7	12.0
PB	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.7	6.7	5.7	5.5	5.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。