

海澜之家(600398)

报告日期: 2026年05月04日

稳增长高股息龙头, 26 稳健开局

——海澜之家点评报告

投资要点

Q1 业绩表现依旧稳健

公司披露 26Q1 业绩, 收入 66.6 亿, 同比+7.7%, 其中主品牌同比增长 11%, Adidas FCC 及城市奥莱为代表的其他品牌业务增速仍然保持 30%+ 的快速

增长。
Q1 毛利率 45.3%, 同比-1.3pp, 主要与其他品牌和团购业务毛利率波动有关, 期间费用率同比保持稳定, 其中销售费用增加, 与继续推动各业务渠道拓展有关, 其他费用控制较好; 减值损失同比略有增加, 主要来自尾货计提, 由此营业利润同比-0.8%, 净利润同比-1.8%, 但剔除斯博兹为代表的少数股东权益影响后, 归母净利 9.49 亿, 同比+1.5%, 扣非归母净利 9.46 亿元, 同比+2.1%, 仍然实现正向增长。

现金流方面, 应收账款 13.3 亿, 同比+18.1%, 存货 92.9 亿, 同比-12.3%, 存货周转效率改善, 经营性现金流 15.8 亿, 同比-0.4%, 保持稳健。

分业务看: 主品牌稳健、Adidas FCC 及城市奥莱贡献增量

Q1 海澜之家系列收入 51.6 亿, 同比+11.2%, 大体量基础上的优秀双位数增长主要受益春节靠后+超长假期带来 1-2 月理想的零售增长; 毛利率 48.7%, 同比-0.54pp, 与线下折扣略有波动有关; 渠道方面, 直营门店数量较 25 年末净增 18 家, 加盟门店数量净减 11 家, 直营的增速仍然快于加盟。

其他品牌业务方面, 收入 9.9 亿, 同比+32.6%, 主要来自 Adidas FCC 及城市奥莱业务, 但也由于这两项业务毛利率较原有业务较低, Q1 其他品牌的毛利率同比下降 7.5pp 至 34.7%, 从而影响公司整体毛利率表现。渠道数量上, 由于 Adidas FCC 及城市奥莱项目都在拓展期, 因此整个 Q1 环比 25 年末直营/加盟分别增加 14/32 家。

团购业务方面, 过去两年表现都较为优异, 带来 26Q1 高基数, 由此 Q1 收入 4.1 亿, 同比下滑 37.3%, 毛利率也同比下降 2.4pp 至 37.9%, 期待后续订单表现修复。

盈利预测及投资建议:

公司作为男装龙头主业国内表现稳健、海外积极发展, Adidas FCC 项目及城市奥莱项目为代表的第二成长曲线有序推进, 预计 26/27/28 收入 +8.2%/8.1%/7.7% 至 234/253/273 亿元, 归母净利+6.0%/8.6%/8.2% 至 23.0/24.9/27.0 亿元, PE 13.8/12.7/11.8X, 按照过去 3 年 90% 以上分红计算股息率 6.5%, 26Q1 开局稳健, 稳增长高股息属性突出, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 新业务发展不及预期

财务摘要

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	21,626	23,407	25,295	27,254
(+/-) (%)	3.2%	8.2%	8.1%	7.7%
归母净利润	2,166	2,297	2,494	2,697
(+/-) (%)	0.3%	6.0%	8.6%	8.2%
每股收益(元)	0.45	0.48	0.52	0.56
P/E	14.7	13.8	12.7	11.8

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

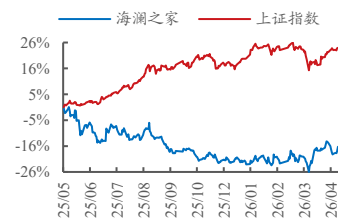
分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨
执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.61
总市值(百万元)	31,746.31
总股本(百万股)	4,802.77

股票走势图



相关报告

- 《Q3 收入及利润率平稳, 新业态加速开店》 2025.10.31
- 《主品牌企稳, 新业态持续开店且已盈利》 2025.08.30
- 《主业企稳+新业态加速, 稳增长高分红属性凸显》 2025.07.04

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	20,586	22,587	23,830	25,353
现金	6,808	8,207	8,679	9,604
交易性金融资产	129	129	129	129
应收账款	1,395	1,531	1,631	1,776
其它应收款	539	593	652	717
预付账款	152	189	272	304
存货	10,819	11,170	11,622	11,893
其他	743	768	845	929
非流动资产	13,465	13,121	13,234	13,279
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,690	2,544	2,385	2,212
无形资产	566	550	550	550
在建工程	6	28	12	15
其他	10,202	9,999	10,286	10,501
资产总计	34,051	35,708	37,064	38,632
流动负债	14,629	15,762	16,672	17,752
短期借款	0	0	0	0
应付款项	9,544	10,864	11,704	12,673
预收账款	4	6	5	7
其他	5,081	4,893	4,963	5,072
非流动负债	859	874	866	870
长期借款	0	0	0	0
其他	859	874	866	870
负债合计	15,488	16,636	17,538	18,622
少数股东权益	240	240	240	240
归属母公司股东权益	18,322	18,832	19,285	19,769
负债和股东权益	34,051	35,708	37,064	38,632

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	21,626	23,407	25,295	27,254
营业成本	11,921	12,809	13,789	14,814
营业税金及附加	133	145	151	166
营业费用	5,159	5,664	6,197	6,732
管理费用	1,031	1,124	1,214	1,308
研发费用	212	257	278	300
财务费用	(159)	(147)	(181)	(215)
资产减值损失	(566)	(560)	(560)	(560)
公允价值变动损益	18	10	10	10
投资净收益	7	10	10	10
其他经营收益	34	27	29	30
营业利润	2,803	3,042	3,335	3,638
营业外收支	3	8	6	6
利润总额	2,806	3,050	3,341	3,644
所得税	674	732	802	875
净利润	2,132	2,318	2,539	2,770
少数股东损益	(34)	21	45	72
归属母公司净利润	2,166	2,297	2,494	2,697
EBITDA	3,362	3,537	3,584	3,857
EPS (最新摊薄)	0.45	0.48	0.52	0.56

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	3.19%	8.24%	8.07%	7.75%
营业利润	0.81%	8.52%	9.64%	9.10%
归属母公司净利润	0.34%	6.03%	8.59%	8.16%
获利能力				
毛利率	44.87%	45.28%	45.49%	45.64%
净利率	10.02%	9.81%	9.86%	9.90%
ROE	11.89%	12.32%	13.16%	14.01%
ROIC	11.12%	11.63%	12.27%	12.91%
偿债能力				
资产负债率	45.49%	46.59%	47.32%	48.20%
净负债比率	83.44%	87.23%	89.82%	93.06%
流动比率	1.41	1.43	1.43	1.43
速动比率	0.66	0.71	0.72	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.67	0.70	0.72
应收账款周转率	16.51	16.00	16.00	16.00
应付账款周转率	1.07	1.10	1.08	1.08
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.48	0.52	0.56
每股经营现金	0.24	0.15	0.13	0.15
每股净资产	3.81	3.92	4.02	4.12
估值比率				
P/E	14.66	13.82	12.73	11.77
P/B	1.73	1.69	1.65	1.61
EV/EBITDA	7.42	6.66	6.44	5.74

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4482	2778	2589	3043
净利润	2132	2318	2539	2770
折旧摊销	376	655	469	500
财务费用	66	(147)	(181)	(215)
投资损失	(7)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	18	(536)	(727)	(503)
其它	1897	499	498	501
投资活动现金流	(2577)	2693	2147	2232
资本支出	430	231	194	213
长期投资	0	0	0	0
其他	(3007)	2462	1953	2019
筹资活动现金流	(1817)	(4073)	(4264)	(4350)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1817)	(4073)	(4264)	(4350)
现金净增加额	85	1399	472	925

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>