



海澜之家 (600398.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

团购致 H1 承压，多元业态贡献增量

业绩简评

公司于 8 月 28 日发布 2026 年半年度报告，26H1 实现营收 124.20 亿元，同比增长 7.38%；归母净利润 14.88 亿元，同比下降 5.86%。利润下滑核心原因在于团购业务 Q2 收入、毛利双降。若剔除团购业务影响，公司收入与毛利均为双位数以上增长。公司 H1 分红比例达 87.16%，延续高分红政策。

经营分析

多元业务驱动稳健增长。26H1 海澜之家系列实现营收 94.05 亿元，同增 12.03%。其中直营渠道增长 25.61% 高于加盟渠道的 10.11%，H1 直营渠道较年初净开 141 家至 2513 家；加盟渠道净关 66 家至 4892 家。**团购业务**实现营收 7.56 亿元，同比下降 43.67%，承压核心原因受一次性外部事件影响，目前订单已恢复，下半年业务目标与 2025 年同期持平略增。**线上业务**实现营收 27.31 亿元，同增 18.31%，占比提升至 22.57%。**其他品牌**实现营收 19.40 亿元，同增 29.34%。斯搏兹 Q2 收入同比增长 40% 以上，全年开店 200-300 家计划不变。京东奥莱门店截至 6 月底约 61 家，下半年计划新开 20 家。**海外业务**实现营收 3.03 亿元，同比增长 47.16%，上半年净开店 20 家，海外门店总数达 167 家，下半年将加速开店，全年开店 100 家目标不变。

盈利水平有所下滑，费用投入阶段性增加。26H1 公司毛利率为 45.99%，同比下降 0.36pct，主要受团购业务毛利率下滑及低毛利运动业务占比提升影响。销售费用率为 24.40%，同比提升 3.03pct，主要系主品牌收入增长带来的员工薪酬计提增加、快闪店相关费用及租金增长、线上流量费用投入增加等。H1 净利率下降 1.85pct 至 11.88%。

产品+渠道+新业态齐发力，坚定看好公司未来成长性。1) 主业方面以产品研发设计为核心，为消费者提供质价比产品，满足多层次、多年龄段、多场景的国民着装需求。在优化国内门店整体质量的同时继续发力海外市场，提升品牌国际影响力。2) 新业态方面公司将加码阿迪达斯等运动业务拓展，并持续加大与国际品牌合作力度；京东奥莱方面，在拓展渠道业务布局的同时，引进更多优质国际品牌，丰富城市奥莱的品牌组合及产品品类。我们持续看好公司未来成长性。

盈利预测、估值与评级

公司主业经营稳健，团购业务短期扰动不改长期逻辑，线上、海外、斯搏兹、京东奥莱等多元业态持续贡献增量。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.46/0.49/0.51 元，对应 PE 分别为 13/12/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

内需恢复不及预期、团购业务修复不及预期、京东奥莱拓店不及预期、海外市场拓展不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.95 元

相关报告：

1. 《海澜之家点评：Q1 经营稳健，期待新业态发展加速》，2026.4.30
2. 《海澜之家点评：25 年经营稳健，期待新渠道发力》，2026.3.29
3. 《海澜之家公司点评：Q3 经营稳健，期待新业态发展加速》，2025.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,957	21,626	23,382	25,274	27,298
营业收入增长率	-2.65%	3.19%	8.12%	8.09%	8.01%
归母净利润(百万元)	2,159	2,166	2,184	2,328	2,469
归母净利润增长率	-26.88%	0.34%	0.82%	6.60%	6.04%
摊薄每股收益(元)	0.449	0.451	0.455	0.485	0.514
每股经营性现金流净额	0.48	0.93	2.80	2.66	2.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.69%	11.82%	11.11%	11.04%	10.90%
P/E	16.69	13.41	13.09	12.28	11.58
P/B	2.12	1.59	1.45	1.35	1.26

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	21,528	20,957	21,626	23,382	25,274	27,298
增长率		-2.7%	3.2%	8.1%	8.1%	8.0%
主营业务成本	-11,954	-11,628	-11,921	-12,891	-13,933	-15,049
%销售收入	55.5%	55.5%	55.1%	55.1%	55.1%	55.1%
毛利	9,573	9,329	9,704	10,492	11,340	12,249
%销售收入	44.5%	44.5%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
营业税金及附加	-150	-116	-133	-140	-152	-164
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-4,353	-4,841	-5,159	-5,775	-6,470	-7,043
%销售收入	20.2%	23.1%	23.9%	24.7%	25.6%	25.8%
管理费用	-963	-1,036	-1,031	-1,099	-1,188	-1,283
%销售收入	4.5%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用	-200	-288	-212	-229	-248	-268
%销售收入	0.9%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	3,907	3,048	3,170	3,248	3,283	3,491
%销售收入	18.2%	14.5%	14.7%	13.9%	13.0%	12.8%
财务费用	-47	175	159	62	63	71
%销售收入	0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-457	-607	-591	-648	-495	-526
公允价值变动收益	-3	34	18	145	145	145
投资收益	186	124	7	7	7	7
%税前利润	5.1%	4.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	3,611	2,780	2,803	2,814	3,003	3,188
营业利润率	16.8%	13.3%	13.0%	12.0%	11.9%	11.7%
营业外收支	13	7	3	15	15	15
税前利润	3,624	2,787	2,806	2,829	3,018	3,203
利润率	16.8%	13.3%	13.0%	12.1%	11.9%	11.7%
所得税	-705	-598	-674	-679	-724	-769
所得税率	19.5%	21.5%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	2,918	2,189	2,132	2,150	2,294	2,435
少数股东损益	-34	30	-34	-34	-34	-34
归属于母公司的净利润	2,952	2,159	2,166	2,184	2,328	2,469
净利率	13.7%	10.3%	10.0%	9.3%	9.2%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,918	2,189	2,132	2,150	2,294	2,435
少数股东损益	-34	30	-34	-34	-34	-34
非现金支出	1,933	2,203	2,308	2,027	1,989	2,103
非经营收益	-26	-187	25	-105	-73	-51
营运资金变动	405	-1,887	18	74	-271	-167
经营活动现金净流	5,230	2,317	4,482	4,146	3,938	4,319
资本开支	-629	-487	-429	-606	-606	-606
投资	-129	32	192	102	94	94
其他	-18	-2,042	-2,340	7	7	7
投资活动现金净流	-777	-2,496	-2,577	-497	-506	-505
股权募资	0	4	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	815	-815	543
其他	-3,198	-4,851	-1,817	-919	-981	-1,033
筹资活动现金净流	-3,198	-4,847	-1,817	-104	-1,796	-490
现金净流量	1,250	-5,023	85	3,544	1,637	3,324

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	11,901	6,794	6,808	10,162	11,480	14,376
应收款项	1,434	1,788	1,979	1,757	1,857	1,962
存货	9,337	11,987	10,819	10,856	11,715	12,057
其他流动资产	2,333	1,885	980	1,187	1,271	1,357
流动资产	25,005	22,453	20,586	23,962	26,323	29,752
%总资产	74.2%	67.2%	60.5%	63.8%	65.7%	68.3%
长期投资	1,568	1,258	1,198	1,191	1,193	1,194
固定资产	3,017	2,895	2,697	2,621	2,526	2,411
%总资产	8.9%	8.7%	7.9%	7.0%	6.3%	5.5%
无形资产	1,720	1,845	1,721	1,930	2,087	2,208
非流动资产	8,708	10,978	13,465	13,617	13,745	13,791
%总资产	25.8%	32.8%	39.5%	36.2%	34.3%	31.7%
资产总计	33,713	33,431	34,051	37,579	40,069	43,543
短期借款	3,312	974	1,004	1,819	1,004	1,547
应付款项	11,302	12,243	11,921	12,071	13,117	13,785
其他流动负债	2,155	2,039	1,704	2,248	2,419	2,592
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	907	888	859	1,586	2,267	2,838
负债	17,675	16,144	15,488	17,724	18,807	20,763
普通股股东权益	16,050	17,011	18,322	19,649	21,090	22,642
其中：股本	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478
未分配利润	11,284	9,459	10,760	12,087	13,528	15,080
少数股东权益	-12	276	240	206	172	138
负债股东权益合计	33,713	33,431	34,051	37,579	40,069	43,543

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.674	0.449	0.451	0.455	0.485	0.514
每股净资产	3.663	3.542	3.815	4.091	4.391	4.714
每股经营现金净流	1.194	0.482	0.933	2.805	2.664	2.922
每股股利	0.560	0.870	0.410	0.580	0.600	0.620
回报率						
净资产收益率	18.39%	12.69%	11.82%	11.11%	11.04%	10.90%
总资产收益率	8.76%	6.46%	6.36%	5.81%	5.81%	5.67%
投入资本收益率	16.19%	13.06%	12.25%	11.39%	11.21%	10.91%
增长率						
主营业务收入增长率	15.98%	-2.65%	3.19%	8.12%	8.09%	8.01%
EBIT 增长率	18.75%	-22.00%	4.01%	2.46%	1.09%	6.35%
净利润增长率	36.96%	-26.88%	0.34%	0.82%	6.60%	6.04%
总资产增长率	2.94%	-0.84%	1.85%	10.36%	6.63%	8.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.1	19.4	22.1	19.9	19.9	19.9
存货周转天数	286.9	334.7	349.1	323.6	333.6	328.6
应付账款周转天数	257.4	294.9	299.5	260.0	265.0	265.0
固定资产周转天数	49.9	50.4	45.4	40.8	36.3	32.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.83%	-35.43%	-31.96%	-42.93%	-50.35%	-57.54%
EBIT 利息保障倍数	83.6	-17.4	-19.9	-52.8	-52.1	-49.2
资产负债率	52.43%	48.29%	45.49%	47.16%	46.94%	47.68%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	9	20	74
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究