

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海澜之家 (600398.SH)

投资评级

上次评级

姜文镮 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

海澜之家：主品牌稳健增长，团购业务拖累业绩

2026年8月30日

事件：公司发布 2026 年半年度报告，2026H1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 124.20/14.88/14.37 亿元，同比增长 7.38%/-5.86%/-8.24%。分季度看，2026Q2 公司实现收入 57.59 亿元（同比+7.06%），归母净利润 5.39 亿元（同比-16.53%），扣非归母净利润 4.92 亿元（同比-23.24%）。公司拟每 10 股派息 2.70 元，占半年度归母净利润的 87.16%，高分红延续。

分品牌分析：主品牌延续双位数增长，团购定制降幅扩大。（1）海澜之家系列收入 94.05 亿元，同比增长 12.03%，主品牌调整持续见效；毛利率 48.94%，同比+0.62pct。（2）海澜团购定制系列收入 7.56 亿元，同比下降 43.67%，毛利率 34.72%，同比下降 5.64 个百分点，团购业务持续承压。（3）其他品牌收入 19.40 亿元，同比增长 29.34%，延续高增态势，毛利率 42.68%，同比-6.39pct，主要系阿迪达斯 FCC、京东奥莱等新业务仍处于扩张培育期。

分渠道分析：线上高增，直营渠道持续扩张。（1）线上销售收入 27.31 亿元，同比增长 18.3%，收入占比 22.57%，线上增速优于线下；线上毛利率 50.17%，同比+0.17pct。（2）线下销售收入 93.71 亿元，同比增长 4.9%，收入占比 77.43%；线下毛利率 46.13%，同比-0.69pct。（3）门店数量方面，截至 2026H1 末，门店总数达 7,405 家，较年初净增 75 家。其中海澜之家系列直营店 1,734 家，较年初净增 105 家；加盟店 3,991 家，较年初净减少 5 家。其他品牌直营店 779 家，净增 36 家；加盟店及其他 901 家，净减少 61 家。直营占比持续提升，门店结构优化延续。

盈利能力：毛利率短期承压，销售费用率上升。（1）2026H1 公司主营业务毛利率 47.05%，同比-0.42pct，主要系团购定制及其他品牌（新业务扩张期）毛利率下滑拖累，主品牌毛利率同比提升。（2）费用率方面，销售费用率 24.40%，同比+3.03pct，主要因品牌推广、门店拓展及城市奥莱业务投入增加；管理费用率 4.21%，同比-0.04pct；研发费用率 0.91%，同比-0.01pct。费用扩张之下归母净利率 11.98%，同比-1.68pct。

运营效率：存货持续优化，现金流稳健。公司上半年期末存货 87.95 亿元，同比-14.24%，存货持续优化。上半年经营活动现金流净额 26.57 亿元，同比微降 2%，好于当期利润，现金流保持稳健。公司上半年期末货币资金 65.75 亿元，资金储备充裕。

看点总结：海澜之家主品牌上半年恢复双位数增长，直营渠道扩张与店效提升策略持续推进，线上保持较快增长；团购定制短期波动但长期需求仍在，其他品牌（运动及奥莱新业态）贡献增量。公司存货持续优化，分红率维持高位，股息吸引力突出。

盈利预测：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 21.47/24.17/26.96 亿元，对应 PE 分别为 13.31/11.82/10.60 倍。

风险提示：国内零售复苏不及预期；京东奥莱及 FCC 拓展不及预期；存货跌价风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	20,957	21,626	23,174	24,607	26,137
增长率 YoY %	-2.7%	3.2%	7.2%	6.2%	6.2%
归属母公司净利润 (百万元)	2,159	2,166	2,147	2,417	2,696
增长率 YoY%	-26.9%	0.3%	-0.9%	12.5%	11.5%
毛利率%	44.5%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
净资产收益率ROE%	12.7%	11.8%	11.6%	12.9%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.45	0.45	0.50	0.56
市盈率 P/E(倍)	13.24	13.19	13.31	11.82	10.60
市净率 P/B(倍)	1.68	1.56	1.54	1.52	1.50

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22,453	20,586	23,279	25,036	27,022
货币资金	6,794	6,808	9,149	9,872	10,676
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,225	1,395	1,462	1,535	1,633
预付账款	238	152	255	271	288
存货	11,987	10,819	11,151	12,008	12,984
其他	2,210	1,412	1,262	1,349	1,441
非流动资产	10,978	13,465	11,870	11,585	11,189
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,892	2,690	2,516	2,332	2,046
无形资产	648	566	528	487	444
其他	7,438	10,208	8,825	8,766	8,698
资产总计	33,431	34,051	35,149	36,621	38,210
流动负债	15,256	14,629	15,539	16,773	18,110
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	1,242	1,419	1,385	1,505	1,635
应付账款	10,017	9,544	10,186	11,052	11,992
其他	3,997	3,666	3,968	4,216	4,483
非流动负债	888	859	865	865	865
长期借款	0	0	0	0	0
其他	888	859	865	865	865
负债合计	16,144	15,488	16,405	17,638	18,975
少数股东权益	276	240	232	228	211
归属母公司股东权益	17,011	18,322	18,513	18,754	19,024
负债和股东权益	33,431	34,051	35,149	36,621	38,210

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20,957	21,626	23,174	24,607	26,137
同比(%)	-2.7%	3.2%	7.2%	6.2%	6.2%
归属母公司净利润	2,159	2,166	2,147	2,417	2,696
同比(%)	-26.9%	0.3%	-0.9%	12.5%	11.5%
毛利率(%)	44.5%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
ROE%	12.7%	11.8%	11.6%	12.9%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.45	0.45	0.50	0.56
P/E	13.24	13.19	13.31	11.82	10.60
P/B	1.68	1.56	1.54	1.52	1.50
EV/EBITDA	7.46	5.44	5.85	5.07	4.42

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20,957	21,626	23,174	24,607	26,137
营业成本	11,628	11,921	12,772	13,560	14,403
营业税金及附加	116	133	147	151	183
销售费用	4,841	5,159	6,025	6,324	6,587
管理费用	1,036	1,031	1,059	1,124	1,194
研发费用	288	212	264	298	309
财务费用	-175	-159	-183	-264	-290
减值损失合计	-607	-591	-439	-418	-400
投资净收益	124	7	127	141	131
其他	40	58	35	39	42
营业利润	2,780	2,803	2,812	3,177	3,525
营业外收支	7	3	2	-1	-1
利润总额	2,787	2,806	2,814	3,175	3,524
所得税	598	674	675	762	846
净利润	2,189	2,132	2,139	2,413	2,678
少数股东损益	30	-34	-8	-3	-18
归属母公司净利润	2,159	2,166	2,147	2,417	2,696
EBITDA	4,139	4,399	3,609	4,021	4,428
EPS(当年)(元)	0.46	0.45	0.45	0.50	0.56

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,317	4,482	3,366	3,653	3,967
净利润	2,189	2,132	2,139	2,413	2,678
折旧摊销	1,596	1,717	977	1,111	1,194
财务费用	71	66	55	56	56
投资损失	-124	-7	-127	-141	-131
营运资金变动	-1,887	18	-65	-197	-223
其它	473	557	386	412	393
投资活动现金流	-2,496	-2,577	999	-699	-682
资本支出	-487	-429	-680	-777	-747
长期投资	32	192	-40	-42	-44
其他	-2,042	-2,340	1,719	120	109
筹资活动现金流	-4,847	-1,817	-2,013	-2,231	-2,482
吸收投资	4	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-3,794	-864	-1,988	-2,231	-2,482
现金流净增加额	-5,023	85	2,341	723	804

研究团队简介

姜文镹，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。