

海澜之家 (600398.SH)

优于大市

2026 上半年收入增长 7%，团购业务表现不佳拖累业绩表现

核心观点

2026 上半年收入增长 7%，团购业务表现不佳拖累业绩。2026 上半年公司收入同比+7.4%至 124.2 亿元，归母净利润同比-5.9%至 14.9 亿元，扣非归母净利润同比-8.2%至 14.4 亿元，主因团购业务收入利润下滑所致。毛利率同比-0.4 个百分点至 46.0%，销售费用率同比+3.0 个百分点至 24.4%，主因主品牌收入增长带来的员工工资增长、快闪店相关费用及租金增长所致；管理/研发费用率基本稳定；公允价值变动损益改善、减值损失减少、信用减值改善及所得税费用下降合计占收入比例改善 1.5 个百分点，进而归母净利率同比-1.7 个百分点至 12.0%，扣非归母净利率同比-2.0 个百分点至 11.6%。存货金额同比下降 14.2%至 87.9 亿元，主因销售增长、斯搏兹和京海奥莱业务切分出清老货及公司控制采购所致。经营活动现金流净额同比-2.2%至 26.6 亿元。公司拟每 10 股派发现金股利 2.7 元，分红率约 87.16%。

第二季度收入保持稳健增长，毛利率提升，团购业务拖累净利润。2026 第二季度公司收入同比+7.1%至 57.6 亿元，归母净利润同比-16.5%至 5.4 亿元，扣非归母净利润同比-23.2%至 4.9 亿元，主因团购业务收入利润下滑所致。毛利率同比+0.7 个百分点至 46.8%，主因团购低毛利业务收缩及主品牌毛利率提升所致；销售/管理费用率分别同比+5.6/+0.8 个百分点；公允价值变动损益改善、减值损失减少及所得税费用下降合计占收入比例改善 3.5 个百分点，因此归母净利率同比-2.6 个百分点至 9.4%，扣非归母净利率同比-3.4 个百分点至 8.5%。

主品牌增长稳健，团购短期承压，新业态预计下半年拓展加速。1) **海澜之家主品牌：**上半年收入 94.0 亿元，同比增长 12.0%；毛利率+0.6 个百分点至 48.9%。直营渠道表现优于加盟渠道，直营门店较去年末净增 105 家至 1,734 家，加盟店及其他净减 5 家至 3,991 家；线上收入上半年保持增长，二季度增速维持稳定。2) **团购定制业务：**上半年收入 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，系业绩主要拖累，预计下半年收入同比持平略增。3) **其他品牌：**合计收入 19.4 亿元（+29.3%），毛利率 42.7%（-6.4 个百分点）。0VV、英氏稳步发展；阿迪达斯门店 723 家，与年初持平，下半年预计新开 200-300 家门店，京东奥莱门店 61 家，上半年净增 1 家，下半年计划新开约 20 家。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：主业稳健增长，海外业务及新业态增长可期。

主品牌 2026 年上半年保持稳健增长，直营渠道扩张与全域运营支撑主业表现；海外地区收入同比增长迅速，阿迪达斯 FCC、京东奥莱等新业态下半年有望提速；团购业务下半年有望企稳。此外公司分红水平较高，2026 上半年分红率达 87%，具备较强的红利属性和安全边际。主要基于团购业务承压对业绩形成拖累，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 21.3/23.1/24.2 亿元（前值为 23.2/24.3/25.2 亿元），同比增速分别为 -1.5%/+8.5%/+4.6%；基于盈利预测下调，下调目标价至 6.2~6.7 元（前值为 7.2~7.7 元），对应 2026 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	6.20 - 6.70 元
收盘价	5.95 元
总市值/流通市值	28576/0 百万元
52 周最高价/最低价	7.08/5.09 元
近 3 个月日均成交额	169.61 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海澜之家 (600398.SH) - 2025 年扣非净利润增长 5%，分红率达 91%》——2026-03-31
- 《海澜之家 (600398.SH) - 三季度收入与净利润增长约 4%，直营驱动主品牌增长企稳》——2025-11-02
- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度收入增长提速，主品牌企稳新业态持续布局》——2025-08-28
- 《海澜之家 (600398.SH) - 一季度业绩企稳回升，京东奥莱新业态增量可期》——2025-04-30
- 《海澜之家 (600398.SH) - 大众男装龙头，打造京东奥莱新物种》——2025-02-26

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,957	21,626	23,059	24,035	25,026
(+/-%)	-2.7%	3.2%	6.6%	4.2%	4.1%
净利润(百万元)	2159	2166	2133	2313	2420
(+/-%)	-26.9%	0.3%	-1.5%	8.5%	4.6%
每股收益(元)	0.45	0.45	0.44	0.48	0.50
EBIT Margin	16.3%	15.7%	13.6%	14.0%	14.0%
净资产收益率(ROE)	12.7%	11.8%	11.4%	12.2%	12.5%
市盈率(PE)	13.2	13.2	13.4	12.4	11.8
EV/EBITDA	11.8	11.7	13.5	12.5	11.9
市净率(PB)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



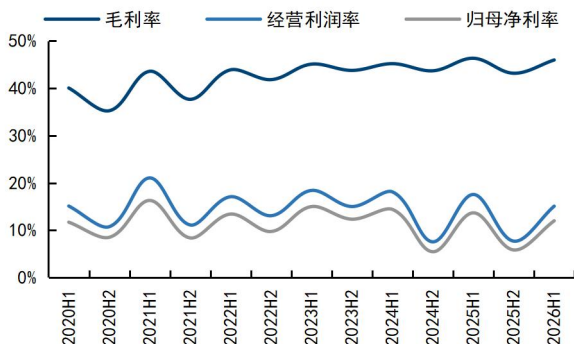
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润和增长 (亿元, %)



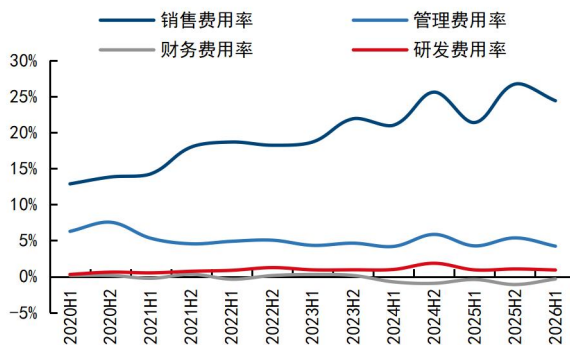
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



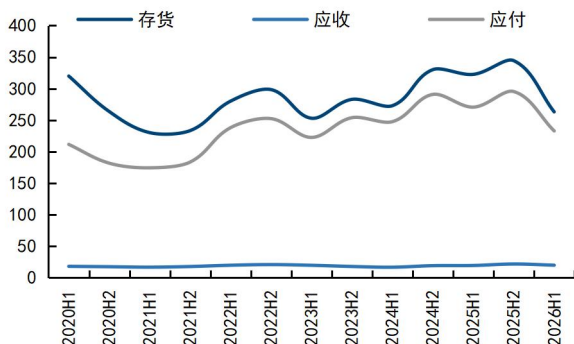
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率变动 (%)



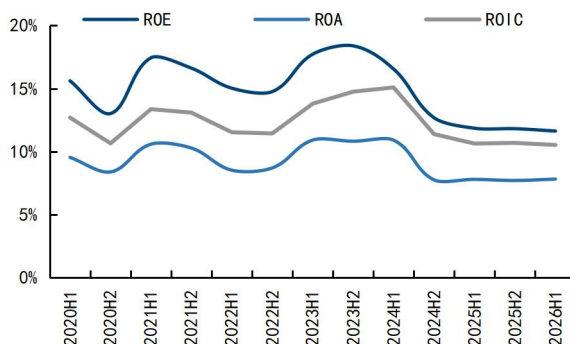
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 ROE/ROA/ROIC



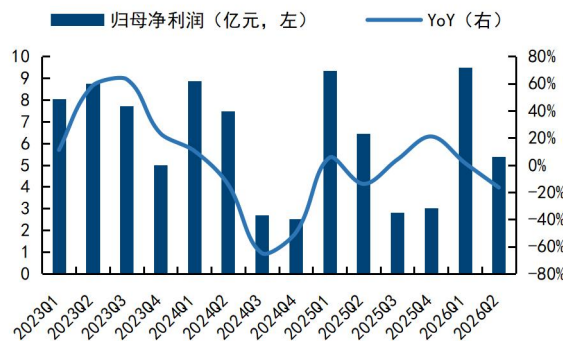
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



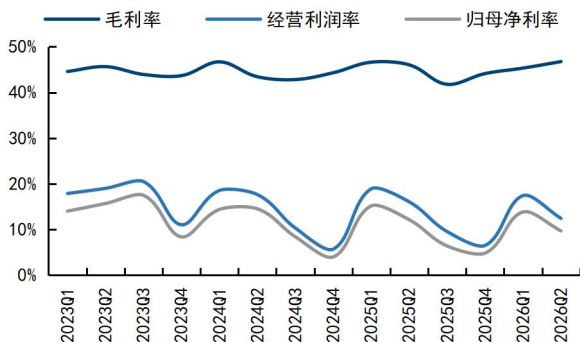
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



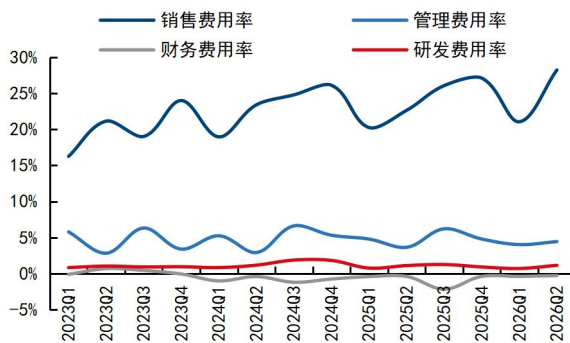
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：主业稳健增长，海外业务及新业态增长可期

主品牌 2026 年上半年保持稳健增长，直营渠道扩张与全域运营支撑主业表现；海外地区收入同比增长迅速，阿迪达斯 FCC、京东奥莱等新业态下半年有望提速；团购业务下半年有望企稳。此外公司分红水平较高，2026 上半年分红率达 87%，具备较强的红利属性和安全边际。主要基于团购业务承压对业绩形成拖累，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 21.3/23.1/24.2 亿元（前值为 23.2/24.3/25.2 亿元），同比增速分别为-1.5%/+8.5%/+4.6%；基于盈利预测下调，下调目标价至 6.2~6.7 元（前值为 7.2~7.7 元），对应 2026 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,957	21,626	23,059	24,035	25,026
(+/-%)	-2.7%	3.2%	6.6%	4.2%	4.1%
净利润(百万元)	2159	2166	2133	2313	2420
(+/-%)	-26.9%	0.3%	-1.5%	8.5%	4.6%
每股收益(元)	0.45	0.45	0.44	0.48	0.50
EBIT Margin	16.3%	15.7%	13.6%	14.0%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	11.8%	11.4%	12.2%	12.5%
市盈率 (PE)	13.2	13.2	13.4	12.4	11.8
EV/EBITDA	11.8	11.7	13.5	12.5	11.9
市净率 (PB)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司	公司	投资	收盘价								g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025-2027		2026	(人民币 亿元)
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.0	0.45	0.44	0.48	13.2	13.4	12.4	3.3%		3.69	1.6
可比公司													
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	4.1	0.23	0.31	0.33	17.6	13.4	12.5	18.5%		0.67	1.3
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	24.5	0.96	1.31	1.64	25.4	18.7	15.0	30.2%		0.50	2.6

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测和整理。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6794	6808	10000	10000	10000	营业收入	20957	21626	23059	24035	25026
应收款项	1764	1934	2062	2149	2238	营业成本	11628	11921	12585	13065	13548
存货净额	11987	10819	11399	11823	12248	营业税金及附加	116	133	140	145	149
其他流动资产	770	663	706	736	767	销售费用	4841	5159	5870	6090	6395
流动资产合计	22453	20586	24530	25071	25616	管理费用	1039	1089	1346	1399	1453
固定资产	2895	2697	2096	1704	1276	财务费用	(175)	(159)	(170)	(177)	(184)
无形资产及其他	648	566	544	521	498	投资收益	124	7	8	8	8
投资性房地产	7435	10202	10202	10202	10202	资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(555)	(573)	(590)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(249)	(140)	61	62	64
资产总计	33431	34051	37372	37498	37592	营业利润	2780	2803	2801	3010	3148
短期借款及交易性金融负债	974	1004	2743	2098	1388	营业外净收支	7	3	4	31	32
应付款项	11259	10963	11551	11980	12411	利润总额	2787	2806	2804	3041	3180
其他流动负债	3023	2662	3472	3602	3747	所得税费用	598	674	674	731	764
流动负债合计	15256	14629	17766	17680	17547	少数股东损益	30	(34)	(3)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2159	2166	2133	2313	2420
其他长期负债	888	859	724	589	455						
长期负债合计	888	859	724	589	455	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	16144	15488	18490	18269	18001	净利润	2159	2166	2133	2313	2420
少数股东权益	276	240	240	239	239	资产减值准备	116	(3)	109	(140)	(148)
股东权益	17011	18322	18642	18989	19352	折旧摊销	378	376	359	383	408
负债和股东权益总计	33431	34051	37372	37498	37592	公允价值变动损失	603	548	555	573	590
						财务费用	(175)	(159)	(170)	(177)	(184)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(4920)	(2350)	619	(257)	(251)
每股收益	0.45	0.45	0.44	0.48	0.50	其它	(139)	(17)	(109)	140	148
每股红利	0.79	0.18	0.38	0.41	0.43	经营活动现金流	(1804)	720	3666	3012	3167
每股净资产	3.54	3.81	3.88	3.95	4.03	资本开支	0	453	(400)	(400)	(400)
ROIC	16%	14%	12%	12%	13%	其它投资现金流	661	776	0	0	0
ROE	13%	12%	11%	12%	13%	投资活动现金流	855	1229	(400)	(400)	(400)
毛利率	45%	45%	45%	46%	46%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	16%	14%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(3794)	(864)	(1813)	(1966)	(2057)
收入增长	-3%	3%	7%	4%	4%	其它融资现金流	3426	(205)	1739	(645)	(710)
净利润增长率	-27%	0%	-2%	8%	5%	融资活动现金流	(4159)	(1934)	(74)	(2612)	(2767)
资产负债率	49%	46%	50%	49%	49%	现金净变动	(5107)	14	3192	0	0
息率	13.3%	3.0%	6.3%	6.9%	7.2%	货币资金的期初余额	11901	6794	6808	10000	10000
P/E	13.2	13.2	13.4	12.4	11.8	货币资金的期末余额	6794	6808	10000	10000	10000
P/B	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	企业自由现金流	(1859)	1065	2964	2277	2419
EV/EBITDA	11.8	11.7	13.5	12.5	11.9	权益自由现金流	1567	860	4735	1662	1760

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032