

25Q1 开局良好, 京东奥莱+阿迪 FCC 进展顺利

核心观点

25Q1 公司营收 61.87 亿元/+0.16%，其中主品牌、团购、其他品牌收入同比-9.5%、+17.6%、+100.2%，25Q1 主品牌降幅较 24Q3、Q4 逐季收窄，其他品牌高增得益于 2024 年 4 月斯搏兹实现并表，公司积极拓展阿迪达斯 FCC 和京东奥莱业务（斯搏兹 2024 年 5-12 月并表收入 9.94 亿元，净利润 0.67 亿元）。25Q1 归母净利润 9.35 亿元/+5.46%。24 年主品牌营收承压、同比下滑 7.2%，斯搏兹及京东奥莱并表带动其他品牌营收增长 32.4%。其中 24 年 8 月线上京东奥莱官方旗舰店开业、9 月起江阴首家线下店开业，截止 25 年 5 月初，京东奥莱在山东、河北、河南、安徽等 17 家新店已开业。24 年斯搏兹开出的阿迪达斯 FCC 门店 433 家。后续展望，预计 2025 年 FCC 门店将继续保持 300-400 家的开店节奏；25 年京东奥莱加速开店、轻资产运营模式有望贡献业绩增量。

事件

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 209.57 亿元/-2.65%，归母净利润 21.59 亿元/-26.88%，扣非归母净利润 20.15 亿元/-25.65%，基本 EPS 为 0.46 元/-32.35%，ROE（加权）为 12.47%/-7.00pct。经营活动净现金流为 23.2 亿元/-55.7%。公司拟每股派发现金红利 0.18 元（含税）。

公司发布 2025 年一季报：25Q1 营业收入 61.87 亿元/+0.16%，归母净利润 9.35 亿元/+5.46%，扣非归母净利润 9.26 亿元/+5.54%，基本每股收益 0.21 元/+5.00%。

简评

高基数下 2025Q1 收入恢复正增长，盈利显著改善。25Q1 公司营收 61.87 亿元/+0.16%，其中主品牌、团购、其他品牌收入同比-9.5%、+17.6%、+100.2%，25Q1 线上、直营、加盟及其他收入同比+19.8%、+13.2%、-7.4%，25Q1 主品牌降幅较 24Q3、Q4 逐步收窄，其他品牌高增主要得益于 2024 年 4 月斯搏兹实现并表，公司积极拓展阿迪 FCC 和京东奥莱业务。25Q1 归母净利润 9.35 亿元/+5.46%，25Q1 毛利率为 46.6%/-0.1pct，25Q1 销售、管理、研发、财务费用率+1.3、-0.5、-0.1、+0.6pct，资产减值损失占比 2.04%/-2.2pct，2025Q1 归母净利率 15.1%/+0.8pct。2025Q1 末，公司整体门店数达到 7176 家，其中海澜之家系列门店总数达到 5812 家/较年初-21 家，其他品牌门店数达到 1364 家/较年初净增加 19 家。

海澜之家 (600398. SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 05 月 12 日

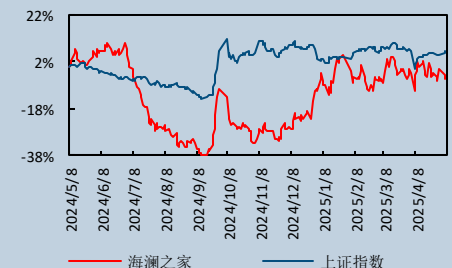
当前股价：7.93 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.70/-2.72	1.80/-0.40	-13.62/-20.05
12 月最高/最低价 (元)		9.79/5.18
总股本 (万股)		480,277.03
流通 A 股 (万股)		480,277.03
总市值 (亿元)		380.86
流通市值 (亿元)		380.86
近 3 月日均成交量 (万)		3733.80
主要股东		
海澜集团有限公司		36.77%

股价表现



相关研究报告

25.02.21	【中信建投轻工纺服及教育】海澜之家 (600398):阿迪 FCC 开店提速, 京东奥莱空间广阔
24.08.26	【中信建投轻工纺服及教育】海澜之家 (600398):消费疲软影响 Q2 表现, 电商渠道增长靓丽

24 年主品牌营收承压，斯搏兹及京东奥莱并表带动其他品牌营收高增。2024 年公司营收 209.57 亿元/-2.65%，归母净利润 21.59 亿元/-26.88%，对应 24Q4 公司营收 56.98 亿元/-4.38%，归母净利润 2.51 亿元/-49.85%，主要系主品牌下滑以及公司 24 年对应有 1.6 亿元存货跌价准备计提及 7583 万英氏商誉减值影响。其中：**分业务看**，1) **海澜之家主品牌**：2024 年营收 152.7 亿元/-7.2%，线下消费环境承压下营收有所下滑，但 24Q4、25Q1 较 24Q3 降幅逐步收窄，2024 年毛利率 46.5%/+1.3pct。其中直营门店 1468 家/净增 216 家、加盟店 4365 家/净减 359 家；2) **团购业务**：2024 年营收 22.2 亿元/-2.5%，毛利率 40.3%/-6.5pct；3) **其他品牌**：2024 年公司其他品牌营收 26.7 亿元/+32.4%，对应 24Q2-25Q1 增速分别为+109.7%、+66.9%、+100.2%，主要系 2024 年 5 月起公司并表斯搏兹旗下业务。其中斯搏兹（主要业务包含五哲体育线上+阿迪达斯 FCC 项目+京东奥莱）2024 年 5-12 月并表收入 9.94 亿元，净利润 0.67 亿元。**分区域看**，**出海表现亮眼**，**24 年海澜之家主品牌海外地区营收 3.55 亿元/+30.75%，24 年底海外门店总数达 101 家/其中 24H1 为 68 家。**公司整体分渠道看：2024 年线上渠道营收 44.2 亿元/+35.6%、线下整体营收 157.4 亿元/-10.0%。

2024 年整体毛利率稳定，新业务投入下费用率有所提升。公司 2024 年毛利率 44.52%/+0.05pct，2024 年销售、管理、研发、财务费用率为 23.1%、4.94%、1.37%、0.83%，同比+2.88%、+0.47%、+0.44%、-1.05pct。其中销售费用率提升主要系新业务拓展投入。2024 年资产减值损失为 5.7 亿元/较 23 年增加 1.16 亿元、营收占比为 2.7%。2024 全年净利率 10.45%/-3.11pct。

后续看点在于：阿迪 FCC 开店提速，京东奥莱空间广阔。2024 年上半年公司增持斯搏兹股权至控股（目前持股 51%），并发力 FCC（阿迪正价店）和京东奥莱（城市奥莱集合店，持股京海奥莱 65%股权）。24 年、25Q1 公司少数股东损益为 3041、97.5 万元，主要是斯搏兹（持股 51%）以及京海奥特莱斯（持股 65%）。其中：1) **京东奥莱业务**：2024 年 7 月海澜之家与京东签约，设立京海奥莱子公司（公司持股 65%，剩余 35%持股方是江苏旭祺禾贸易），8 月线上京东奥莱官方旗舰店开业、9 月起江阴首家线下店开业，截止 5 月，目前京东奥莱在山东、河北、河南、安徽等 17 家新店已开业。其中 2024 年京东奥莱由于仅开一家飞马水城店贡献相对较小，预计 25 年加速开店叠加轻资产运营模式有望贡献业绩增量。2) **阿迪 FCC 项目（Future City Concept store，阿迪达斯零售渠道业务）**：斯搏兹核心业务为与阿迪达斯合作，不仅经营运动品牌尾货（线上渠道通过五哲体育）同时开展正价产品经销（斯搏兹 FCC 项目）。斯搏兹覆盖 Adidas 正标和 Adidas Neo 系列，会针对国内市场低线城市推出性价比产品线（FCC 门店中专供货品占比较高、同时包含阿迪达斯大货产品），24 年斯搏兹开店 433 家、预计 2025 年将继续保持 300-400 家的开店节奏。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 221.3、241.5、258.5 亿元，同比+5.6%、+9.1%、+7.1%；归母净利润分别为 24.01、26.73、28.90 亿元，同比+11.2%、+11.3%、+8.1%；对应 P/E 为 15.8x、14.2x、13.1x，维持“买入”评级。

风险提示：

1) 零售折扣率加深，影响品牌利润率：若消费不及预期、品牌服饰行业库存高位，或将通过加深折扣率进行库存去化，加剧行业价格竞争，折扣率加深将对品牌的利润率造成影响。

2) 流水复苏进展及幅度不及预期：预计随着出行、消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

3) 京东奥莱门店开拓进展不及预期：目前公司正在推进京东奥莱门店，新店开拓是公司线下渠道收入增长的重要驱动因素之一，如果公司门店开拓进展不及预期，将直接影响公司收入表现。

图 1:海澜之家营收拆分

营收拆分（人民币百万元）		2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入		20,188	18,562	21,528	20,957	22,127	24,147	25,851
	yoy	12.4%	-8.1%	16.0%	-2.7%	5.6%	9.1%	7.1%
营业成本		11,983	10,600	11,954	11,628	12,176	13,249	14,146
	yoy	6.6%	-11.5%	12.8%	-2.7%	4.7%	8.8%	6.8%
	毛利率	40.6%	42.9%	44.5%	44.5%	45.0%	45.1%	45.3%
海澜之家品牌		15,132	13,753	16,458	15,270	14,592	14,326	14,117
	yoy	9.9%	-9.1%	19.7%	-7.2%	-4.4%	-1.8%	-1.5%
团购业务（原圣凯诺）		2,260	2,247	2,281	2,224	2,268	2,268	2,268
	yoy	9.1%	-0.6%	1.5%	-2.5%	2.0%	0.0%	0.0%
	占比	11.2%	12.1%	10.6%	10.6%	10.2%	9.4%	8.8%
其他品牌		2,041	1,904	2,016	2,668	4,473	6,759	8,672
	yoy	27.1%	-6.7%	5.8%	32.4%	67.6%	51.1%	28.3%
	占比	10.1%	10.3%	9.4%	12.7%	20.2%	28.0%	33.5%
1.原本其他品牌业务(OVV、黑鲸（HLA JEANS）和英氏（YeeHoO）				2,016	1,675	1,541	1,448	1,391
	yoy				-16.9%	-8.0%	-6.0%	-4.0%
2.斯搏兹旗下业务（京东奥莱、FCC、五哲体育）				597	994	2,933	5,311	7,282
	yoy				66.5%	195.2%	81.1%	37.1%
京东奥莱业务					125	1,616	3,368	4,872
	yoy					1192.8%	108.4%	44.6%
FCC业务					451	1,233	1,943	2,410
	yoy					173.5%	57.5%	24.1%
其他业务		755	657	773	794	794	794	794
	yoy	46.9%	-13.0%	17.8%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：中信建投证券

表 1:京东奥莱主要门店（截止 25 年 5 月 10 日）

序号	省份	城市	城市行政级别	2023 年 GDP（亿元）	2023 年人口（万人）	人均 GDP（万元/人）	地址	开业时间	面积（平方米）
1	江苏	无锡江阴	县级市	4,961	178	27.8	新桥镇海澜飞马水城	2024 年 9 月 25 日	3000+
2	山东	枣庄滕州	县级市	946	174	5.8	荆河中路 999 号中万购物中心	2025 年 1 月 1 日	4800
3	河南	安阳	地级市	2,486	540	4.6	北关区彰德路万意广场	2025 年 1 月 1 日	3200
4	山东	济宁	地级市	5,516	827	6.7	太白路银座商场	2025 年 1 月 15 日	3000+
5	山东	临沂	地级市	6,105	1,097	5.6	临沂市兰山区和谐广场京东奥莱店	2025 年 1 月 18 日	10000+
6	山东	菏泽	地级市	4,464	866	5.2	和谐广场 1F、2F	2025 年 1 月 18 日	6000
7	河北	石家庄	地级市	7,534	1,123	6.7	石家庄市长安区胜利北大街与石纺路交叉口西北角北辰广场 B1 层	2025 年 1 月 18 日	5000
8	河南	平顶山	地级市	2,720	494	5.5	名门天街	2025 年 1 月 18 日	3300
9	河北	廊坊	地级市	3,608	549	6.6	广阳区裕华路 188 号万向城商场	2025 年 1 月 18 日	4500
10	河南	南阳	地级市	4,572	956	4.8	文华南阳天地 B 座 1-2F	2025 年 1 月 22 日	5000
11	安徽	阜阳	地级市	3,324	811	4.1	晶宫奥莱店	2025 年 1 月 23 日	——
12	安徽	合肥	地级市	12,674	1,000	13.0	庐阳区濉溪路 310 号祥源广场 B1 层	2025 年 3 月 22 日	4000+
13	河南	郑州	地级市	13,618	1,301	10.5	高新技术区迎春街 53 号朗悦公园茂 1 号馆	2025 年 5 月 1 日	4000

A 股公司简评报告

14	江苏	徐州	地级市	8,900	902	9.9	泉山区解放南路 26-8 号三胞国际广 场负一层	2025 年 5 月 1 日	5000
15	山西	晋中	地级市	2,091	338	6.2	晋中市榆次区安宁街 290 号		
16	山东	青岛	地级市	15,760	1,037	15.2	李沧区银座和谐广场	2025 年 5 月 1 日	
17	山东	聊城	地级市	2,926	586	5.0	柳园南路 19 号聊城银座商城 2F	2025 年 5 月 1 日	

资料来源：京东奥莱公众号，国家统计局，中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,005	22,453	23,730	26,185	28,334
现金	11,901	6,794	7,300	8,322	9,272
应收票据及应收账款合计	1,040	1,249	1,253	1,367	1,464
其他应收款	393	538	517	564	604
预付账款	230	238	387	422	452
存货	9,337	11,987	12,552	13,659	14,583
其他流动资产	2,103	1,647	1,722	1,851	1,960
非流动资产	8,708	10,978	9,877	8,776	7,874
长期投资	194	0	16	31	47
固定资产	4,294	4,566	3,851	3,136	2,421
无形资产	688	648	540	432	324
其他非流动资产	3,532	5,764	5,470	5,177	5,082
资产总计	33,713	33,431	33,607	34,961	36,208
流动负债	16,768	15,256	15,529	16,900	18,048
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	10,085	11,259	11,005	11,975	12,785
其他流动负债	6,683	3,997	4,524	4,925	5,262
非流动负债	907	888	515	189	-44
长期借款	653	691	318	-8	-241
其他非流动负债	254	197	197	197	197
负债合计	17,675	16,144	16,044	17,090	18,004
少数股东权益	-12	276	312	353	397
股本	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478
资本公积	941	3,570	3,570	3,570	3,570
留存收益	14,052	11,963	12,203	12,470	12,759
归属母公司股东权益	16,050	17,011	17,251	17,519	17,808
负债和股东权益	33,713	33,431	33,607	34,961	36,208

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,230	2,317	2,885	3,563	3,566
净利润	2,918	2,189	2,437	2,713	2,934
折旧摊销	1,476	1,596	1,117	1,117	918
财务费用	47	-175	-69	-89	-109
投资损失	-186	-124	-136	-156	-166
营运资金变动	405	-1,887	-498	-61	-52
其他经营现金流	570	718	34	38	40
投资活动现金流	-777	-2,496	86	102	110
资本支出	760	545	0	0	0
长期投资	-432	32	0	0	0
其他投资现金流	-1,105	-3,073	86	102	110
筹资活动现金流	-3,198	-4,847	-2,464	-2,642	-2,725
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-3,004	38	-373	-326	-234
其他筹资现金流	-195	-4,885	-2,091	-2,316	-2,492
现金净增加额	1,250	-5,023	506	1,022	950

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,528	20,957	22,127	24,147	25,851
营业成本	11,954	11,628	12,176	13,249	14,146
营业税金及附加	150	116	122	133	142
销售费用	4,353	4,841	5,333	5,868	6,334
管理费用	963	1,036	1,018	1,062	1,112
研发费用	200	288	221	229	233
财务费用	47	-175	-69	-89	-109
资产减值损失	-452	-569	-443	-483	-517
投资净收益	186	124	136	156	166
营业利润	3,611	2,780	3,037	3,382	3,657
营业外收入	30	19	20	20	20
营业外支出	17	12	10	10	10
利润总额	3,624	2,787	3,047	3,392	3,667
所得税	705	598	609	678	733
净利润	2,918	2,189	2,437	2,713	2,934
少数股东损益	-34	30	37	41	44
归属母公司净利润	2,952	2,159	2,401	2,673	2,890
EBITDA	5,147	4,209	4,094	4,419	4,476
EPS (元)	0.61	0.45	0.50	0.56	0.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	-2.7	5.6	9.1	7.1
营业利润(%)	28.7	-23.0	9.2	11.4	8.1
归属于母公司净利润(%)	37.0	-26.9	11.2	11.3	8.1
获利能力					
毛利率(%)	44.5	44.5	45.0	45.1	45.3
净利率(%)	13.7	10.3	10.8	11.1	11.2
ROE(%)	18.4	12.7	13.9	15.3	16.2
ROIC(%)	42.2	33.4	19.1	22.1	25.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	48.3	47.7	48.9	49.7
净负债比率(%)	-70.1	-35.3	-39.8	-46.6	-52.3
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	20.7	16.8	17.7	17.7	17.7
应付账款周转率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.45	0.50	0.56	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.48	0.60	0.74	0.74
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.54	3.59	3.65	3.71
估值比率					
P/E	12.8	17.6	15.8	14.2	13.1
P/B	2.4	2.2	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	4.4	7.5	8.0	7.1	6.8

数据来源: wind, 中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6 年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk