

海澜之家(600398)

报告日期: 2025 年 07 月 02 日

主品牌表现领跑板块，期待京东奥莱拓展提速

——海澜之家点评报告

投资要点

□ 京东奥莱：6月新店签约加速，已开+待开已达 40 家

公司继 24 年 9 月在江苏江阴海澜飞马水城开出首家京东奥莱后，25 年陆续在多个省开店。截至 25 年 6 月底，门店总数达到 23 家，覆盖华中、华东、华南地区。其中山东以 6 家占据首位，河南、山西各 4 家，安徽、江苏各 3 家，河北 2 家，浙江、广东各 1 家。

根据京东奥莱及各商场方的新媒体发布统计，目前已签约、待开业门店达到 17 家或以上，已开+待开门店总数达到 40 家或以上，预计下半年将进入开店加速期，迎接秋冬销售旺季到来。待开业门店以江苏（5 家）、安徽（3 家）、山东（3 家）居多，并首次进入湖南、四川、山西等省份。

我们看好京东奥莱商业模式及发展空间：1）区别于传统奥莱位于一二线城市远郊，京东奥莱布局低线城市购物中心，入驻品牌以中端、轻奢定位为主，加上京东的正品牌背书，满足低线城市客流对“大牌+正品+低价”的需求。2）该商业模式中多方共赢，购物中心解决空置率压力，品牌商新增去库存渠道，因此我们预计京东奥莱在商场租金扣点、拿货折扣及政策等方面具有优势，叠加低线城市员工成本相对偏低，预计盈利能力较为突出。

我们预计近期股价回调可能来自市场对京东奥莱开店速度及单店模型方面的担忧。我们认为该业务中长期预期依然乐观，作为新业态，初期必然经历单店模型的摸索，入驻品牌、货品选择、选址管理等环节预计正快速完善中，随着下半年进入西南、西北等地区，全国版图布局逐渐完整，后续复制拓店空间广阔。

□ 主品牌：趋势逐季改善，苏超赞助带来高效品牌曝光

季度趋势来看，24Q1 至 Q3 受线下客流减少等影响，主品牌收入逐季走弱，但 24Q4、25Q1 同比降幅已逐渐收窄，我们预计随着 Q2、Q3 基数降低，同比趋势有望持续改善，公司基本盘有望触底企稳。

营销方面，5 月以来苏超赛事热度发酵、商业价值攀升，海澜成为 7 家官方战略合作伙伴之一，通过球场广告牌、LED 屏、线上推广、球迷互动等方式获得广泛品牌曝光，有效巩固国民品牌形象、加深与目标客群的情感连接，有望提振下半年销售。

中长期来看，主品牌渠道质量也在不断优化：1）线下持续进驻核心商圈购物中心，24 年主品牌直营店净开 216 家至 1468 家，而加盟店净关 359 家至 4365 家；2）电商渠道在拓展品类的带动下已连续 6 个季度实现高增长，24 年电商整体收入（包含子品牌）增长 35.6%至 44.2 亿元；3）海外市场持续加码，24 年新进中亚、中东市场，年末门店已达 101 家，全年收入增长 30.8%至 3.55 亿元。

□ 盈利预测及投资建议：

主品牌国内线下销售逐渐回稳，同时电商、海外仍在快速成长，提供稳健基本盘；京东奥莱下半年开店有望加速，同时期待首批店进入秋冬旺季后的销售表现。此外，斯搏兹旗下的阿迪 FCC 项目仍在快速开店中，预计在收入端贡献显著增量。

预计 25-27 年实现收入 223/248/266 亿元，同比增长 6.5%/11.1%/7.4%，归母净利润 24.1/26.6/29.1 亿元，同比增长 11.7%/10.4%/9.2%，PE 15/13/12 倍，公司近两年分红率稳定在 90%以上，测算 25 年股息率 6.3%。基本盘稳健、股息率可观，新业态值得期待，维持“买入”评级。

□ 风险提示：消费复苏不及预期，新业态成长不及预期，海外拓展不及预期

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

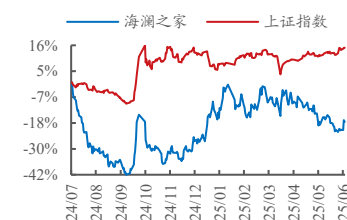
分析师：邹国强

执业证书号：S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 7.30
总市值(百万元)	35,060.22
总股本(百万股)	4,802.77

股票走势图



相关报告

- 1 《基本盘逐渐企稳，新零售业态持续壮大》 2025.04.30
- 2 《Q3 线下销售承压下滑，斯搏兹并表贡献增量》 2024.11.01
- 3 《Q2 线下销售承压，电商及海外兑现亮眼增速》 2024.08.20

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,957	22,316	24,796	26,621
(+/-) (%)	-2.7%	6.5%	11.1%	7.4%
归母净利润	2,159	2,411	2,661	2,908
(+/-) (%)	-26.9%	11.7%	10.4%	9.2%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.55	0.61
P/E	16.24	14.54	13.17	12.06

资料来源：浙商证券研究所，每股收益根据期末流通股计算

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,453	23,425	27,541	27,187
现金	6,794	8,079	11,323	10,483
交易性金融资产	305	305	305	305
应收账款	1,225	1,124	1,486	1,316
其它应收款	538	496	478	476
预付账款	238	251	288	306
存货	11,987	12,063	12,265	13,020
其他	1,366	1,107	1,396	1,282
非流动资产	10,978	9,716	8,883	8,576
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,892	2,750	2,595	2,426
无形资产	648	650	650	650
在建工程	3	28	35	22
其他	7,435	6,287	5,603	5,478
资产总计	33,431	33,140	36,424	35,764
流动负债	15,256	14,167	16,797	15,485
短期借款	0	0	0	0
应付款项	10,017	9,271	11,984	10,713
预收账款	4	7	5	8
其他	5,234	4,889	4,808	4,764
非流动负债	888	897	893	895
长期借款	0	0	0	0
其他	888	897	893	895
负债合计	16,144	15,064	17,689	16,380
少数股东权益	276	276	276	276
归属母公司股东权益	17,011	17,801	18,459	19,108
负债和股东权益	33,431	33,140	36,424	35,764

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2317	2986	2230	2810
净利润	2189	2570	2971	3323
折旧摊销	378	896	830	702
财务费用	71	(88)	(136)	(182)
投资损失	(124)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(1887)	134	(836)	(465)
其它	1691	(516)	(590)	(558)
投资活动现金流	(2496)	2052	5419	1146
资本支出	488	236	217	197
长期投资	0	0	0	0
其他	(2984)	1816	5202	949
筹资活动现金流	(4847)	(3753)	(4405)	(4796)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(4847)	(3753)	(4405)	(4796)
现金净增加额	(5023)	1285	3244	(840)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,957	22,316	24,796	26,621
营业成本	11,628	12,025	13,137	13,906
营业税金及附加	116	145	157	163
营业费用	4,841	5,356	6,100	6,655
管理费用	1,036	1,027	1,141	1,225
研发费用	288	223	248	266
财务费用	(175)	(88)	(136)	(182)
资产减值损失	(569)	(500)	(500)	(500)
公允价值变动损益	34	10	10	10
投资净收益	124	10	10	10
其他经营收益	26	27	25	26
营业利润	2,780	3,175	3,695	4,133
营业外收支	7	37	19	21
利润总额	2,787	3,212	3,714	4,154
所得税	598	642	743	831
净利润	2,189	2,570	2,971	3,323
少数股东损益	30	159	310	416
归属母公司净利润	2,159	2,411	2,661	2,908
EBITDA	3,252	3,861	4,099	3,557
EPS（最新摊薄）	0.45	0.50	0.55	0.61

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.65%	6.49%	11.11%	7.36%
营业利润	-22.99%	14.20%	16.36%	11.86%
归属母公司净利润	-26.88%	11.67%	10.40%	9.25%
获利能力				
毛利率	44.52%	46.12%	47.02%	47.76%
净利率	10.30%	10.80%	10.73%	10.92%
ROE	13.14%	14.53%	16.14%	17.44%
ROIC	11.92%	13.33%	14.17%	14.89%
偿债能力				
资产负债率	48.29%	45.46%	48.57%	45.80%
净负债比率	93.39%	83.34%	94.42%	84.50%
流动比率	1.47	1.65	1.64	1.76
速动比率	0.67	0.78	0.89	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.67	0.71	0.74
应收账款周转率	18.79	19.00	19.00	19.00
应付账款周转率	1.09	1.10	1.10	1.10
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.50	0.55	0.61
每股经营现金	0.14	0.17	0.12	0.15
每股净资产	3.54	3.71	3.84	3.98
估值比率				
P/E	16.24	14.54	13.17	12.06
P/B	2.06	1.97	1.90	1.83
EV/EBITDA	8.69	6.99	5.79	9.86

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>