

2025年08月28日

Q2 线下企稳，线上和斯博兹策略调整中

海澜之家(600398)

评级:	买入	股票代码:	600398
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.5/5.18
目标价格:		总市值(亿)	341.00
最新收盘价:	7.1	自由流通市值(亿)	341.00
		自由流通股数(百万)	4,802.77

事件概述

2025H1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利/经营活动现金流分别为 115.66/15.80/15.66/27.18 亿元、同比增加 1.73%/-3.42%/3.83%/36.11%，我们分析，收入放缓主要受线上放缓影响，主要由于保利润的策略；扣非放缓则还受斯博兹策略调整影响。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 53.57/9.61 亿元、同比增长 3.59%/-13.92%/1.44%，归母净利下滑主要由于 24Q2 包含 1.2 亿出售男生女生品牌的投资收益。经营性现金流高于净利，主要由于折旧增加及存货减少。

分析判断:

主品牌 Q2 降幅收窄，线下转正，线上放缓受保利润策略影响。（1）分品牌来看，25H1 主品牌/团购定制/其他品牌收入分别为 83.95/13.43/15.00 亿元、同比增长-5.86%/23.70%/65.57%，占比分别为 75%/12%/13%，团购收入增长但毛利率下降，我们分析主要由于为保订单适度让利。（2）分渠道来看，25H1 直营/加盟/线上收入分别为 29.0/69.93/23.08 亿元、同比增长 17.2%/-4.8%/4.4%。25Q2 直营/加盟/线上收入分别为 13.09/32.0/12.94 亿元、同比增长 22.4%/-1.6%/-5.2%。25H1 公司总店数为 7209 家、同比增加 3.62%，主品牌/其他店数分别为 5723/1486 家、净增-110/141 家（增长-4.23%/64.93%）；其中主品牌直营/加盟净开店 64/-174 家至 1532/4191 家（增速 22.4%/-11.3%），其他品牌直营/加盟净开店 63/78 家至 567/919 家（增幅 32%/96%）。直营店效/加盟店效分别为 138/137 万元，同比下降 1%/3%。（3）公司在深耕马来西亚、泰国、越南、新加坡等成熟市场的同时，积极拓宽中亚、中东等新市场，预计下半年在澳大利亚悉尼开店。持续提升品牌国际影响力。25H1 海外地区实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 27.42%，期末海外门店总数达 111 家。

其他品牌收入 15 亿，斯博兹策略调整，京东奥莱开店 23 家，少数股东损益 600 万元。其他品牌包括小品牌、斯博兹、京东奥莱三部分。根据少数股东损益我们推算斯博兹和京东奥莱 25H 贡献净利约 1700 万元。（1）截至目前，京东奥莱在江苏、山东、河南、河北、安徽、山西、广东等地加速布局，京东奥莱门店数量已达 23 家，产品覆盖运动户外、男女装、童装、轻奢及美妆等品类。（2）公司通过授权代理阿迪达斯 FCC 系列产品及专业运动品牌 HEAD 持续深耕布局运动领域，持续推进阿迪达斯 FCC 门店拓展，期末公司授权代理的阿迪达斯门店数量达 529 家；报告期内 HEAD 全国首家旗舰店登陆上海 PAC 购物中心，拓展重庆、南京等一线城市渠道。

毛利率提升但净利率下降主要由于销售及财务费用率提升、投资净收益下降（男生女生影响）、所得税占比提升。（1）2025H1 毛利率为 46.4%、同比提升 1.1PCT。拆分来看：1）分品牌看，主品牌/圣凯诺/其他品牌毛利率分别为 48.32%/40.36%/49.07%、同比提升 2.2/-3.25/-9.58PCT；2）分渠道看，线上/线下毛利率分别为 50.0%/46.82%、同比提升 0.67/0.52PCT；直营/加盟毛利率分别为 63.89%/42.02%、同比提升 1.2/-0.06PCT。2025H1 归母净利率为 13.7%、同比下降 0.7PCT。毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升 0.4PCT、财务费用率提升 0.3PCT、投资净收益下降 1.1PCT、所得税占比提升 0.2PCT。（2）25Q2 毛利率为 46.0%、同比提升 2.6PCT；归母净利率为 12.0%，同比下降 2.4PCT。毛利率提升但净利率下降主要由于管理费用率提升 0.7PCT、投资净收益下降 2.2PCT、公允价值变动净收益下降 0.3PCT、资产减值计提 2.0PCT、所得税占比提升 0.9PCT。

存货及存货周转天数增加。公司 25H1 存货为 102.55 亿元、同比增长 7.35%。存货周转天数为 323 天、同比增加 50 天。应收/应付账款分别为 12.7/86.4 亿元、同比增长 15%/3%，应收/应付账款周转天数为 19/271 天、同比增加 2/23 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，Q2 线下企稳，但线上、斯搏兹仍有压力；（2）新业务中，京东奥莱顺利开店，全年预计线上、海外、斯搏兹是长期增长点，根据我们测算，未来 3-5 年线上有望做到和线下流水相当的体量，未来斯搏兹仍将开店、线上持续扩品类、线下小品牌有望扭亏。下调盈利预测，下调 25-27 年收入预测 228.97/242.15/256.46 亿元至 211.3/231.6/243.2 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 24.06/25.82/27.06 亿元至 22.17/23.89/25.50 亿元；对应下调 25-27 年 EPS 预测 0.50/0.54/0.56 元至 0.46/0.50/0.53 元。2025 年 8 月 27 日收盘价 7.1 元对应 PE 分别为 15/14/13X，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动；市场竞争风险；存货跌价风险；商誉减值风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	21,130	23,160	24,318
YoY (%)	16.0%	-2.7%	0.8%	9.6%	5.0%
归母净利润(百万元)	2,952	2,159	2,217	2,389	2,550
YoY (%)	37.0%	-26.9%	2.7%	7.8%	6.7%
毛利率 (%)	44.5%	44.5%	44.9%	45.2%	45.4%
每股收益 (元)	0.61	0.45	0.46	0.50	0.53
ROE (%)	18.4%	12.7%	12.1%	12.3%	12.6%
市盈率	12.80	17.51	15.38	14.27	13.37

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,957	21,130	22,904	23,850	净利润	2,189	2,150	2,414	2,632
YoY (%)	-2.7%	0.8%	8.4%	4.1%	折旧和摊销	1,596	467	497	527
营业成本	11,628	11,639	12,548	13,018	营运资金变动	-1,887	585	-296	-522
营业税金及附加	116	127	137	143	经营活动现金流	2,317	3,666	3,092	3,133
销售费用	4,841	4,814	5,222	5,381	资本开支	-487	-295	-335	-370
管理费用	1,036	1,044	1,109	1,131	投资	32	0	0	0
财务费用	-175	-36	-44	-50	投资活动现金流	-2,496	-367	-406	-441
研发费用	288	291	292	280	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	-569	-496	-512	-531	债务募资	0	0	0	0
投资收益	124	11	11	12	筹资活动现金流	-4,847	-973	-1,297	-1,598
营业利润	2,780	2,808	3,196	3,486	现金净流量	-5,023	2,326	1,390	1,094
营业外收支	7	21	23	23					
利润总额	2,787	2,829	3,218	3,509	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	598	679	805	877	成长能力 (%)				
净利润	2,189	2,150	2,414	2,632	营业收入增长率	-2.7%	0.8%	8.4%	4.1%
归属于母公司净利润	2,159	2,204	2,462	2,671	净利润增长率	-26.9%	2.1%	11.7%	8.5%
YoY (%)	-26.9%	2.1%	11.7%	8.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.45	0.46	0.51	0.56	毛利率	44.5%	44.9%	45.2%	45.4%
					净利率	10.4%	10.2%	10.5%	11.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.5%	7.0%	7.4%	7.7%
货币资金	6,794	9,120	10,509	11,603	净资产收益率 ROE	12.7%	12.1%	12.7%	13.0%
预付款项	238	349	376	391	偿债能力 (%)				
存货	11,987	7,653	8,251	8,560	流动比率	1.47	1.70	1.75	1.81
其他流动资产	3,435	3,350	3,347	3,435	速动比率	0.67	1.04	1.08	1.13
流动资产合计	22,453	20,472	22,483	23,988	现金比率	0.45	0.76	0.82	0.87
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	48.3%	41.2%	41.3%	40.7%
固定资产	2,892	2,821	2,752	2,689	经营效率 (%)				
无形资产	648	621	595	569	总资产周转率	0.63	0.67	0.69	0.69
非流动资产合计	10,978	10,910	10,853	10,802	每股指标 (元)				
资产合计	33,431	31,381	33,336	34,790	每股收益	0.45	0.46	0.51	0.56
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.54	3.80	4.04	4.26
应付账款及票据	11,259	7,334	7,907	8,203	每股经营现金流	0.48	0.76	0.64	0.65
其他流动负债	3,997	4,695	4,960	5,086	每股股利	0.00	0.66	0.88	1.08
流动负债合计	15,256	12,030	12,867	13,289	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.80	15.38	14.27	13.37
其他长期负债	888	888	888	888	PB	2.12	2.07	1.95	1.86
非流动负债合计	888	888	888	888					
负债合计	16,144	12,918	13,755	14,177					
股本	1,478	1,478	1,478	1,478					
少数股东权益	276	222	174	134					
股东权益合计	17,287	18,464	19,580	20,614					
负债和股东权益合计	33,431	31,381	33,336	34,790					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。