

海澜之家 (600398.SH)

2025Q2 主品牌环比改善，电商盈利质量优化

2025H1 公司收入+2%/扣非归母净利润+4%。1) 2025H1 公司收入为 115.7 亿元，同比+2%；归母净利润为 15.8 亿元，同比-3%；扣非归母净利润为 15.7 亿元，同比+4%。2) 盈利质量：2025H1 毛利率同比+1.1pct 至 46.4%，销售/管理/财务费用率同比分别+0.4/+0.1/+0.3pct 至 21.4%/4.3%/-0.4%；计提资产减值损失 2.61 亿元，占收入的 2.3%（去年同期为 2.5%）；综合以上，净利率同比-0.7pct 至 13.7%。

2025Q2 公司收入+4%/扣非归母净利润+1%。1) 2025Q2 公司收入为 53.8 亿元，同比+4%；归母净利润为 6.5 亿元，同比-14%（归母净利润下滑主要系 2024Q2 斯搏兹并表带来投资收益 1.13 亿元）；扣非归母净利润为 6.4 亿元，同比+1%。2) 盈利质量：2025Q2 毛利率同比+2.6pct 至 46%，销售/管理/财务费用率同比分别-0.8pct/+0.7pct/持平至 22.7%/3.6%/-0.4%；计提资产减值损失 1.35 亿元，占收入的 2.5%（去年同期为 0.5%）。综合以上，净利率同比-2.4pct 至 12.1%。

分品牌：主品牌 Q2 表现好于 Q1，新业务发展顺利。1) 主品牌：2025H1 收入同比-6%至 83.9 亿元（Q1/Q2 分别同比-10%/-1%），毛利率同比+2.2pct 至 48.3%。HLA 主品牌坚持持续打造科技功能、时尚 IP、品质环保等系列新品，优越的性价比受到消费市场欢迎。2) 团购定制系列：2025H1 收入同比+24%至 13.4 亿元（Q1/Q2 分别同比+18%/+30%），毛利率同比-3.3pct 至 40.4%。3) 其他品牌：2025H1 收入同比+66%至 15.0 亿元（Q1/Q2 分别同比+100%/+42%），毛利率同比-9.6pct 至 49.1%。目前上海海澜合计持有斯搏兹 51% 的股权/持有京海奥莱 65% 的股权，我们判断后续京东奥莱线下新增门店（2025H1 末门店数量 23 家，我们估计 7 月、8 月以来继续扩张），FCC 项目次新店效率爬坡+新店拓展（2024 年末店数 433 家，2025H1 末门店 529 家），有望综合带动其他品牌业务收入快速增长。

分渠道：渠道结构优化带动直营优于加盟，电商注重利润提升。1) 分渠道：电商与线下均同比实现稳健增长。①线下：2025H1 收入同比+3%至 89.3 亿元（Q1/Q2 分别同比-4%/+12%），毛利率同比+0.52pct 至 46.3%。②线上：2025H1 收入同比+4%至 23.1 亿元（Q1/Q2 分别同比+20%/-5%，我们判断增速放缓主要系公司电商注重折扣管理与利润提升），毛利率同比+0.67pct 至 49.3%。2) 分销售模式：直营拓店及收入表现持续好于加盟。①直营：2025H1 收入同比+17%至 29.0 亿元（Q1/Q2 分别同比+13%/+22%），毛利率同比+1.2pct 至 63.9%。②加盟及其他：2025H1 收入同比-5%至 69.9 亿元（Q1/Q2 分别同比-7%/-2%），毛利率同比-0.1pct 至 42.0%。店数层面，2025H1 末主品牌直营/加盟店数较年初分别+64/-174 家至 1532/4191 家，我们根据开店情况判断公司以直营门店重点拓展购物中心，同时调整加盟门店，2025 全年估计趋势持续。

现金流及存货管理基本正常。存货方面，2025H1 末公司存货同比+7.3%至 102.6 亿元，存货周转天数+49.7 天至 322.6 天。现金流方面，2025H1 公司经营性现金流量净额 27.2 亿元，约为同期归母净利润的 1.7 倍，营运管理正常。

期待全年利润同比快速增长。考虑基数原因，进入 2025H2 之后我们判断主品牌盈利质量同比有望稳步修复，与此同时京东奥莱有望高质量开店、斯搏兹 FCC 项目盈利性有望改善。综合来看，我们估计 2025 年公司收入有望增长中位数/归母净利润估计同比快速增长。

投资建议。考虑公司实际业绩及业务规划，我们预计 2025~2027 年归母净利润为 24.5/28.4/32.3 亿元，对应 2025 年 PE 为 14 倍，分红具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：下游消费需求波动；主品牌革新效果及终端表现不及预期；新品牌发展不及预期；测算可能产生的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	21,528	20,957	21,638	23,924	25,880
增长率 yoy (%)	16.0	-2.7	3.3	10.6	8.2
归母净利润 (百万元)	2,952	2,159	2,450		3,225
增长率 yoy (%)	37.0	-26.9	13.5	15.9	13.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.61	0.45	0.51	0.59	0.67
净资产收益率 (%)	18.4	12.7	14.2	16.3	18.2
P/E (倍)	11.6	15.8	13.9	12.0	10.6
P/B (倍)	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9

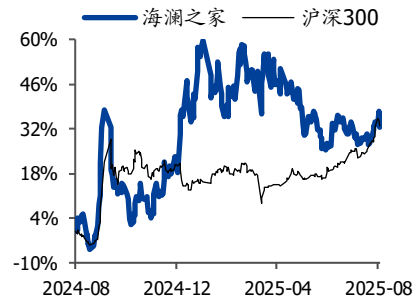
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价 (元)	7.10
总市值 (百万元)	34,099.67
总股本 (百万股)	4,802.77
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	33.53

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《海澜之家 (600398.SH)：男装赛道佼佼者，业务突围打造零售平台》 2025-06-19
- 《海澜之家 (600398.SH)：分红卓越，主业稳健，期待京东奥莱引领增长》 2025-04-30
- 《海澜之家 (600398.SH)：主业表现平稳，京东奥莱打开想象空间》 2025-01-01

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25005	22453	22102	24535	26168
现金	11901	6794	7301	8932	9954
应收票据及应收账款	1005	1225	1265	1399	1513
其他应收款	393	538	556	615	665
预付账款	230	238	241	261	279
存货	9337	11987	11685	12271	12699
其他流动资产	2138	1671	1054	1057	1059
非流动资产	8708	10978	11782	11036	11030
长期投资	194	0	0	0	0
固定资产	2943	2892	2688	2478	2261
无形资产	688	648	562	476	390
其他非流动资产	4883	7438	8532	8082	8379
资产总计	33713	33431	33885	35571	37198
流动负债	16768	15256	15468	16723	17787
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	10085	11259	11400	12376	13203
其他流动负债	6683	3997	4067	4347	4585
非流动负债	907	888	862	862	862
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	907	888	862	862	862
负债合计	17675	16144	16330	17586	18649
少数股东权益	-12	276	326	507	787
股本	1056	1478	1478	1478	1478
资本公积	941	3570	3570	3570	3570
留存收益	13709	12073	12286	12535	12818
归属母公司股东权益	16050	17011	17229	17478	17762
负债和股东权益	33713	33431	33885	35571	37198

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5230	2317	4318	4900	4630
净利润	2918	2189	2500	3022	3506
折旧摊销	1476	1596	1578	1619	878
财务费用	227	71	14	14	14
投资损失	-186	-124	-128	-142	-153
营运资金变动	405	-1887	-69	-59	-60
其他经营现金流	389	473	422	446	446
投资活动现金流	-777	-2496	-1553	-664	-652
资本支出	-629	-487	-419	-419	-419
长期投资	-129	32	3	3	3
其他投资现金流	-18	-2042	-1137	-248	-236
筹资活动现金流	-3198	-4847	-2255	-2605	-2956
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	61	422	0	0	0
资本公积增加	378	2629	0	0	0
其他筹资现金流	-3637	-7898	-2255	-2605	-2956
现金净增加额	1250	-5023	508	1631	1022

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21528	20957	21638	23924	25880
营业成本	11954	11628	11773	12781	13635
营业税金及附加	150	116	120	133	143
营业费用	4353	4841	5129	5623	6030
管理费用	963	1036	1026	1134	1227
研发费用	200	288	254	281	304
财务费用	47	-175	-122	-132	-165
资产减值损失	-452	-569	-452	-452	-452
其他收益	22	26	43	48	52
公允价值变动收益	-3	34	0	0	0
投资净收益	186	124	128	142	153
资产处置收益	1	-20	0	0	0
营业利润	3611	2780	3177	3841	4457
营业外收入	30	19	19	19	19
营业外支出	17	12	12	12	12
利润总额	3624	2787	3184	3848	4464
所得税	705	598	683	826	958
净利润	2918	2189	2500	3022	3506
少数股东损益	-34	30	50	181	280
归属母公司净利润	2952	2159	2450	2841	3225
EBITDA	5069	4139	4640	5334	5177
EPS (元/股)	0.61	0.45	0.51	0.59	0.67

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	3.3	10.6	8.2
营业利润(%)	28.7	-23.0	14.3	20.9	16.0
归属母公司净利润(%)	37.0	-26.9	13.5	15.9	13.5
获利能力					
毛利率(%)	44.5	44.5	45.6	46.6	47.3
净利率(%)	13.7	10.3	11.3	11.9	12.5
ROE(%)	18.4	12.7	14.2	16.3	18.2
ROIC(%)	14.5	10.5	12.5	14.8	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	48.3	48.2	49.4	50.1
净负债比率(%)	-49.5	-29.7	-32.1	-40.4	-44.6
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	20.2	18.8	17.4	18.0	17.8
应付账款周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.45	0.51	0.59	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.48	0.90	1.02	0.96
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.54	3.59	3.64	3.70
估值比率					
P/E	11.6	15.8	13.9	12.0	10.6
P/B	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	4.8	7.5	6.1	5.0	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com