

纺织服饰

2025年08月28日

海澜之家 (600398)

——25Q2 营收、扣非净利双增，京东奥莱新业态盈利

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025年08月28日

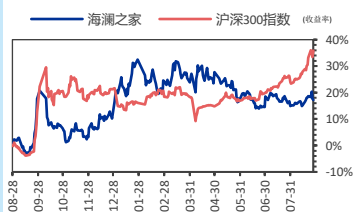
收盘价(元)	7.05
一年内最高/最低(元)	8.96/5.15
市净率	1.9
股息率(分红/股价)	5.82
流通A股市值(百万元)	33,860
上证指数/深证成指	3,843.60/12,571.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	3.69
资产负债率%	46.10
总股本/流通A股(百万)	4,803/4,803
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海澜之家(600398)点评：苏超官方战略合作伙伴，深度绑定现象级体育赛事IP》
2025/07/01

《海澜之家(600398)点评：性价比服装零售多业态成型，京东奥莱具高爆发潜力》
2025/05/05

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

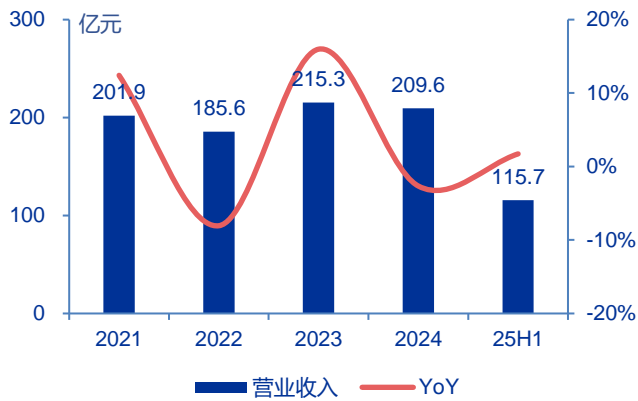
- **公司发布 25 年中报，营收、利润均符合预期。**25H1 营收 115.7 亿元 (同比+1.7%)，归母净利润 15.7 亿元 (同比-3.4%)，扣非归母净利润 15.8 亿元 (同比+3.8%)。其中，25Q2 单季营收 53.8 亿元 (同比+3.6%)，归母净利润 6.5 亿元 (同比-13.9%)，扣非归母净利润 6.4 亿元 (同比+1.4%)，上年归母净利润高基数主要系 24Q2 收购斯搏兹少数股东股权贡献 1.13 亿元非经常性收益。
- **毛利率逆势提升，等待下半年零售回升摊低费用率，最终释放盈利弹性。**1) 25H1 毛利率 46.4% (同比+1.1pct)，期间费用率 26.1% (同比+0.7pct)，主要系销售费用率 21.4% (同比+0.4pct)，财务费用率同比-0.4% (同比+0.3pct)，由利息收入减少所致，最终扣非归母净利率 13.5% (同比+0.3pct)。2) 25Q2 毛利率 46% (同比+2.6pct)，期间费用率 27% (同比-0.1pct) 在当季计提资产减值损失 (含存货跌价) 同比增加 1.1 亿元情况下，最终扣非归母净利率 11.9% (同比-0.3pct)，保持平稳。
- **分品牌：25H1，1) 海澜主品牌：营收 83.9 亿元 (同比-5.9%)，毛利率 48.3% (同比+2.2pct)，门店数 5723 家 (较年初净-110 家，其中直营+64 家、加盟-174 家)。2) 团购定制：营收 13.4 亿元 (同比+23.7%)，毛利率 40.4% (同比-3.3pct)。3) 其他品牌：营收 15 亿元 (同比+65.6%)，新增斯搏兹并表贡献，毛利率 49.1% (同比-9.6pct)，门店数 1486 家 (较年初净+141 家)，主要系阿迪达斯 FCC 项目开店速度迅猛，预计 25 年将延续较高开店目标，且京东奥莱也正式开启发展元年。**
- **分渠道：25H1，1) 线上：营收 23.1 亿元 (同比+4.4%)，毛利率 50% (同比+0.7pct)，主要系电商策略改为保利润，因此销售增速回落，但利润率回升。2) 线下：营收 89.3 亿元 (同比+2.7%)，毛利率 46.8% (同比+0.5pct)。不含海澜团购定制业务，其他业务分渠道：①直营店：营收 29 亿元 (同比+17.2%)，毛利率 63.9% (同比+1.2pct)；②加盟店及其他：营收 69.9 亿元 (同比-4.8%)，毛利率 42% (同比-0.1pct)。**
- **25Q2 少数股东损益继续为正，意味京东奥莱有可观盈利能力，新业态模型跑通在即，有望步入快速复制开店阶段！**25Q1/25Q2 公司少数股东损益为 97.5/618.6 万元，主要为公司持股 51% 的斯搏兹 (负责阿迪达斯 FCC 项目及京东奥莱业务买断模式采购环节)、持股 65% 的京海奥特莱斯 (负责京东奥莱业务销售环节) 两家业务子公司所致。考虑到阿迪达斯 FCC 项目发展初期盈利有限，以及京东奥莱业务为后续拓展须提前投入人员培训，叠加新业务总部费用相对刚性，然而 25Q2 少数股东损益为正，且环比大增，说明 25Q2 现有京东奥莱门店已快速贡献盈利。25 年是京东奥莱真正意义上发展元年，正处于爆发前夜！
- **性价比服装零售业态矩阵搭建成型，海澜之家主品牌基本盘稳固，京东奥莱新业态具备高爆发潜力，维持“买入”评级。**维持盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 24.1/27.1/30.5 亿元，对应 PE 为 14/13/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内零售复苏不及预期；居民收入预期下滑，压制可选消费需求；存货风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20,957	11,566	21,983	24,205	26,618
同比增长率(%)	-2.7	1.7	4.9	10.1	10.0
归母净利润(百万元)	2,159	1,580	2,411	2,705	3,047
同比增长率(%)	-26.9	-3.4	11.7	12.2	12.6
每股收益(元/股)	0.46	0.36	0.50	0.56	0.63
毛利率(%)	44.5	46.4	45.7	46.6	47.4
ROE(%)	12.7	8.9	13.8	15.0	16.4
市盈率	16		14	13	11

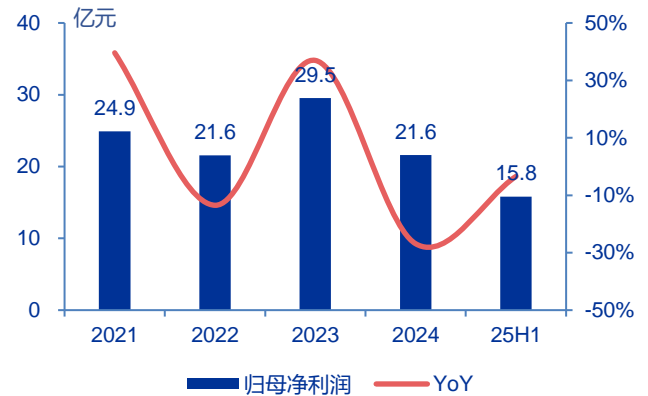
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 25H1 营收同比增长 1.7%



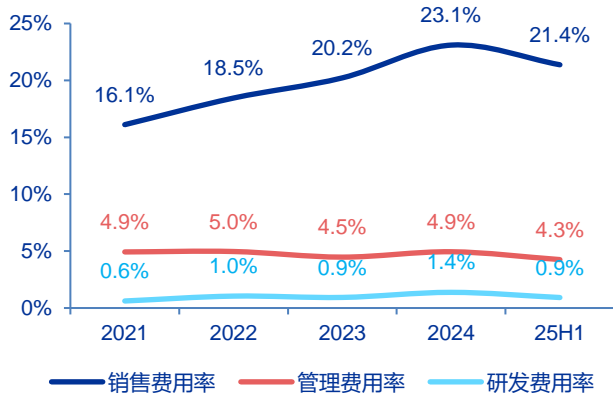
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25H1 归母净利润同比下滑 3.4%



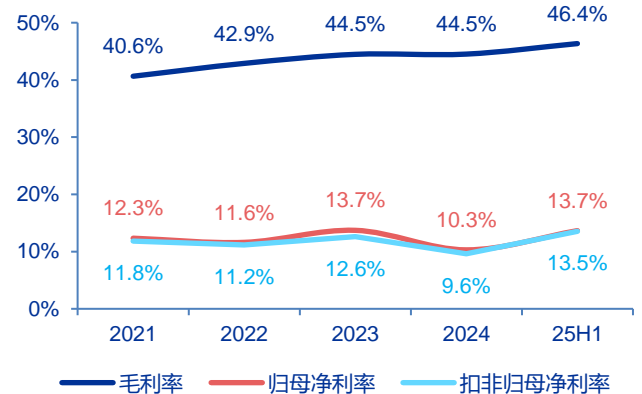
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25H1 销售费用率 21.4%, 管理费用率 4.3%, 研发费用率 0.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25H1 毛利率 46.4%, 归母净利率 13.7%, 扣非归母净利率 13.5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21,528	20,957	21,983	24,205	26,618
其中：营业收入	21,528	20,957	21,983	24,205	26,618
减：营业成本	11,954	11,628	11,947	12,928	14,003
减：税金及附加	150	116	122	134	148
主营业务利润	9,424	9,213	9,914	11,143	12,467
减：销售费用	4,353	4,841	5,078	5,749	6,455
减：管理费用	963	1,036	1,077	1,162	1,251
减：研发费用	200	288	286	315	346
减：财务费用	47	-175	-145	-137	-136
经营性利润	3,861	3,223	3,618	4,054	4,551
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-4	-38	-10	-10	-10
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-452	-569	-550	-550	-600
加：投资收益及其他	208	150	76	36	36
营业利润	3,611	2,780	3,134	3,530	3,977
加：营业外净收入	13	7	7	7	7
利润总额	3,624	2,787	3,140	3,537	3,984
减：所得税	705	598	695	794	894
净利润	2,918	2,189	2,445	2,743	3,090
少数股东损益	-34	30	34	38	43
归属于母公司所有者的净利润	2,952	2,159	2,411	2,705	3,047

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。