



海澜之家 (600398.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

H1 经营稳健，期待新业态发展加速

业绩简评

公司8月27日公布2025年半年度报告，25H1实现营收115.66亿元，同增1.73%，归母净利润15.80亿元，同降3.42%，扣非后15.66亿元，同增3.83%。25Q2收入同增3.59%，基本符合预期，归母净利润下滑13.92%至6.45亿元，扣非净利润同比增长1.44%。

经营分析

主业稳健托底，新业态与海外市场快速增长。25Q2海澜之家主品牌/海澜团购营收为37.53/6.97亿元，分别同比-0.91%/+29.97%。分渠道来看，25Q2直营渠道实现营收13.10亿元，同比增长22.42%，2025Q2末直营渠道较年初净增加门店64家，渠道与店效共同驱动成长。加盟渠道Q2同比减少1.60%，主要受关店影响，加盟渠道较年初净减少174家。25Q2线上营收12.94亿元，同比-5.20%，公司在线上渠道经营策略上更侧重利润增长，因此线上渠道营收有所波动；25Q2线下营收39.13亿元，同比增长12%。此外，公司继续加码品牌出海，25Q2末海外市场门店数为111家，25H1海外地区实现主营业务收入2.06亿元，较24H1同比增长27.42%，海外市场继续贡献增量。

京东奥莱、FCC发展势头良好。25Q2公司其他品牌营收7.57亿元，同增41.5%；截至25Q2末公司授权代理的阿迪达斯门店数量达529家。京东奥莱业态加速布局，截至25Q2末门店数量已达23家，25全年预计持续快速发展，覆盖多层级市场，打造第二增长曲线。**盈利水平稳健，期待持续优化。**25Q2毛利率为46.04%，保持平稳，直营门店数增加对冲团购低毛利率影响。25Q2销售/管理费用率分别为22.7%/4.3%，同比-0.76/+0.07pct，整体稳定。扣非净利润与营收增速相当显示出盈利情况较为稳定，期待京东奥莱等新业态盈利能力进一步增强，新业务放量后贡献更多业绩增量。存货周转天数同增50天至323天，增幅环比Q1减少，库存增长主要系斯博兹并表及去年冬装库存增加。

产品+渠道+新业态齐发力，坚定看好公司未来成长性。1) 主业方面，公司持续以科技创新赋能产品，推出远行冲锋甲、墨羽轻壳皮肤衣等功能性新品，并深化体育营销，通过赞助“苏超”联赛等热门IP提升品牌影响力。2) 渠道方面在优化国内门店、提升直营占比的同时，加速海外市场扩张，提升品牌国际竞争力。3) 新业态方面，公司持续加码阿迪达斯FCC等运动业务拓展；京东奥莱业务则凭借清晰的商业模式和海澜、京东双方的资源优势，有望快速成长，打造公司第二增长曲线。

盈利预测、估值与评级

当前公司经营风险释放较为充分，新零售业态成长空间广阔，我们对公司坚定看好，预计公司2025-2027年EPS分别为0.57/0.65/0.75元，对应PE分别为13/11/9倍，维持买入评级。

风险提示

内需恢复不及预期、京东奥莱拓店不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 7.10 元

相关报告：

- 《海澜之家公司点评：业绩超预期兑现，京东奥莱成长可期》，2025.4.30
- 《海澜之家公司深度研究：城市奥莱，海澜之家的下一站？》，2024.12.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	24,620	27,128	29,847
营业收入增长率	15.98%	-2.65%	17.48%	10.19%	10.02%
归母净利润(百万元)	2,952	2,159	2,714	3,134	3,612
归母净利润增长率	36.96%	-26.88%	25.71%	15.50%	15.25%
摊薄每股收益(元)	0.674	0.449	0.565	0.653	0.752
每股经营性现金流净额	1.19	0.48	4.06	3.46	4.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.39%	12.69%	14.38%	14.84%	15.17%
P/E	11.01	16.69	12.57	10.88	9.44
P/B	2.03	2.12	1.81	1.61	1.43

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	货币资金	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率	18,562	21,528	20,957	24,620	27,128	29,847	应收账款	12,505	11,901	6,794	11,398	14,956	19,196
主营业务成本	-10,600	-11,954	-11,628	-13,615	-14,948	-16,416	存货	1,634	1,434	1,788	1,855	2,000	2,153
%销售收入	57.1%	55.5%	55.5%	55.3%	55.1%	55.0%	其他流动资产	9,455	9,337	11,987	10,916	11,983	12,531
毛利	7,961	9,573	9,329	11,005	12,181	13,431	流动资产	969	2,333	1,885	1,312	1,415	1,522
%销售收入	42.9%	44.5%	44.5%	44.7%	44.9%	45.0%	%总资产	24,563	25,005	22,453	25,481	30,355	35,402
营业税金及附加	-131	-150	-116	-135	-149	-164	长期投资	75.0%	74.2%	67.2%	68.2%	71.8%	75.0%
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,236	1,568	1,258	1,253	1,253	1,254	
销售费用	-3,425	-4,353	-4,841	-5,320	-5,862	-6,268	%总资产	3,140	3,017	2,895	2,486	2,082	1,683
%销售收入	18.5%	20.2%	23.1%	21.6%	21.6%	无形资产	9.6%	8.9%	8.7%	6.7%	4.9%	3.6%	
管理费用	-922	-963	-1,036	-1,145	-1,261	-1,343	非流动资产	1,889	1,720	1,845	1,989	2,088	2,158
%销售收入	5.0%	4.5%	4.9%	4.7%	4.7%	%总资产	8,185	8,708	10,978	11,892	11,906	11,824	
研发费用	-194	-200	-288	-320	-353	-388	资产总计	25.0%	25.8%	32.8%	31.8%	28.2%	25.0%
%销售收入	1.0%	0.9%	1.4%	1.3%	1.3%	32,749	33,713	33,431	37,372	42,260	47,226		
息税前利润 (EBIT)	3,290	3,907	3,048	4,084	4,555	5,268	短期借款	655	3,312	974	974	974	974
%销售收入	17.7%	18.2%	14.5%	16.6%	16.8%	17.7%	应付账款	10,904	11,302	12,243	12,692	13,992	14,941
财务费用	23	-47	175	84	111	140	其他流动负债	2,627	2,155	2,039	2,679	3,010	3,364
%销售收入	-0.1%	0.2%	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	流动负债	14,186	16,768	15,256	16,345	17,976	19,278
资产减值损失	-521	-457	-607	-654	-519	-568	长期贷款	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-19	-3	34	145	145	145	其他长期负债	4,041	907	888	1,631	2,311	2,882
投资收益	0	186	124	103	103	103	负债	18,227	17,675	16,144	17,976	20,287	22,160
%税前利润	n. a	5.1%	4.5%	2.7%	2.3%	2.0%	普通股股东权益	14,601	16,050	17,011	18,867	21,115	23,810
营业利润	2,806	3,611	2,780	3,763	4,395	5,089	其中：股本	995	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478
营业利润率	15.1%	16.8%	13.3%	15.3%	16.2%	17.0%	未分配利润	10,230	11,284	9,459	11,315	13,562	16,258
营业外收支	91	13	7	15	15	15	少数股东权益	-79	-12	276	529	859	1,255
税前利润	2,897	3,624	2,787	3,778	4,410	5,104	负债股东权益合计	32,749	33,713	33,431	37,372	42,260	47,226
利润率	15.6%	16.8%	13.3%	15.3%	16.3%	17.1%							
所得税	-835	-705	-598	-811	-947	-1,095							
所得税率	28.8%	19.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%							
净利润	2,062	2,918	2,189	2,967	3,463	4,008							
少数股东损益	-93	-34	30	254	329	396							
非现金支出	1,882	1,933	2,203	2,023	1,980	2,086							
非经营收益	238	-26	-187	-224	-183	-156							
营运资金变动	-1,044	405	-1,887	1,228	-154	-23							
经营活动现金净流	3,137	5,230	2,317	5,994	5,107	5,915							
资本开支	-391	-629	-487	-497	-461	-420							
投资	-152	-129	32	100	96	94							
其他	-1	-18	-2,042	103	103	103							
投资活动现金净流	-543	-777	-2,496	-294	-262	-223							
股权募资	0	0	4	0	0	0							
债权募资	0	0	0	0	0	0							
其他	-2,979	-3,198	-4,851	-905	-967	-1,024							
筹资活动现金净流	-2,979	-3,198	-4,847	-905	-967	-1,024							
现金净流量	-379	1,250	-5,023	4,795	3,878	4,669							

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	20	35	95
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究