

Q2 主品牌改善，新零售业务有序推进

2025 年 08 月 29 日

核心观点

- 公司发布 2025 中报业绩，符合预期：**公司 2025H1 实现营业收入 115.66 亿元，同比增长 1.73%，归母净利润 15.80 亿元，同比减少 3.42%，扣非后归母净利润 15.66 亿元，同比增长 3.83%。Q2 单季度实现营业收入 53.79 亿，同比增长 3.59%，归母净利润 6.45 亿元，同比下降 13.92%，扣非后净利润 6.41 亿元，同比增长 1.44%。
- 主品牌承压，直营渠道扩张提效：**分品牌看，海澜之家/海澜团购/其他品牌收入分别为 83.95/13.43/15.00 亿元，分别同比变动-5.86%/23.70%/65.57%。分渠道看，直营/加盟及其他收入分别为 29.02/69.93 亿元，同比变动+17.15%/-4.81%，公司优化线下门店渠道布局，加大购物中心门店的拓展力度，直营门店数量增长明显。截止 25H1，海澜之家主品牌直营/加盟及其他门店分别为 1532/4191 家，同比变动+218/-403 家线上渠道收入 23.08 亿元，占比达 20.54%，同比增长 4.34%。
- 毛利率同比提升，净利率波动：**上半年公司整体毛利率为 46.35%，同比增加 1.83pct，其中海澜之家/海澜团购/其他品牌毛利率分别为 48.32%/40.36%/49.07%，分别同比变动+2.2/-3.25/-9.58pct，海澜之家毛利率提升是由于线下直营占比提升，电商控折扣，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 21.37%/4.25%/0.92%，分别同比变动+0.37/+0.07/-0.06pct，公司加大直营渠道和新零售业务推广致费用率提升。期间公司净利率为 13.73%，同比下降 0.68pct。
- 加大运动及奥莱新赛道拓店力度，积极推动“品牌”出海：**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，报告期末公司 FCC 门店数量达 529 家。期间京东奥莱在江苏、山东、河南、河北、安徽、山西、广东等地加速布局，截至期末门店数量已达 23 家。海外市场方面，公司积极推动“品牌”出海，报告期末海外市场门店数为 111 家，海外地区实现主营业务收入 2.06 亿元，较上年同期增长 27.42%。
- 投资建议：**公司主品牌基本盘稳固，高股息提供充足的安全边际，京东奥莱新业务随着下半年开店加速，业绩贡献将迎来边际改善。维持 2025/26/27 EPS 预测 0.51/0.55/0.62 元，对应 PE 估值 14/13/11 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**竞争加剧风险；存货管理及跌价风险；新业务运营及管理风险

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,957	22,253	24,103	26,086
收入增长率%	-2.7%	6.2%	8.3%	8.2%
归母净利润(百万元)	2,159	2,436	2,665	3,001
利润增长率%	-26.9%	12.9%	9.4%	12.6%
摊薄 EPS(元)	0.45	0.51	0.55	0.62
PE	15.69	13.90	12.71	11.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

海澜之家（股票代码：600398）

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：15711252705

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：18810537211

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130525080004

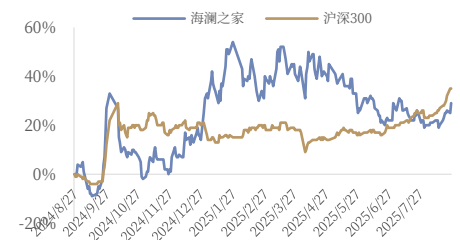
市场数据

2025 年 08 月 28 日

股票代码	600398
A 股收盘价(元)	7.05
上证指数	3,843.6
总股本	480,277
实际流通 A 股(万股)	480,277
流通 A 股市值(亿元)	338.61

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 28 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河纺织】公司深度_海澜之家(600398.SH)：折扣零售兴起，新业态孕育而生

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22453.17	23590.27	25888.17	27281.63
现金	6793.79	7581.24	8496.06	8858.49
应收账款	1225.32	1247.22	1430.91	1467.52
其它应收款	538.43	512.40	625.80	606.03
预付账款	237.57	257.78	275.94	300.14
存货	11986.96	11943.13	13103.76	13930.71
其他	1671.10	2048.49	1955.69	2118.74
非流动资产	10977.85	10768.70	10640.80	10479.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2892.06	2666.21	2438.23	2208.09
无形资产	647.69	618.75	606.11	609.02
其他	7438.10	7483.74	7596.47	7661.92
资产总计	33431.02	34358.97	36528.97	37760.66
流动负债	15256.00	15764.78	17507.21	18241.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	10017.40	9866.17	11557.46	11566.23
其他	5238.61	5898.60	5949.75	6675.31
非流动负债	888.10	907.54	897.82	902.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	888.10	907.54	897.82	902.68
负债总计	16144.10	16672.31	18405.03	19144.22
少数股东权益	275.66	309.98	347.53	389.81
归属母公司股东权益	17011.26	17376.68	17776.42	18226.63
负债和股东权益	33431.02	34358.97	36528.97	37760.66

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2317.02	3478.60	4007.57	3761.23
净利润	2189.01	2470.48	2702.48	3043.71
折旧摊销	969.74	1131.78	1257.66	1311.56
财务费用	-174.91	-174.91	-174.91	-174.91
投资损失	-124.06	-124.06	-124.06	-124.06
营运资金变动	2391.25	-470.82	-220.27	210.38
其他	-2934.01	646.15	566.66	-505.44
投资活动现金流	-2496.44	-795.33	-1002.47	-1022.49
资本支出	487.76	876.83	1083.95	1103.95
长期投资	453.83	22.93	22.93	22.93
其他	-3438.03	-1695.10	-2109.34	-2149.37
筹资活动现金流	-4847.25	-1895.82	-2090.29	-2376.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4847.25	-1895.82	-2090.29	-2376.30
现金净增加额	-5026.67	787.45	914.81	362.44

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20956.52	22252.77	24103.16	26085.88
营业成本	11627.60	12306.90	13260.12	14312.37
税金及附加	116.15	123.34	133.60	144.59
销售费用	4841.33	5118.14	5543.73	5869.32
管理费用	1035.68	1068.13	1156.95	1252.12
研发费用	288.13	305.95	331.39	358.66
财务费用	-174.91	-174.91	-174.91	-174.91
资产减值损失	-568.63	-491.00	-538.71	-572.71
公允价值变动收益	34.11	34.11	34.11	34.11
投资收益及其他	92.41	90.47	86.54	83.56
营业利润	2780.42	3138.81	3434.23	3868.70
营业外收入	18.78	18.78	18.78	18.78
营业外支出	11.94	11.94	11.94	11.94
利润总额	2787.27	3145.65	3441.07	3875.54
所得税	598.25	675.18	738.58	831.84
净利润	2189.01	2470.48	2702.48	3043.71
少数股东损益	30.41	34.32	37.54	42.28
归属母公司净利润	2158.60	2436.16	2664.94	3001.42
EBITDA	3410.74	2912.10	4499.50	3410.74
EPS（元）	0.45	0.51	0.55	0.62

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-2.65%	6.19%	8.32%	8.23%
营业利润增长率	-22.99%	12.89%	9.41%	12.65%
归母净利润增长率	-26.88%	12.86%	9.39%	12.63%
毛利率	44.52%	44.69%	44.99%	45.13%
净利率	10.30%	10.95%	11.06%	11.51%
ROE	12.69%	14.02%	14.99%	16.47%
ROIC	23.64%	29.59%	34.33%	38.88%
资产负债率	48.29%	48.52%	50.38%	50.70%
净资产负债率	-29.67%	-33.45%	-37.69%	-38.64%
流动比率	1.47	1.50	1.48	1.50
速动比率	0.69	0.74	0.73	0.73
总资产周转率	0.62	0.66	0.68	0.70
应收账款周转率	18.79	18.00	18.00	18.00
应付账款周转率	2.23	2.24	2.25	2.26
每股收益	0.45	0.51	0.55	0.62
每股经营现金流	0.48	0.72	0.83	0.78
每股净资产	3.54	3.62	3.70	3.80
P/E	15.69	13.90	12.71	11.28
P/B	1.99	1.95	1.90	1.86
EV/EBITDA	7.87	6.00	5.24	4.62
PS	1.62	1.52	1.40	1.30

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023 年 7 月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	超配：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn