

公司研究

业绩表现稳健，新业务逐步发力

——海澜之家（600398.SH）2025年中报点评

买入（维持）

当前价：6.97元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	48.03
总市值(亿元):	334.75
一年最低/最高(元):	5.03/8.74
近3月换手率:	43.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.16	-18.56	-7.57
绝对	0.14	-2.03	29.63

资料来源：Wind

相关研报

斯搏兹并表，积极拓展新品类新业态发展增量——海澜之家（600398.SH）2024年年报及2025年一季报点评（2025-05-03）
短期业绩承压，期待零售好转和多业务发力——海澜之家（600398.SH）2024年三季报点评（2024-10-31）

要点

事件：

24年收入/归母净利润同比+2%/-3%，业绩表现稳健

海澜之家发布2025年半年报。公司2025年上半年实现营业收入115.7亿元，同比增长1.7%，归母净利润15.8亿元，同比下降3.4%，扣非净利润15.7亿元，同比增长3.8%，EPS（基本）为0.33元。

分季度来看，25Q1~Q2公司单季度收入分别同比+0.2%/+3.6%，归母净利润同比+5.5%/-13.9%，Q2单季度收入增速较Q1回升，归母净利润在毛利率同比提升和费用率持平的背景下同比下降，主要为投资收益同比减少（去年上半年有收购斯搏兹形成的一次性投资收益）和资产减值损失增加所致。

点评：

海澜之家系列收入同比略降，团购、其他品牌增速较高

分品牌来看：25年上半年海澜之家系列、海澜团购定制、其他品牌（包括斯搏兹等小品牌业务）收入占比分别为73%/12%/13%，收入分别同比-5.9%/+23.7%/+65.6%，其他品牌收入增速较高主要为子公司斯搏兹自24年4月末开始并表（公司持股51%）所致。另外，海外地区实现营业收入2.1亿元、同比增长27.4%。

分渠道来看：直营店、加盟店及其他收入占比分别为25%/60%（不包含海澜团购定制业务），收入分别同比+17.2%/-4.8%。

分线上线下来看：线上、线下渠道收入分别占比20%/77%，收入分别同比+4.4%/+2.7%。

线下门店方面：25年6月末公司总门店为7209家、较24年末净增加31家（净增0.4%），其中海澜之家系列、其他品牌门店分别为5723家（-1.9%）、1486家（+10.5%），其他品牌中，公司代理阿迪达斯门店、京东奥莱门店分别达529家（较年初增加22%）/23家；另外，海外门店达111家、较年初增加10%。

毛利率提升超过费用率，存货和应收账款周转放缓，经营现金流健康增长

毛利率：25年上半年毛利率同比提升1.1PCT至46.4%。分品牌来看，海澜之家系列、海澜团购定制系列、其他品牌毛利率分别为48.3%/40.4%/49.1%，分别同比+2.2/-3.3/-9.6PCT；分渠道来看，直营店、加盟店及其他毛利率分别为63.9%/42%，分别同比+1.2/-0.1PCT；分线上线下来看，线上、线下销售毛利率分别为50%/46.8%，分别同比+0.7/+0.5PCT；分季度来看，25Q1~25Q2单季度毛利率分别同比-0.1/+2.6PCT至46.6%/46%。

费用率：25年上半年期间费用率同比提升0.7PCT至26.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为21.4%/4.3%/0.9%/-0.4%，分别同比+0.4/+0.1/-0.1/+0.3PCT。25Q1~25Q2单季度期间费用率分别同比+1.4/-0.1PCT，其中单二季度销售费用率同比-0.8PCT。

其他财务指标：1) 存货25年6月末同比增加7.3%至102.6亿元，较年初减少14.4%，存货周转天数25年上半年为323天，同比+50天。**2) 应收账款**25年6月末同比增加15.3%至12.7亿元，较年初增加4%，应收账款周转天数为19天，同比+3天。

3) 资产减值损失为 2.6 亿元、同比减少 8.5%。4) 经营净现金流为 27.2 亿元，同比增加 36.1%。

期待主品牌平稳、新业务发力贡献增量，高分红具备吸引力

25 年上半年在较为疲弱的终端零售环境下公司收入和利润表现平稳，展现较强的抗风险能力。下半年随着去年基数较低，以及终端需求的逐步回暖，叠加上公司新业务新业态（阿迪达斯/京东奥莱等）的发力拓展，预计收入和利润端的表现将好于上半年。

我们维持公司 25~27 年归母净利润分别为 23.6/27.8/31.5 亿元，当前股价对应 25 年 PE 为 14 倍，叠加公司 21~24 年保持 90%左右的高派息率、分红回报可观，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费持续疲软；新业态新品类拓展不及预期；费用控制不当；库存积压；商誉减值风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,528	20,957	22,657	24,903	27,119
营业收入增长率	16.0%	-2.7%	8.1%	9.9%	8.9%
归母净利润（百万元）	2,952	2,159	2,359	2,784	3,146
归母净利润增长率	37.0%	-26.9%	9.3%	18.0%	13.0%
EPS（元）	0.61	0.45	0.49	0.58	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.4%	12.7%	13.6%	15.4%	16.9%
P/E	11	16	14	12	11
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,528	20,957	22,657	24,903	27,119
营业成本	11,954	11,628	12,459	13,563	14,653
折旧和摊销	1,232	378	384	400	411
税金及附加	150	116	125	137	149
销售费用	4,353	4,841	5,188	5,653	6,102
管理费用	963	1,036	1,119	1,220	1,315
研发费用	200	288	317	349	380
财务费用	47	-175	-1	-5	-12
投资收益	186	124	120	120	120
营业利润	3,611	2,780	3,103	3,570	4,063
利润总额	3,624	2,787	3,113	3,580	4,073
所得税	705	598	724	766	898
净利润	2,918	2,189	2,389	2,814	3,176
少数股东损益	-34	30	30	30	30
归属母公司净利润	2,952	2,159	2,359	2,784	3,146
EPS(元)	0.61	0.45	0.49	0.58	0.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,230	2,317	3,192	3,702	4,609
净利润	2,952	2,159	2,359	2,784	3,146
折旧摊销	1,232	378	384	400	411
净营运资金增加	1,896	1,602	22	626	164
其他	-850	-1,822	427	-109	888
投资活动产生现金流	-777	-2,496	-330	-230	-180
净资本支出	-629	-487	-450	-350	-300
长期投资变化	194	0	0	0	0
其他资产变化	-342	-2,009	120	120	120
融资活动现金流	-3,198	-4,847	-1,968	-2,145	-2,521
股本变化	61	422	0	0	0
债务净变化	-120	-2,338	0	0	0
无息负债变化	-432	807	922	1,204	1,189
净现金流	1,250	-5,023	894	1,327	1,908

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.5%	44.5%	45.0%	45.5%	46.0%
EBITDA 率	27.2%	20.6%	19.2%	19.9%	20.5%
EBIT 率	20.4%	17.4%	17.6%	18.3%	19.0%
税前净利润率	16.8%	13.3%	13.7%	14.4%	15.0%
归母净利润率	13.7%	10.3%	10.4%	11.2%	11.6%
ROA	8.7%	6.5%	6.9%	7.7%	8.3%
ROE (摊薄)	18.4%	12.7%	13.6%	15.4%	16.9%
经营性 ROIC	28.0%	17.0%	18.1%	20.5%	22.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	52%	48%	49%	50%	51%
流动比率	1.49	1.47	1.47	1.48	1.49
速动比率	0.93	0.69	0.70	0.74	0.81
归母权益/有息债务	4.85	17.47	17.87	18.52	19.15
有形资产/有息债务	9.50	31.75	33.20	35.18	37.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	33,713	33,431	34,772	36,641	38,473
货币资金	11,901	6,794	7,687	9,014	10,922
交易性金融资产	365	305	305	305	305
应收账款	1,005	1,225	1,287	1,415	1,541
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	393	538	489	537	585
存货	9,337	11,987	12,345	12,738	12,578
其他流动资产	2,003	1,604	1,615	1,637	1,659
流动资产合计	25,005	22,453	23,729	25,647	27,590
其他权益工具	244	252	252	252	252
长期股权投资	194	0	0	0	0
固定资产	2,943	2,892	2,979	2,953	2,865
在建工程	74	3	1	1	1
无形资产	688	648	583	525	472
商誉	732	800	800	800	800
其他非流动资产	3,833	6,383	6,428	6,463	6,493
非流动资产合计	8,708	10,978	11,044	10,994	10,883
总负债	17,675	16,144	17,066	18,270	19,459
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	8,769	10,017	10,715	11,664	12,602
应付票据	1,316	1,242	1,370	1,492	1,612
预收账款	5	4	0	0	0
其他流动负债	6,678	3,993	4,092	4,226	4,357
流动负债合计	16,768	15,256	16,178	17,382	18,571
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	907	888	888	888	888
非流动负债合计	907	888	888	888	888
股东权益	16,038	17,287	17,707	18,371	19,014
股本	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478
公积金	3,366	6,184	6,184	6,184	6,184
未分配利润	11,284	9,459	9,849	10,483	11,096
归属母公司权益	16,050	17,011	17,401	18,035	18,648
少数股东权益	-12	276	306	336	366

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	20.2%	23.1%	22.9%	22.7%	22.5%
管理费用率	4.5%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
财务费用率	0.2%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用率	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
所得税率	19.5%	21.5%	23.2%	21.4%	22.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.51	0.41	0.45	0.53	0.60
每股经营现金流	1.09	0.48	0.66	0.77	0.96
每股净资产	3.34	3.54	3.62	3.76	3.88
每股销售收入	4.48	4.36	4.72	5.19	5.65

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	16	14	12	11
PB	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	0.8	2.7	2.4	2.1	1.8
股息率	7.3%	5.9%	6.4%	7.6%	8.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP