

海澜之家(600398)

报告日期: 2025年08月30日

主品牌企稳，新业态持续开店且已盈利

——海澜之家点评报告

投资要点

Q2 主营业务企稳，投资收益影响归母基数

25H1 实现收入 115.7 亿元（同比+1.7%），归母净利润 15.80 亿元（同比-3.4%），扣非后归母净利润 15.66 亿元（同比+3.8%）。

25Q2 实现收入 53.8 亿元（同比+3.6%），归母净利润 6.45 亿元（同比-13.9%），扣非后归母净利润 6.41 亿元（同比+1.4%），归母净利润下滑受到去年 Q2 斯搏兹股权投资收益 1.13 亿元影响。

主品牌：降幅环比收窄，渠道持续优化

25H1 主品牌收入 83.95 亿元（同比-5.9%），其中 Q1/Q2 同比分别-9.5%/-0.9%，降幅环比收窄、逐渐企稳。结合公司整体分渠道表现，我们预计直营增速亮眼、加盟及线上有所承压。

25H1 主品牌毛利率 48.3%（同比+2.2pp），预计来自直营及电商占比提升、加盟占比下降的渠道结构影响。25H1 末主品牌直营/加盟店为 1532/4191 家，分别较年初净开 64/净关 174 家，向核心商圈购物中心门店调整。

海外市场持续拓展，25H1 海外收入 2.06 亿元（同比+27.4%），较年初净开 10 家至 111 家，下半年将有序推进中雅、中东、非洲市场布局，预计在悉尼开出澳大利亚首店。

其他业务：新业态加速开店中，已实现盈利

25H1 其他品牌收入 15.0 亿元（同比+65.6%），毛利率 47.1%（同比-9.6pp），收入高增长及毛利率大幅下降，主要来自斯搏兹及京海奥莱并表影响。

斯搏兹独家代理阿迪达斯 FCC 系列在中国大陆的零售业务，截至 25H1 末已开店 529 家，较年初净增 96 家。京东奥莱自 25 年以来加速布局，截至 25H1 末门店数量达 23 家，根据官方账号预告，截至目前已开+待开门店 50 家以上，Q3 进入开店加速期，迎接秋冬销售旺季到来。

公司 25H1 少数股东权益 716 万，结合公司持有斯搏兹 51% 股权/京海奥莱 65% 股权，我们判断 FCC 及京东奥莱新项目已实现盈利。

盈利预测及投资建议：

主品牌逐季企稳、我们预计下半年在低基数上有望回正，团购定制持续扩大体量。阿迪 FCC 及京东奥莱新业态有望持续快速开店，期待进入秋冬旺季后的销售表现。

预计 25-27 年实现收入 222/247/269 亿元，同比增长 5.7%/11.3%/9.2%，归母净利润 24.1/26.8/29.5 亿元，同比增长 11.6%/11.4%/9.8%，PE 14/12/11 倍，新零售业态打开成长空间，高分红属性稳定，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏不及预期，新业态成长不及预期，海外拓展不及预期

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,957	22,154	24,656	26,916
(+/-) (%)	-2.7%	5.7%	11.3%	9.2%
归母净利润	2,159	2,409	2,683	2,946
(+/-) (%)	-26.9%	11.6%	11.4%	9.8%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.56	0.61
P/E	15.51	13.90	12.48	11.36

资料来源：浙商证券研究所，每股收益根据期末流通股计算

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

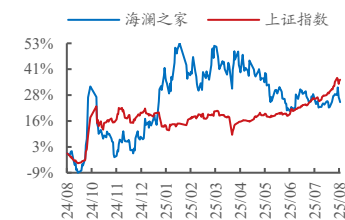
分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：邹国强
执业证书号：S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.97
总市值(百万元)	33,475.31
总股本(百万股)	4,802.77

股票走势图



相关报告

- 《主业企稳+新业态加速，稳增长高分红属性凸显》 2025.07.04
- 《主品牌表现领跑板块，期待京东奥莱拓展提速》 2025.07.02
- 《基本盘逐渐企稳，新零售业态持续壮大》 2025.04.30

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,453	23,266	27,440	27,485
现金	6,794	8,011	11,226	10,384
交易性金融资产	305	305	305	305
应收账款	1,225	1,107	1,489	1,345
其它应收款	538	496	478	476
预付账款	238	249	286	315
存货	11,987	11,991	12,260	13,379
其他	1,366	1,107	1,396	1,282
非流动资产	10,978	9,711	8,879	8,585
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,892	2,750	2,595	2,426
无形资产	648	650	650	650
在建工程	3	28	35	22
其他	7,435	6,282	5,599	5,487
资产总计	33,431	32,977	36,319	36,071
流动负债	15,256	14,102	16,787	15,849
短期借款	0	0	0	0
应付款项	10,017	9,206	11,974	11,077
预收账款	4	7	5	8
其他	5,234	4,889	4,808	4,764
非流动负债	888	897	893	895
长期借款	0	0	0	0
其他	888	897	893	895
负债合计	16,144	14,999	17,680	16,744
少数股东权益	276	276	276	276
归属母公司股东权益	17,011	17,702	18,363	19,051
负债和股东权益	33,431	32,977	36,319	36,071

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2317	2984	2059	2359
净利润	2189	2471	2885	3284
折旧摊销	378	896	830	702
财务费用	71	(87)	(134)	(179)
投资损失	(124)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(1887)	224	(922)	(866)
其它	1691	(511)	(591)	(572)
投资活动现金流	(2496)	1987	5473	1517
资本支出	488	236	217	197
长期投资	0	0	0	0
其他	(2984)	1751	5256	1320
筹资活动现金流	(4847)	(3753)	(4317)	(4718)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(4847)	(3753)	(4317)	(4718)
现金净增加额	(5023)	1217	3215	(842)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,957	22,154	24,656	26,916
营业成本	11,628	11,989	13,096	14,102
营业税金及附加	116	144	156	165
营业费用	4,841	5,361	6,115	6,783
管理费用	1,036	1,019	1,134	1,238
研发费用	288	222	247	269
财务费用	(175)	(87)	(134)	(179)
资产减值损失	(569)	(500)	(500)	(500)
公允价值变动损益	34	10	10	10
投资净收益	124	10	10	10
其他经营收益	26	27	25	26
营业利润	2,780	3,052	3,587	4,084
营业外收支	7	37	19	21
利润总额	2,787	3,089	3,606	4,105
所得税	598	618	721	821
净利润	2,189	2,471	2,885	3,284
少数股东损益	30	62	202	338
归属母公司净利润	2,159	2,409	2,683	2,946
EBITDA	3,252	3,836	4,100	3,588
EPS (最新摊薄)	0.45	0.50	0.56	0.61

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.65%	5.71%	11.29%	9.17%
营业利润	-22.99%	9.77%	17.53%	13.86%
归属母公司净利润	-26.88%	11.61%	11.36%	9.81%
获利能力				
毛利率	44.52%	45.88%	46.88%	47.61%
净利率	10.30%	10.87%	10.88%	10.94%
ROE	13.14%	14.02%	15.76%	17.30%
ROIC	11.92%	13.29%	14.25%	15.07%
偿债能力				
资产负债率	48.29%	45.48%	48.68%	46.42%
净负债比率	93.39%	83.43%	94.86%	86.64%
流动比率	1.47	1.65	1.63	1.73
速动比率	0.67	0.78	0.89	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.67	0.71	0.74
应收帐款周转率	18.79	19.00	19.00	19.00
应付帐款周转率	1.09	1.10	1.10	1.10
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.50	0.56	0.61
每股经营现金	0.14	0.17	0.11	0.12
每股净资产	3.54	3.69	3.82	3.97
估值比率				
P/E	15.51	13.90	12.48	11.36
P/B	1.97	1.89	1.82	1.76
EV/EBITDA	8.20	6.64	5.43	9.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>