

海澜之家 (600398.SH)

强烈推荐 (维持)

25Q2 扣非净利润保持增长, 新业务持续拓店

25Q2 公司收入同比+3.59%、归母净利润-13.92%、扣非净利润+1.44%，收入与扣非净利润稳中有增。上半年其他品牌收入高增，团购业务较快增长，主品牌直营店增加加盟店减少，FCC 及京东奥莱持续拓店。预计 25-27 年公司归母净利润规模分别为 24.43 亿元、27.21 亿元、29.00 亿元，当前市值对应 25PE14X、26PE12X，维持强烈推荐评级。

□ 25Q2 收入与扣非净利润稳中有增。

1) 25H1: 公司实现营业收入 115.66 亿元 (同比+1.73%)，归母净利润 15.80 亿元 (同比-3.42%)，扣非净利润 15.66 亿元 (同比+3.83%)。上半年非经常性损益同比减少，主要由于去年同期斯搏兹并表带来一次性投资收益。

2) 25Q2: 营业收入 53.79 亿元 (同比+3.59%)，归母净利润 6.45 亿元 (同比-13.92%)，扣非净利润 6.41 亿元 (同比+1.44%)。

□ 25H1 其他品牌收入高增，团购业务较快增长，主品牌略有承压；直营好于加盟。

1) 分品牌: 25H1 海澜之家系列营收 83.95 亿元 (-5.86%)，海澜团购定制系列营收 13.43 亿元 (+23.70%)，其他品牌营收 15.00 亿元 (+65.57%)。

2) 分渠道: 25H1 线下营收 89.29 亿元 (+2.67%)；线上营收 23.08 亿元 (+4.36%)。

3) 不含海澜团购定制系列分渠道: 25H1 直营店营收 29.02 亿元 (+17.15%)，加盟店及其他营收 69.93 亿元 (-4.81%)。

□ 主品牌直营店增加加盟店减少，FCC 及京东奥莱持续拓店。截至 25 年 6 月末公司门店数较年初+31 家至 7209 家，其中直营门店 2099 家，占门店总数的 29%。分品牌看，海澜之家系列直营店 1532 家 (较年初+64 家)，加盟及其他 4191 家 (较年初-174 家)；其他系列直营店 567 家 (较年初+63 家)，加盟及其他 919 家 (较年初+78 家)，其他系列中公司授权代理的阿迪达斯门店数量 529 家 (较年初+96 家)，京东奥莱门店 23 家。

□ 主品牌毛利率提升，其他品牌及团购业务毛利率有所下降。

1) 25H1: 毛利率同比+1.15pct 至 46.35%，期间费用率同比+0.72pct 至 26.13%，其中销售费用率+0.37pct (主要系员工增加对应薪酬增加所致)，财务费用率+0.33pct (主要系利息收入减少所致)。净利率同比-0.68pct 至 13.73%。a) 分品牌: 25H1 海澜之家系列毛利率 48.32% (同比+2.20pct, 下同)，海澜团购定制系列毛利率 40.36% (-3.25pct)，其他品牌毛利率 49.07% (-9.58pct)。b) 分渠道: 25H1 线下毛利率 46.82% (+0.52pct)，线上毛利率 50.00% (+0.67pct)。c) 不含海澜团购定制系列分渠道: 25H1 直营店毛利率 63.89% (+1.20pct)，加盟店及其他毛利率 42.02% (-0.06pct)。

2) 25Q2: 毛利率同比+2.60pct 至 46.04%，期间费用率同比-0.07pct 至 27.00%，其中销售费用率同比-0.76pct，管理费用率同比+0.73pct。净利率同

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

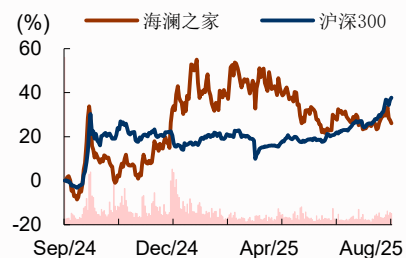
当前股价: 6.97 元

基础数据

总股本 (百万股)	4803
已上市流通股 (百万股)	4803
总市值 (十亿元)	33.5
流通市值 (十亿元)	33.5
每股净资产 (MRQ)	3.7
ROE (TTM)	11.9
资产负债率	46.1%
主要股东	海澜集团有限公司
主要股东持股比例	36.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-10	30
相对表现	-8	-26	-7



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《海澜之家 (600398) — 2025Q1 主业企稳，京东奥莱有望成为新的增长亮点》2025-05-02
- 《海澜之家 (600398) — 24Q2 业绩承压，盈利能力略有下降》2024-08-20
- 《海澜之家 (600398) — 23Q3 扣非净利润稳健增长，稳步推进直营拓店》2023-10-31

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

比-2.38pct至12.11%。

- **经营现金流改善，存货周转承压。**25H1 经营活动现金流量净额 27.18 亿元，同比+36.11%。截至 25 年 6 月末，公司存货周转天数约 323 天，同比+50 天；应收账款周转天数约 19 天，同比+3 天。
- **盈利预测及投资建议。**公司聚焦服装主业，创新品牌管理与零售，持续布局运动领域，打造城市奥莱新业态，加码海外市场扩张，发展态势持续稳固向好。预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 222.74 亿元、244.66 亿元、259.40 亿元，同比增长分别为 6%、10%、6%；归母净利润规模分别为 24.43 亿元、27.21 亿元、29.00 亿元，同比增长分别为 13%、11%、7%。当前市值对应 25PE14X、26PE12X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**主品牌销售不及预期的风险，京东奥莱开店不及预期的风险，团购定制业务利润率下行的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	21528	20957	22274	24466	25940
同比增长	16%	-3%	6%	10%	6%
营业利润(百万元)	3611	2780	3174	3538	3772
同比增长	29%	-23%	14%	11%	7%
归母净利润(百万元)	2952	2159	2443	2721	2900
同比增长	37%	-27%	13%	11%	7%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.51	0.57	0.60
PE	11.3	15.5	13.7	12.3	11.5
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	25005	22453	23365	25646	27549
现金	11901	6794	6731	7532	8362
交易性投资	365	305	305	305	305
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1005	1225	1282	1408	1492
其它应收款	393	538	572	629	666
存货	9337	11987	12769	13902	14740
其他	2003	1604	1705	1870	1983
非流动资产	8708	10978	10590	10248	9948
长期股权投资	194	0	0	0	0
固定资产	2943	2892	2728	2581	2448
无形资产商誉	1420	1448	1303	1173	1056
其他	4151	6638	6558	6495	6444
资产总计	33713	33431	33954	35894	37497
流动负债	16768	15256	15074	16208	17047
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10085	11259	12002	13067	13855
预收账款	798	618	659	717	761
其他	5885	3379	2413	2424	2432
长期负债	907	888	888	888	888
长期借款	0	0	0	0	0
其他	907	888	888	888	888
负债合计	17675	16144	15962	17096	17935
股本	1056	1478	1478	1478	1478
资本公积金	1413	3570	3570	3570	3570
留存收益	13580	11963	12634	13401	14124
少数股东权益	(12)	276	310	348	389
归属于母公司所有者权益	16050	17011	17683	18450	19173
负债及权益合计	33713	33431	33954	35894	37497

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5230	2317	2661	2715	2961
净利润	2918	2189	2477	2760	2941
折旧摊销	1476	670	516	469	428
财务费用	227	71	(39)	(57)	(64)
投资收益	(186)	(124)	(110)	(110)	(110)
营运资金变动	863	(352)	(184)	(349)	(236)
其它	(69)	(136)	1	3	2
投资活动现金流	(777)	(2496)	(18)	(18)	(18)
资本支出	(630)	(488)	(128)	(128)	(128)
其他投资	(147)	(2009)	110	110	110
筹资活动现金流	(3198)	(4847)	(2706)	(1897)	(2114)
借款变动	1425	(5181)	(974)	0	0
普通股增加	61	422	0	0	0
资本公积增加	309	2157	0	0	0
股利分配	(1858)	(2419)	(1772)	(1954)	(2177)
其他	(3136)	174	39	57	64
现金净增加额	1256	(5027)	(63)	800	830

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21528	20957	22274	24466	25940
营业成本	11954	11628	12395	13495	14308
营业税金及附加	150	116	123	136	144
营业费用	4353	4841	5056	5554	5888
管理费用	963	1036	1069	1174	1245
研发费用	200	288	306	336	357
财务费用	47	(175)	(39)	(57)	(64)
资产减值损失	(455)	(626)	(300)	(400)	(400)
公允价值变动收益	(3)	34	34	34	34
其他收益	22	26	26	26	26
投资收益	186	124	50	50	50
营业利润	3611	2780	3174	3538	3772
营业外收入	30	19	19	19	19
营业外支出	17	12	12	12	12
利润总额	3624	2787	3181	3545	3779
所得税	705	598	703	785	838
少数股东损益	(34)	30	34	38	41
归属于母公司净利润	2952	2159	2443	2721	2900

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	-3%	6%	10%	6%
营业利润	29%	-23%	14%	11%	7%
归母净利润	37%	-27%	13%	11%	7%
获利能力					
毛利率	44.5%	44.5%	44.4%	44.8%	44.8%
净利率	13.7%	10.3%	11.0%	11.1%	11.2%
ROE	19.3%	13.1%	14.1%	15.1%	15.4%
ROIC	16.8%	10.7%	13.4%	14.7%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	52.4%	48.3%	47.0%	47.6%	47.8%
净负债比率	9.8%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	20.2	18.8	17.8	18.2	17.9
应付账款周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.61	0.45	0.51	0.57	0.60
每股经营净现金	1.09	0.48	0.55	0.57	0.62
每股净资产	3.34	3.54	3.68	3.84	3.99
每股股利	0.12	0.13	0.14	0.16	0.17
估值比率					
PE	11.3	15.5	13.7	12.3	11.5
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	4.6	7.5	6.0	5.5	5.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。