

2025年09月01日

2025年中报点评：整体经营稳健，新业务增厚业绩

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	22,268	24,638	26,665
同比(%)	15.98	(2.65)	6.26	10.65	8.23
归母净利润(百万元)	2,952	2,159	2,434	2,744	3,044
同比(%)	36.96	(26.88)	12.74	12.77	10.90
EPS-最新摊薄(元/股)	0.61	0.45	0.51	0.57	0.63
P/E(现价&最新摊薄)	11.34	15.51	13.75	12.20	11.00

投资要点

- 公司公布2025年中报：25H1营收115.66亿元/yoY+1.73%，归母净利润15.80亿元/yoY-3.42%，扣非归母净利润15.66亿元/yoY+3.83%，营收稳健增长，归母净利润下滑主要系去年同期存在收购斯博兹股权产生一次性投资收益导致基数较高，扣非净利润稳健增长。分季度看，25Q1/Q2营收分别同比+0.16%/+3.59%，归母净利润分别同比+5.46%/-13.92%，Q2营收增速环比改善，归母净利润承压主要来自存货减值损失及去年同期斯博兹贡献收益影响。**
- Q2电商渠道承压，新业务及团购高增。1)分品牌看，①25H1海澜之家系列收入83.95亿元/yoY-5.86%/占比74.7%，其中Q1/Q2分别同比-9.5%/-0.9%，Q2降幅收窄。②25H1团购业务收入13.43亿元/yoY+23.70%/占比11.9%，其中Q1/Q2分别同比+17.6%/+30%。③其他品牌收入15.00亿元/yoY+65.57%/占比13.3%，其中Q1/Q2分别同比+100.2%/+41.5%，受益于阿迪达斯FCC及京东奥莱新业态的快速拓展高速增长。2)分渠道看，25H1线上/线下收入分别同比+4.36%/+2.67%、分别占比21%/79%，其中线上Q1/Q2分别同比+19.8%/-5.2%，线下Q1/Q2分别同比-3.6%/+12%，Q2线上收入有所下滑主因公司调整电商战略，从追求规模转为重视利润。线下新增门店贡献增长，截至25H1末门店总数7,209家(较24H1末+252家)，其中京东奥莱23家，阿迪达斯FCC门店529家，新业态稳步推进中，均已实现盈利。此外，海外市场表现亮眼，门店数达111家，实现主营业务收入2.06亿元/yoY+27.42%。3)分模式看，25H1直营/加盟及其他收入分别同比+17.15%/-4.81%，截至25H1末，直营/加盟门店分别为2,099/5,110家，较24H1+326/-74家。**
- 毛利率稳中有升，费用率略增，经营现金流强劲。1)毛利率：25H1同比+1.15pct至46.35%，其中自主品牌/团购/其他品牌毛利率分别同比+2.20%/-3.25%/-9.58pct至48.32%/40.36%/49.07%，自主品牌毛利率提升主因渠道结构变动，其他品牌毛利率下滑主因斯博兹及京东奥莱并表影响。2)期间费用率：25H1同比+0.71pct至26.13%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.37%/-0.07%/-0.06%/+0.33pct至21.37%/4.25%/0.92%/-0.41%，销售及管理费用率小幅提升主因斯博兹及京东奥莱相关员工薪酬支出并表。3)净利率：结合24H1投资收益推高基数，25H1归母净利率同比-0.73pct至13.66%。4)存货：25H1末存货102.6亿元/yoY+7.4%。5)现金流：25H1经营活动现金流净额27.2亿元/yoY+36.1%，经营质量健康。截至25H1末货币资金78.9亿元、现金充沛。**
- 盈利预测与投资评级：考虑国内消费环境低迷，我们将25-26年归母净利润预测值从31.27/34.59亿元下调至24.34/27.44亿元，增加27年预测值30.44亿元，对应25-27年PE为14/12/11X。长期看，自主品牌作为男装龙头有望维持稳健运营，斯博兹及京东奥莱新业态有望打开第二增长曲线，维持“买入”评级。**
- 风险提示：国内消费疲软、新业务发展不及预期、存货管理及跌价风险。**

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

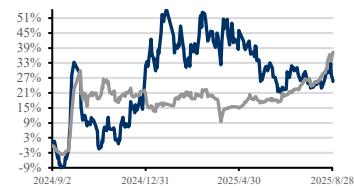
tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势

海澜之家 沪深300



市场数据

收盘价(元)	6.97
一年最低/最高价	5.15/8.96
市净率(倍)	1.89
流通A股市值(百万元)	33,475.31
总市值(百万元)	33,475.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.69
资产负债率(%),LF	46.10
总股本(百万股)	4,802.77
流通A股(百万股)	4,802.77

相关研究

《海澜之家(600398)：2024年三季报点评：Q3业绩承压，期待未来京东奥莱释放增量》

2024-10-31

《海澜之家(600398)：2024年中报点评：Q2线下销售遇冷，电商+出海增势延续》

2024-08-22

海澜之家三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,453	25,553	30,038	34,438	营业收入	20,957	22,268	24,638	26,665
货币资金及交易性金融资产	7,099	10,280	13,575	16,681	营业成本(含金融类)	11,628	12,235	13,550	14,638
经营性应收款项	1,487	1,621	1,795	1,943	税金及附加	116	111	123	133
存货	11,987	11,667	12,593	13,636	销售费用	4,841	5,122	5,667	6,133
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,036	1,091	1,207	1,307
其他流动资产	1,880	1,984	2,075	2,177	研发费用	288	267	296	320
非流动资产	10,978	10,489	10,301	10,236	财务费用	(175)	(26)	(58)	(91)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	22	25	27
固定资产及使用权资产	4,566	3,778	3,245	2,812	投资净收益	124	22	25	27
在建工程	3	8	12	14	公允价值变动	34	0	0	0
无形资产	648	919	1,161	1,389	减值损失	(607)	(460)	(460)	(460)
商誉	800	800	800	800	资产处置收益	(20)	0	0	0
长期待摊费用	397	407	429	437	营业利润	2,780	3,052	3,443	3,819
其他非流动资产	4,564	4,576	4,654	4,784	营业外净收支	7	5	5	5
资产总计	33,431	36,042	40,339	44,674	利润总额	2,787	3,057	3,448	3,824
流动负债	15,256	15,421	16,960	18,236	减:所得税	598	611	690	765
短期借款及一年内到期的非流动负债	974	974	974	974	净利润	2,189	2,446	2,758	3,059
经营性应付款项	11,263	11,236	12,444	13,443	减:少数股东损益	30	12	14	15
合同负债	614	612	678	732	归属母公司净利润	2,159	2,434	2,744	3,044
其他流动负债	2,405	2,599	2,865	3,087					
非流动负债	888	888	888	888	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.51	0.57	0.63
长期借款	0	0	0	0	EBIT	2,543	3,441	3,795	4,134
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	4,139	4,649	4,777	5,030
租赁负债	691	691	691	691					
其他非流动负债	197	197	197	197					
负债合计	16,144	16,309	17,848	19,124	毛利率(%)	44.52	45.05	45.00	45.10
归属母公司股东权益	17,011	19,445	22,189	25,233	归母净利率(%)	10.30	10.93	11.14	11.41
少数股东权益	276	288	302	317					
所有者权益合计	17,287	19,733	22,491	25,550	收入增长率(%)	(2.65)	6.26	10.65	8.23
负债和股东权益	33,431	36,042	40,339	44,674	归母净利润增长率(%)	(26.88)	12.74	12.77	10.90

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,317	3,963	4,151	3,997	每股净资产(元)	3.54	4.05	4.62	5.25
投资活动现金流	(2,496)	(741)	(815)	(849)	最新发行在外股份 (百万股)	4,803	4,803	4,803	4,803
筹资活动现金流	(4,847)	(41)	(41)	(41)	ROIC(%)	10.25	13.65	13.33	12.88
现金净增加额	(5,023)	3,181	3,295	3,106	ROE-摊薄(%)	12.69	12.52	12.37	12.06
折旧和摊销	1,596	1,207	982	896	资产负债率(%)	55.66	52.43	48.29	45.25
资本开支	(487)	(740)	(740)	(738)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.51	13.75	12.20	11.00
营运资本变动	(1,887)	(164)	(61)	(428)	P/B (现价)	1.97	1.72	1.51	1.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

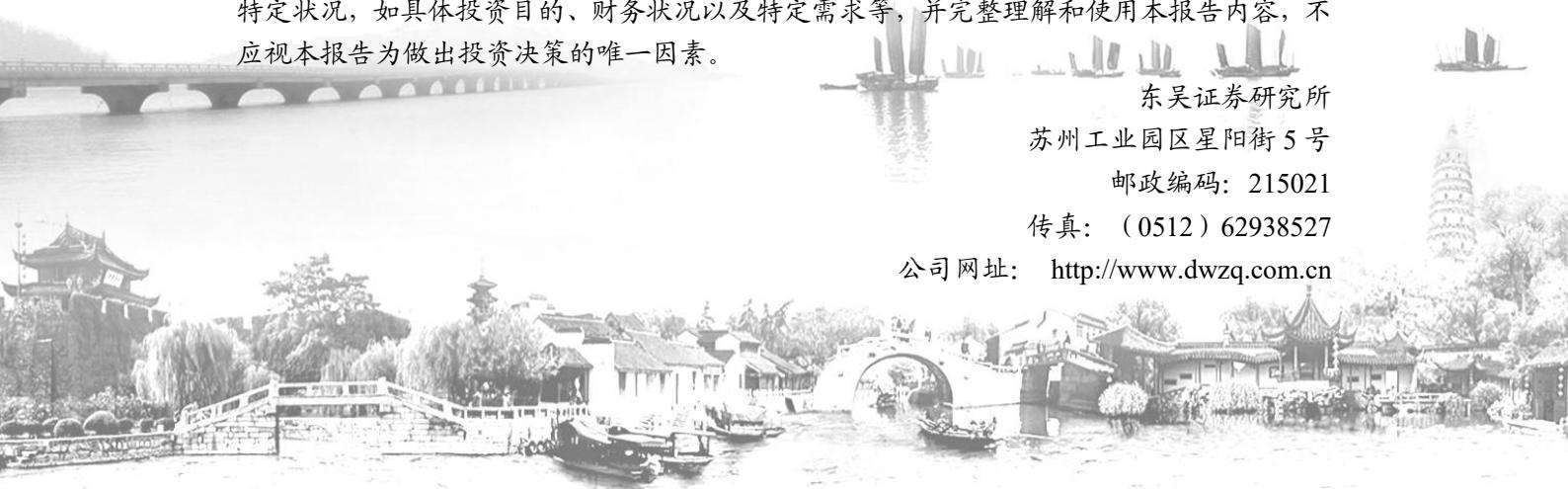
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>