

25Q2 主品牌企稳，京东奥莱和阿迪 FCC 持续开拓

核心观点

25Q2 公司营收 53.79 亿元/+3.59%，增速环比提速，其中海澜之家主品牌、海澜团购、其他品牌分别同比-0.9%、+30.0%、+41.5%。25Q2 主品牌营收接近持平，其他品牌高增主要得益于 2024 年 4 月斯搏兹实现并表。25Q2 归母净利润、扣非归母净利润分别同比-13.92%、+1.44%，净利率受投资收益及存货减值影响有所下滑。京东奥莱和阿迪达斯 FCC 持续布局，25Q1、25Q2 公司少数股东损益为 97.5、618.6 万元，预估 FCC 及京东奥项目已实现盈利。京东奥莱业务截至 25H1 末门店数量达 23 家，截至 8 月 31 日共计开业 43 家。阿迪 FCC 项目 25H1 末门店为 529 家/较 24 年底净增 96 家、预计 2025 年将继续保持 300-400 家的开店节奏。

事件

公司发布 2025 年半年报：25H1 公司实现营收 115.66 亿元/+1.73%，归母净利润 15.80 亿元/-3.42%，扣非归母净利润 15.66 亿元/+3.83%，经营活动净现金流 27.18 亿元/+36.1%，基本 EPS 为 0.36 元/+2.86%，ROE（加权）为 8.95%/-0.11pct。

简评

25Q2 营收稳健增长，主品牌降幅继续收窄、新业务进展顺利。

25Q2 公司营收 53.79 亿元/+3.59%，增速环比提速，其中 25Q2 海澜之家主品牌、海澜团购、其他品牌营收为 37.53、6.97、7.57 亿元，分别同比-0.9%、+30.0%、+41.5%。25Q2 线上、直营、加盟及其他收入同比-5.2%、+22.4%、-1.6%，25Q2 主品牌降幅继续收窄，其他品牌高增得益于 2024 年 4 月斯搏兹实现并表，公司积极拓展阿迪 FCC 和京东奥莱业务，线上营收下滑主要系公司侧重利润。截止 6 月底，公司主品牌直营、加盟店数为 1532、4191 家，较年初分别+64、-174 家。

25Q2 毛利率提升，净利率受投资收益及存货减值影响。25Q2 归母净利润 6.45 亿元/-13.92%，扣非归母净利润 6.41 亿元/+1.44%。25Q2 公司毛利率为 46.04%/+2.60pct，得益于海澜之家品牌线下直营占比提升及电商控折扣。25Q2 销售、管理、研发费用率为 22.65%/-0.76pct、3.64%/+0.73pct、1.10%/-0.06pct。受存货跌价准备计提影响，25Q2 资产减值损失 1.35 亿元、营收占比 2.5%（去年同期 0.5%），叠加去年同期斯搏兹并表产生的 1.2 亿元投资收益的高基数(25Q2 为 0)；25Q2 归母净利率 12.1%/-2.4pct、扣非归母净利率 11.9%/-0.3pct。

海澜之家 (600398.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 09 月 02 日

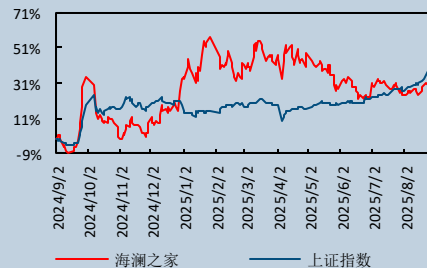
当前股价：6.97 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.72/-6.50	-2.38/-17.89	22.07/-13.90
12 月最高/最低价 (元)			8.78/5.18
总股本 (万股)			480,277.03
流通 A 股 (万股)			480,277.03
总市值 (亿元)			334.75
流通市值 (亿元)			334.75
近 3 月日均成交量 (万)			3138.30
主要股东			
海澜集团有限公司			36.77%

股价表现



相关研究报告

- 25.05.12 【中信建投轻工纺服及教育】海澜之家 (600398):25Q1 开局良好，京东奥莱+阿迪 FCC 进展顺利
- 25.02.21 【中信建投轻工纺服及教育】海澜之家 (600398):阿迪 FCC 开店提速，京东奥莱空间广阔

京东奥莱和阿迪达斯 FCC 持续布局，25H1 已实现盈利。25H1 公司其他品牌（包含英氏、OVV 等品牌+斯搏兹+京东奥莱）营收 15.0 亿元/+65.6%，对应 25Q1、Q2 分别为 7.43 亿元/+100.2%、7.57 亿元/+41.5%。25Q1、25Q2 公司少数股东损益为 97.5、618.6 万元，主要是斯搏兹（持股 51%）以及京海奥特莱斯（持股 65%），预估京东奥莱和阿迪 FCC 项目已实现盈利。**其中：1）京东奥莱业务：**京东奥莱自 25 年以来快速布局，截至 25H1 末门店数量达 23 家，根据官方账号，截至 8 月 31 日共计开业 43 家。**2）阿迪 FCC 项目（Future City Concept store，阿迪达斯零售渠道业务）：**FCC 业务是阿迪达斯中国与公司共同推出的针对新兴市场的全新产品线，该产品线定位于为消费者提供更高性价比的产品。公司通过控股子公司斯搏兹独家授权代理 FCC 中国大陆的零售业务。25H1 末公司门店为 529 家/较 24 年底净增 96 家、预计 2025 年将继续保持 300-400 家的开店节奏。

盈利预测：基于消费较为疲软，略下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 217.7、232.8、245.2 亿元，同比+3.9%、+6.9%、+5.3%；归母净利润分别为 23.9、26.0、27.6 亿元，同比+10.7%、+8.8%、+6.3%；对应 P/E 为 13.9x、12.8x、12.0x，维持“买入”评级。

风险提示：

1) 零售折扣率加深，影响品牌利润率：若消费不及预期、品牌服饰行业库存高位，或将通过加深折扣率进行库存去化，加剧行业价格竞争，折扣率加深将对品牌的利润率造成影响。

2) 流水复苏进展及幅度不及预期：预计随着出行、消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

3) 京东奥莱门店开拓进展不及预期：目前公司正在推进京东奥莱门店，新店开拓是公司线下渠道收入增长的重要驱动因素之一，如果公司门店开拓进展不及预期，将直接影响公司收入表现。

图 1:海澜之家营收拆分预计

营收拆分（人民币百万元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,188	18,562	21,528	20,957	21,772	23,281	24,524
yoy	12.4%	-8.1%	16.0%	-2.7%	3.9%	6.9%	5.3%
毛利率	40.6%	42.9%	44.5%	44.5%	45.4%	45.5%	45.6%
海澜之家品牌	15,132	13,753	16,458	15,270	14,777	14,549	14,393
yoy	9.9%	-9.1%	19.7%	-7.2%	-3.2%	-1.5%	-1.1%
团购业务（原圣凯诺）	2,260	2,247	2,281	2,224	2,446	2,568	2,697
yoy	9.1%	-0.6%	1.5%	-2.5%	10.0%	5.0%	5.0%
占比	11.2%	12.1%	10.6%	10.6%	11.2%	11.0%	11.0%
其他品牌	2,041	1,904	2,016	2,668	3,755	5,369	6,640
yoy	27.1%	-6.7%	5.8%	32.4%	40.7%	43.0%	23.7%
占比	10.1%	10.3%	9.4%	12.7%	17.2%	23.1%	27.1%

数据来源：wind，中信建投证券预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,005	22,453	23,371	25,481	27,301
现金	11,901	6,794	7,297	8,327	9,276
应收票据及应收账款合计	1,040	1,249	1,233	1,318	1,388
其他应收款	393	538	509	544	573
预付账款	230	238	380	407	429
存货	9,337	11,987	12,252	13,090	13,759
其他流动资产	2,103	1,647	1,699	1,796	1,875
非流动资产	8,708	10,978	9,877	8,776	7,874
长期投资	194	0	16	31	47
固定资产	4,294	4,566	3,851	3,136	2,421
无形资产	688	648	540	432	324
其他非流动资产	3,532	5,764	5,470	5,177	5,082
资产总计	33,713	33,431	33,248	34,257	35,175
流动负债	16,768	15,256	15,170	16,207	17,039
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	10,085	11,259	10,742	11,476	12,064
其他流动负债	6,683	3,997	4,428	4,730	4,975
非流动负债	907	888	515	189	-44
长期借款	653	691	318	-8	-241
其他非流动负债	254	197	197	197	197
负债合计	17,675	16,144	15,686	16,396	16,995
少数股东权益	-12	276	312	352	394
股本	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478
资本公积	941	3,570	3,570	3,570	3,570
留存收益	14,052	11,963	12,202	12,462	12,738
归属母公司股东权益	16,050	17,011	17,250	17,510	17,786
负债和股东权益	33,713	33,431	33,248	34,257	35,175

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,230	2,317	2,871	3,505	3,450
净利润	2,918	2,189	2,425	2,639	2,805
折旧摊销	1,476	1,596	1,117	1,117	918
财务费用	47	-175	-69	-89	-109
投资损失	-186	-124	-136	-156	-166
营运资金变动	405	-1,887	-500	-45	-38
其他经营现金流	570	718	34	38	40
投资活动现金流	-777	-2,496	86	102	110
资本支出	760	545	0	0	0
长期投资	-432	32	0	0	0
其他投资现金流	-1,105	-3,073	86	102	110
筹资活动现金流	-3,198	-4,847	-2,453	-2,577	-2,611
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-3,004	38	-373	-326	-234
其他筹资现金流	-195	-4,885	-2,080	-2,251	-2,377
现金净增加额	1,250	-5,023	504	1,030	949

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,528	20,957	21,772	23,281	24,524
营业成本	11,954	11,628	11,885	12,697	13,347
营业税金及附加	150	116	120	128	135
销售费用	4,353	4,841	5,269	5,657	6,008
管理费用	963	1,036	1,002	1,024	1,055
研发费用	200	288	261	279	282
财务费用	47	-175	-69	-89	-109
资产减值损失	-452	-569	-435	-466	-490
投资净收益	186	124	136	156	166
营业利润	3,611	2,780	3,021	3,289	3,496
营业外收入	30	19	20	20	20
营业外支出	17	12	10	10	10
利润总额	3,624	2,787	3,031	3,299	3,506
所得税	705	598	606	660	701
净利润	2,918	2,189	2,425	2,639	2,805
少数股东损益	-34	30	36	40	42
归属母公司净利润	2,952	2,159	2,389	2,600	2,763
EBITDA	5,147	4,209	4,078	4,327	4,315
EPS(元)	0.61	0.45	0.50	0.54	0.58

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	-2.7	3.9	6.9	5.3
营业利润(%)	28.7	-23.0	8.7	8.9	6.3
归属于母公司净利润(%)	37.0	-26.9	10.7	8.8	6.3
获利能力					
毛利率(%)	44.5	44.5	45.4	45.5	45.6
净利率(%)	13.7	10.3	11.0	11.2	11.3
ROE(%)	18.4	12.7	13.8	14.8	15.5
ROIC(%)	42.2	33.4	19.0	21.5	24.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	48.3	47.2	47.9	48.3
净负债比率(%)	-70.1	-35.3	-39.7	-46.7	-52.4
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	20.7	16.8	17.7	17.7	17.7
应付账款周转率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.45	0.50	0.54	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.48	0.60	0.73	0.72
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.54	3.59	3.65	3.70
估值比率					
P/E	11.3	15.4	13.9	12.8	12.0
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA	4.4	7.5	6.8	6.2	6.0

数据来源: wind, 中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk