

公司研究 | 点评报告 | 海澜之家 (600398.SH)

海澜之家 2025H1 点评：经营凸显强韧性，H2 主业&京东奥莱业务望迎向上周期

报告要点

展望：多曲线成长性逐步兑现，红利中的优质 α 标的。预计主品牌线下弱零售对未来业绩拖累渐消化，新业务京东奥莱坪效优、盈利确定性高且开店空间广，叠加电商/出海/斯搏兹多曲线成长性逐步兑现，有望带来业绩端的强增量。此外，公司具备持续且较优的分红能力，近年分红比例有望维持~90%。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 23.9/26.2/30.9 亿元，同比 +11%/+10%/+18%，对应 PE 为 14/13/11X，90%分红比例假设下 2025 年股息率达 6.4%，维持“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

海澜之家 (600398.SH)

2025-09-01

海澜之家 2025H1 点评：经营凸显强韧性，H2 主业&京东奥莱业务望迎向上周期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025H1 公司实现营收 115.7 亿元，同比+1.7%，归母净利润 15.8 亿元，同比-3.4%，扣非净利润 15.7 亿元，同比+3.8%；其中 Q2 实现收入 53.8 亿元，同比+3.6%，归母净利润 6.5 亿元，同比-13.9%，扣非净利润 6.4 亿元，同比+1.4%。

事件评论

- **主品牌线下收入预计转正，团购 Q2 表现亮眼。1) 主品牌：**2025Q2 收入同比-0.9%至 37.5 亿元，线下渠道结构优化下预计同店取得正增，线上报表端同比-5%，剔除去年斯搏兹增益与品牌管理费影响后，预计主品牌线上收入同比下滑；Q2 主品牌毛利率同比+1.4pct 预计主因促销活动减少。渠道端，公司低效门店优化导致 Q2 加盟净关 111 家，较 Q1 的净关 63 家有所增加，以购物中心为主的直营店维持净开(Q1/Q2 分别净开 42/22 家)。**2) 团购圣凯诺：**受益于竞争格局优化叠加客户拓展，Q2 收入同比+30%至 7.0 亿元增长较优，毛利率同比+1.6pct/环比-0.1pct。**3) 其他品牌：**2025Q2 收入同比+42%至 7.6 亿元主因斯搏兹并表。
- **毛利率提升显著，资产减值&所得税拖累扣非净利率略有下降。**2025Q2 公司整体毛利率同比+2.6pct，预计主因促销活动减少&团购毛利率提升。费用端，Q2 期间费用率同比-0.1pct 基本维稳，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.8pct/+0.7pct/-0.1pct/+0.0pct。此外，资产减值损失同比+1.1 亿元&所得税同比+0.5 亿元对净利率造成拖累，投资收益同比-1.2 亿元主因去年同期斯搏兹并表增益。综上，公司 Q2 归母净利率-2.4pct 至 12%。
- **展望：多曲线成长性逐步兑现，红利中的优质α标的。**预计主品牌线下弱零售对未来业绩拖累渐消化，新业务京东奥莱坪效优、盈利确定性高且开店空间广，叠加电商/出海/斯搏兹多曲线成长性逐步兑现，有望带来业绩端的强增量。此外，公司具备持续且较优的分红能力，近年分红比例有望维持~90%。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 23.9/26.2/30.9 亿元，同比+11%/+10%/+18%，对应 PE 为 14/13/11X，90%分红比例假设下 2025 年股息率达 6.4%，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、终端零售环境变化；
- 2、品牌库存去化不及预期；
- 3、国内外宏观经济变化。

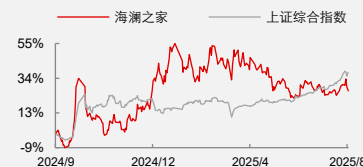
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.97
总股本(万股)	480,277
流通A股/B股(万股)	480,277/0
每股净资产(元)	3.69
近12月最高/最低价(元)	8.96/5.15

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海澜之家 2024A&2025Q1 点评：业绩超预期，多曲线成长性逐步兑现》2025-05-15
- 《海澜之家 2024Q3 点评：线下主品牌拖累整体业绩，销售费用提升明显》2024-11-11
- 《海澜之家 2024H1 点评：电商增势亮眼，主品牌线下及团购拖累 Q2 业绩》2024-09-19


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、终端零售环境变化：天气等变化可能导致终端零售环境受到影响；
- 2、品牌库存去化不及预期：零售环境较弱影响品牌库存去化的进度，进而对品牌下单产生影响；
- 3、国内外宏观经济变化：国内外宏观经济若延续较弱，则持续削弱居民消费能力和消费意愿，服装作为可选消费品类受损相对明显。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20957	21389	23123	25117	货币资金	6794	10004	10653	11595
营业成本	11628	11814	12225	12673	交易性金融资产	305	305	305	305
毛利	9329	9575	10898	12444	应收账款	1225	1124	1261	1349
%营业收入	45%	45%	47%	50%	存货	11987	10113	11204	12398
营业税金及附加	116	107	116	126	预付账款	238	237	247	255
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1904	1866	1928	1971
销售费用	4841	5048	5758	6556	流动资产合计	22453	23649	25597	27873
%营业收入	23%	24%	25%	26%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	1036	1069	1272	1507	投资性房地产	713	713	713	713
%营业收入	5%	5%	6%	6%	固定资产合计	2892	2599	2305	2012
研发费用	288	278	277	301	无形资产	648	648	648	648
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	800	800	800	800
财务费用	-175	-192	-192	-198	递延所得税资产	658	658	658	658
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	5267	5267	5267	5267
加：资产减值损失	-569	-367	-380	-275	资产总计	33431	34333	35988	37971
信用减值损失	-38	-43	-31	-43	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	34	0	0	0	应付款项	10017	8092	7369	6944
投资收益	124	250	150	180	预收账款	4	5	5	6
营业利润	2780	3127	3430	4039	应付职工薪酬	505	554	555	578
%营业收入	13%	15%	15%	16%	应交税费	798	798	849	933
营业外收支	7	7	7	7	其他流动负债	3931	4730	4812	4858
利润总额	2787	3134	3437	4046	流动负债合计	15256	14179	13590	13318
%营业收入	13%	15%	15%	16%	长期借款	0	500	900	1200
所得税费用	598	705	773	910	应付债券	0	0	0	0
净利润	2189	2429	2663	3136	递延所得税负债	67	67	67	67
归属于母公司所有者的净利润	2159	2395	2625	3088	其他非流动负债	822	822	822	822
少数股东损益	30	34	39	47	负债合计	16144	15567	15378	15407
EPS (元)	0.46	0.50	0.55	0.64	归属于母公司所有者权益	17011	18457	20261	22169
					少数股东权益	276	310	348	396
					股东权益	17287	18767	20609	22564
					负债及股东权益	33431	34333	35988	37971
现金流量表 (百万元)									
	2024A	2025E	2026E	2027E	基本指标				
经营活动现金流净额	2317	3402	913	1637		2024A	2025E	2026E	2027E
取得投资收益收回现金	11	250	150	180	每股收益	0.46	0.50	0.55	0.64
长期股权投资	194	0	0	0	每股经营现金流	0.48	0.71	0.19	0.34
资本性支出	-487	7	7	7	市盈率	16.30	13.98	12.75	10.84
其他	-2215	0	0	0	市净率	2.12	1.81	1.65	1.51
投资活动现金流净额	-2496	257	157	187	EV/EBITDA	7.46	7.62	6.74	5.83
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	6.5%	7.0%	7.3%	8.1%
股权融资	4	0	0	0	净资产收益率	12.7%	13.0%	13.0%	13.9%
银行贷款增加(减少)	0	500	400	300	净利率	10.3%	11.2%	11.4%	12.3%
筹资成本	-3794	-949	-821	-1181	资产负债率	48.3%	45.3%	42.7%	40.6%
其他	-1057	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.62	0.64	0.66
筹资活动现金流净额	-4847	-449	-421	-881					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-5027	3210	649	943					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。