

海澜之家（600398）

2025 年三季报点评：Q3 主品牌稳健改善，新业态持续调整优化

买入（维持）

2025 年 11 月 02 日

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

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	21,528	20,957	21,722	23,895	25,580
同比（%）	15.98	(2.65)	3.65	10.00	7.05
归母净利润（百万元）	2,952	2,159	2,210	2,511	2,735
同比（%）	36.96	(26.88)	2.36	13.66	8.89
EPS-最新摊薄（元/股）	0.61	0.45	0.46	0.52	0.57
P/E（现价&最新摊薄）	10.07	13.77	13.45	11.84	10.87

投资要点

■ **公司公布 2025 年三季报：**前三季度营收 156.0 亿元/yoy+2.23%，归母净利润 18.6 亿元/yoy-2.37%，扣非归母净利润 18.2 亿元/yoy+3.86%。分季度看，25Q1/Q2/Q3 营收分别同比+0.16%/+3.59%/+3.71%，归母净利润分别同比+5.46%/-13.92%/+3.95%，扣非归母净利润分别同比+5.54%/+1.44%/+4.06%，Q3 经营企稳改善。

■ **Q3 主品牌增长转正，团购业务高增长。**1) 分品牌看，①25Q1-Q3 海澜之家系列收入 108.49 亿元/yoy-3.99%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比-9.5%/-0.9%/+3.0%，Q3 营收增长转正，我们估计 Q3 主品牌直营/加盟收入分别同比+20%/-1%，加盟降幅收窄，直营保持较快增长。②25Q1-Q3 海澜团购定制系列收入 18.82 亿元/yoy+28.75%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比+17.6%/+30.0%/+43.3%。③其他品牌收入 24.13 亿元/yoy+37.19%，其中 Q1/Q2/Q3 分别同比+100.2%/+41.5%/+7.0%，斯搏兹 2024/4/30 起并表，Q3 基数效应消除。2) 分渠道看，25Q1-Q3 线下/线上收入分别同比+6.4%/-3.3%，我们估计单 Q3 线上/线下分别同比-20%/+19%，线上下滑我们判断主要来自斯搏兹收缩线上业务影响。截至 25Q3 末，线下门店总数 7241 家，较年初净增 63 家；其中主品牌直营店净增 115 家，加盟店净减 264 家，渠道结构持续优化。

■ **盈利能力保持稳定，现金流状况大幅改善。**1) 毛利率：25Q3 同比-1.04pct 至 41.77%，主因团购及其他品牌毛利率下滑。2) 费用率：Q3 期间费用率合计为 31.4%，同比小幅下降。3) 归母净利率：结合少数股东损益亏损 2590 万元（主要为斯搏兹和京东奥莱存货跌价及利息计提影响），25Q3 归母净利率为 6.99%，同比基本持平。4) 存货：25Q3 末存货 115.18 亿元/yoy-6.6%，主因秋冬备货入库时间较晚。5) 现金流：25Q3 经营活动现金流净额-6.9 亿元，较 24Q3 的-19.7 亿元净流出有所减少。

■ **盈利预测与投资评级：**公司主品牌经营稳健，新业态京东奥莱及阿迪达斯 FCC 门店拓展顺利，截至 Q3 末京东奥莱门店近 50 家，FCC 门店 600-700 家，开店进展符合市场预期，且经营层面实现盈利，并处于持续调整优化中。考虑宏观消费环境偏弱，我们将 25-27 年归母净利润从 24.3/27.4/30.4 亿元下调至 22.1/25.1/27.3 亿元，对应 PE 为 13/12/11X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**终端消费复苏不及预期，新业态（京东奥莱等）拓展不及预期、存货管理风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.19
一年最低/最高价	5.59/8.96
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	29,729.15
总市值(百万元)	29,729.15

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.75
资产负债率(% ,LF)	44.79
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)：2025 年中报点评：整体经营稳健，新业务增厚业绩》

2025-09-01

《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	25,191	29,292	33,204	营业总收入	20,957	21,722	23,895	25,580
货币资金及交易性金融资产	7,099	10,072	13,124	15,919	营业成本(含金融类)	11,628	12,131	13,316	14,255
经营性应收款项	1,487	1,585	1,744	1,868	税金及附加	116	109	119	128
存货	11,987	11,565	12,369	13,269	销售费用	4,841	4,996	5,496	5,883
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,036	1,064	1,171	1,253
其他流动资产	1,880	1,969	2,054	2,148	研发费用	288	261	287	307
非流动资产	10,978	10,489	10,301	10,236	财务费用	(175)	(26)	(56)	(87)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	26	22	24	26
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	24	26
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	2,771	3,150	3,431
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	35,680	39,593	43,440	利润总额	2,787	2,776	3,155	3,436
流动负债	15,256	15,285	16,673	17,772	减:所得税	598	555	631	687
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	2,221	2,524	2,749
经营性应付款项	11,263	11,141	12,229	13,091	减:少数股东损益	30	11	13	14
合同负债	614	607	666	713	归属母公司净利润	2,159	2,210	2,511	2,735
其他流动负债	2,405	2,563	2,804	2,994	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.46	0.52	0.57
非流动负债	888	888	888	888	EBIT	2,543	3,161	3,506	3,753
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,139	4,368	4,488	4,649
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.52	44.15	44.27	44.27
租赁负债	691	691	691	691	归母净利率(%)	10.30	10.17	10.51	10.69
其他非流动负债	197	197	197	197	收入增长率(%)	(2.65)	3.65	10.00	7.05
负债合计	16,144	16,173	17,561	18,660	归母净利润增长率(%)	(26.88)	2.36	13.66	8.89
归属母公司股东权益	17,011	19,221	21,732	24,467					
少数股东权益	276	287	299	313					
所有者权益合计	17,287	19,508	22,032	24,780					
负债和股东权益	33,431	35,680	39,593	43,440					

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	3,756	3,909	3,687	每股净资产(元)	3.54	4.00	4.52	5.09
投资活动现金流	(2,496)	(742)	(815)	(850)	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	12.60	12.50	11.97
现金净增加额	(5,023)	2,973	3,052	2,795	ROE-摊薄(%)	12.69	11.50	11.56	11.18
折旧和摊销	1,596	1,207	982	896	资产负债率(%)	55.66	52.43	48.29	45.33
资本开支	(487)	(740)	(740)	(738)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.77	13.45	11.84	10.87
营运资本变动	(1,887)	(147)	(70)	(428)	P/B(现价)	1.75	1.55	1.37	1.22

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。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>