

海澜之家 (600398.SH)

三季度收入与净利润增长约 4%，直营驱动主品牌增长企稳

优于大市

核心观点

第三季度收入增长稳健，扣非净利润增速略有提升。2025年第三季度公司收入同比+3.7%至40.3亿元，归母净利润同比+4.0%至2.8亿元，扣非归母净利润同比+4.1%至2.5亿元。单三季度毛利率同比下滑1.0个百分点至41.8%，主要受加盟关店结算、团购业务客户拓展、线上折扣加深等因素影响。费用端，期间费用率基本稳定，整体同比略下滑0.7个百分点，其中销售费用率同比提升1.3个百分点至26.1%，预计主要因直营占比提升、新开店支出增加所致。非经项目中，资产减值损失占收入比例同比下滑0.5个百分点至-0.6%，主要受京东奥莱存货减值影响，未来若商品售出有望冲回。少数股东损益亏损扩大（主要为斯搏兹存货跌价及利息计提影响），归母净利率与扣非归母净利率均同比分别-2.0/0.0个百分点至6.3%/7.0%，盈利保持稳定。

主品牌经营企稳，直营渠道驱动增长。前三季度收入108.5亿元，同比-4.0%，但Q3单季收入已恢复+3%的增长，企稳态势明显。分渠道看，线下直营门店扩张驱动直营收入增长，前三季度公司直营店收入同比+17.6%；加盟店收入同比-3.9%；线上渠道为保证利润，策略性放缓规模增长，前三季度线上收入同比-3.3%。单三季度，直营/加盟/线上收入分别+19.1%/-1.2%/-20.5%，线上下滑幅度扩大受斯搏兹去年同期线上业务基数影响，同时主业线上策略为“保利润、稳收入”，电商增速放缓。毛利率方面，直营毛利率增长，加盟、线上渠道毛利率承压，加盟主受关店结算影响，线上受促销折扣加深影响。门店方面，直营店净增115家至1583家，加盟店及其他净减少264家至4101家。团购业务：前三季度收入18.8亿元（+28.8%），毛利率40.6%（-6.65个百分点），客户规模扩张带动收入高增，Q3单季增速达到43%。

新业态持续扩张，单三季度亏损受利息计提和存货跌价影响。其他品牌前三季度累计收入24.1亿元（+37.2%），上半年存在斯搏兹去年同期未并表的基数影响，三季度收入同比+7%，主要由阿迪达斯FCC及京东奥莱等新业务驱动。截至三季度末，其他品牌门店净增212家，其中阿迪达斯FCC及京东奥莱业务均处在快速拓店阶段，京东奥莱预计已有40+门店，阿迪FCC今年有望再开350家左右门店；盈利方面，剔除利息计提和存货跌价影响，门店预计已实现盈利。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：主业企稳，新业态增长可期。公司2025年收入增速逐季提升，单三季度归母净利润增长提速，主品牌增长企稳，尤其线下直营在门店扩张驱动下保持收入增长，线上主受公司策略调整影响、加盟主受关店影响；团购业务在客户拓展驱动下提速明显；新业态京东奥莱和阿迪FCC业务，保持快速扩张趋势，预计未来3-5年都有新店快速开出，短期盈利受存货减值计提等因素影响，未来门店自身店效和盈利有望持续爬坡。基于宏观消费环境的不确定性，我们下调盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为21.8/23.0/24.2亿元（前值为23.1/26.2/29.2亿元），同比增速分别为+1.1%/5.4%/5.2%；基于盈利预测下调，下调目标价至7.2-7.7元（前值为7.7-8.6元），对应2026年15-16x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 财报点评

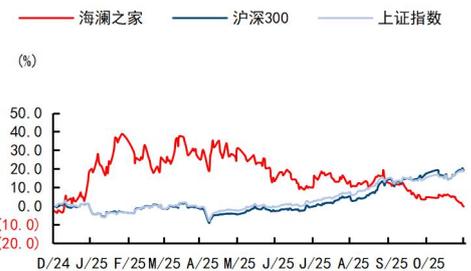
纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	7.20 - 7.70元
收盘价	6.16元
总市值/流通市值	29585/29585百万元
52周最高价/最低价	8.96/5.46元
近3个月日均成交额	247.77百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度收入增长提速，主品牌企稳新业态持续布局》——2025-08-28
- 《海澜之家 (600398.SH) - 一季度业绩企稳回升，京东奥莱新业态增量可期》——2025-04-30
- 《海澜之家 (600398.SH) - 大众男装龙头，打造京东奥莱新物种》——2025-02-26
- 《海澜之家 (600398.SH) - 第三季度收入下滑11%，费用率提升盈利承压》——2024-11-06
- 《海澜之家 (600398.SH) - 上半年收入增长1.5%，中期分红率67.5%》——2024-08-21

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	21,455	22,336	23,091
(+/-%)	16.0%	-2.7%	2.4%	4.1%	3.4%
净利润(百万元)	2952	2159	2183	2302	2421
(+/-%)	37.0%	-26.9%	1.1%	5.4%	5.2%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.45	0.48	0.50
EBIT Margin	19.5%	16.0%	14.8%	14.8%	15.0%
净资产收益率 (ROE)	18.4%	12.7%	12.6%	15.0%	22.2%
市盈率 (PE)	10.0	13.7	13.6	12.9	12.2
EV/EBITDA	8.7	12.2	13.5	13.5	13.9
市净率 (PB)	1.8	1.7	1.7	1.9	2.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



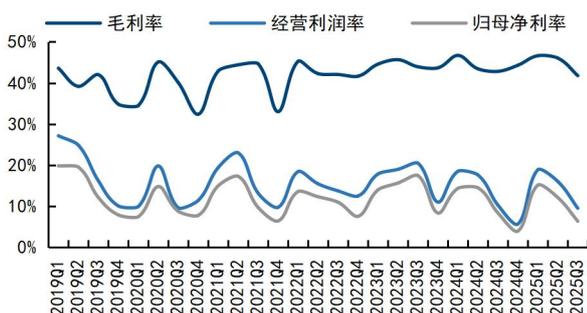
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润和增长 (亿元, %)



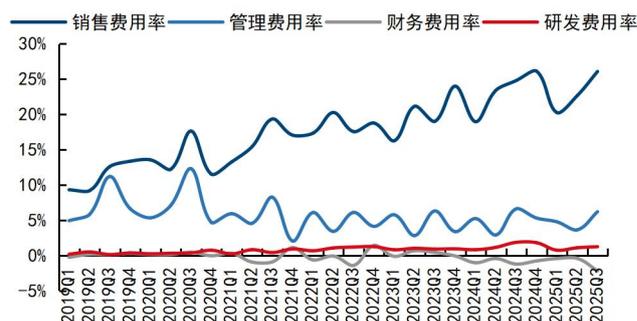
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



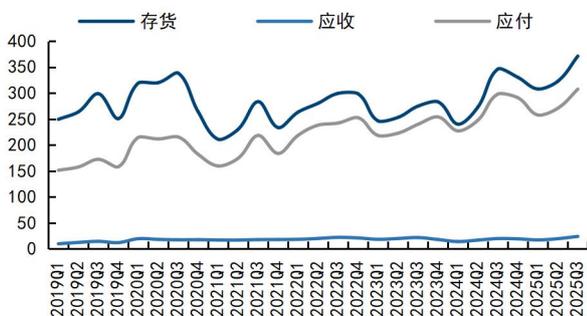
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率变动 (%)



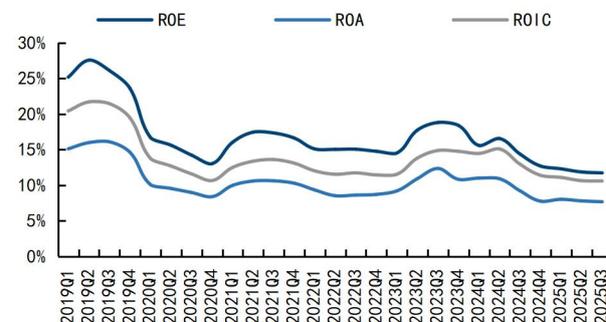
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司ROE/ROA/ROIC



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：主业企稳，新业态增长可期

公司 2025 年收入增速逐季提升，单三季度归母净利润增长提速，主品牌增长企稳，尤其线下直营在门店扩张驱动下保持收入增长，线上主受公司策略调整影响、加盟主受关店影响；团购业务在客户拓展驱动下提速明显；新业态京东奥莱和阿迪 FCC 业务，保持快速扩张趋势，预计未来 3-5 年都有新店快速开出，短期盈利受存货减值计提等因素影响，未来门店自身店效和盈利有望持续爬坡。基于宏观消费环境的不确定性 & 新业态短期盈利压力，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 21.8/23.0/24.2 亿元（前值为 23.1/26.2/29.2 亿元），同比增速分别为 +1.1%/5.4%/5.2%；基于盈利预测下调，下调目标价至 7.2-7.7 元（前值为 7.7-8.6 元），对应 2026 年 15-16x PE，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	21,455	22,336	23,091
(+/-%)	16.0%	-2.7%	2.4%	4.1%	3.4%
净利润(百万元)	2952	2159	2183	2302	2421
(+/-%)	37.0%	-26.9%	1.1%	5.4%	5.2%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.45	0.48	0.50
EBIT Margin	19.5%	16.0%	14.8%	14.8%	15.0%
净资产收益率 (ROE)	18.4%	12.7%	12.6%	15.0%	22.2%
市盈率 (PE)	10.0	13.7	13.6	12.9	12.2
EV/EBITDA	8.7	12.2	13.5	13.5	13.9
市净率 (PB)	1.8	1.7	1.7	1.9	2.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	g 2025-2026	PEG 2026	总市值 (人民币亿元)
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.2	0.45	0.45	0.48	13.8	13.6	12.9	5.4%	2.38	295.9
可比公司												
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	16.0	1.37	1.25	1.34	11.7	12.8	11.9	7.6%	1.58	89.9
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	3.9	0.34	0.28	0.31	11.6	14.0	12.9	8.9%	1.45	56.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测和整理。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11901	6794	10000	10000	10000	营业收入	21528	20957	21455	22336	23091
应收款项	1398	1764	1806	1880	1943	营业成本	11954	11628	11748	12091	12374
存货净额	9337	11987	12050	12388	12661	营业税金及附加	150	116	118	121	124
其他流动资产	568	770	788	821	848	销售费用	4353	4841	5063	5416	5672
流动资产合计	25005	22453	25783	26227	26591	管理费用	979	1093	1378	1431	1476
固定资产	3017	2895	2214	1789	1332	财务费用	47	(175)	(183)	(191)	(197)
无形资产及其他	688	648	622	596	570	投资收益	186	124	0	0	0
投资性房地产	4809	7435	7435	7435	7435	资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(577)	(595)	(609)
长期股权投资	194	0	0	0	0	其他收入	(18)	(249)	53	54	55
资产总计	33713	33431	36054	36047	35929	营业利润	3611	2780	2806	2927	3088
短期借款及交易性金融负债	3312	974	2324	3843	7873	营业外净收支	13	7	7	7	33
应付款项	10085	11259	11318	11635	11892	利润总额	3624	2787	2813	2934	3121
其他流动负债	3371	3023	3996	4158	4283	所得税费用	705	598	647	675	718
流动负债合计	16768	15256	17638	19637	24048	少数股东损益	(34)	30	(17)	(42)	(18)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2952	2159	2183	2302	2421
其他长期负债	907	888	804	719	635						
长期负债合计	907	888	804	719	635	现金流量表 (百万元)					
负债合计	17675	16144	18442	20356	24683	净利润	2952	2159	2183	2302	2421
少数股东权益	(12)	276	273	309	342	资产减值准备	(69)	116	146	(151)	(158)
股东权益	16050	17011	17339	15382	10904	折旧摊销	1232	378	383	407	432
负债和股东权益总计	33713	33431	36054	36047	35929	公允价值变动损失	603	548	577	595	609
						财务费用	47	(175)	(183)	(191)	(197)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(579)	(4920)	971	(200)	(225)
每股收益	0.61	0.45	0.45	0.48	0.50	其它	57	(139)	(149)	187	191
每股红利	0.39	0.79	0.39	0.89	1.44	经营活动现金流	4196	(1859)	4112	3139	3269
每股净资产	3.34	3.54	3.61	3.20	2.27	资本开支	0	259	(400)	(400)	(400)
ROIC	19%	15%	14%	14%	15%	其它投资现金流	(1638)	661	0	0	0
ROE	18%	13%	13%	15%	22%	投资活动现金流	(1832)	1114	(400)	(400)	(400)
毛利率	44%	45%	45%	46%	46%	权益性融资	(6)	4	0	0	0
EBIT Margin	19%	16%	15%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	18%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(1896)	(3794)	(1856)	(4258)	(6899)
收入增长	16%	-3%	2%	4%	3%	其它融资现金流	829	3223	1350	1519	4030
净利润增长率	37%	-27%	1%	5%	5%	融资活动现金流	(2968)	(4362)	(505)	(2739)	(2869)
资产负债率	52%	49%	52%	57%	70%	现金净变动	(604)	(5107)	3206	0	0
息率	6.4%	12.8%	6.3%	14.4%	23.3%	货币资金的期初余额	12505	11901	6794	10000	10000
P/E	10.0	13.7	13.6	12.9	12.2	货币资金的期末余额	11901	6794	10000	10000	10000
P/B	1.8	1.7	1.7	1.9	2.7	企业自由现金流	4028	(1643)	3397	2350	2479
EV/EBITDA	8.7	12.2	13.5	13.5	13.9	权益自由现金流	4857	1579	4787	3878	6433

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032