

主品牌 Q3 增速转正，新业态平稳发展

2025 年 11 月 03 日

核心观点

- 公司发布 2025 三季报业绩，经营表现稳健：**公司 2025 年前三季度实现营业收入 156 亿元，同比增长 2.23%，归母净利润 18.62 亿元，同比减少 2.37%，扣非净利润 18.16 亿元，同比增长 3.86%。其中，Q3 单季度实现营业收入 40.33 亿元，同比增长 3.71%，归母净利润 2.82 亿元，同比增长 3.95%，扣非净利润 2.50 亿元，同比增长 4.06%，Q3 经营环比改善。
- 线下门店持续优化，直营收入贡献明显：**分品牌看，公司前三季度海澜之家系列/海澜团购/其他品牌主营业务收入分别为 108.49/18.82/24.13 亿元，分别同比变动-3.99%/+28.75%/+37.19%，其中主品牌 Q3 单季营收同比+3%，全年内增速首次转正。团购业务延续高增，其他品牌高增长主要系阿迪达斯 FCC 及京东奥莱等新业务贡献。分渠道看，25Q1-Q3 直营/加盟及其他收入分别为 39.15/93.48 亿元，同比变动+17.64%/-3.94%，公司持续优化线下门店，加大购物中心直营店拓展。截至三季度末，海澜之家主品牌直营/加盟及其他门店分别为 1583/4101 家，较年初净变动+115/-264 家。线下/线上渠道收入分别为 120.52/30.93 亿元，同比变动+6.5%/-3.3%。公司通过授权代理阿迪达斯 FCC 系列产品持续深耕运动领域，同时重点发力京东奥莱新业态，截至 25Q3 末，京东奥莱门店数量达 46 家，三季度以来开店节奏边际提速。
- 毛利率结构分化，净利率基本稳定：**公司前三季度整体毛利率为 45.17%，同比提升 0.58pct。其中海澜之家系列/海澜团购/其他品牌毛利率分别为 47.68%/40.56%/44.26%，分别同比变动+2.35/-6.65/-9.01pct。主品牌毛利率提升主要受益于高毛利的直营渠道占比提升，其他品牌毛利率下滑主要系新开展的京东奥莱等业务结构性影响。费用率方面，前三季度销售/管理费用率分别为 22.59%/4.76%，同比变动+0.62/-0.04pct，归母净利率为 11.94%，同比下降 0.56pct，Q3 单季归母净利率为 7%，同比基本持平。截止 25Q3 末，公司存货同比减少 6.6%至 115.2 亿元，存货周转天数同比增加 25 天至 371 天。
- 投资建议：**公司主品牌基本盘稳固，高股息提供充足的安全边际。FCC、京东奥莱等新业务随着开店加速，有望逐步贡献业绩增量。考虑到公司近期实际经营情况，我们下调公司 2025/26/27 年 EPS 预测 0.51/0.55/0.62 元至 0.47/0.51/0.55 元，对应 PE 估值为 13/12/11 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**竞争加剧风险；存货管理及跌价风险；新业务运营及管理风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,957	21,719	23,181	25,021
收入增长率%	-2.65	3.64	6.73	7.94
归母净利润(百万元)	2,159	2,257	2,435	2,637
利润增长率%	-26.88	4.55	7.91	8.26
毛利率%	44.52	44.53	44.68	45.14
摊薄 EPS(元)	0.45	0.47	0.51	0.55
PE	13.82	13.22	12.25	11.31

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

海澜之家（股票代码：600398）

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：010-80927622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：010-80927622

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

市场数据

2025 年 11 月 03 日

股票代码	600398
A 股收盘价(元)	6.21
上证指数	3,976.52
总股本(万股)	480,277
实际流通 A 股(万股)	480,277
流通 A 股市值(亿元)	298

相对沪深 300 表现图

2025 年 11 月 03 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河纺织】公司点评_海澜之家(600398.SH)_Q2 主品牌改善，新零售业务有序推进
- 【银河纺织】公司深度_海澜之家(600398.SH)：折扣零售兴起，新业态孕育而生

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,453	22,933	25,439	26,261
现金	6,794	7,524	8,436	8,751
应收账款	1,225	1,188	1,388	1,392
其它应收款	538	487	607	574
预付账款	238	247	269	284
存货	11,987	11,439	12,784	13,143
其他	1,671	2,047	1,955	2,117
非流动资产	10,978	10,780	10,599	10,423
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,892	2,666	2,438	2,208
无形资产	648	619	606	609
其他	7,438	7,495	7,555	7,606
资产总计	33,431	33,713	36,038	36,684
流动负债	15,256	15,149	17,083	17,291
短期借款	0	0	0	0
应付账款	10,017	9,448	11,272	10,905
其他	5,239	5,701	5,812	6,386
非流动负债	888	908	898	903
长期借款	0	0	0	0
其他	888	908	898	903
负债总计	16,144	16,056	17,981	18,194
少数股东权益	276	307	342	379
归属母公司股东权益	17,011	17,350	17,715	18,111
负债和股东权益	33,431	33,713	36,038	36,684

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,317	3,367	3,869	3,506
净利润	2,189	2,289	2,470	2,674
折旧摊销	970	1,120	1,210	1,226
财务费用	-175	-77	-15	28
投资损失	-124	-124	-124	-124
营运资金变动	2,391	-455	-202	213
其他	-2,934	614	529	-511
投资活动现金流	-2,496	-795	-902	-922
资本支出	488	877	984	1,004
长期投资	454	23	23	23
其他	-3,438	-1,695	-1,909	-1,949
筹资活动现金流	-4,847	-1,841	-2,055	-2,269
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-4,847	-1,841	-2,055	-2,269
现金净增加额	-5,027	731	911	315

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,957	21,719	23,181	25,021
营业成本	11,628	12,048	12,824	13,726
税金及附加	116	120	128	139
销售费用	4,841	4,908	5,146	5,630
管理费用	1,036	1,032	1,090	1,176
研发费用	288	299	319	344
财务费用	-175	-77	-15	28
资产减值损失	-569	-470	-526	-540
公允价值变动收益	34	34	34	34
投资收益及其他	92	92	88	86
营业利润	2,780	3,045	3,286	3,558
营业外收入	19	19	19	19
营业外支出	12	12	12	12
利润总额	2,787	3,051	3,293	3,565
所得税	598	763	823	891
净利润	2,189	2,289	2,470	2,674
少数股东损益	30	32	34	37
归属母公司净利润	2,159	2,257	2,435	2,637
EBITDA	3,411	2,912	4,499	3,411
EPS（元）	0.45	0.47	0.51	0.55

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-2.7%	3.6%	6.7%	7.9%
营业利润增长率	-23.0%	9.5%	7.9%	8.3%
归母净利润增长率	-26.9%	4.5%	7.9%	8.3%
毛利率	44.5%	44.5%	44.7%	45.1%
净利率	10.3%	10.4%	10.5%	10.5%
ROE	12.7%	13.0%	13.7%	14.6%
ROIC	23.6%	28.2%	32.9%	36.1%
资产负债率	48.3%	47.6%	49.9%	49.6%
净资产负债率	-29.7%	-33.2%	-37.5%	-38.3%
流动比率	1.47	1.51	1.49	1.52
速动比率	0.69	0.76	0.74	0.76
总资产周转率	0.62	0.65	0.66	0.69
应收账款周转率	18.79	18.00	18.00	18.00
应付账款周转率	2.23	2.23	2.24	2.26
每股收益	0.45	0.47	0.51	0.55
每股经营现金流	0.48	0.70	0.81	0.73
每股净资产	3.54	3.61	3.69	3.77
P/E	13.82	13.22	12.25	11.31
P/B	1.75	1.72	1.68	1.65
EV/EBITDA	7.87	5.00	4.36	3.97
PS	1.42	1.37	1.29	1.19

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服装行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服装行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服装行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层	深广地区：	程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		