

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

海澜之家 (600398. SH)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镪 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

携手 adidas 深化合作，主品牌稳健增长与新业务共拓未来

2025年12月29日

事件：2025年12月28日，国内男装龙头海澜之家与全球运动品牌巨头adidas联合举行“体育+”生态共建发布会，双方宣布将超越传统商业合作，共同构建“体育+”生态圈，实现品牌赋能与渠道共振。

与 adidas 战略合作升级，共筑“体育+”生态圈。公司通过控股子公司斯搏兹，已在下沉市场开展adidas代理业务，运营阿迪达斯FCC门店。截至2025年上半年，相关门店数已达529家。本次合作在渠道协同基础上，进一步深化至营销与产品两端。营销层面：双方将围绕海澜之家旗下跑步社群“澜跑研习社”展开系统化升级，adidas为其注入专业运动资源与品牌势能；产品层面：推出HLA x adidas农历马年合作纪念款卫衣，融合东方美学与运动功能，并于京东平台首发。我们认为，海澜之家有望成为adidas拓展下沉市场、提升品牌影响力的重要合作伙伴，实现双向增长。

京东奥莱店稳步推进，商业模式持续验证。京东奥莱定位高性价比品牌正品渠道，2025年以来保持较快拓店节奏。截至中期末门店数23家，截止12月28日京东奥莱公众号公布的门店数为48家，我们预计三季度开店数较多，四季度有所放缓。2025年系公司跑通商业模式的关键年份，中长期成长逻辑依然清晰。

主品牌基本盘稳固，海外拓展打开成长空间。海澜之家主品牌凭借渠道覆盖与产品升级持续巩固大众男装龙头地位。截至2025年中期，主品牌门店数达5723家，前三季度公司收入增速分别为0.16%、3.59%、3.71%，表明主品牌逐季转好，四季度电商旺季下我们认为公司主品牌将维持较好增速。海外市场方面，公司持续推进品牌出海战略，中期海外门店数达111家。在深耕东南亚市场基础上，公司正积极调研中亚、中东、非洲等新市场，稳步推进全球化布局，为长期成长开辟新路径。

公司主品牌经营稳健，新品牌及新渠道布局逐步兑现，与 adidas 的合作有望进一步强化品牌影响力和渠道竞争力。公司形成“稳健基本盘+新兴增长点”的双轮驱动模式。

盈利预测：我们预计公司2025-2027年归母净利润为23.34/25.96/28.18亿元，对应PE分别为12.70X、11.41X、10.51X。

风险提示：终端消费复苏不及预期；新业务拓展效果不达预期；市场竞争加剧。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20,957	22,425	23,696	25,222
增长率 YoY %	-2.7%	7.0%	5.7%	6.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,159	2,334	2,596	2,818
增长率 YoY%	-26.9%	8.1%	11.2%	8.6%
EPS(摊薄)	0.45	0.49	0.54	0.59
市盈率 P/E(倍)	13.73	12.70	11.41	10.51

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 12 月 29 日收盘价

资产负债表						利润表					
	单位:百万元					单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,005	22,453	20,419	23,375	26,596	营业收入	21,528	20,957	22,425	23,696	25,222
货币资金	11,901	6,794	6,894	7,921	9,238	营业成本	11,954	11,628	12,055	12,735	13,550
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	150	116	146	150	155
应收账款	1,005	1,225	1,221	2,224	2,886	销售费用	4,353	4,841	5,562	5,877	6,255
预付账款	230	238	373	518	607	管理费用	963	1,036	1,299	1,320	1,371
存货	9,337	11,987	10,415	10,668	11,549	研发费用	200	288	250	270	305
其他	2,531	2,210	1,515	2,044	2,316	财务费用	47	-175	-182	-184	-220
非流动资产	8,708	10,978	12,975	12,594	12,150	减值损失合计	-452	-569	-450	-420	-400
长期股权投资	194	0	0	0	0	投资净收益	186	124	109	153	145
固定资产(合计)	2,943	2,892	2,869	2,732	2,584	其他	17	2	10	9	14
无形资产	688	648	590	541	499	营业利润	3,611	2,780	2,963	3,271	3,564
其他	4,883	7,438	9,517	9,320	9,066	营业外收支	13	7	-13	2	-1
资产总计	33,713	33,431	33,394	35,968	38,746	利润总额	3,624	2,787	2,950	3,273	3,563
流动负债	16,768	15,256	15,053	17,367	19,867	所得税	705	598	649	687	748
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	2,918	2,189	2,301	2,586	2,814
应付票据	1,316	1,242	1,418	1,381	1,504	少数股东损益	-34	30	-33	-10	-4
应付账款	8,769	10,017	9,478	10,156	11,044	归属母公司净利润	2,952	2,159	2,334	2,596	2,818
其他	6,683	3,997	4,157	5,829	7,319	EBITDA	5,069	4,139	3,717	4,113	4,444
非流动负债	907	888	861	871	871	EPS(当年)(元)	0.68	0.46	0.49	0.54	0.59
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	907	888	861	871	871						
负债合计	17,675	16,144	15,913	18,238	20,738						
少数股东权益	-12	276	243	233	229						
归属母公司股东权益	16,050	17,011	17,238	17,498	17,780						
负债和股东权益	33,713	33,431	33,394	35,968	38,746						
重要财务指标						单位:百万元	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业收入	21,528	20,957	22,425	23,696	25,222						
同比 (%)	16.0%	-2.7%	7.0%	5.7%	6.4%						
归属母公司净利润	2,952	2,159	2,334	2,596	2,818						
同比 (%)	37.0%	-26.9%	8.1%	11.2%	8.6%						
毛利率 (%)	44.5%	44.5%	46.2%	46.3%	46.3%						
ROE%	18.4%	12.7%	13.5%	14.8%	15.9%						
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.45	0.49	0.54	0.59						
P/E	10.04	13.73	12.70	11.41	10.51						
P/B	1.85	1.74	1.72	1.69	1.67						
EV/EBITDA	4.85	7.46	6.57	5.69	4.97						

研究团队简介

姜文镪, 信达证券研究开发中心所长助理, 新消费研究中心总经理, 上海交通大学硕士, 第一作者发表多篇 SCI+EI 论文, 曾就职于国盛证券, 带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田, 对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所, 任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心, 任纺织服装行业联席首席分析师, 覆盖纺织服装全行业, 擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨, 本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院, 主修数学/辅修会计; 研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院, 金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所, 跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩; 2024 年加入信达证券研究开发中心, 主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峰, 本科毕业于中国海洋大学, 硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所, 有 3 年消费行业研究经验, 跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心, 主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。