

纺织服饰

2025 年 12 月 29 日

海澜之家 (600398)

——联手 adidas 共筑“体育+”生态，战略合作升级

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025 年 12 月 29 日

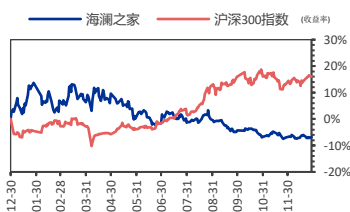
收盘价(元)	6.17
一年内最高/最低(元)	8.96/6.05
市净率	1.6
股息率%(分红/股价)	2.92
流通 A 股市值(百万元)	29,633
上证指数/深证成指	3,965.28/13,537.10

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产(元)	3.75
资产负债率%	44.79
总股本/流通 A 股(百万)	4,803/4,803
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海澜之家 (600398) 点评：25Q3 营收、净利小幅增长，等待大众消费复苏弹性》
2025/10/31

《海澜之家 (600398) 点评：25Q2 营收、扣非净利双增，京东奥莱新业态盈利》
2025/08/28

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com



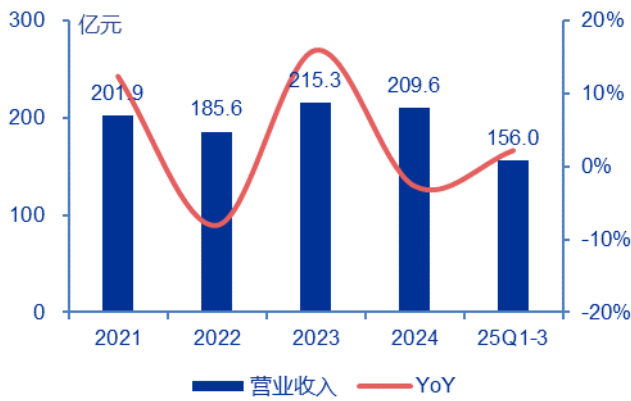
申万宏源研究微信服务号

- 12 月 28 日下午，HLA×adidas “体育+”生态共建发布会，于江阴海澜飞马体育公园隆重举行，海澜之家董事长、adidas 大中华区总裁等出席现场，双方宣布将超越传统的商业探索，围绕三大支点展开，形成一个从产品触达、社群赋能到公益关怀的完整闭环，正式构建“体育+”生态圈。1) 发布 HLA×adidas 合作纪念版卫衣：以农历马年为主题、融合东方美学与运动基因，已在海澜之家/adidas 部分优选门店、海澜之家京东官方旗舰店、京东运动同步首发。2) 跑者赋能，签约“澜跑研习社”：海澜之家于 25 年重点打造的跑步社团，旗下核心赛事 IP——HLA POW “王者大神挑战赛”迅速成长为中国大众跑步领域的标杆，adidas 专业势能注入，将推动其从赛事平台向综合性跑步服务生态升级。3) 公益升级，签约“多一克温暖”：该项目自 14 年启动以来，已走进全国上千所学校，为数十万名学生送去关怀，未来双方将共同聚焦偏远地区儿童的体育支持。
- 海澜之家作为国民服饰集团，男装主品牌基本盘稳健，同时向城市奥莱、运动赛道谋求增量，积极拓展战略版图，未来增长点储备充裕。
- 1) 海澜之家主品牌：根据弗若斯特沙利文数据，海澜之家在中国男装市场份额达 5.6%，位居榜首，超过第二至第五大市场参与者总和。近年来加速品牌出海，截至 25H1 末已设立海外门店 92 家，也已晋升马来西亚男装品牌第一名，全球影响力提升。
- 2) 城市奥莱：自 24 年 9 月首家门店开业，至 25H1 末已开 23 家，我们预计目前最新开店数接近 50 家，包括省会城市南京、石家庄、合肥、郑州等，普遍位于当地知名商场 1 或 2 层，采取数千平米大店模式。25H1 城市奥莱业务报表营收 4218 万元，毛利率 95.5%，主要系公司作为代理人，采取净额法（即收取售价与采购价之间差额）确认报表收入。25 年是真正意义上的发展元年，待单店模型跑通之后，明年有望步入快速复制开店阶段。
- 3) 国际运动品牌合作：截至 25H1 末，adidas FCC、HEAD 品牌门店数分别达 529、21 家，国际运动品牌合作贡献营收 7.4 亿元，毛利率 35.3%。adidas FCC 在合作两年间快速开店，已证明公司是国际运动品牌在中国市场优秀的合作伙伴选择，未来公司将继续加速运动赛道布局，不排除更多品牌合作。
- 4) 其他品牌：童装品牌英氏已盈利，截至 25H1 末 641 家门店，拓展纸尿裤等新品类；女装品牌 OVV 规模较小，截至 25H1 末 166 家门店，目标尽快实现盈亏平衡。
- 5) 团购业务：依托海澜之家云服智慧工厂建立在线定制平台，能精准快速满足个性化需求，积极拓展企业、政府、教育机构客户，不断巩固行业领军者地位。
- 国民服饰集团，海澜之家主品牌行业地位领先，城市奥莱、运动合作新增长亮点，当前低估值、高分红，维持“买入”评级。维持盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 21.7/23.9/26.2 亿元，对应 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内零售复苏不及预期；居民收入预期下滑，压制可选消费需求；存货风险。

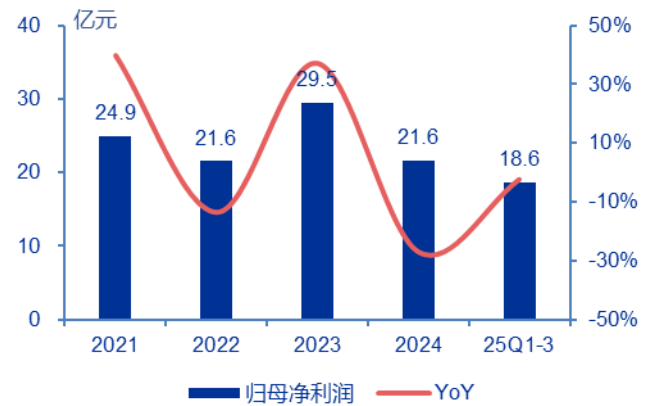
财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20,957	15,599	21,649	23,406	25,562
同比增长率(%)	-2.7	2.2	3.3	8.1	9.2
归母净利润(百万元)	2,159	1,862	2,168	2,386	2,624
同比增长率(%)	-26.9	-2.4	0.4	10.1	10.0
每股收益(元/股)	0.46	0.39	0.45	0.50	0.55
毛利率(%)	44.5	45.2	44.8	45.4	45.9
ROE(%)	12.7	10.3	12.6	13.5	14.5
市盈率	14	14	14	12	11

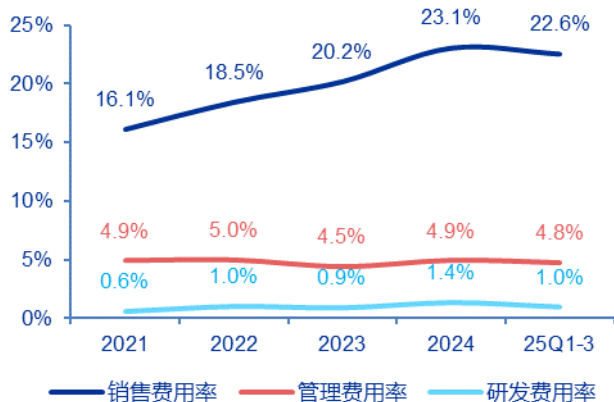
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 25Q1-3 营收同比增长 2.2%


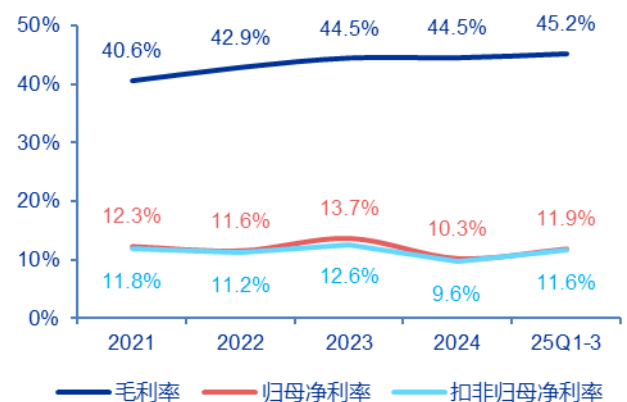
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25Q1-3 归母净利润同比下滑 2.4%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25Q1-3 销售费用率 22.6%, 管理费用率 4.8%, 研发费用率 1.0%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25Q1-3 毛利率 45.2%, 归母净利率 11.9%, 扣非归母净利率 11.6%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21,528	20,957	21,649	23,406	25,562
其中：营业收入	21,528	20,957	21,649	23,406	25,562
减：营业成本	11,954	11,628	11,948	12,773	13,836
减：税金及附加	150	116	120	130	142
主营业务利润	9,424	9,213	9,581	10,503	11,584
减：销售费用	4,353	4,841	5,196	5,618	6,212
减：管理费用	963	1,036	1,061	1,124	1,201
减：研发费用	200	288	281	304	332
减：财务费用	47	-175	-170	-166	-163
经营性利润	3,861	3,223	3,213	3,623	4,002
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-4	-38	-10	-10	-10
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-452	-569	-550	-550	-600
加：投资收益及其他	208	150	76	36	36
营业利润	3,611	2,780	2,729	3,100	3,427
加：营业外净收入	13	7	7	7	7
利润总额	3,624	2,787	2,736	3,107	3,434
减：所得税	705	598	604	697	770
净利润	2,918	2,189	2,132	2,410	2,664
少数股东损益	-34	30	-36	24	40
归属于母公司所有者的净利润	2,952	2,159	2,168	2,386	2,624

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。