

海澜之家 (600398)

 证券研究报告
2026年01月12日

深化阿迪合作，创新零售变革

海澜之家与阿迪达斯举行“体育+”生态共建发布会

发布会以“体育”为核心，拓展产品、赛事、公益与文化；并融合双方资源与愿景，构筑超越商业的价值共振。

同时，马年合作新品首发，提取马年精神图腾，融入现代运动美学；打造HLA*adidas合作纪念版卫衣，在海澜之家/阿迪达斯部分优选门店销售；推出澜跑研习社，赋能全民体育事业，融汇专业运动资源与国民影响力，聚焦路跑、越野赛等多元赛事；以持续创新的赛事形态与协作模式，激活“澜跑研习社”社群能力，赋能中国跑者。

积极发展阿迪达斯 FCC 产品线

阿迪达斯 FCC 业务是阿迪达斯中国与公司共同推出的针对新兴市场的全新产品线，该产品线定位于为消费者提供更高性价比的产品。公司通过控股子公司斯搏兹品牌管理（上海）有限公司独家授权代理阿迪达斯 FCC 系列产品在中国大陆的零售业务。截至 25H1 公司授权代理阿迪达斯门店数量达 529 家。

以渠道精细运营为引擎，加码布局新业态，探索新业务增长领域

公司持续推进全渠道多元化布局，构建端到端数字化能力，覆盖从产品研发、供应链管理、物流仓储到终端销售全链路，提升供应链效率与渠道运营质效，线上线下双轮驱动。

公司积极推进多元化战略布局，针对童装、女装等领域推出多个子品牌，并获得海德（HEAD）及阿迪达斯的授权代理，还与京东合作打造“城市奥莱”新业态，实现对细分市场的覆盖。

25H1 公司 HEAD 全国首家旗舰店登陆上海 PAC 购物中心，拓展重庆、南京等一线城市，以门店为核心，开展“头号玩家俱乐部”门店会员活动。公司与京东战略合作联手打造的“城市奥莱”新业态，凭借“大牌低价”精准定位，依托供应链高效协同，深耕“质价比”折扣零售市场，产品覆盖运动户外、男女装、童装、轻奢及美妆等品类；截至 25H1 门店数量达 23 家，以丰富的品牌产品矩阵为消费者提供优质产品选择及卓越购物体验。

公司将紧跟市场趋势，重视产品开发及全球优质品牌合作，创新营销形式，提高品牌知名度，降低品牌培育及新业务运营的风险。

维持盈利预测，给予“买入”评级

我们维持盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 24 亿元、26 亿元、28 亿元；对应 PE 为 12/11/10x。

风险提示：消费疲软的风险，新业务推进不及预期，库存积压等风险。

| 财务数据和估值 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 21,527.55 | 20,956.52 | 21,985.85 | 23,684.44 | 25,748.85 |
| 增长率(%) | 15.98 | (2.65) | 4.91 | 7.73 | 8.72 |
| EBITDA(百万元) | 5,975.42 | 4,440.84 | 3,378.62 | 3,595.61 | 3,939.32 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,951.96 | 2,158.60 | 2,370.40 | 2,588.03 | 2,823.28 |
| 增长率(%) | 36.96 | (26.88) | 9.81 | 9.18 | 9.09 |
| EPS(元/股) | 0.61 | 0.45 | 0.49 | 0.54 | 0.59 |
| 市盈率(P/E) | 10.01 | 13.68 | 12.46 | 11.41 | 10.46 |
| 市净率(P/B) | 1.84 | 1.74 | 1.43 | 1.41 | 1.39 |
| 市销率(P/S) | 1.37 | 1.41 | 1.34 | 1.25 | 1.15 |
| EV/EBITDA | 3.16 | 4.47 | 2.88 | 3.38 | 2.31 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 纺织服饰/服装家纺 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 6.15 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 4,802.77 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 4,802.77 |
| A 股总市值(百万元) | 29,537.04 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 29,537.04 |
| 每股净资产(元) | 3.75 |
| 资产负债率(%) | 44.79 |
| 一年内最高/最低(元) | 8.96/5.98 |

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海澜之家-季报点评:业务稳健向上》 2025-11-09
- 《海澜之家-半年报点评:京东奥莱深耕质价比折扣零售》 2025-09-30
- 《海澜之家-年报点评报告:期待京东奥莱加速开店》 2025-05-04

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 11,901.16 | 6,793.79 | 16,169.21 | 13,230.24 | 15,304.73 |
| 应收票据及应收账款 | 1,005.12 | 1,225.32 | 1,132.01 | 1,338.02 | 1,347.30 |
| 预付账款 | 230.44 | 237.57 | 579.91 | 203.52 | 603.67 |
| 存货 | 9,336.83 | 11,986.96 | 9,439.18 | 13,882.78 | 11,427.13 |
| 其他 | 1,096.27 | 1,375.81 | 1,233.75 | 1,282.49 | 1,390.90 |
| 流动资产合计 | 23,569.82 | 21,619.46 | 28,554.06 | 29,937.04 | 30,073.74 |
| 长期股权投资 | 194.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 2,942.76 | 2,892.06 | 2,768.72 | 2,665.01 | 2,560.07 |
| 在建工程 | 74.27 | 2.63 | 37.58 | 70.55 | 72.33 |
| 无形资产 | 688.14 | 647.69 | 654.55 | 955.35 | 937.47 |
| 其他 | 4,809.08 | 7,435.47 | 5,454.39 | 5,611.12 | 6,013.28 |
| 非流动资产合计 | 8,708.27 | 10,977.85 | 8,915.24 | 9,302.03 | 9,583.15 |
| 资产总计 | 33,712.84 | 33,431.02 | 39,025.45 | 40,813.94 | 40,878.48 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 10,084.88 | 11,259.07 | 10,550.18 | 13,235.53 | 13,150.75 |
| 其他 | 6,683.41 | 3,996.94 | 6,697.07 | 5,543.07 | 5,526.65 |
| 流动负债合计 | 16,768.29 | 15,256.00 | 17,247.26 | 18,778.60 | 18,677.40 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 906.88 | 888.10 | 839.63 | 863.87 | 763.87 |
| 非流动负债合计 | 906.88 | 888.10 | 839.63 | 863.87 | 763.87 |
| 负债合计 | 17,675.17 | 16,144.10 | 18,086.89 | 19,642.47 | 19,441.27 |
| 少数股东权益 | (11.94) | 275.66 | 243.97 | 233.95 | 229.96 |
| 股本 | 4,492.76 | 4,420.01 | 4,802.77 | 4,802.77 | 4,802.77 |
| 资本公积 | 940.82 | 3,570.05 | 3,570.05 | 3,570.05 | 3,570.05 |
| 留存收益 | 14,649.39 | 15,643.03 | 15,891.82 | 16,134.76 | 16,404.48 |
| 其他 | (4,033.35) | (6,621.84) | (3,570.05) | (3,570.05) | (3,570.05) |
| 股东权益合计 | 16,037.67 | 17,286.92 | 20,938.56 | 21,171.48 | 21,437.21 |
| 负债和股东权益总计 | 33,712.84 | 33,431.02 | 39,025.45 | 40,813.94 | 40,878.48 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 2,918.44 | 2,189.01 | 2,370.40 | 2,588.03 | 2,823.28 |
| 折旧摊销 | 1,476.35 | 669.99 | 241.53 | 299.94 | 321.04 |
| 财务费用 | 227.42 | 70.52 | (128.42) | (161.27) | (129.47) |
| 投资损失 | (185.96) | (124.06) | (130.00) | (25.00) | (25.00) |
| 营运资金变动 | (1,079.00) | (4,849.37) | 4,691.86 | (2,587.22) | 2,268.11 |
| 其它 | 1,873.23 | 4,360.93 | (33.36) | (10.20) | (4.08) |
| 经营活动现金流 | 5,230.48 | 2,317.02 | 7,012.02 | 104.28 | 5,253.88 |
| 资本支出 | 1,441.22 | 108.38 | 208.47 | 505.76 | 300.00 |
| 长期投资 | 194.02 | (194.02) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (2,411.75) | (2,410.80) | (960.91) | (1,029.48) | (121.71) |
| 投资活动现金流 | (776.50) | (2,496.44) | (752.44) | (523.72) | 178.29 |
| 债权融资 | 3,312.00 | 974.02 | 2,646.84 | 2,310.95 | 1,377.27 |
| 股权融资 | 347.72 | 2,772.14 | 3,562.97 | 161.27 | 129.47 |
| 其他 | (6,858.01) | (8,593.40) | (3,093.97) | (4,991.75) | (4,864.43) |
| 筹资活动现金流 | (3,198.29) | (4,847.25) | 3,115.84 | (2,519.53) | (3,357.68) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,255.69 | (5,026.67) | 9,375.42 | (2,938.97) | 2,074.49 |

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 21,527.55 | 20,956.52 | 21,985.85 | 23,684.44 | 25,748.85 |
| 营业成本 | 11,954.41 | 11,627.60 | 12,693.53 | 13,735.45 | 14,976.69 |
| 营业税金及附加 | 149.56 | 116.15 | 153.90 | 153.87 | 163.41 |
| 销售费用 | 4,353.30 | 4,841.33 | 5,210.65 | 5,518.48 | 5,922.24 |
| 管理费用 | 962.59 | 1,035.68 | 1,143.26 | 1,207.91 | 1,287.44 |
| 研发费用 | 200.34 | 288.13 | 285.82 | 307.90 | 334.74 |
| 财务费用 | 46.75 | (174.91) | (128.42) | (161.27) | (129.47) |
| 资产/信用减值损失 | (452.45) | (568.63) | (508.39) | (509.82) | (528.95) |
| 公允价值变动收益 | (2.90) | 34.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 185.96 | 124.06 | 130.00 | 25.00 | 25.00 |
| 其他 | 519.31 | 852.55 | (260.00) | (50.00) | (50.00) |
| 营业利润 | 3,610.68 | 2,780.42 | 3,265.50 | 3,456.94 | 3,747.75 |
| 营业外收入 | 30.28 | 18.78 | 35.00 | 28.02 | 27.27 |
| 营业外支出 | 17.05 | 11.94 | 19.98 | 16.32 | 16.08 |
| 利润总额 | 3,623.91 | 2,787.27 | 3,280.53 | 3,468.64 | 3,758.94 |
| 所得税 | 705.47 | 598.25 | 943.48 | 890.81 | 939.74 |
| 净利润 | 2,918.44 | 2,189.01 | 2,337.05 | 2,577.83 | 2,819.21 |
| 少数股东损益 | (33.53) | 30.41 | (33.36) | (10.20) | (4.08) |
| 归属于母公司净利润 | 2,951.96 | 2,158.60 | 2,370.40 | 2,588.03 | 2,823.28 |
| 每股收益(元) | 0.61 | 0.45 | 0.49 | 0.54 | 0.59 |

| 主要财务比率 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 15.98% | -2.65% | 4.91% | 7.73% | 8.72% |
| 营业利润 | 28.68% | -22.99% | 17.45% | 5.86% | 8.41% |
| 归属于母公司净利润 | 36.96% | -26.88% | 9.81% | 9.18% | 9.09% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 44.47% | 44.52% | 42.26% | 42.01% | 41.84% |
| 净利率 | 13.71% | 10.30% | 10.78% | 10.93% | 10.96% |
| ROE | 18.39% | 12.69% | 11.45% | 12.36% | 13.31% |
| ROIC | 156.63% | 130.17% | 60.51% | 271.84% | 76.19% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 52.43% | 48.29% | 46.35% | 48.13% | 47.56% |
| 净负债率 | -53.56% | -33.67% | -64.58% | -51.58% | -64.97% |
| 流动比率 | 1.49 | 1.47 | 1.75 | 1.68 | 1.68 |
| 速动比率 | 0.93 | 0.69 | 1.20 | 0.94 | 1.06 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 20.16 | 18.79 | 18.65 | 19.18 | 19.18 |
| 存货周转率 | 2.29 | 1.97 | 2.05 | 2.03 | 2.03 |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.62 | 0.61 | 0.59 | 0.63 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.61 | 0.45 | 0.49 | 0.54 | 0.59 |
| 每股经营现金流 | 1.09 | 0.48 | 1.46 | 0.02 | 1.09 |
| 每股净资产 | 3.34 | 3.54 | 4.31 | 4.36 | 4.42 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 10.01 | 13.68 | 12.46 | 11.41 | 10.46 |
| 市净率 | 1.84 | 1.74 | 1.43 | 1.41 | 1.39 |
| EV/EBITDA | 3.16 | 4.47 | 2.88 | 3.38 | 2.31 |
| EV/EBIT | 3.98 | 4.88 | 3.11 | 3.69 | 2.52 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |