



海澜之家 (600398.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25 年经营稳健，期待新渠道发力

业绩简评

公司3月27日公布2025年报，25全年实现营收216.26亿元，同增3.19%，归母净利润21.66亿元，同增0.34%。2025年累计现金分红总额19.69亿元，分红率为90.91%。

经营分析

主业经营稳健，团购、海外渠道增速亮眼。25全年公司主业经营整体平稳，海澜之家主品牌/海澜团购营收分别为149.03/27.11亿元，同比-2.4%/+21.94%。分渠道看，25直营渠道实现营收56.98亿元，同比增长19.21%，2025末直营渠道为1629家，25全年新开266家；加盟渠道营收同比减少3.85%至126.52亿元，加盟门店25年同比减少369家至4365家。公司构建全域流量营销体系，25年线上44.35亿元，同增0.35%，基本平稳。此外，公司积极寻求增量，稳步推进品牌国际化进程，稳固东南亚经营优势的同时，成功开拓中东地区首店阿联酋迪拜店、澳洲首店澳大利亚悉尼店。25年海外地区实现营业收入4.53亿元，同比增长27.7%，25年末海外门店总数达147家，26年预计继续贡献增量。

京东奥莱、FCC 线下迅速扩展，发展势头良好。25全年公司其他品牌营收为34.47亿元，同增29.18%。截至25年底公司授权代理的阿迪达斯门店数量达723，同比净增加290家。25年公司继续布局新零售业态，京东奥莱门店数量达60家，同比净增加48家，凭借高性价比优势吸引消费者。

盈利水平稳健。25全年毛利率为44.87%，保持平稳，直营店数量及店效增加对冲部分关店影响。25全年销售/管理费用率分别为23.85%/4.77%，同比+0.75/-0.17pct，25全年归母净利率为10.02%，同比基本平稳，期待公司多元业态贡献更多业绩增量。

产品+渠道+新业态齐发力，坚定看好公司未来成长性。1) 主业方面以产品研发设计为核心，为消费者提供质价比产品，满足多层次、多年龄段、多场景的国民着装需求。渠道方面26年预期加盟店和直营店均实现同店增长，在优化国内门店整体质量的同时继续发力海外市场，提升品牌国际影响力。2) 新业态方面公司将加码阿迪达斯等运动业务拓展，并持续加大与国际品牌合作力度；京东奥莱方面，在拓展渠道业务布局的同时，引进更多优质国际品牌，丰富城市奥莱的品牌组合及产品品类。我们持续看好公司未来成长性。

盈利预测、估值与评级

公司主业稳健经营，未来多元业态成长空间大，我们坚定看好公司未来发展，预计公司2026-2028年EPS分别为0.48/0.52/0.56元，对应PE分别为13/12/11倍，维持买入评级。

风险提示

内需恢复不及预期、京东奥莱拓店不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

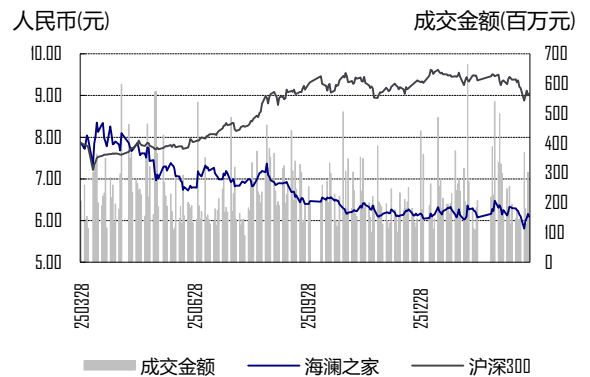
分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.09 元

相关报告：

- 《海澜之家公司点评：Q3 经营稳健，期待新业态发展加速》，2025.10.31
- 《海澜之家公司点评：H1 经营稳健，期待新业态发展加速》，2025.8.29
- 《海澜之家公司点评：业绩超预期兑现，京东奥莱成长可期》，2025.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,957	21,626	23,813	26,216	28,841
营业收入增长率	-2.65%	3.19%	10.12%	10.09%	10.01%
归母净利润(百万元)	2,159	2,166	2,315	2,494	2,683
归母净利润增长率	-26.88%	0.34%	6.88%	7.74%	7.58%
摊薄每股收益(元)	0.449	0.451	0.482	0.519	0.559
每股经营性现金流净额	0.48	0.93	2.84	2.74	3.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.69%	11.82%	11.70%	11.66%	11.59%
P/E	16.69	13.41	12.63	11.73	10.90
P/B	2.12	1.59	1.48	1.37	1.26

来源：公司年报、国金证券研究所



风险提示：内需恢复不及预期、京东奥莱拓店不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	21,528	20,957	21,626	23,813	26,216	28,841	货币资金	11,901	6,794	6,808	15,573	14,406	17,102
增长率	-2.7%	3.2%	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%	应收款项	1,434	1,788	1,979	1,789	1,927	2,072
主营业务成本	-11,954	-11,628	-11,921	-13,128	-14,453	-15,900	存货	9,337	11,987	10,819	11,056	12,152	12,738
%销售收入	55.5%	55.5%	55.1%	55.1%	55.1%	55.1%	其他流动资产	2,333	1,885	980	959	1,050	1,144
毛利	9,573	9,329	9,704	10,685	11,763	12,941	流动资产	25,005	22,453	20,586	29,378	29,535	33,057
%销售收入	44.5%	44.5%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%	%总资产	74.2%	67.2%	60.5%	79.2%	72.2%	74.5%
营业税金及附加	-150	-116	-133	-143	-157	-173	长期投资	1,568	1,258	1,198	1,191	1,105	1,194
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	3,017	2,895	2,697	2,240	1,803	1,386
销售费用	-4,353	-4,841	-5,159	-5,810	-6,659	-7,354	%总资产	8.9%	8.7%	7.9%	6.0%	4.4%	3.1%
%销售收入	20.2%	23.1%	23.9%	24.4%	25.4%	25.5%	无形资产	1,720	1,845	1,721	1,852	1,937	1,989
管理费用	-963	-1,036		-1,119	-1,232	-1,356	非流动资产	8,708	10,978	13,465	7,720	11,346	11,310
%销售收入	4.5%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	%总资产	25.8%	32.8%	39.5%	20.8%	27.8%	25.5%
研发费用	-200	-288	-212	-233	-257	-283	资产总计	33,713	33,431	34,051	37,098	40,881	44,367
%销售收入	0.9%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	短期借款	3,312	974	1,004	1,004	1,004	1,004
息税前利润 (EBIT)	3,907	3,048	3,170	3,379	3,458	3,775	应付款项	11,302	12,243	11,921	12,288	13,602	14,558
%销售收入	18.2%	14.5%	14.7%	14.2%	13.2%	13.1%	其他流动负债	2,155	2,039	1,704	2,234	2,449	2,674
财务费用	-47	175	159	115	137	121	流动负债	16,768	15,256	14,629	15,526	17,055	18,236
%销售收入	0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-457	-607	-591	-660	-525	-578	其他长期负债	907	888	859	1,586	2,267	2,838
公允价值变动收益	-3	34	18	145	145	145	负债	17,675	16,144	15,488	17,112	19,322	21,075
投资收益	186	124	7	7	7	7	普通股股东权益	16,050	17,011	18,322	19,780	21,387	23,154
%税前利润	5.1%	4.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	其中：股本	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478	1,478
营业利润	3,611	2,780	2,803	2,986	3,222	3,471	未分配利润	11,284	9,459	10,760	12,218	13,825	15,592
营业利润率	16.8%	13.3%	13.0%	12.5%	12.3%	12.0%	少数股东权益	-12	276	240	206	172	138
营业外收支	13	7	3	15	15	15	负债股东权益合计	33,713	33,431	34,051	37,098	40,881	44,367
税前利润	3,624	2,787	2,806	3,001	3,237	3,486	比率分析						
利润率	16.8%	13.3%	13.0%	12.6%	12.3%	12.1%		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
所得税	-705	-598	-674	-720	-777	-837	每股指标						
所得税率	19.5%	21.5%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.674	0.449	0.451	0.482	0.519	0.559
净利润	2,918	2,189	2,132	2,281	2,460	2,649	每股净资产	3.663	3.542	3.815	4.118	4.453	4.821
少数股东损益	-34	30	-34	-34	-34	-34	每股经营现金净流	1.194	0.482	0.933	2.845	2.743	3.017
归属于母公司的净利润	2,952	2,159	2,166	2,315	2,494	2,683	每股股利	0.560	0.870	0.410	0.580	0.600	0.620
净利率	13.7%	10.3%	10.0%	9.7%	9.5%	9.3%	回报率						
							净资产收益率	18.39%	12.69%	11.82%	11.70%	11.66%	11.59%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.76%	6.46%	6.36%	6.24%	6.10%	6.05%
							投入资本收益率	16.19%	13.06%	12.25%	12.23%	11.65%	11.81%
净利润	2,918	2,189	2,132	2,281	2,460	2,649	增长率						
少数股东损益	-34	30	-34	-34	-34	-34	主营业务收入增长率	15.98%	-2.65%	3.19%	10.12%	10.09%	10.01%
非现金支出	1,933	2,203	2,308	2,017	1,952	2,042	EBIT 增长率	18.75%	-22.00%	4.01%	6.60%	2.33%	9.18%
非经营收益	-26	-187	25	-119	-87	-60	净利润增长率	36.96%	-26.88%	0.34%	6.88%	7.74%	7.58%
营运资金变动	405	-1,887	18	27	-270	-172	总资产增长率	2.94%	-0.84%	1.85%	8.95%	10.20%	8.53%
经营活动现金净流	5,230	2,317	4,482	4,205	4,055	4,459	资产管理能力						
资本开支	-629	-487	-429	5,546	-4,124	-324	应收账款周转天数	18.1	19.4	22.1	19.9	19.9	19.9
投资	-129	32	192	102	182	6	存货周转天数	286.9	334.7	349.1	323.6	333.6	328.6
其他	-18	-2,042	-2,340	7	7	7	应付账款周转天数	257.4	294.9	299.5	260.0	265.0	265.0
投资活动现金净流	-777	-2,496	-2,577	5,655	-3,936	-311	固定资产周转天数	49.9	50.4	45.4	34.2	24.9	17.3
股权募资	0	4	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-55.83%	-35.43%	-31.96%	-73.80%	-63.23%	-70.31%
其他	-3,198	-4,851	-1,817	-905	-967	-1,024	EBIT 利息保障倍数	83.6	-17.4	-19.9	-29.4	-25.2	-31.1
筹资活动现金净流	-3,198	-4,847	-1,817	-905	-967	-1,024	资产负债率	52.43%	48.29%	45.49%	46.13%	47.26%	47.50%
现金净流量	1,250	-5,023	85	8,955	-848	3,124							

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	18	29	72
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究