

报喜鸟 (002154.SZ)

2024H1 商务需求承压，乐飞叶亮眼，增加中期分红

2024年08月19日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

张霜凝（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

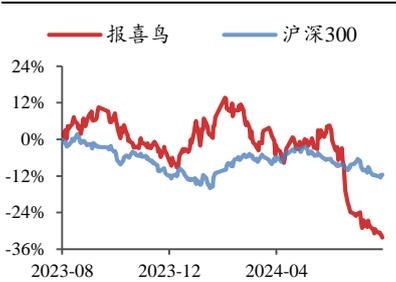
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790524070006

日期	2024/8/16
当前股价(元)	3.90
一年最高最低(元)	6.94/3.87
总市值(亿元)	56.91
流通市值(亿元)	46.01
总股本(亿股)	14.59
流通股本(亿股)	11.80
近3个月换手率(%)	94.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2024Q1 毛利率进一步提升，扣非净利率稳健——公司信息更新报告》-2024.4.27
- 《2023年多品牌顺利拓店，乐飞叶高增且实现扭亏——公司信息更新报告》-2024.4.14
- 《2023年业绩超预期，多品牌发力下成长性显著——公司信息更新报告》-2024.1.26

● 2024H1 商务需求承压，乐飞叶亮眼，增加中期分红，维持“买入”评级

2024H1 收入 24.79 亿元（同比+0.36%，下同），归母净利润 3.44 亿元（-15.60%），扣非归母净利润为 3.04 亿元（-11.5%），与归母净利润差异系政府补助同比减少 0.28 亿元。分季度看，2024Q1/Q2 收入 13.53 亿元（+4.8%）、11.27 亿元（-4.5%），2024Q1/Q2 归母净利润 2.50 亿元（-2.1%）、0.94 亿元（-38.3%）。2024H1 报喜鸟及哈吉斯品牌受商务需求及线下客流承压影响，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 6.4/7.3/8.1 亿元（原为 8.0/9.1/10.2 亿元），对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 为 8.9/7.8/7.0 倍，公司增加中期分红，派息比例约 30%，看好哈吉斯品牌多品类多系列发展、品牌势能提升，维持“买入”评级。

● 报喜鸟及哈吉斯受商务需求及线下客流承压影响，乐飞叶表现亮眼

(1)报喜鸟：2024H1 收入 7.7 亿元（-3.69%），占比 32.0%，门店同比+22 家至 807 家（+2.8%），年初以来净闭 10 家，其中直营/加盟+10/+12 家，年初以来-3/-7 家，2024H1 平均门店面积较 2023 年底的 209.55 平提至 210.78 平。(2)哈吉斯：2024H1 收入 8.6 亿元（+0.25%），占比 35.6%，门店同比+36 至 467 家（+8.4%），年初以来净增 10 家，其中加盟同比+21 至 132 家，直营同比+15 至 335，年初以来加盟/直营净增 2/8 家，2024H1 单店面积较 2023 年底的 128 平基本持平。(3)宝鸟：2024H1 收入 5.07 亿元（-2.28%），占比 21.0%，主要系 2024Q2 大单延后出货。(4)小品牌：2024H1 乐飞叶收入同比+32.20%，恺米切&TB 收入同比-5.94%。

● 2024H1 毛利率提升，Q2 盈利能力受销售费用影响，存货周转天数略提升

2024H1 毛利率 67.0%（+1.5pct），直营/加盟/团购/电商毛利率分别 +1.4/+3.4/+1/+3.3pct，期间费用率 48.7%（+2.6pct），销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.9/+0.3/持平/-0.5pct，销售费用率上升主要系业务招待费及广告宣传费增加，财务费用率上升主要系银行定期存款同比增加导致利息收入增加。2024H1 归母净利率 13.9%（-2.6pct），其中 2024Q1/Q2 归母净利率为 18.5%/8.3%（-1.3/-4.6pct），扣非归母净利率同比+0.3/-4.3pct，2024Q2 盈利能力下滑主要系销售费用率同比+5pct。截至 2024H1 存货为 10.75 亿元（-1%），存货/应收周转天数为 258 天（+7 天）、47 天（-1 天）。经营性现金净额为 1.4 亿元（-59.05%）系政府补助减少且支付的货品采购款、上年度员工奖金、终端渠道拓展及运营费用、税费缴纳等均同比增长所致。

● 风险提示：主品牌年轻化、渠道突破不及预期，哈吉斯渠道拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,418	5,893	6,369
YOY(%)	-3.1	21.8	3.1	8.8	8.1
归母净利润(百万元)	459	698	640	727	815
YOY(%)	-1.2	52.1	-8.3	13.6	12.1
毛利率(%)	62.7	64.7	66.8	66.9	67.0
净利率(%)	10.6	13.3	11.8	12.3	12.8
ROE(%)	11.8	16.3	14.0	14.6	14.9
EPS(摊薄/元)	0.31	0.48	0.44	0.50	0.56
P/E(倍)	12.4	8.2	8.9	7.8	7.0
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2024H1 商务需求承压，乐飞叶亮眼，增加中期分红.....	3
1.1、 分品牌：报喜鸟及哈吉斯受商务需求及线下客流承压影响，乐飞叶表现亮眼.....	3
1.2、 分渠道：加盟收入增长，电商退货率提升.....	4
2、 渠道： 2024H1 持续优化渠道，哈吉斯直营开店驱动.....	5
3、 各渠道毛利率提升，经营现金流承压.....	5
3.1、 盈利能力：各渠道毛利率提升，Q2 盈利能力受销售费用影响.....	5
3.2、 营运能力：存货周转天数略有上升，经营性现金流净额承压.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	7
附： 财务预测摘要.....	8

图表目录

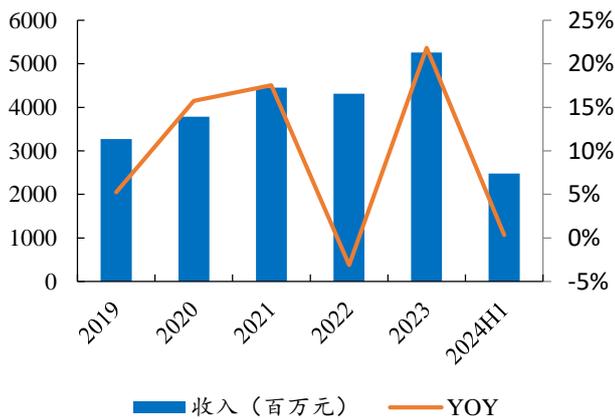
图 1： 2024H1 收入 24.79 亿元 (+0.36%)	3
图 2： 2024H1 归母净利润 3.44 亿元 (-15.60%)	3
图 3： 2024H1 哈吉斯单店面积进一步提升至 128.69 平.....	5
图 4： 2024H1 哈吉斯直营门店数量占比 72%	5
图 5： 公司 2024H1 毛利率 67.0% (+1.5pct)	5
图 6： 2024H1 期间费用率 48.7% (+2.6pct)	6
图 7： 2024H1 存货周转天数 258 天，同比+7 天	6
图 8： 2024H1 平均应收账款周转天数 47 天，同比-1 天	6

1、2024H1 商务需求承压，乐飞叶亮眼，增加中期分红

2024H1 收入 24.79 亿元 (+0.36%)，归母净利润 3.44 亿元 (-15.60%)，扣非归母净利润为 3.04 亿元 (-11.5%)，与归母净利润差异在于政府补助同比减少 0.28 亿元。分季度看，2024Q1/Q2 收入 13.53 亿元 (+4.8%)、11.27 亿元 (-4.5%)，归母净利润 2.50 亿元 (-2.1%)、0.94 亿元 (-38.3%)。

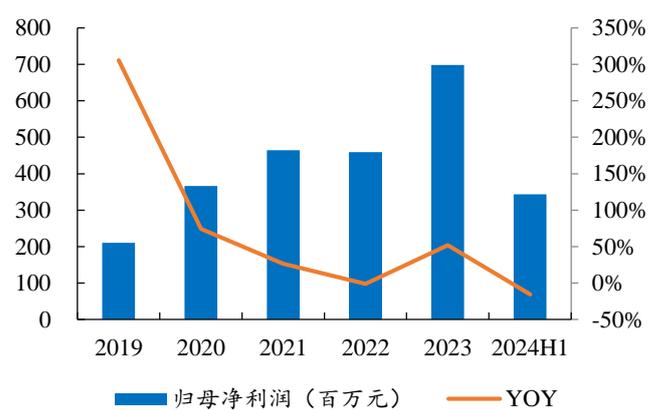
2024H1 公司拟每 10 股派发现金红利 0.7 元 (含税)，派息比例约 30%，2023H1 无中期分红。

图1：2024H1 收入 24.79 亿元 (+0.36%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024H1 归母净利润 3.44 亿元 (-15.60%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品牌：报喜鸟及哈吉斯受商务需求及线下客流承压影响，乐飞叶表现亮眼

(1) **报喜鸟**：2024H1 收入 7.7 亿元，yoy-3.69%，收入占比 32.0%。

产品方面，加强原创面料开发，打造更轻薄、更具功能性的运动西服产品；持续优化生活休闲产品，以适应多场景需求。

品牌方面，继续打造报喜鸟“西服专家”的品牌心智，持续多年举办 318 会员日直播活动，联动瓯绣文化，传播报喜鸟喜文化；开展张若昀巡展活动提升品牌形象助力终端销售；同时，聚焦小红书围绕年轻人的新视角诠释传统文化和婚礼主题。此外，定期开展会员营销活动，加强与会员的联系与互动，增强品牌粘性；加大在美团、抖音、微信等渠道引流投放，提高品牌曝光度，促进销售。

渠道拓展方面，2024H1 持续实施大店计划，升级终端店铺形象，优化渠道结构，关闭形象差、绩效低的店铺，加大重点城市的战略投入，努力提升整体店铺质量。

定制业务方面，加强产品研发，提升质量标准，升级定制培训体系，协同终端提升定制服务工作；加大线上流量投放，实现互联网定制业务快速增长。

(2) **哈吉斯**：2024H1 收入 8.6 亿元，yoy+0.25%，收入占比 35.6%。

产品方面，聚焦通勤、休闲、运动三大场景，升级面料进行产品创新，新推出环保航海系列，采用环保的可持续材料；通过大单品策略进一步提升包鞋等配饰品类的运营效率，实现较快增长。

渠道方面，继续实施大店计划，积极拓展优质加盟商，加快渠道下沉，扩大渠道规模，2024H1 新开 27 家，净增加 10 家；线上严格控制折扣提升毛利率，重大活动品牌排名实现提升，树立较强品牌地位。

品牌建设方面，通过陈都灵、赵又廷明星店长活动、爱宠巴士、GOLF 首届积分邀请赛、户外打卡广告位、巡展等活动助力终端销售；线上联动明星直播、社交平台流量投放、新产品推广等，利用小红书年轻社交属性打造“HAPPYHAZZYS”的生活态度，传递品牌年轻化与品牌美誉度；与钟楚曦、景甜、胡一天等艺人合作，增加品牌曝光度，提升品牌影响。

(3) 宝鸟：2024H1 收入 5.07 亿元，yoy-2.28%，收入占比 21.0%，下降主要系 2024Q2 大单延后出货。

宝鸟深耕战略核心市场，聚焦区域主流客户，做深做透主流客户的细分覆盖。坚持产品领先优势，不断打磨产品设计、面料开发，通过产学研合作等方式促进技术创新，提升产品品质；推进上海智能工厂建设，树立良好品牌市场形象，逐步提升安徽工厂生产效率，推动与外部优质供应商的战略合作，打造高效能的供应链体系。

(4) 恺米切、乐飞叶&TB：2024H1 乐飞叶收入同比+32.20%，恺米切&TB 收入同比-5.94%。

乐飞叶实现快速增长。产品方面，聚焦夹克衫、冲锋衣等核心品类，强化功能性面料运用和升级，融合科技环保材料，增加年轻化时尚化产品开发，满足消费者个性化、品质化的需求。渠道方面，以开拓高质量店铺为核心，加强线下渠道布局，新店有效性提升；线上严格控制折扣，加快货品消化，运营效率提升。品牌推广方面，邀请旅行体验官王小猴儿、品牌好友 Andy 拍摄品牌新品，与瞿颖、蒋勤勤、张云龙等明星合作提高曝光度；稳定扩大店铺小红书矩阵，重视内容输出品质，提升品牌影响力，线下推出无痕户外、每月一山、私享徒步、骑行系列等主题的户外活动，吸引新客户并有效传达品牌价值观。运营方面，以提升单店业绩为增量目标，重点加强会员体系建设，通过优化终端激励方案、个性化的培训机制，提高运营效率。

恺米切集中一二线城市购物中心及精品百货进行渠道拓展，进驻当地核心商圈，新开店 17 家。产品方面，延续 ReTech 睿科技系列、ClassiCo 经典棉系列、PRIME 鸟菲兹系列并升级面料成分及工艺，提高舒适度；新增适量女装开发，丰富产品结构。品牌方面，坚持国际品牌定位和调性，开展主题巡展，提升品牌视觉形象，举办“2024 秋冬时空游猎”大秀，展现恺米切最新 2024 秋冬系列及 Marangoni 联名系列，通过小红书、自媒体、抖音等不同渠道进行差异化推广，提升品牌形象。运营方面，加快供应链反应速度和效率，推广会员纳新活动及扩大异业合作。

1.2、分渠道：加盟收入增长，电商退货率提升

直营：2024H1 收入 10.1 亿元，yoy-3.28%，收入占比 41.76%。

加盟：2024H1 收入 3.6 亿元，yoy+7.39%，收入占比 14.77%。

团购：2024H1 收入 5.4 亿元，yoy-1.70%，收入占比 22.33%。

电商：2024H1 收入 3.8 亿元，yoy-2.34%，收入占比 15.77%，电商退货率 51%，较 2023H1 的 39% 显著提升。

2、渠道：2024H1 持续优化渠道，哈吉斯直营开店驱动

截至 2024H1，集团总门店同比+102 家至 1772 家，环比+11 家（环比为较 2023 年底相比，下同），其中直营 816 家，同比/环比+70/+23 家，加盟 956 家，同比/环比+32/-12 家。

报喜鸟：截至 2024 年 6 月，门店同比+22 家至 807 家（+2.8%），较 2023 年底环比-10 家，其中直营 229 家，同比/环比+10/-3 家；加盟 578 家，同比/环比+12/-7 家，直营门店占比较 2023 年底基本持平。2024H1 平均门店面积较 2023 年底的 209.55 平方米进一步提至 210.78 平方米，大店策略推进。

哈吉斯：截至 2024 年 6 月，门店同比+36 家至 467 家（+8.4%），较 2023 年底环比+10 家，其中直营 335 家，同比/环比+15/+8 家；加盟 132 家，同比/环比+21/+2 家。2024H1 新开 27 家中加盟 11 家，直营门店占比 72%。

图3：2024H1 哈吉斯单店面积进一步提升至 128.69 平

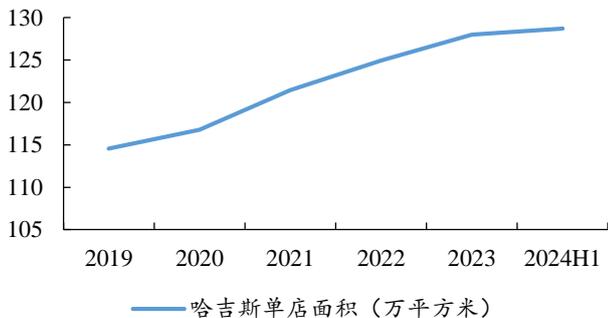
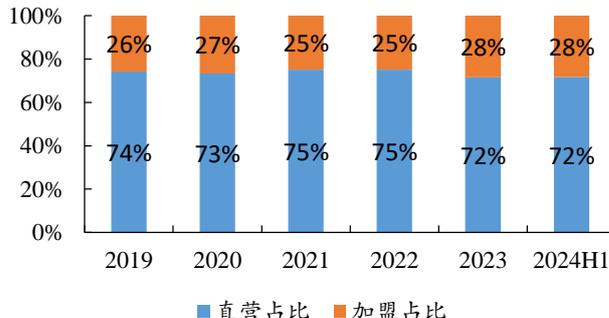


图4：2024H1 哈吉斯直营门店数量占比 72%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

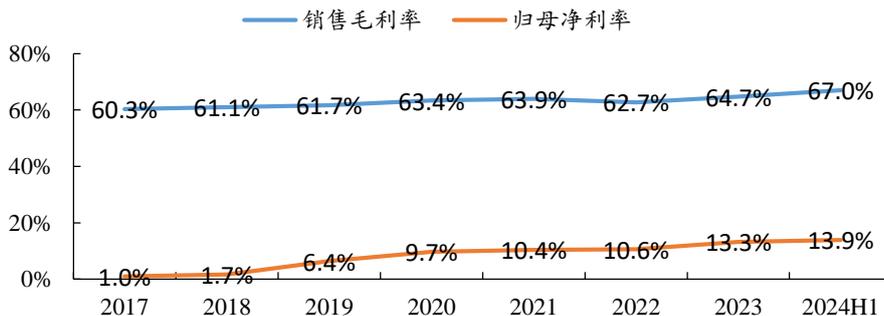
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、各渠道毛利率提升，经营现金流承压

3.1、盈利能力：各渠道毛利率提升，Q2 盈利能力受销售费用影响

(1) **毛利率：**2024H1 毛利率 67.0% (+1.5pct)，分渠道看：直营毛利率 78.42%，yoy+1.36pct；加盟毛利率 69.78%，yoy+3.37pct；团购毛利率 48.61%，yoy+1.03pct；电商毛利率 73.39%，yoy+3.34pct。

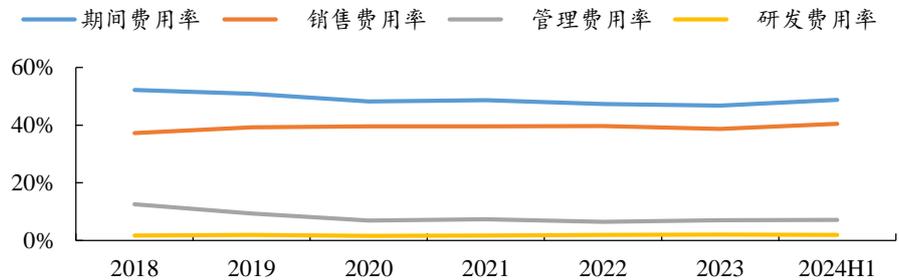
图5：公司 2024H1 毛利率 67.0% (+1.5pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **费用端**: 2024H1 期间费用率 48.7% (+2.6pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.9/+0.3/持平/-0.5pct, 销售费用率上升主要系业务招待费及广告宣传费增加, 财务费用率上升较多主要系银行定期存款同比增加, 导致利息收入增加。

图6: 2024H1 期间费用率 48.7% (+2.6pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) **资产减值损失**: 2024H1 资产减值损失 0.31 亿元, yoy-7.18%, 占收入比+0.1pct。

(4) **归母净利率**: 2024H1 归母净利率 13.9% (-2.6pct), 2024Q1/Q2 归母净利率分别为 18.5%/8.3%, 同比下降 1.3/4.6pct, 扣非归母净利率 17.4%/6.1%, 同比+0.3/-4.3pct, 2024Q2 盈利能力下滑主要系销售费用率同比+5pct。

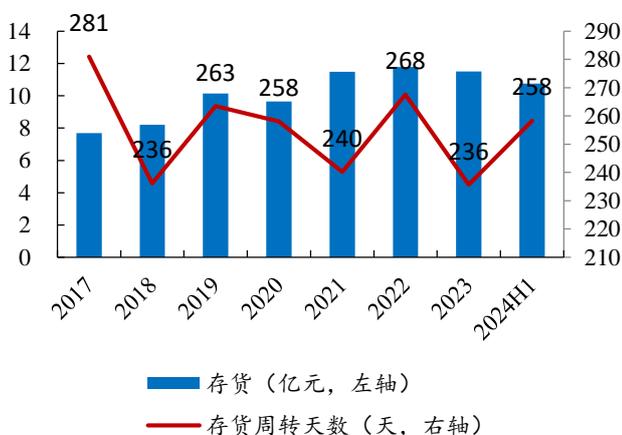
3.2、营运能力: 存货周转天数略有上升, 经营性现金流净额承压

(1) **存货**: 截至 2024H1, 公司存货规模为 10.75 亿元, 同比-1.0%, 存货周转天数 258 天, 同比+7 天。

(2) **应收账款**: 截至 2024H1, 应收账款为 6.54 亿元 (-7.3%), 平均应收账款周转天数同比-1 天至 47 天。

(3) **经营性现金流**: 截至 2024H1, 经营性现金流净额为 1.4 亿元 (-59.05%), 公司主营业务销售回款虽有增加, 但政府补助减少且支付的货品采购款、上年度员工奖金、终端渠道拓展及运营费用、税费缴纳等均同比增长所致。

图7: 2024H1 存货周转天数 258 天, 同比+7 天



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2024H1 平均应收账款周转天数 47 天, 同比-1 天



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

2024H1 报喜鸟及哈吉斯品牌受商务需求及线下客流承压影响，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 6.4/7.3/8.1 亿元（原为 8.0/9.1/10.2 亿元），对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 为 8.9/7.8/7.0 倍，公司增加中期分红，派息比例约 30%，看好哈吉斯品牌多品类多系列发展、品牌势能提升，维持“买入”评级。

5、风险提示

主品牌年轻化、渠道突破不及预期，哈吉斯渠道拓展不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn