

报喜鸟 (002154)

证券研究报告

2024年08月19日

零售承压，乐飞叶表现突出

公司发布半年报

24Q2 收入 11.3 亿同减 4.6%，归母 0.9 亿同减 38%，扣非后 0.7 亿同减 44%；24H1 收入 24.8 亿同增 0.4%，归母 3.4 亿同减 15.6%，扣非后 3 亿同减 11.5%。24H1 零售较预期疲软，叠加天气和高基数，整体承压，公司通过严格控制终端折扣、拓展渠道并升级渠道结构、加强品牌推广等方式积极应对对外部环境影响，实现营收正增长；公司加大市场开拓、品牌推广投入及人力成本增加导致营销费用增加，且收到政府补助及投资收益减少。

公司拟每 10 股派发现金红利 0.7 元(含税)，共计派发约 1 亿；分红率约 30%；

收入分品牌看，24H1 报喜鸟收入 7.7 亿，同减 3.7%，占总 31%；哈吉斯 8.6 亿，同增 0.3%，占比 35%；乐飞叶 1.5 亿，同增 32%，占比 6%；宝鸟 5.1 亿，同减 2%，占 20%；恺米切&TB 实现 0.9 亿，同减 6%，占 4%。

从门店数看，截止 24H1 公司共 1772 家环比 23 年底净增 11 家，其中直营 816；分品牌看报喜鸟共 807 家其中直营 229 家，哈吉斯 467 家，其中直营 335 家，加盟 132 家环增 2 家；乐飞叶 80 家，其中直营 78 家环增 5 家。

收入分渠道看，线上 3.8 亿，同减 2%，占 15%；直营 10.1 亿，同减 3%，占 41%；加盟 3.6 亿，同增 7%，占 14%；团购 5.4 亿，同减 2%，占 22%。

24H1 公司毛利率 66.99%，同增 1.5pct；归母净利率 13.87%，同减 2.6pct。

哈吉斯持续围绕“产品力、品牌力、渠道力、运营力”实施经营计划

24H1 哈吉斯稳健发展，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。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，上半年净增 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。运营方面，围绕人、货、场实现高效衔接的数字化项目建设，打造标准化运营管理体系；加强全渠道会员管理。

乐飞叶聚焦核心品类产品，提升渠道效能与运营效率

24H1 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。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。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于 24H1 收入业绩表现，我们下调盈利预测，预计 24-26 年 EPS 分别为 0.45/0.53/0.60 元/股（原值为 0.56/0.65/0.75 元/股），对应 PE 为 8/7/6X。

风险提示：宏观经济增速和社会消费景气度不及预期；品牌渠道拓展和终端销售不及预期；行业竞争加剧等。

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	3.67 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,459.33
流通 A 股股本(百万股)	1,179.77
A 股总市值(百万元)	5,355.75
流通 A 股市值(百万元)	4,329.77
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	32.22
一年内最高/最低(元)	6.94/3.63

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

- 《报喜鸟-季报点评:看好多品牌矩阵发展》 2024-05-07
- 《报喜鸟-年报点评报告:实现高质量发展》 2024-04-14
- 《报喜鸟-公司点评:23Q4 归母预计高增，渠道持续稳健拓展》 2024-01-28

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,312.76	5,253.63	5,264.13	5,758.96	6,467.31
增长率(%)	(3.11)	21.82	0.20	9.40	12.30
EBITDA(百万元)	893.46	1,161.00	1,058.99	1,204.29	1,346.56
归属母公司净利润(百万元)	458.77	697.85	662.73	767.82	872.89
增长率(%)	(1.20)	52.11	(5.03)	15.86	13.68
EPS(元/股)	0.31	0.48	0.45	0.53	0.60
市盈率(P/E)	11.67	7.67	8.08	6.98	6.14
市净率(P/B)	1.36	1.23	1.24	1.22	1.18
市销率(P/S)	1.24	1.02	1.02	0.93	0.83
EV/EBITDA	4.09	4.88	2.94	2.29	2.46

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,442.60	1,891.21	1,214.72	1,630.51	1,088.17
应收票据及应收账款	618.69	661.08	694.29	478.72	838.57
预付账款	46.81	51.63	73.77	56.68	81.36
存货	1,179.02	1,151.16	1,326.74	1,360.76	1,561.42
其他	339.72	747.11	743.78	819.03	762.42
流动资产合计	3,626.83	4,502.19	4,053.30	4,345.70	4,331.93
长期股权投资	236.82	233.69	233.69	233.69	233.69
固定资产	417.84	466.41	401.46	336.51	271.56
在建工程	140.78	457.60	609.89	796.45	1,015.00
无形资产	224.33	236.42	216.54	196.66	176.78
其他	1,303.58	1,101.90	1,020.27	978.00	978.05
非流动资产合计	2,323.34	2,496.02	2,481.84	2,541.30	2,675.07
资产总计	5,990.46	7,055.13	6,535.14	6,887.00	7,007.01
短期借款	277.63	549.36	220.00	230.00	220.00
应付票据及应付账款	530.21	669.93	471.24	797.59	598.14
其他	700.25	889.89	1,268.38	1,236.16	1,405.38
流动负债合计	1,508.09	2,109.18	1,959.62	2,263.76	2,223.52
长期借款	45.55	47.43	46.00	46.00	46.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.11	60.71	67.68	64.16	64.18
非流动负债合计	109.65	108.13	113.68	110.16	110.18
负债合计	1,941.64	2,584.80	2,073.30	2,373.92	2,333.70
少数股东权益	113.98	128.99	128.67	130.65	136.95
股本	1,459.33	1,459.33	1,459.33	1,459.33	1,459.33
资本公积	769.35	769.87	769.87	769.87	769.87
留存收益	1,705.99	2,111.98	2,103.80	2,153.07	2,306.99
其他	0.17	0.16	0.16	0.16	0.16
股东权益合计	4,048.82	4,470.33	4,461.84	4,513.08	4,673.31
负债和股东权益总计	5,990.46	7,055.13	6,535.14	6,887.00	7,007.01

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	476.05	728.89	662.73	767.82	872.89
折旧摊销	149.63	147.74	84.83	84.83	84.83
财务费用	7.74	8.45	(37.18)	(25.60)	(15.00)
投资损失	(12.88)	(21.71)	(17.96)	(17.51)	(19.06)
营运资金变动	(481.17)	195.39	(227.74)	449.36	(568.23)
其它	375.94	94.87	25.29	30.78	35.71
经营活动现金流	515.31	1,153.64	489.98	1,289.67	391.14
资本支出	231.55	458.69	145.32	190.07	218.54
长期投资	(11.50)	(3.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(708.46)	(1,120.33)	(279.65)	(359.12)	(418.03)
投资活动现金流	(488.41)	(664.77)	(134.33)	(169.05)	(199.50)
债权融资	275.99	386.76	(335.63)	42.52	14.39
股权融资	(583.20)	(364.31)	(696.51)	(747.36)	(748.37)
其他	(224.85)	(104.13)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(532.06)	(81.68)	(1,032.14)	(704.84)	(733.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(505.16)	407.19	(676.49)	415.79	(542.34)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,312.76	5,253.63	5,264.13	5,758.96	6,467.31
营业成本	1,607.09	1,854.12	1,848.24	1,992.60	2,221.52
营业税金及附加	36.69	47.21	45.80	48.95	55.62
销售费用	1,711.18	2,031.29	2,079.33	2,245.99	2,522.25
管理费用	279.10	370.39	334.27	362.81	407.44
研发费用	83.30	108.57	78.96	86.38	97.01
财务费用	(33.43)	(49.85)	(37.18)	(25.60)	(15.00)
资产/信用减值损失	(146.52)	(128.19)	(90.58)	(91.76)	(90.97)
公允价值变动收益	(18.73)	(9.08)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.88	21.71	17.96	17.51	19.06
其他	177.69	117.60	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	603.52	889.86	842.09	973.57	1,106.56
营业外收入	13.81	14.77	13.83	14.14	14.25
营业外支出	10.57	6.10	12.96	9.87	9.64
利润总额	606.77	898.54	842.96	977.84	1,111.16
所得税	130.72	169.64	154.94	179.24	202.56
净利润	476.05	728.89	688.02	798.60	908.60
少数股东损益	17.27	31.04	25.29	30.78	35.71
归属于母公司净利润	458.77	697.85	662.73	767.82	872.89
每股收益(元)	0.31	0.48	0.45	0.53	0.60

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-3.11%	21.82%	0.20%	9.40%	12.30%
营业利润	-3.46%	47.44%	-5.37%	15.61%	13.66%
归属于母公司净利润	-1.20%	52.11%	-5.03%	15.86%	13.68%
获利能力					
毛利率	62.74%	64.71%	64.89%	65.40%	65.65%
净利率	10.64%	13.28%	12.59%	13.33%	13.50%
ROE	11.66%	16.07%	15.29%	17.52%	19.24%
ROIC	36.86%	43.17%	38.32%	37.02%	49.98%
偿债能力					
资产负债率	32.41%	36.64%	31.73%	34.47%	33.31%
净负债率	-26.06%	-26.10%	-19.34%	-27.96%	-15.41%
流动比率	2.00	1.84	2.07	1.92	1.95
速动比率	1.36	1.38	1.39	1.32	1.25
营运能力					
应收账款周转率	7.23	8.21	7.77	9.82	9.82
存货周转率	3.70	4.51	4.25	4.29	4.43
总资产周转率	0.71	0.81	0.77	0.86	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.48	0.45	0.53	0.60
每股经营现金流	0.35	0.79	0.34	0.88	0.27
每股净资产	2.70	2.97	2.97	3.00	3.11
估值比率					
市盈率	11.67	7.67	8.08	6.98	6.14
市净率	1.36	1.23	1.24	1.22	1.18
EV/EBITDA	4.09	4.88	2.94	2.29	2.46
EV/EBIT	4.53	5.24	3.20	2.46	2.62

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