

2025 年 02 月 19 日

报喜鸟 (002154. SZ)

投资评级：买入（首次）

——核心品牌增长稳固，新品牌打开长期增长空间

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

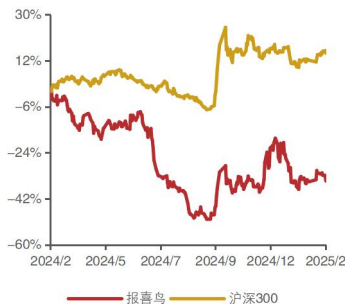
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 18 日

收盘价（元）	4.16
一年内最高/最低（元）	6.90/3.12
总市值（百万元）	6,070.83
流通市值（百万元）	4,907.86
总股本（百万股）	1,459.33
资产负债率（%）	32.03
每股净资产（元/股）	2.94

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **公司深耕服装主业，多品牌运营成功高效。**报喜鸟控股成立于 2001 年，业务范围涵盖服装研发、生产及销售环节，产品覆盖西装、衬衫、夹克、羊毛衫及羽绒服等较多品类。公司坚持“一主一副、一纵一横”的发展战略，服装主业坚持多品牌运营，兼具报喜鸟、HAZZYS、宝鸟等成熟品牌，以及 LAFUMA、恺米切等快速发展品牌，各具特色的品牌组成了良好的品牌矩阵。被授权品牌方面，HAZZYS 与 LAFUMA 独家授权期限分别截至 2031/2026 年底，具备长期经营品牌的先决条件。
- **报喜鸟及 HAZZYS 为公司核心品牌，合计营收占比近七成。**公司核心品牌为报喜鸟及 HAZZYS，截至 24H1，报喜鸟及 HAZZYS 营收占比分别为 32.02%/35.58%，合计营收占比为 67.60%，为公司主要营收来源。从营收占比角度看，近年 HAZZYS 不断发展，24H1 营收占比较 2018 年增长 6.44pct，逐步取代报喜鸟成为公司营收最大单一品牌；此外，宝鸟亦有较快发展，24H1 营收占比增至 20.97%，较 2018 年增长 3.82pct。从渠道数量角度看，报喜鸟渠道数量相对稳定，HAZZYS 近年快速发展下渠道数量增长趋势明显。
- **分渠道看，直营渠道占比稳中有升，各渠道毛利整体呈增长趋势。**据公司公告，截至 24H1，公司直营渠道营收占比达 42%，较此前稳中有升，营收占比持续领先公司其他渠道，且近年伴随公共卫生等事件影响逐步褪去，直营毛利率重新回到 78% 以上；此外，公司其他渠道毛利率均有上升趋势，其中，24H1 加盟及电商渠道毛利率分别达 69.78%/73.39%。
- **盈利预测与评级：**公司深耕男装主业多年基本盘稳固，多品牌运营拓宽覆盖客群助力公司稳健发展，其中，报喜鸟及 HAZZYS 有望维持稳步增长，为公司核心增长驱动，LAFUMA、恺米切等品牌有望为公司长期发展打开增长空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 5.75 亿元/6.61 亿元/7.38 亿元，同比分别增长 -17.62%/15.02%/11.58%。我们选择与公司同属男装赛道的九牧王及比音勒芬为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在男装赛道的多品牌运营竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**消费者消费意愿修复不及预期风险，新品牌新产品发展不及预期风险，渠道扩张速度不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,313	5,254	5,194	5,656	6,260
同比增长率（%）	-3.11%	21.82%	-1.14%	8.91%	10.68%
归母净利润（百万元）	459	698	575	661	738
同比增长率（%）	-1.20%	52.11%	-17.62%	15.02%	11.58%
每股收益（元/股）	0.31	0.48	0.39	0.45	0.51
ROE（%）	11.66%	16.07%	12.50%	13.50%	14.21%
市盈率（P/E）	13.23	8.70	10.56	9.18	8.23

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司深耕男装主业多年基本盘稳固，多品牌运营拓宽覆盖客群助力公司稳健发展，其中，报喜鸟及 HAZZYS 有望维持稳步增长，为公司核心增长驱动，LAFUMA、恺米切等品牌有望为公司长期发展打开增长空间。我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别 5.75 亿元/6.61 亿元/7.38 亿元，同比分别增长–17.62%/15.02%/11.58%。我们选择与公司同属男装赛道的九牧王及比音勒芬为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在男装赛道的多品牌运营竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 销售费用率，公司深耕男装赛道，近期因公司应对市场环境变化加大品牌推广及直营市场开拓力度导致销售费率有所提升，但预计各业务发展平稳后销售费率有改善预期，因此预计 2024–2026 公司销售费用率分别为 39.80%、39.50%、39.40%；
- 2) 管理费用率，公司通过科技赋能数字管理体系，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2024–2026 管理费用率分别为 7.20%、6.80%、6.70%。

投资逻辑要点

- 1) 核心品牌：公司深耕男装主业多年基本盘稳固，依靠核心品牌报喜鸟及 HAZZYS 长期稳定发展，在核心品牌仍具备品牌力及店效提升空间的情况下主业营收有望维持增长趋势；
- 2) 其他品牌：公司持续培育其他品牌以拓宽覆盖客群范围，从户外产品到经典男装均有布局，预期收购品牌有望助公司布局高功能性户外赛道，打开公司长期发展空间。

核心风险提示

消费者消费意愿修复不及预期风险，新品牌新产品发展不及预期风险，渠道扩张速度不及预期风险。

内容目录

1. 深耕服装主业，多品牌运营助公司平稳发展	5
2. 多品牌运营营收稳增，渠道发展助公司毛利上行	9
3. 盈利预测与评级	11
3.1. 核心假设与盈利预期	11
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	12
4. 风险提示	13

图表目录

图表 1： 公司旗下各品牌建设情况（截至 2023 年年报）	5
图表 2： 24H1HAZZYS 营收占比增至 35.58%	6
图表 3： 24H1 报喜鸟及 HAZZYS 营收占比 67.60%	6
图表 4： HAZZYS 近年渠道数量增速明显	6
图表 5： 报喜鸟店均面积自 2019 年后呈增长趋势	7
图表 6： 2023 年报喜鸟单店店效达 211.69 万元/年	7
图表 7： 2023 年报喜鸟坪效达 1.01 万元/平方米	7
图表 8： HAZZYS 店均面积呈增长趋势	8
图表 9： 2023 年 HAZZYS 单店店效达 384.68 万元/年	8
图表 10： 2023 年 HAZZYS 年均坪效达 3.01 万元/平方米	8
图表 11： LAFUMA 近期注重年轻化时尚化的产品开发	9
图表 12： 恺米切集中于高线城市核心商圈拓展渠道	9
图表 13： 2019-2023 公司营收 CAGR 为 12.56%	9
图表 14： 2019-2023 公司毛利 CAGR 为 13.91%	9
图表 15： 2019-2023 公司归母净利 CAGR 为 35%	10
图表 16： 24Q1-Q3 公司管理费用率为 7.64%	10
图表 17： 24Q1-Q3 存货周转天数增至 288 天	10
图表 18： 24H1 公司直营渠道营收占比为 42%	11
图表 19： 公司各渠道毛利率整体上行	11
图表 20： 24H1 公司整体线下店铺达 1772 家	11
图表 21： 近年公司直营门店店均面积逐步提升	11
图表 22： 报喜鸟重点费率预测	12
图表 23： 报喜鸟简易预测利润表（金额单位：亿元）	12
图表 24： 可比公司估值表	12

1. 深耕服装主业，多品牌运营助公司平稳发展

公司深耕服装主业，多品牌运营成功高效。报喜鸟控股成立于2001年，业务范围涵盖服装研发、生产及销售环节，产品覆盖西装、衬衫、夹克、羊毛衫及羽绒服等较多品类。公司坚持“一主一副、一纵一横”的发展战略，服装主业坚持多品牌运营，兼具报喜鸟、HAZZYS、宝鸟等成熟品牌，及LAFUMA、恺米切等快速发展品牌，各具特色的品牌组成了良好的品牌矩阵。被授权品牌中，HAZZYS与LAFUMA独家授权期限分别截至2031/2026年底，公司具备长期经营品牌的先决条件。

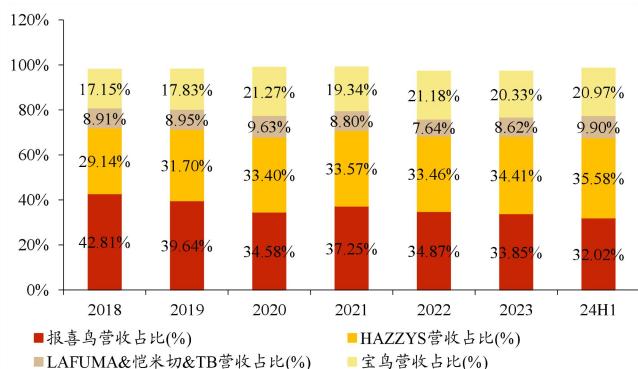
图表1：公司旗下各品牌建设情况（截至2023年年报）

品牌名称	主要产品类型	目标客群	主要产品价格带	主销区域	城市级别
自有品牌					
报喜鸟	中高档商务男装	30-50岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士	西服：3000-5000元/套	全国	1-5线城市
恺米切	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	30-45岁的中产阶层、商务人士	1199-1599元/件	全国	1-3线城市
宝鸟	职业装团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织	西服：1000-2000元/套 衬衫：150-400元/件	全国	1-5线城市
所罗	专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士	西服：3980-5800元/套	全国	1-5线城市
亨利格兰	中高档英伦高尔夫风男装	30-40岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的男士	外套 1500-4000元/件；内搭 500-3000元/件	华东、东北	3-4线城市
东博利尼	意大利轻奢品牌	30-45岁追求精致生活的中产阶层人士	单西：2980-5980元/件 裤子：1680-2480元/条 衬衫：1180-1680元/件	西南、中南、华东	1-2线城市
合作品牌					
衣俪特	高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织	秋冬款：500-800元/套 春夏款：300-350元/套	东北/华北/华东/西北	1-3线城市
被授权品牌					
HAZZYS	中高档英伦风格男装、女装品牌	25-40岁时尚、品味的都市精英	800-7000元/件	全国	1-3线城市
LAFUMA	户外休闲品牌	30-50岁户外休闲爱好者	外套：999-5299元/件、内搭：499-1199元/件	东北/华北/华东/西北	1-3线城市

资料来源：公司公告，华源证券研究所

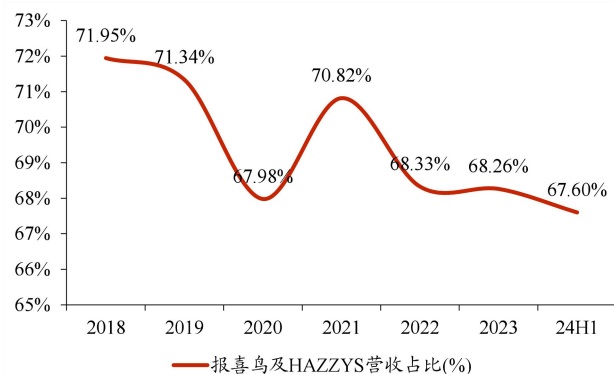
报喜鸟及 HAZZYS 为公司核心品牌，合计营收占比近七成。公司核心品牌为报喜鸟及 HAZZYS，截至 24H1，报喜鸟及 HAZZYS 营收占比分别为 32.02%/35.58%，合计营收占比为 67.60%，为公司主要营收来源。从营收占比角度看，近年 HAZZYS 不断发展，24H1 营收占比较 2018 年增长 6.44pct，逐步取代报喜鸟成为公司营收最大单一品牌；此外，宝鸟亦有较快发展，24H1 营收占比增至 20.97%，较 2018 年增长 3.82pct。从渠道数量角度看，报喜鸟渠道数量相对稳定，HAZZYS 近年快速发展下渠道数量增长趋势明显，此外，LAFUMA、恺米切等处于快速发展阶段的品牌 22 年以来渠道数量亦有增长趋势。

图表 2：24H1HAZZYS 营收占比增至 35.58%



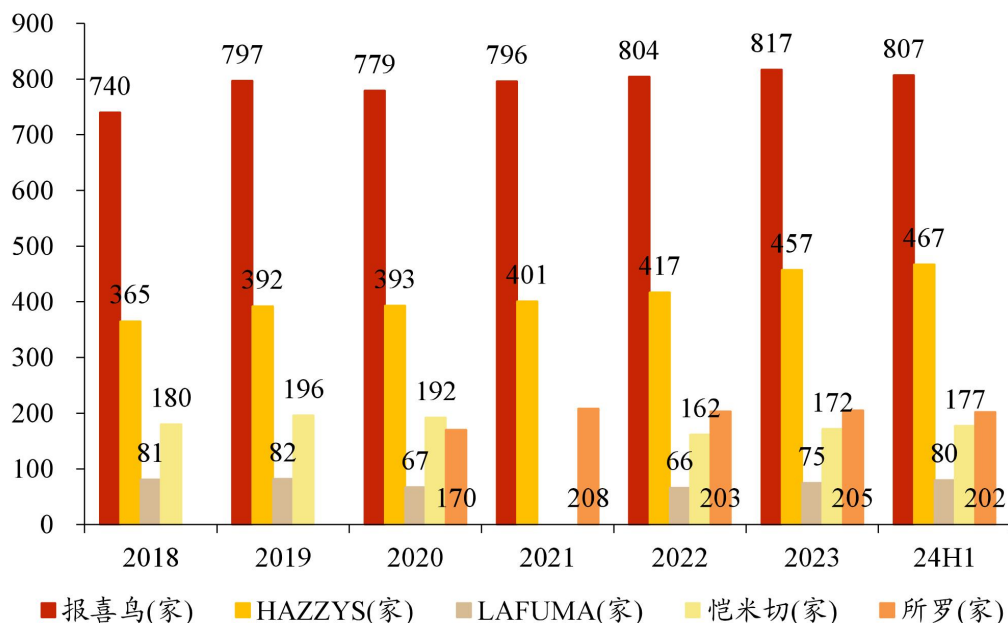
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 3：24H1 报喜鸟及 HAZZYS 营收占比 67.60%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 4：HAZZYS 近年渠道数量增速明显

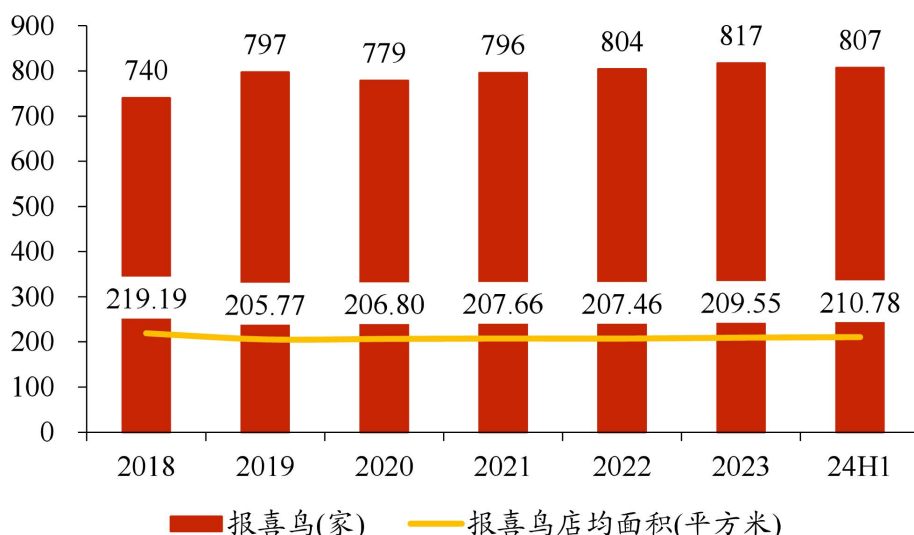


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

坚持西装第一品牌战略，报喜鸟产品及渠道不断升级。公司坚持主品牌报喜鸟的西装第一品牌战略，坚持“西服做全做宽，休闲做准做精”的原则，通过不断升级产品及渠道提升

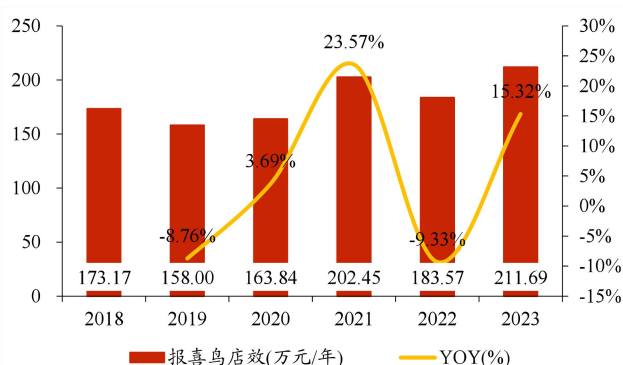
品牌形象。从产品端看，据公司公告，公司不断加强原创面料研发升级，以打造更轻薄、更具功能性的西装产品，同时，持续优化休闲产品线，拓宽品牌旗下产品覆盖的终端应用场景；从渠道端看，据公司公告，公司近年持续升级终端渠道，开新店、关闭低效店，自 2019 年后店均面积持续增长，24H1 报喜鸟品牌的店均面积增至 210.78 平方米，且从经营效率看，报喜鸟单店店效及坪效均呈上升趋势，截至 2023 年单店店效及坪效分别为 211.69 万元/年、1.01 万元/平方米，均为自 2018 年以来新高。

图表 5：报喜鸟店均面积自 2019 年后呈增长趋势



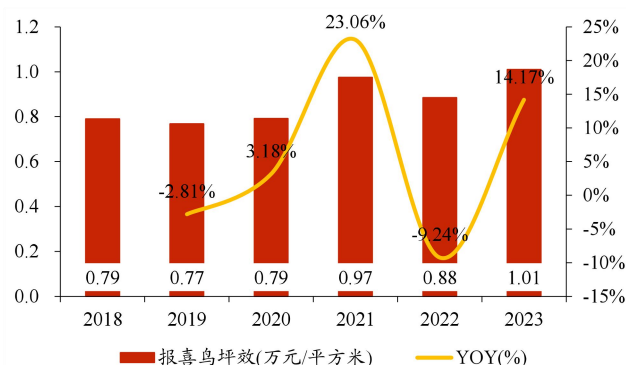
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 6：2023 年报喜鸟单店店效达 211.69 万元/年



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 7：2023 年报喜鸟坪效达 1.01 万元/平方米

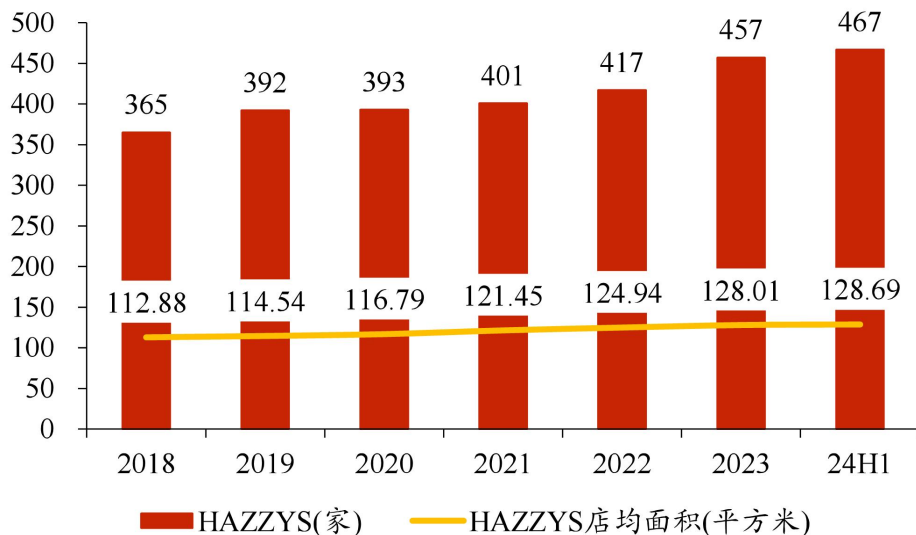


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

聚焦通勤、休闲及运动三大场景，HAZZYS 经营基本面不断提升。据公司公告，HAZZYS 持续围绕产品力、品牌力、渠道力、运营力等方面规划发展，近年取得长足进步，推动品牌经营面不断提升。产品端，品牌围绕通勤、休闲及运动三大场景不断升级面料并开发产品，并通过大单品策略进一步提升包、鞋履及配饰等品类的运营效率；渠道端，公司持续拓展渠道数量，截至 24H1 HAZZYS 线下店铺增至 467 家，店均面积增至 128.69 平方米，坚持履行公司开新店、拓展优质加盟商的计划，同时，品牌运营效率在规模化及数字化发展下不断

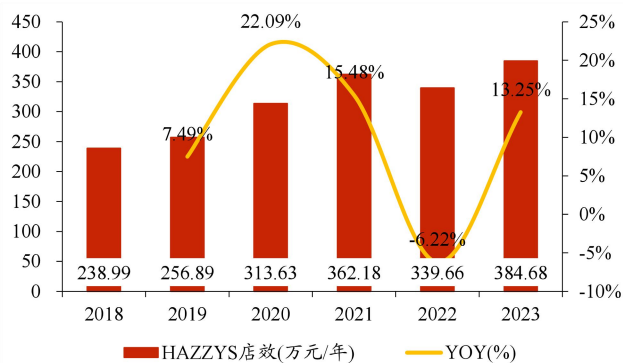
提升，截至 2023 年底，HAZZYS 单店店效及坪效分别为 384.68 万元/年、3.01 万元/平方米，均为自 2018 年以来新高；品牌端，据公司公告，HAZZYS 通过明星活动、线上投流等方式传递品牌年轻化及美誉度等信息，持续提升品牌形象。

图表 8：HAZZYS 店均面积呈增长趋势



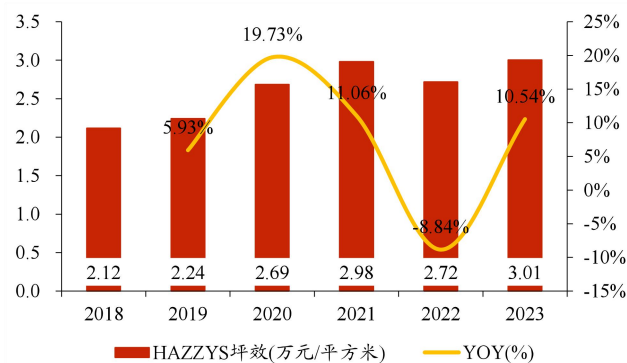
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 9：2023 年 HAZZYS 单店店效达 384.68 万元/年



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 10：2023 年 HAZZYS 年均坪效达 3.01 万元/平方米



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

其他品牌中多个具备快速发展潜力，有望为公司打开长期增长空间。除核心品牌报喜鸟及 HAZZYS 外，公司也在运营 LAFUMA、恺米切等多个品牌。以 LAFUMA 为例，据 24 年中报，LAFUMA 受户外运动行业快速发展影响，营收同比增长 32.2%，产品端，通过聚焦夹克衫、冲锋衣等品类，不断强化功能性面料的运用及升级，并融合环保元素，不断提升产品在该品牌目标客群心中的竞争力。其他品牌方面，公司均根据其所在赛道，从提升品牌力及渠道力角度出发制定适宜的发展策略，有望为公司打开长期增长空间。此外，公司仍在积极拓展新品牌，据华丽志公众号，报喜鸟已于 2024 年 12 月收购了 Woolrich 在欧洲以外所有地区的知识产权，并将签订为其五年的品牌采购及咨询协议，Woolrich 为国际知名户外服装品牌，此收购有望助公司覆盖并拓展高功能性户外赛道的客群。

图表 11: LAFUMA 近期注重年轻化时尚化的产品开发



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 12: 恺米切集中于高线城市核心商圈拓展渠道

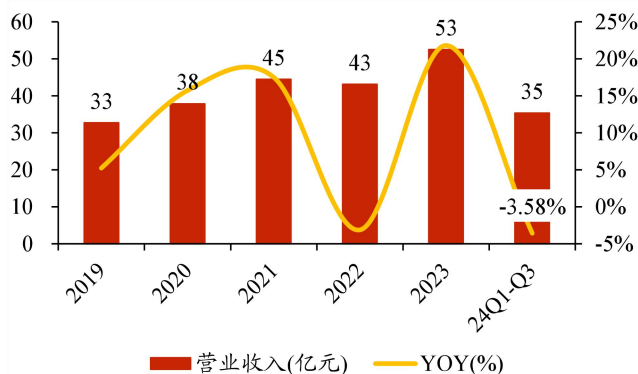


资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

2. 多品牌运营营收稳增，渠道发展助公司毛利上行

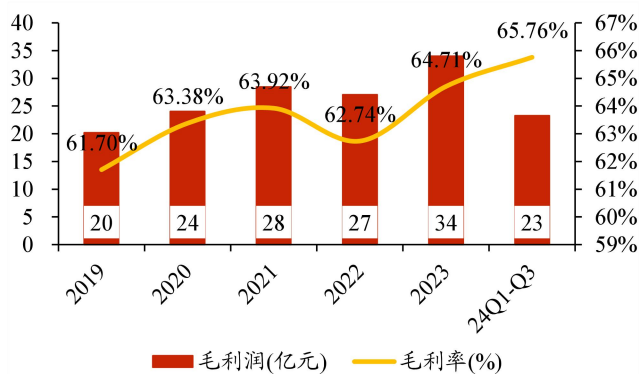
服装主业多品牌运营，营收及利润不断增厚。公司服装主业多品牌运营，集研发、生产、销售为一体，旗下包含报喜鸟、HAZZYS、宝鸟等多个品牌。24Q1-Q3 公司营收/毛利分别为 35.36 亿元/23.25 亿元，同比分别-3.58%/-1.85%；2019-2023 公司营收/毛利 CAGR 分别为 12.56%/13.91%，营收及毛利持续增厚。24Q1-Q3 公司毛利率较 2019 增长 4.06pct 至 65.76%。**整体看，公司盈利能力向好，近年来毛利率呈增长趋势。**

图表 13: 2019-2023 公司营收 CAGR 为 12.56%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

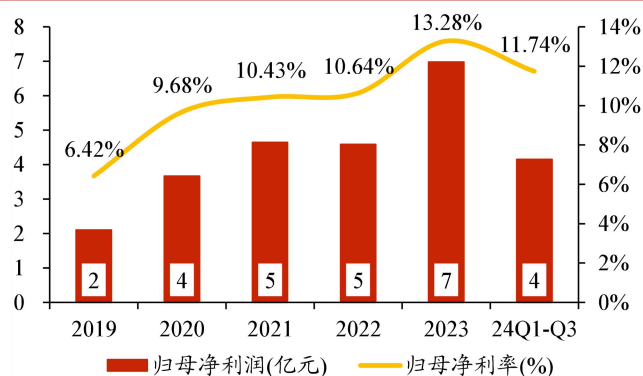
图表 14: 2019-2023 公司毛利 CAGR 为 13.91%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

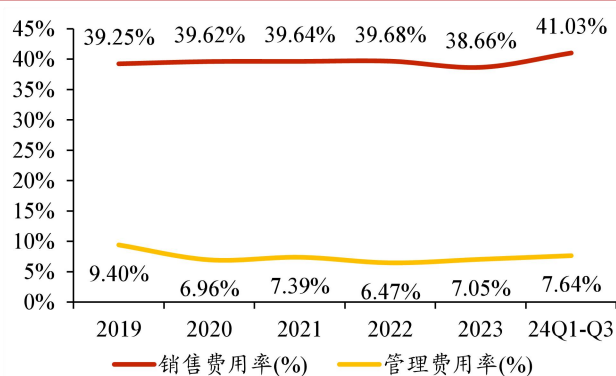
近年，公司归母净利率呈上升趋势。公司坚持“成长优先、利润导向”的发展策略，加强品牌创新、严控品牌折扣、推动直营渠道发展，利润持续增长。24Q1-Q3 销售费率增至 41.03%，系期间公司加大品牌推广及直营市场开拓力度，对归母净利润造成一定影响。2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 35%，24Q1-Q3 归母净利率 11.74%，2019-2023 年呈增长趋势。

图表 15: 2019-2023 公司归母净利润 CAGR 为 35%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

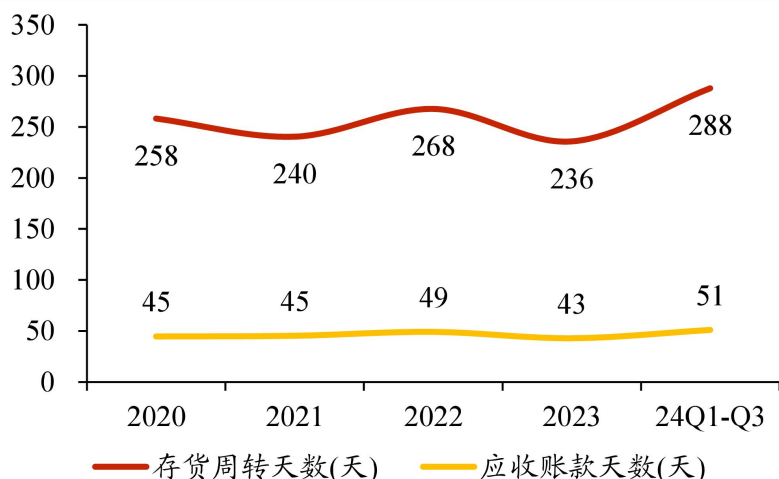
图表 16: 24Q1-Q3 公司管理费用率为 7.64%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

存货周转天数近年小幅上涨。伴随前期公共卫生事件及近期消费修复节奏影响, 存货周转天数呈波动态势, 24Q1-Q3 增至 288 天左右; 24Q1-Q3 应收账款周转天数较 2020 年增加 6 天至 51 天左右。未来, 公司经营效率有望在线下消费场景修复、品牌运营更成熟及渠道发展的推动下逐步改善, 库存问题有望得到解决。

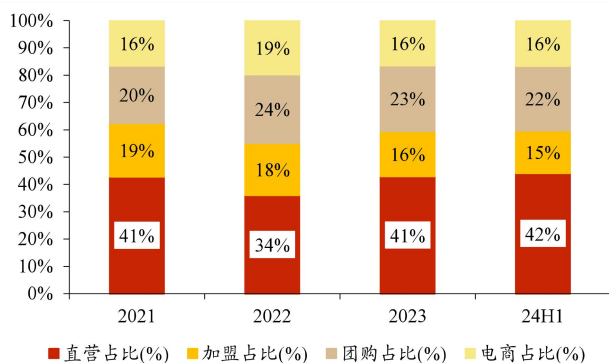
图表 17: 24Q1-Q3 存货周转天数增至 288 天



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

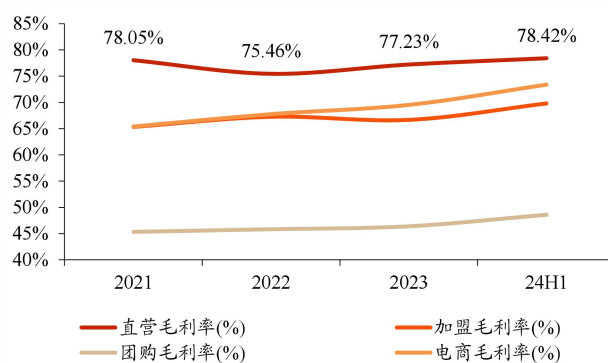
分渠道看, 直营渠道占比稳中有升, 各渠道毛利整体呈增长趋势。据公司公告, 截至 24H1, 公司直营渠道营收占比达 42%, 较此前稳中有升, 营收占比持续领先公司其他渠道, 且近年伴随公共卫生等事件影响逐步褪去, 直营毛利率重新回到 78% 以上; 此外, 公司其他渠道毛利率均有上升趋势, 其中, 24H1 加盟及电商渠道毛利率分别达 69.78%/73.39%。公司各渠道毛利率均有提升趋势, 驱动公司整体毛利稳步增长。

图表 18：24H1 公司直营渠道营收占比为 42%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

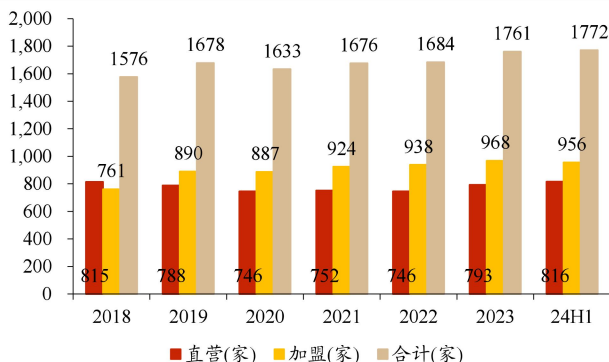
图表 19：公司各渠道毛利率整体上行



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

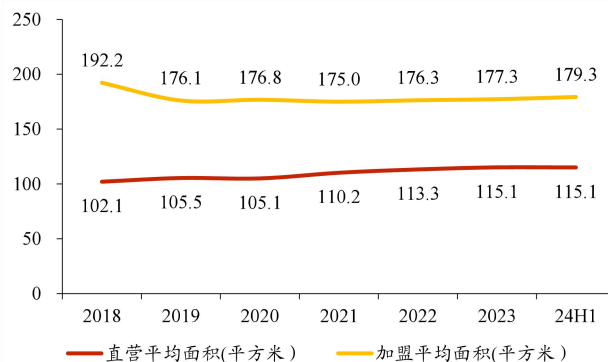
从线下门店看，门店数量稳中有升，直营店均面积呈上升趋势。据公司公告，截至 24H1，公司线下门店合计 1772 家，其中，直营门店 816 家，加盟门店 956 家，加盟门店较 2018 年增长 195 家，整体上维持小幅增长趋势。从门店店均面积看，截至 24H1，公司直营门店店均面积为 115.07 平方米，较 2018 年增长 12.99 平方米，整体店铺面积呈增长趋势，而加盟店铺店均面积较 2018 年有所减少，至 24H1 为 179.29 平方米左右。

图表 20：24H1 公司整体线下店铺达 1772 家



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 21：近年公司直营门店店均面积逐步提升



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设与盈利预期

期间费率端：1) **销售费用率**，公司深耕男装赛道，近期因公司应对市场环境变化加大品牌推广及直营市场开拓力度导致销售费率有所提升，但预计各业务发展平稳后销售费率有改善预期，因此预计 2024–2026 公司销售费用率分别为 39.80%、39.50%、39.40%；2) **管理费用率**，公司通过科技赋能数字管理体系，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2024–2026 管理费用率分别为 7.20%、6.80%、6.70%。

图表 22：报喜鸟重点费率预测

	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	38.66%	39.80%	39.50%	39.40%
管理费用率	7.05%	7.20%	6.80%	6.70%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2024–2026 营业收入分别为 51.94 亿元/56.56 亿元/62.60 亿元，同比分别增长–1.14%/8.91%/10.68%；归母净利润分别 5.75 亿元/6.61 亿元/7.38 亿元，同比分别增长–17.62%/15.02%/11.58%。

图表 23：报喜鸟简易预测利润表（金额单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	52.54	51.94	56.56	62.60
YOY	21.82%	–1.14%	8.91%	10.68%
营业成本	18.54	18.20	19.77	21.82
YOY	15.37%	–1.82%	8.60%	10.37%
毛利率	64.71%	64.95%	65.05%	65.15%
归母净利润	6.98	5.75	6.61	7.38
YOY	52.11%	–17.62%	15.02%	11.58%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：公司深耕男装主业多年基本盘稳固，多品牌运营拓宽覆盖客群助力公司稳健发展，其中，报喜鸟及 HAZZYS 有望维持稳步增长，为公司核心增长驱动，LAFUMA、恺米切等品牌有望为公司长期发展打开增长空间。我们选择与公司同属男装赛道的九牧王及比音勒芬为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在男装赛道的多品牌运营竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）				PE			
		2025-2-18	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
002154.SZ	报喜鸟	4.2	0.5	0.4	0.5	0.5	8.7	10.6	9.2	8.2	
可比公司											
002832.SZ	比音勒芬	18.6	1.6	1.6	1.9	2.2	11.6	11.3	9.9	8.6	
601566.SH	九牧王	8.0	0.3	0.4	0.5	0.5	24.2	22.2	16.0	14.8	
可比公司 PE 均值							17.9	16.8	12.9	11.7	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期

4. 风险提示

消费者消费意愿修复不及预期风险。公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若消费者消费意愿修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

新品牌新产品发展不及预期风险。公司新拓展品牌及新产品存在不及市场预期的风险，或影响公司新财年收入。

渠道扩张速度不及预期风险。公司渠道近年坚持关闭低效店及开大店策略，但受限于商圈资源或宏观经济形势等因素，开店数量及质量存在不确定性。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,891	1,703	1,826	2,166
应收票据及账款	718	733	798	883
预付账款	52	65	71	78
其他应收款	72	74	80	89
存货	1,151	1,256	1,364	1,506
其他流动资产	675	663	671	682
流动资产总计	4,559	4,493	4,810	5,404
长期股权投资	234	244	255	266
固定资产	586	980	862	740
在建工程	458	49	30	30
无形资产	236	228	229	229
长期待摊费用	117	96	40	43
其他非流动资产	865	897	947	976
非流动资产合计	2,496	2,495	2,363	2,283
资产总计	7,055	6,988	7,173	7,686
短期借款	549	269	0	0
应付票据及账款	670	611	664	732
其他流动负债	1,257	1,269	1,377	1,521
流动负债合计	2,477	2,149	2,040	2,254
长期借款	91	71	42	19
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	108	88	59	36
负债合计	2,585	2,237	2,099	2,289
股本	1,459	1,459	1,459	1,459
资本公积	770	770	770	770
留存收益	2,112	2,371	2,668	2,963
归属母公司权益	4,341	4,600	4,898	5,193
少数股东权益	129	151	176	204
股东权益合计	4,470	4,751	5,074	5,397
负债和股东权益合计	7,055	6,988	7,173	7,686

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	729	501	591	670
折旧与摊销	241	305	353	306
财务费用	-50	15	2	-6
投资损失	-22	-18	-18	-18
营运资金变动	105	-170	-33	-40
其他经营现金流	151	120	120	120
经营性现金净流量	1,154	754	1,015	1,032
投资性现金净流量	-665	-310	-227	-232
筹资性现金净流量	-82	-632	-665	-460
现金流量净额	408	-188	123	340

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,254	5,194	5,656	6,260
营业成本	1,854	1,820	1,977	2,182
税金及附加	47	47	52	57
销售费用	2,031	2,067	2,234	2,467
管理费用	370	374	385	419
研发费用	109	101	113	131
财务费用	-50	15	2	-6
资产减值损失	-117	-122	-132	-146
信用减值损失	-11	-13	-15	-16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	22	18	18	18
公允价值变动损益	-9	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
其他收益	114	101	101	101
营业利润	890	753	866	967
营业外收入	15	14	14	14
营业外支出	6	13	13	13
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	899	754	867	968
所得税	170	157	181	202
净利润	729	597	686	766
少数股东损益	31	22	25	28
归属母公司股东净利润	698	575	661	738
EPS(元)	0.48	0.39	0.45	0.51

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	21.82%	-1.14%	8.91%	10.68%
营业利润增长率	47.44%	-15.35%	15.03%	11.59%
归母净利润增长率	52.11%	-17.62%	15.02%	11.58%
经营现金流增长率	123.87%	-34.62%	34.54%	1.75%
盈利能力				
毛利率	64.71%	64.95%	65.05%	65.15%
净利率	13.87%	11.49%	12.14%	12.23%
ROE	16.07%	12.50%	13.50%	14.21%
ROA	9.89%	8.23%	9.22%	9.60%
估值倍数				
P/E	8.70	10.56	9.18	8.23
P/S	1.16	1.17	1.07	0.97
P/B	1.40	1.32	1.24	1.17
股息率	6.01%	5.21%	5.99%	7.29%
EV/EBITDA	6	4	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。