

纺织服饰

2025年03月21日

# 报喜鸟 (002154)

## ——收购 Woolrich 品牌落地，加码功能户外赛道版图

报告原因：有信息公布需要点评

**买入** (维持)

**市场数据：** 2025年03月20日

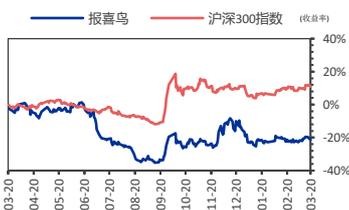
|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元)      | 4.25               |
| 一年内最高/最低(元) | 6.34/3.12          |
| 市净率         | 1.4                |
| 股息率(分红/股价)  | 7.53               |
| 流通A股市值(百万元) | 6,041              |
| 上证指数/深证成指   | 3,408.95/10,879.49 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2024年09月30日

|              |             |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元)     | 2.94        |
| 资产负债率%       | 32.03       |
| 总股本/流通A股(百万) | 1,459/1,421 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-         |

一年内股价与大盘对比走势：



**相关研究**

《报喜鸟 (002154) 点评：三季报悲观预期落地，等待 HAZZYS 重回成长通道》  
2024/10/31

《报喜鸟 (002154) 点评：时隔三年大股东计划再度全额认购定增，彰显信心》  
2024/10/08

**证券分析师**

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
求佳峰 A0230523060001  
qiujf@swsresearch.com

**联系人**

求佳峰  
(8621)23297818x  
qiujf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

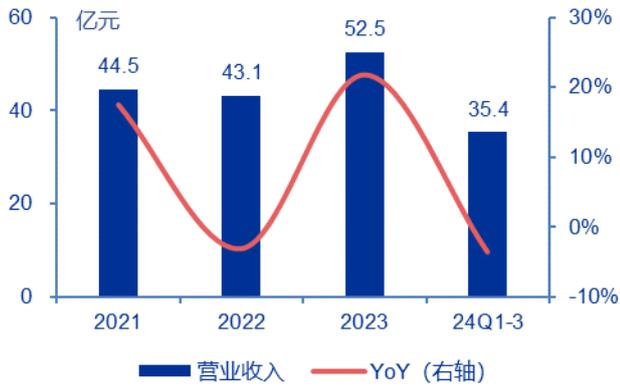
- **公司发布重要公告，完成收购 Woolrich 品牌全球（欧洲除外）知识产权。**本次资产收购约定总对价 5083.38 万欧元（折合人民币约 3.84 亿元），包含本次交易的知识产权作价、为期五年的产品采购与品牌咨询服务作价及交易双方在中国应依法缴纳的相关税费等。交割完后，报喜鸟将拥有 Woolrich 在中国（包括港澳台地区）、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、韩国等 26 个国家（地区）的所有知识产权，而原所有方 Woolrich 集团保留该频偏在欧洲地区的知识产权及业务。此外，为了保持品牌全球业务持续性，以及品牌形象与产品调性的统一性，公司授权 Woolrich 集团继续履行属于本次收购范围内的现有许可及经销合同，收取相应品牌使用费，同时签署为期五年的产品采购与品牌咨询协议。
- **Woolrich 品牌成立于 1830 年，是美国历史最悠久的高端户外品牌之一。**历经近 200 年的发展，Woolrich 品牌的产品涵盖美式复古休闲、户外、童装、家纺等多个系列，为标志性的高端生活方式品牌之一，建立了完善的线上线下销售渠道，销售于全球数十个国家和地区，目前其主要销售市场在欧洲，但报喜鸟完成收购之后，预计将首先发力推动其在中国市场的发展。未来，公司将借助 Woolrich 品牌的深厚历史底蕴及其全球品牌影响力，计划总投资 3-4 亿元筹建上海研发中心暨报喜鸟长三角总部，整合全球供应链资源，进一步提升产品研发能力。
- **我们认为，本次收购对于公司有里程碑式的重大意义！**首先，公司继报喜鸟、HAZZYS、宝鸟 3 个营收超 10 亿级的品牌之后，再收获一个未来潜在巨大发展空间的品牌新核。不同于 HAZZYS 品牌合作模式是有限年限的独家授权，本次收购了 Woolrich 品牌的知识产权，直接成为自有品牌，最终权属清晰。**其次**，本次收购代表了公司对户外赛道版图的重点加码，未来 Woolrich 与 Lafuma 两大高成长品牌，奠定公司将是高潜力的功能户外标的。**此外**，本次收购 Woolrich 品牌知识产权包含中国、北美、澳洲、日韩等众多国家及地区，有相当大可待发展的市场空间，且有助于提升公司在全球范围的影响力。
- **上年 9 月 28 日公司发布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案》：**计划向实控人吴志泽先生发行股票不超过 2.86 亿股（占发行前总股本 19.6%），募集资金总额不超过 8 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于补充流动资金及偿还银行借款，发行价格 2.8 元/股，锁定期为发行结束之日起 36 个月内不得转让。此举为实控人时隔三年的第 2 次全额认购公司定增份额，首次在 2021 年以 7.3 亿元全额认购（发行价 3.02 元/股），本次定增认购完成之后，预计实控人及一致行动人持股比例将进一步升至不超过 48.2%。
- **公司作为中高端男装品牌集团，完成收购高潜力功能户外品牌 Woolrich，维持“买入”评级。**我们看好国内政策提振传导，终端消费将逐步改善，公司 25 年有望开启困境反转，此前定增预案也彰显了大股东信心、增强公司价值。维持盈利预测，预计 24-26 年归母净利润 5.5/6.5/7.5 亿元，对应 PE 为 11/10/8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内服装零售市场低迷；门店扩张不及预期；存货消化能力减弱。

**财务数据及盈利预测**

|            | 2023  | 2024Q1-3 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|----------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 5,254 | 3,536    | 5,091 | 5,605 | 6,174 |
| 同比增长率(%)   | 21.8  | -3.6     | -3.1  | 10.1  | 10.2  |
| 归母净利润(百万元) | 698   | 415      | 549   | 651   | 752   |
| 同比增长率(%)   | 52.1  | -25.2    | -21.4 | 18.5  | 15.7  |
| 每股收益(元/股)  | 0.48  | 0.28     | 0.38  | 0.45  | 0.52  |
| 毛利率(%)     | 64.7  | 65.8     | 65.7  | 66.0  | 66.4  |
| ROE(%)     | 16.1  | 9.7      | 12.1  | 13.7  | 15.1  |
| 市盈率        | 9     |          | 11    | 10    | 8     |

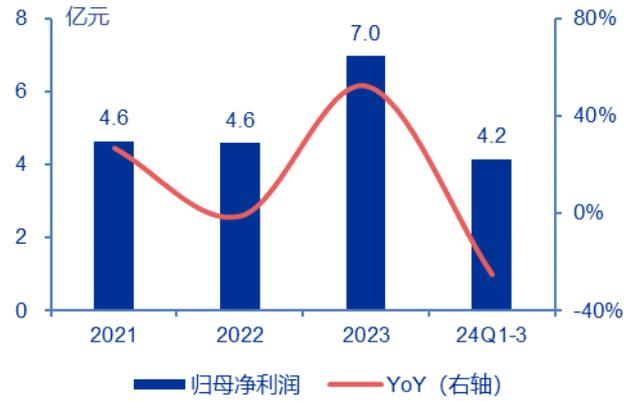
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

**图 1: 2024Q1-3 营收同比下滑 3.6%**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 2: 2024Q1-3 归母净利润同比下滑 25.2%**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 3: 2024Q1-3 销售费用率 41.0%, 管理费用率 7.6%, 研发费用率 1.9%**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 4: 2024Q1-3 毛利率 65.8%, 净利率 11.7%**



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 财务摘要

| 百万元, 百万股             | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入                | 4,313 | 5,254 | 5,091 | 5,605 | 6,174 |
| 其中: 营业收入             | 4,313 | 5,254 | 5,091 | 5,605 | 6,174 |
| 减: 营业成本              | 1,607 | 1,854 | 1,744 | 1,905 | 2,077 |
| 减: 税金及附加             | 37    | 47    | 46    | 50    | 55    |
| 主营业务利润               | 2,669 | 3,353 | 3,301 | 3,650 | 4,042 |
| 减: 销售费用              | 1,711 | 2,031 | 2,158 | 2,326 | 2,556 |
| 减: 管理费用              | 279   | 370   | 356   | 392   | 426   |
| 减: 研发费用              | 83    | 109   | 107   | 118   | 123   |
| 减: 财务费用              | -33   | -50   | -57   | -58   | -69   |
| 经营性利润                | 629   | 893   | 737   | 872   | 1,006 |
| 加: 信用减值损失 (损失以“-”填列) | -13   | -11   | -12   | -13   | -13   |
| 加: 资产减值损失 (损失以“-”填列) | -134  | -117  | -110  | -110  | -110  |
| 加: 投资收益及其他           | 139   | 136   | 105   | 105   | 105   |
| 营业利润                 | 604   | 890   | 720   | 853   | 987   |
| 加: 营业外净收入            | 3     | 9     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额                 | 607   | 899   | 720   | 853   | 987   |
| 减: 所得税               | 131   | 170   | 147   | 174   | 201   |
| 净利润                  | 476   | 729   | 573   | 679   | 786   |
| 少数股东损益               | 17    | 31    | 24    | 29    | 33    |
| 归属于母公司所有者的净利润        | 459   | 698   | 549   | 651   | 752   |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                               |
|--------|-----|--------------|-------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swsresearch.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swsresearch.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swsresearch.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swsresearch.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。