

# 报喜鸟 (002154.SZ)

## 2024 年利润端短期承压，开店情况符合预期

**2024 年：收入同比-2%/归母净利润同比-29%。**2024 全年公司收入为 51.5 亿元，同比-2%；归母净利润为 4.9 亿元，同比-29%；扣非归母净利润为 4.4 亿元，同比-28%。1) 盈利质量方面：2024 全年公司毛利率同比+0.3pct 至 65%，销售/管理/财务费用率同比分别+2.7/+0.3/+0.3pct 至 41.3%/7.4%/-0.6%(我们根据经营情况判断销售费用率增加主要系：①直营渠道存在刚性销售费用；②营销推广力度加大)；计提资产减值损失 1.4 亿元(上年同期为 1.2 亿元)；综合以上，净利率同比-3.8pct 至 10.1%。2) 公司 2024 年合计拟分配现金股利 1.75 亿元，股利支付率约 35%，以 2025/4/18 收盘价计算的股息率约为 3%。

**2024Q4：收入同比+2%/归母净利润同比-44%。**2024Q4 公司收入为 16.2 亿元，同比+2%；归母净利润为 0.8 亿元，同比-44%；扣非归母净利润为 0.8 亿元，同比-37%。盈利质量方面：2024Q4 公司毛利率同比-1.5pct 至 63.4%，销售/管理/财务费用率同比分别-0.6/+1.2/+0.6pct 至 42.0%/6.7%/-0.4%；计提资产减值损失 0.9 亿元(上年同期为 0.7 亿元)；综合以上，净利率同比-4.1pct 至 5.4%。

**HAZZYS、主品牌开店符合预期，2025 年预计趋势持续。**分品牌：2024 年 HAZZYS/报喜鸟主品牌/宝鸟/恺米切&乐飞叶&TB 品牌销售收入分别为 17.8/15.9/10.1/5.0 亿元，同比分别+1%/-8%/-3%/+13%。

**1) HAZZYS：**2024 年收入+1%至 17.8 亿元(其中 H1/H2 分别同比持平/+2%)，占比 35%。①产品，聚焦通勤、休闲、运动三大场景，升级面料创新产品，通过大单品策略提升配饰品类的运营效率。②渠道数量稳步扩张，2024 年净增加 21 家至 478 家(其中直营+17 家至 344 家/加盟+4 家至 134 家)，我们判断 2025 年有望保持快速新开店增幅 10%~15%、同时关闭低效门店，目前品牌仍以直营为主、布局高线城市。

**2) 报喜鸟主品牌：**2024 年收入-8%至 15.9 亿元(其中 H1/H2 分别同比-4%/-12%)，占比 32%。①产品强调面料功能性与舒适性，重视研发创新，运动西服等产品受到好评。②渠道结构优化，2024 年净增加 4 家至 821 家(其中直营+10 家至 242 家/加盟-6 家至 579 家)，强势区域推进大店、弱势区域加强覆盖，我们判断 2025 年品牌新开门店幅度预计保持 10%左右、同时调整关闭低效小店。

**3) 宝鸟：**2024 年收入-3%至 10.1 亿元(其中 H1/H2 分别同比-2%/-3%)，占比 20%。

**各渠道表现基本相仿，电商略好于线下。**分渠道：2024 年电商/直营/加盟/团购收入分别 8.2/20.0/8.0/11.5 亿元，分别+2%/-4%/-1%/-1%，销售占比分别 16%/40%/16%/23%，毛利率分别+2.3/+0.4/+2.0/-0.2pct 至 71.8%/77.7%/68.6%/46.2%。1) 线下门店持续进行调整优化，公司加强高质量店铺建设：2024 年公司直营/加盟门店数量分别+58/-4 家至 851/964 家，营业面积分别+10%/+1%至 10.0 万平/17.35 万平。2) 电商 2024 年在高基数下保持稳健，努力提升新零售业务会员引流赋能。

**现金流良好，营运情况可控。**2024 年末公司存货同比+4.7%至 12 亿元，全年公司存货周转天数+11.7 天至 247.4 天，应收账款周转天数+3.9 天至 46.8 天，全年经营性现金流量净额 7 亿元(约为同期归母净利润的 1.4 倍)。

**期待 2025 年收入稳健增长。**展望 2025 年：我们判断 2025Q1 以来 Hazzys 流水同比健康增长/主品牌流水及发货同比表现仍有压力，收购 Woolrich 品牌后我们判断公司将适当对其投放营销及渠道费用。综合考虑品牌全年拓店规划情况及当前消费环境变化，我们估计 2025 年全年公司收入以稳健增长为主/归母净利润同比基本持平。

**投资建议：**公司是国内领先的中高端男装集团，考虑公司近期业务表现与消费环境趋势，我们调整盈利预测，预计 2025~2027 年公司归母净利润分别 4.95/5.55/6.29 亿元。当前价对应 2025 年 PE 为 11 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**门店扩张不及预期风险；终端消费环境波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,254	5,153	5,377	5,936	6,569
增长率 yoy (%)	21.8	-1.9	4.3	10.4	10.6
归母净利润(百万元)	698	495	495	555	629
增长率 yoy (%)	52.1	-29.1	0.1	11.9	13.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.48	0.34	0.34	0.38	0.43
净资产收益率(%)	16.1	11.3	10.4	10.7	11.0
P/E(倍)	8.0	11.2	11.2	10.0	8.8
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

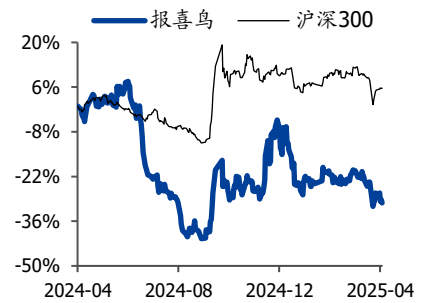
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 18 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 18 日收盘价(元)	3.81
总市值(百万元)	5,560.06
总股本(百万股)	1,459.33
其中自由流通股(%)	97.41
30 日日均成交量(百万股)	32.06

### 股价走势



### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号：	S0680520070003
邮箱：	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号：	S0680523080004
邮箱：	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号：	S0680524060004
邮箱：	wangjiawei@gszq.com

### 相关研究

- 《报喜鸟(002154.SZ)：收购户外品牌 Woolrich，多品牌矩阵再添一员》 2025-03-21
- 《报喜鸟(002154.SZ)：2024Q3 渠道拓展持续推进，利润表现承压》 2024-10-31
- 《报喜鸟(002154.SZ)：消费环境波动，短期利润承压，门店拓展持续》 2024-08-17

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4559	4237	4986	5804	6676
现金	1891	2025	2810	3533	4281
应收票据及应收账款	661	704	734	810	897
其他应收款	72	76	79	88	97
预付账款	52	51	53	59	65
存货	1151	1205	1134	1136	1156
其他流动资产	732	177	175	178	181
<b>非流动资产</b>	2496	2439	2165	1959	1781
长期投资	234	237	237	237	237
固定资产	466	822	680	537	394
无形资产	236	229	210	191	173
其他非流动资产	1559	1152	1039	994	978
<b>资产总计</b>	7055	6676	7151	7763	8457
<b>流动负债</b>	2477	2085	2141	2285	2448
短期借款	549	319	319	319	319
应付票据及应付账款	670	590	618	683	755
其他流动负债	1257	1176	1204	1283	1374
<b>非流动负债</b>	108	90	90	90	90
长期借款	47	26	26	26	26
其他非流动负债	61	64	64	64	64
<b>负债合计</b>	2585	2175	2231	2375	2538
少数股东权益	129	131	157	185	217
股本	1459	1459	1459	1459	1459
资本公积	770	770	770	770	770
留存收益	2112	2140	2533	2974	3472
归属母公司股东权益	4341	4370	4763	5204	5702
<b>负债和股东权益</b>	7055	6676	7151	7763	8457

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1154	702	866	816	854
净利润	729	520	521	583	661
折旧摊销	241	276	259	192	164
财务费用	8	11	8	8	8
投资损失	-22	-11	-11	-12	-13
营运资金变动	105	-257	-37	-81	-91
其他经营现金流	92	162	126	126	126
<b>投资活动现金流</b>	-665	-32	28	30	31
资本支出	-316	-546	3	3	3
长期投资	-398	506	14	14	14
其他投资现金流	49	8	11	12	13
<b>筹资活动现金流</b>	-82	-839	-110	-122	-137
短期借款	272	-231	0	0	0
长期借款	2	-21	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	1	0	0	0
其他筹资现金流	-356	-587	-110	-122	-137
<b>现金净增加额</b>	408	-169	785	723	748

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5254	5153	5377	5936	6569
营业成本	1854	1803	1890	2086	2309
营业税金及附加	47	46	47	52	58
营业费用	2031	2130	2261	2508	2775
管理费用	370	379	396	437	483
研发费用	109	93	111	123	136
财务费用	-50	-32	-23	-34	-45
资产减值损失	-117	-141	-129	-129	-129
其他收益	114	104	108	120	132
公允价值变动收益	-9	-14	0	0	0
投资净收益	22	11	11	12	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	890	685	685	768	870
营业外收入	15	10	10	10	10
营业外支出	6	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	899	688	688	771	873
所得税	170	168	168	188	213
<b>净利润</b>	729	520	521	583	661
少数股东损益	31	25	25	28	32
<b>归属母公司净利润</b>	698	495	495	555	629
EBITDA	1122	979	925	928	992
EPS (元/股)	0.48	0.34	0.34	0.38	0.43

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.8	-1.9	4.3	10.4	10.6
营业利润(%)	47.4	-23.1	0.1	12.0	13.4
归属母公司净利润(%)	52.1	-29.1	0.1	11.9	13.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	64.7	65.0	64.9	64.9	64.9
净利率(%)	13.3	9.6	9.2	9.3	9.6
ROE(%)	16.1	11.3	10.4	10.7	11.0
ROIC(%)	13.7	10.7	9.3	9.5	9.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.6	32.6	31.2	30.6	30.0
净负债比率(%)	-25.1	-34.1	-47.2	-56.5	-64.1
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.3	1.4	1.7	1.9	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.4	7.7	7.6	7.8	7.8
应付账款周转率	4.5	3.9	4.0	4.1	4.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.34	0.34	0.38	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.48	0.59	0.56	0.59
每股净资产(最新摊薄)	2.97	2.99	3.26	3.57	3.91
<b>估值比率</b>					
P/E	8.0	11.2	11.2	10.0	8.8
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.4	5.0	3.5	2.7	1.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 18 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com