

2025 年 04 月 19 日

24 年体现负杠杆效应，今年仍为投入年

报喜鸟(002154)

评级:	买入	股票代码:	002154
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	6.02/3.21
目标价格(港元):		总市值(亿)	55.60
最新收盘价(港元):	3.81	自由流通市值(亿)	54.16
		自由流通股数(百万)	1,421.50

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 51.53/4.95/4.36/7.02 亿元、同比下降 1.91%/29.07%/27.88%/39.13%，业绩低于市场预期主要由于负经营杠杆效应、费用刚性（员工人数仍增加了 189 人，其中销售人数/薪酬增加 8%（353 人）/2%），以及（恺米切）商誉计提 0.18 亿元、利息收入减少 1600 万、投资收益减少 1100 万等负向影响，但超额奖金减少约 4000 万、商铺减值计提减少 2500 多万；非经常性损益 0.59 亿中政府补助 0.96 亿元（减少 1000 万）、非流动资产（商铺）处置损益 24 年-0.14 亿元（23 年为 667 万元），因此剔除政府补助、投资收益、公允价值变动、减值损失、超额奖金后为 5.2 亿元，同比下降 26%。经营性现金流高于归母净利主要由于应付账款增加及资产减值准备增加。24Q4 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 16.17/0.80/0.77 亿元、同比增长 2%/-44%/-47%，虽收入改善但利润未见改善。

2024 年末拟按每 10 股派发现金红利 0.5 元，中期每 10 股派发现金红利 0.7 元，派息率 35%、处于近 4 年低位水平，主要由于资本开支增加 2.3 亿至 6.1 亿，股息率为 3.2%。

4 月 16 日公司公告临时股东大会决议，大股东 8 亿定增方案未通过。3 月 21 日公司公告拟投资 3-4 亿元建设上海研发中心暨报喜鸟长三角总部项目，以及集团以 3.8 亿元收购 Woolrich 品牌全球（欧洲除外）知识产权，补足集团在高端品牌的布局。

分析判断：

哈吉斯低单增长，主品牌和宝鸟下滑。（1）分品牌来看，24 年报喜鸟/哈吉斯/乐飞叶/恺米切&TB/宝鸟/其他收入分别为 15.9/17.8/3.3/1.6/10.1/1.5 亿元、同比增长-7.4%/1.3%/27.9%/-8.0%/-2.9%/2.1%，我们分析，哈吉斯低于预期、未体现出次新店贡献主要由于客流下滑，主品牌下滑则主要由于婚庆和商务需求放缓，宝鸟下滑则受团购行业预算减少影响。拆分上下半年来看，上半年各品牌同比增速为-4%/0.3%/32%/-6%/-2%/19%，下半年同比增速为-12%/2%/25%/-10%/-4%/-3%。（2）分品牌渠道情况来看，24 年报喜鸟门店净开 4 家至 821 家（直营/加盟净开 10/-6 家至 242/579 家），哈吉斯净开 21 家（新开 65/关店 44 家）至 478 家（直营/加盟净开 17/4 家至 344/134 家），对应 24 年报喜鸟/哈吉斯店数同比增长 0.5%/4.6%，店效（193/373 万元）同比下降 8.8%/3.2%，单店面积（211/132m²）同比增长 0.6%/3.3%，平效（0.92/2.82 万元）同比下降 9.4%/6.2%。（3）分渠道来看，线上、直营、团购微增。24 年线上/直营/加盟/团购/其他收入分别为 8.17/19.98/8.01/11.48/3.89 亿元、同比增长 0.42%/1.95%/-0.21%/2.31%/0.3%。24 年直营/加盟店数为 851/964 家、同比净开 58/-4 家、同比增长 7.3%/-0.4%，推算全年直营店效/加盟单店出货（235/83 万元）同比下降 10.9%/0.4%，单店面积（118/180m²）同比增长 2.1%/1.5%，直营平效/加盟单店出货平效（2.00/0.46 万元）同比下降 12.7%/1.9%。根据公司公告，开业 12 个月以上直营门店 743 家、同比增长 6.8%，营业面积共 9.17 万平方米、同比增长 10.97%，销售金额为 18.02 亿元、同比下降 4.5%，店效/坪效为 242.48/1.96 万元、同比下降 10.5%/14/0%。

控折扣下毛利率微增，净利率下降主要由于销售费用率和资产减值损失提升。（1）24 年公司毛利率为 65.0%、同比增加 0.3PCT，主要由于公司仍在控折扣、特别是电商：24 年电商/直营/加盟/团购毛利率分别为 71.84%/77.65%/68.62%/46.19%、同比增加 2.31/0.42/1.95/-0.21PCT。（2）24 年公司净利率为 9.6%、同比下降 3.7PCT；从费用来看，24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.3%/7.4%/1.8%/-0.6%、同比增加

2.7/0.3/-0.3/0.3PCT，销售费用增加 1 亿元（其中广告费增加 0.4 亿元）。其他收益占比同比下降 0.2PCT，主要由于政府补助同比下降 9%至 0.96 亿元；投资收益占比下降 0.2PCT 主要由于 23 年有项目上市；资产减值损失占比同比提升 0.5PCT 至 1.41 亿元，主要由于存货减值 0.94 亿元/商铺减值 0.21 亿元/恺米切商誉计提增加 1700 万元；公允价值变动净亏损占比提升 0.1PCT。（3）24Q4 毛利率/净利率为 63.4%/4.9%、同比下降 1.5/4.1PCT，净利率降幅高于毛利率主要由于管理费用率增长、减值损失占比提升、所得税占比提升。24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 42.0%/6.7%/1.5%/-0.4%、同比增加-0.6/1.2/-0.8/0.6PCT；减值损失占比增加 1.6pct；其他收益+投资收益占比增加 0.7PCT，所得税/收入占比提升 1.3PCT。（3）子公司宝鸟/迪睿/凤凰尚品分别实现净利润 0.92/1.87/0.89 亿元、同比增长-15%/163%/-47%，净利率为 8.07%/22.74%/6.32%，宝鸟下降主要由于工业园折旧增加及职工薪酬增加，迪睿净利润大幅提升主要由于全资子公司迪美瑞业务调整，凤凰尚品下降主要由于投资分红减少。

存货略有增长。24 年末公司存货为 12.05 亿元、同比增长 4.66%，存货/收入为 23%，存货周转天数为 247 天、同比增加 12 天。从结构来看，1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上存货占比分别为 60%/23%/12%/5%、同比增加 6/-2/-2/-2PCT，结构较为健康。公司应收账款为 6.93 亿元、同比增长 6.93%，应收账款周转天数为 47 天、同比增加 4 天。公司应付账款为 4.60 亿元、同比增长 1.59%，周转天数为 91 天、同比增加 10 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，我们判断 Q1 仍难言乐观，主要由于宝鸟仍有高基数影响、加盟商信心低迷导致发货端有影响，且收购 Woolrich 等带来相关费用及无形资产摊销增加，且公司在品牌营销投入上仍会继续加大。（2）全年我们谨慎乐观，判断 HAZZYS 在客流企稳背景下有望逐步释放次新店红利、实现双位数增长；主品牌经过去年聘请咨询公司后、今年有望加大投入；宝鸟下半年有望迎来改善；乐飞叶有望受益于户外高增趋势维持快速增长。但我们对 26、27 年相对乐观，期待主品牌加盟商信心恢复、哈吉斯释放开店红利、宝鸟所处团购行业企稳、其他小品牌扭亏。

调整盈利预测，下调 25/26 年收入预测 57.1/65.0 亿元至 56.02/62.05 亿元，新增 27 年收入预测 70.52 亿元，下调 25/26 年归母净利预测 6.8/8.3 亿元至 5.34/7.00 亿元，新增 27 年归母净利预测 8.71 亿元，对应下调 25/26 年 EPS 0.47/0.57 元至 0.37/0.48 元，新增 27 年 EPS 0.60 元。25 年 4 月 18 日收盘价 3.81 元对应 25/26/27 年 PE 为 10/8/6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

开店进度低于预期风险、线上增速放缓风险、销售费用高企风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,254	5,153	5,602	6,205	7,052
YoY (%)	21.8%	-1.9%	8.7%	10.8%	13.6%
归母净利润(百万元)	698	495	534	700	871
YoY (%)	52.1%	-29.1%	7.9%	31.1%	24.4%
毛利率 (%)	64.7%	65.0%	65.3%	65.6%	65.9%
每股收益 (元)	0.48	0.34	0.37	0.48	0.60
ROE	16.1%	11.3%	11.2%	13.1%	14.4%
市盈率	7.97	11.23	10.41	7.94	6.39

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐奕奕

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,153	5,602	6,205	7,052	净利润	520	561	736	915
YoY (%)	-1.9%	8.7%	10.8%	13.6%	折旧和摊销	276	28	30	32
营业成本	1,803	1,943	2,133	2,403	营运资金变动	-257	339	143	120
营业税金及附加	46	50	56	63	经营活动现金流	702	981	948	1,098
销售费用	2,130	2,390	2,575	2,865	资本开支	-546	-193	-309	-198
管理费用	379	416	431	490	投资	506	-672	-820	-998
财务费用	-32	-28	-33	-29	投资活动现金流	-32	-843	-1,098	-1,153
研发费用	93	101	112	127	股权募资	25	0	0	0
资产减值损失	-141	-67	-69	-72	债务募资	729	-319	0	0
投资收益	11	22	31	42	筹资活动现金流	-839	-467	-142	-142
营业利润	685	734	943	1,173	现金净流量	-169	-329	-292	-197
营业外收支	3	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	688	734	943	1,173		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	168	172	207	258	成长能力 (%)				
净利润	520	561	736	915	营业收入增长率	-1.9%	8.7%	10.8%	13.6%
归属于母公司净利润	495	534	700	871	净利润增长率	-29.1%	7.9%	31.1%	24.4%
YoY (%)	-29.1%	7.9%	31.1%	24.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.34	0.37	0.48	0.60	毛利率	65.0%	65.3%	65.6%	65.9%
资产负债表 (百万元)					净利率	10.1%	10.0%	11.9%	13.0%
货币资金	2,025	1,696	1,404	1,207	总资产收益率 ROA	7.4%	7.4%	8.6%	9.3%
预付款项	51	58	64	72	净资产收益率 ROE	11.3%	11.2%	13.1%	14.4%
存货	1,205	1,224	1,110	1,053	偿债能力 (%)				
其他流动资产	956	1,731	2,823	4,150	流动比率	2.03	2.09	2.10	2.17
流动资产合计	4,237	4,710	5,401	6,483	速动比率	1.40	1.52	1.64	1.78
长期股权投资	237	237	237	237	现金比率	0.97	0.75	0.55	0.40
固定资产	822	1,036	1,406	1,695	资产负债率	32.6%	32.2%	32.6%	32.9%
无形资产	229	213	197	182	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,439	2,552	2,780	2,894	总资产周转率	0.77	0.77	0.76	0.75
资产合计	6,676	7,262	8,181	9,377	每股指标 (元)				
短期借款	319	0	0	0	每股收益	0.34	0.37	0.48	0.60
应付账款及票据	590	585	643	724	每股净资产	2.99	3.26	3.65	4.15
其他流动负债	1,176	1,664	1,930	2,269	每股经营现金流	0.48	0.67	0.65	0.75
流动负债合计	2,085	2,250	2,573	2,994	每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10
长期借款	26	26	26	26	估值分析				
其他长期负债	64	64	64	64	PE	11.23	10.41	7.94	6.39
非流动负债合计	90	90	90	90	PB	1.47	1.17	1.04	0.92
负债合计	2,175	2,340	2,663	3,084					
股本	1,459	1,459	1,459	1,459					
少数股东权益	131	159	194	239					
股东权益合计	4,501	4,922	5,518	6,293					
负债和股东权益合计	6,676	7,262	8,181	9,377					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。