

报喜鸟(002154)

报告日期: 2025 年 04 月 19 日

逆势投放致利润承压, Hazzys 及乐飞叶展现活力

——报喜鸟点评报告

投资要点

- ❑ **公司发布 24 年报**, 24 年实现收入 51.5 亿元, 同比-1.9%, 归母净利润 4.9 亿元, 同比-29.1%; 单 Q4 实现收入 16.2 亿元, 同比+2.0%, 归母净利润 0.8 亿元, 同比-44.2%。24 年收入承压主要来自报喜鸟和宝鸟品牌, 利润下滑较大主要系收入和毛利小幅度下滑同时持续推动品宣和门店拓展, 带来销售费用增加。
- ❑ **Hazzys 展现韧性, 乐飞叶高速增长, 报喜鸟承压**
分品牌来看, 24 年 Hazzys 收入同比+1.3%至 17.8 亿元, 占比 35%, 卡位运动时尚赛道, 消费信心承压仍逆势增长彰显韧性, 年内渠道继续积极拓展, 全年门店新开 65、新关 44, 期末 478 家(净开 21 家)。24 年报喜鸟收入同比-8.4%至 15.9 亿元, 占集团收入 31%, 受零售环境较弱影响收入承压, 年内渠道持续优化, 全年门店新开 78、新关 74, 期末 821 家(净开 4 家)。24 年宝鸟收入同比-2.9%至 10.1 亿元, 作为 2B 业务略有承压。24 年乐飞叶收入同比+28.0%至 3.3 亿元, 作为户外品牌增长强劲, 全年门店新开 24、新关 4, 期末 95 家(净开 20 家), 品牌势能向上, 渠道拓展加速, 未来增长可期。
- ❑ **严控折扣毛利率提升, 逆势费用投放下利润体现压力**
24 年毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比 +0.3pp、+2.7pp、+0.3pp、-0.3pp、+0.3pp 至 65.0%、41.3%、7.4%、1.8%、-0.6%, 预计毛利率稳中有升主要系折扣控制以及毛利率较高的 Hazzys 占比提升, 销售费用率提升较大主要系收入下滑的负向经营杠杆, 以及公司在零售疲软期逆势品宣投放和门店拓展, 有望在零售环境好转时催化业绩弹性, 费用率提升幅度较大致使 24 年净利率同比-3.8pp 至 10.1%。
- ❑ **Woolrich 并购发展和上海新总部建设致分红率有所下降**
24 年末存货同比+4.7%至 12.0 亿元, 库存周转天数同比+12 天至 247 天, 受零售环境疲软和暖冬影响库存周转有所减慢, 同时受净利润承压致使 24 年经营性现金流量净额同比-39.1%至 7.0 亿元。
25 年公司持续布局新品牌发展和供应链建设, 公司 3/21 公告以 5083 万欧元(约 3.8 亿元)对价收购美国高端户外品牌 Woolrich 在欧洲以外地区权益, 此外, 公司计划建设在西虹桥上海研发中心暨报喜鸟长三角总部, 投资约 3-4 亿元。4/16 公司公告向实控人定增 8 亿元议案未获得股东大会通过, 需要公司内部资金支持 Woolrich 品牌的并购发展及西虹桥总部建设项目的资金投入, 致使公司分红比例有所下降, 24 全年分红 35%。
- ❑ **盈利预测及估值**
24 年零售环境波动情况下, Hazzys 仍展现韧性、乐飞叶高速增长、报喜鸟渠道继续调整增效, 彰显公司优秀的多品牌运营能力和丰富的渠道资源, Hazzys、乐飞叶、Woolrich 等多品牌运营进展值得期待。我们预计 25-27 年公司实现收入 54.5、58.4、62.2 亿元, 分别同比+5.8%、7.0%、6.6%, 归母净利润 5.1、5.7、6.3 亿元, 分别同比 2.8%、12.6%、10.6%, 对应 PE 11、10、9X, 维持“买入”评级。

❑ **风险提示:** 终端需求不及预期、门店拓展不及预期

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

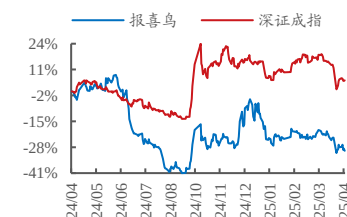
分析师: 詹陆雨
执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 周敏
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 3.81
总市值(百万元)	5,560.06
总股本(百万股)	1,459.33

股票走势图



相关报告

- 《零售端短期承压, 实控人持股比例有望进一步提升》
2024.11.04
- 《利润表现承压, 估值已处低位》
2024.08.21
- 《Q1 扣非实现高单增长, 归母净利润受补贴确认错期影响波动》
2024.04.27

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5153.2	5454.1	5836.4	6222.4
(+/-) (%)	-1.91%	5.84%	7.01%	6.61%
归母净利润	495.0	508.9	573.1	633.9
(+/-) (%)	-29.07%	2.82%	12.62%	10.61%
每股收益(元)	0.34	0.35	0.39	0.43
P/E	11.2	10.9	9.7	8.8

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,237	4,670	4,821	4,795
现金	2,025	2,490	2,554	2,384
交易性金融资产	11	11	11	11
应收账款	693	719	768	787
其它应收款	76	80	85	88
预付账款	51	59	59	56
存货	1,205	1,243	1,267	1,385
其他	176	68	78	83
非流动资产	2,439	2,286	2,396	2,556
金融资产类	8	6	7	7
长期投资	237	260	286	315
固定资产	822	862	902	942
无形资产	229	251	277	304
在建工程	79	99	119	148
其他	1,064	807	805	840
资产总计	6,676	6,956	7,217	7,352
流动负债	2,085	2,206	2,232	2,113
短期借款	319	319	319	319
应付款项	590	675	620	414
预收账款	7	8	8	9
其他	1,169	1,204	1,284	1,371
非流动负债	90	98	98	99
长期借款	26	26	26	26
其他	64	71	72	72
负债合计	2,175	2,303	2,330	2,211
少数股东权益	131	88	88	88
归属母公司股东权益	4,370	4,565	4,800	5,053
负债和股东权益	6,676	6,956	7,217	7,352

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	702	692	748	769
净利润	520	541	610	674
折旧摊销	89	90	87	86
财务费用	11	(28)	(27)	(24)
投资损失	(11)	(15)	(16)	(14)
营运资金变动	(257)	(33)	(43)	(99)
其它	350	137	137	145
投资活动现金流	(32)	207	(331)	(536)
资本支出	611	335	382	427
长期投资	0	0	0	0
其他	(578)	(542)	(51)	109
筹资活动现金流	(839)	(434)	(354)	(402)
短期借款	319	319	319	319
长期借款	26	26	26	26
其他	(1,184)	(779)	(699)	(747)
现金净增加额	(169)	465	64	(169)

资料来源：浙商证券研究所

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,153	5,454	5,836	6,222
营业成本	1,803	1,897	2,008	2,121
营业税金及附加	46	49	53	56
营业费用	2,130	2,263	2,420	2,557
管理费用	379	405	434	463
研发费用	110	130	133	142
财务费用	(32)	(28)	(27)	(24)
资产减值损失	(141)	141	142	150
公允价值变动损益	(14)	(14)	(13)	(14)
投资净收益	11	15	16	14
其他经营收益	114	116	128	134
营业利润	685	715	805	892
营业外收支	3	1	1	0
利润总额	688	716	806	892
所得税	168	174	196	217
净利润	520	541	610	674
少数股东损益	25	32	37	40
归属母公司净利润	495	509	573	634
EBITDA	1,010	979	1,062	1,168
EPS（最新摊薄）	0.34	0.35	0.39	0.43

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.91%	5.84%	7.01%	6.61%
营业利润	-23.06%	4.42%	12.63%	10.74%
归属母公司净利润	-29.07%	2.82%	12.62%	10.61%
获利能力				
毛利率	65.02%	65.22%	65.60%	65.91%
净利率	9.60%	9.33%	9.82%	10.19%
ROE	11.60%	11.83%	12.78%	13.45%
ROIC	13.13%	17.79%	18.63%	19.72%
偿债能力				
资产负债率	32.58%	33.11%	32.28%	30.08%
净负债比率	57.82%	48.32%	49.50%	47.67%
流动比率	1.84	2.03	2.12	2.16
速动比率	1.36	1.43	1.53	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.80	0.82	0.85
应收账款周转率	7.69	7.80	7.85	8.00
应付账款周转率	2.86	3.00	3.10	4.10
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.35	0.39	0.43
每股经营现金	0.48	0.47	0.51	0.53
每股净资产	2.99	3.13	3.29	3.46
估值比率				
P/E	11.23	10.92	9.70	8.77
P/B	1.24	1.19	1.14	1.08
EV/EBITDA	5.85	6.03	5.56	5.06

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>