

报喜鸟 (002154.SZ)

2024 年门店拓展业绩承压，多品牌矩阵进一步完善

公司 2024 年收入、利润同比分别-1.91%、-29.07%。品牌收入中乐飞叶高增、哈吉斯维持增长，其他品牌下滑；线上渠道保持增长，线下渠道有所下滑。公司严格控制折扣，除团购外各渠道毛利率均有提升，费用率及计提增加拖累净利率。预计 25-27 年公司归母净利润规模为 5.17 亿元、5.86 亿元、6.55 亿元。当前市值对应 2025PE11X、2026PE9.5X，维持强烈推荐评级。

□ 2024 年营收略有下滑，业绩承压。

1) 2024 年：公司营收 51.53 亿元，同比-1.91%，公司通过精细化管理，严控终端折扣、拓展并升级渠道结构等方式积极应对外部环境影响，营业收入仍略有下降。归母净利润 4.95 亿元，同比-29.07%，扣非净利润 4.36 亿元，同比-27.88%，利润下降主要由于费用增加、商铺出售亏损及商誉减值计提增加。公司拟派发年度现金股利每 10 股 0.5 元，叠加中期派息对应全年分红比例为 35.38%。

2) 24Q4：公司营收 16.17 亿元，同比+1.97%；归母净利润 0.80 亿元，同比-44.17%。

□ 2024 年收入拆分：乐飞叶高增，哈吉斯维持增长，其他品牌下滑，线上渠道好于线下。

①分品牌：

1) 报喜鸟：营收 15.85 亿，同比-8.35%；截至 24 年末，门店数量同比+4 家至 821 家，其中直营店/加盟店数量分别为 242 家/579 家，同比+10/-6 家。

2) 哈吉斯：营收 17.81 亿，同比+1.29%；截至 24 年末，门店数量同比+21 家至 478 家，其中直营店/加盟店数量分别为 344 家/134 家，同比+17/+4 家。

3) 乐飞叶：营收 3.35 亿，同比+27.95%；截至 24 年末，门店数量同比+20 家至 95 家，其中直营店/加盟店数量分别为 89 家/6 家，同比+16/+4 家。

4) 恺米切&TB：营收 1.64 亿，同比-8.00%；截至 24 年末，恺米切门店数量同比+5 家至 177 家，其中直营店/加盟店数量分别为 160 家/17 家，同比+12/-7 家。

5) 宝鸟：营收 10.01 亿，同比-2.89%。

②分渠道：

1) 线上：2024 年线上营收 8.17 亿，同比+1.65%；其中淘系平台交易金额 3.71 亿，同比+0.26%，退货率 45%同比持平。

2) 线下：直营与加盟收入均有所下滑，门店数量增长，单店面积增加，购物

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：3.81 元

基础数据

总股本（百万股）	1459
已上市流通股（百万股）	1421
总市值（十亿元）	5.6
流通市值（十亿元）	5.4
每股净资产（MRQ）	3.0
ROE（TTM）	11.3
资产负债率	32.6%
主要股东	吴志泽
主要股东持股比例	25.2%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《报喜鸟 (002154) — 24Q3 业绩承压，期待明年重拾增长》2024-11-02
- 《报喜鸟 (002154) — 终端零售走弱致 24Q2 承压，继续严控折扣&升级渠道》2024-08-18
- 《报喜鸟 (002154) — 24Q1 扣非利润稳健增长，盈利能力稳中有升》2024-04-30

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣炆 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

n

- 中心店占比提升。2024 年直营营收 19.98 亿，同比-4.37%；加盟营收 8.01 亿，同比-0.78%。截至 24 年底，公司门店数量同比+54 家至 1815 家，单店面积同比+0.98%；其中直营/加盟门店数量分别为 851 家/964 家，同比+58 家/-4 家，直营/加盟单店面积同比+2.06%/1.53%；商场/购物中心/街边店数量分别为 584 家/636 家/595 家，同比+0/家+66 家/-12 家，商场/购物中心/街边店单店面积同比+3.32%/+0.80%/+1.37%。
- 3) 团购：2024 年团购营收 11.48 亿，同比-1.49%。
- 控制折扣，除团购外各渠道毛利率均有提升。2024 年公司毛利率同比+0.31pct 至 65.02%，其中直营毛利率 77.65%（+0.42pct），加盟毛利率 68.62%（+1.95pct），团购毛利率 46.19%（-0.21pct），线上毛利率 71.84%（+2.31pct）。24Q4 毛利率同比-1.53pct 至 63.41%。
- 销售费用率增加拖累净利率。2024 年期间费用率同比+3.04pct 至 49.87%，其中销售费用率+2.67pct 至 41.34%（主要系加大市场拓展、品牌推广投入及人力成本增加所致）；净利率同比-3.78pct 至 10.09%。24Q4 期间费用率同比+0.43pct 至 49.86%；净利率同比-4.10pct 至 5.42%。
- 现金流与存货周转效率有所承压。2024 年经营性现金流量净额同比-39.13% 至 7.02 亿元。2024 年存货周转天数为 247 天，同比+12 天；应收账款周转天数为 47 天，同比+4 天。
- 盈利预测及投资建议。公司整合线上线下资源，控制终端销售折扣，强化会员管理和数字化营销，继续门店数量拓展与结构升级，提升品牌形象。3 月公告收购国际户外品牌 Woolrich，进一步完善多品牌矩阵，提升公司核心竞争力。考虑到终端消费环境压力，我们预计 2025 年-2027 年公司收入规模为 54.52 亿元、58.39 亿元、62.71 亿元，同比增速为 6%、7%、7%；归母净利润规模为 5.17 亿元、5.86 亿元、6.55 亿元，同比增速为 4%、13%、12%。当前市值对应 2025PE11X、2026PE9.5X，维持强烈推荐评级。
- 风险提示：品牌销售增长不及预期；门店扩展不及预期；线上流量成本增加侵蚀利润空间等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5254	5153	5452	5839	6271
同比增长	22%	-2%	6%	7%	7%
营业利润(百万元)	890	685	715	811	907
同比增长	47%	-23%	4%	13%	12%
归母净利润(百万元)	698	495	517	586	655
同比增长	52%	-29%	4%	13%	12%
每股收益(元)	0.48	0.34	0.35	0.40	0.45
PE	8.0	11.2	10.8	9.5	8.5
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4559	4237	4636	4919	5227
现金	1891	2025	2277	2410	2550
交易性投资	570	11	11	11	11
应收票据	13	11	11	12	13
应收款项	648	693	733	785	843
其它应收款	72	76	80	86	92
存货	1151	1205	1294	1370	1454
其他	214	217	230	246	263
非流动资产	2496	2439	2677	2880	3053
长期股权投资	234	237	237	237	237
固定资产	466	822	1119	1371	1585
无形资产商誉	319	293	264	238	214
其他	1477	1087	1058	1035	1017
资产总计	7055	6676	7313	7799	8280
流动负债	2477	2085	2252	2329	2415
短期借款	549	319	500	500	500
应付账款	670	590	633	671	712
预收账款	374	369	396	420	446
其他	883	807	722	739	757
长期负债	108	90	90	90	90
长期借款	47	26	26	26	26
其他	61	64	64	64	64
负债合计	2585	2175	2342	2419	2505
股本	1459	1459	1459	1459	1459
资本公积金	770	770	770	770	770
留存收益	2112	2140	2584	2963	3325
少数股东权益	129	131	158	188	221
归属于母公司所有者权益	4341	4370	4814	5193	5554
负债及权益合计	7055	6676	7313	7799	8280

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1154	702	574	665	758
净利润	729	520	543	616	688
折旧摊销	148	169	183	220	251
财务费用	8	11	(2)	(3)	(4)
投资收益	(22)	(11)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	291	10	(59)	(75)	(84)
其它	(0)	3	8	7	7
投资活动现金流	(665)	(32)	(328)	(328)	(328)
资本支出	(383)	(611)	(428)	(428)	(428)
其他投资	(282)	578	100	100	100
筹资活动现金流	(82)	(839)	6	(204)	(289)
借款变动	455	(409)	77	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	1	0	0	0
股利分配	(584)	(467)	(73)	(207)	(293)
其他	47	37	2	3	4
现金净增加额	407	(169)	252	133	141

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5254	5153	5452	5839	6271
营业成本	1854	1803	1935	2049	2176
营业税金及附加	47	46	48	52	55
营业费用	2031	2130	2208	2359	2515
管理费用	370	379	387	409	445
研发费用	109	93	109	111	125
财务费用	(50)	(32)	(2)	(3)	(4)
资产减值损失	(129)	(151)	(151)	(151)	(151)
公允价值变动收益	(9)	(14)	(14)	(14)	(14)
其他收益	114	104	104	104	104
投资收益	22	11	11	11	11
营业利润	890	685	715	811	907
营业外收入	15	10	10	10	10
营业外支出	6	7	7	7	7
利润总额	899	688	719	815	911
所得税	170	168	175	199	223
少数股东损益	31	25	26	30	33
归属于母公司净利润	698	495	517	586	655

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	-2%	6%	7%	7%
营业利润	47%	-23%	4%	13%	12%
归母净利润	52%	-29%	4%	13%	12%
获利能力					
毛利率	64.7%	65.0%	64.5%	64.9%	65.3%
净利率	13.3%	9.6%	9.5%	10.0%	10.4%
ROE	16.9%	11.4%	11.3%	11.7%	12.2%
ROIC	14.1%	9.7%	10.3%	10.7%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	32.6%	32.0%	31.0%	30.3%
净负债比率	10.3%	6.7%	7.2%	6.7%	6.4%
流动比率	1.8	2.0	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	8.2	7.6	7.5	7.6	7.6
应付账款周转率	3.1	2.9	3.2	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.48	0.34	0.35	0.40	0.45
每股经营净现金	0.79	0.48	0.39	0.46	0.52
每股净资产	2.97	2.99	3.30	3.56	3.81
每股股利	0.25	0.12	0.14	0.20	0.22
估值比率					
PE	8.0	11.2	10.8	9.5	8.5
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.4	8.0	6.4	5.6	5.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。