

短期盈利能力承压，期待多品牌后续发展

核心观点

- 公司发布 2024 年年报，实现营业收入 51.5 亿，同比下降 1.9%，实现归母净利润 4.95 亿，同比下降 29.1%，其中 24Q4 收入和归母净利润分别同比增长 2%和下降 44.2%。2024 年分红率预计为 35.4%，同比有所下降。
- 报喜鸟品牌承压、哈吉斯韧性强，乐飞叶高增。**分品牌来看，2024 年报喜鸟、哈吉斯、乐飞叶和宝鸟品牌收入分别同比增长-8.4%、1.3%、28%和-2.9%。分渠道来看，2024 年直营、加盟、团购和线上销售收入分别同比增长-4.4%、-0.8%、-1.5%和 1.7%。线下门店方面，2024 年报喜鸟和哈吉斯净开店分别为 4 家和 21 家。
- 毛利率稳中有升，净利率承压。**2024 年毛利率同比增长 0.3pct 至 65%，预计主要是高毛利率的哈吉斯收入占比提升所致。拆分来看，线上、直营、加盟和团购渠道毛利率分别同比增长 2.3pct、0.4pct、2pct 和-0.2pct。2024 年销售、管理和研发费用率分别同比增长 2.7pct、0.3pct 和-0.3pct，其中销售费用率大幅提升推测由于收入增长放缓导致的负经营杠杆所致。2024 年公司实际所得税率同比增长 5.5 个百分点。期间费用率的增长、资产减值的增加和实际所得税率的增长导致公司 2024 年归母净利率同比下降 3.7pct 至 9.6%。
- 截至 2024 年底，公司存货周转天数为 294 天，同比增加 15 天。2024 年经营活动现金流净额为 7 亿，去年同期为 11.5 亿，但仍明显高于净利润金额。
- 公司 3 月 21 日发布公告，以 3.84 亿元对价收购 Woolrich 品牌全球（欧洲除外）知识产权，包括中国、美国、日本等核心市场。Woolrich 作为拥有近 200 年历史的美国高端户外品牌，填补了报喜鸟在美式复古户外领域的空白。同时，公司同意投资建设上海研发中心暨报喜鸟长三角总部项目，项目总投资额约 3-4 亿元人民币。
- 考虑到目前整体的消费零售环境，再叠加今年收购 Woolrich 品牌以后的前期投入和准备等，我们对 25 年公司的经营增长持谨慎态度，随着多品牌发展的逐步成熟，预计 26 年开始经营增速会逐步改善。

盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整盈利预测并引入 2027 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.34、0.40 和 0.46 元（原 25-26 年为 0.43 和 0.5 元），参考可比公司，给予 2025 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 5.45 元，维持“买入”评级。

风险提示：新品牌拓展和新开店不及预期、行业竞争加剧、终端消费需求减弱等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,254	5,153	5,373	5,833	6,340
同比增长(%)	21.8%	-1.9%	4.3%	8.6%	8.7%
营业利润(百万元)	890	685	687	799	931
同比增长(%)	47.4%	-23.1%	0.4%	16.2%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	698	495	497	577	672
同比增长(%)	52.1%	-29.1%	0.4%	16.1%	16.5%
每股收益（元）	0.48	0.34	0.34	0.40	0.46
毛利率(%)	64.7%	65.0%	64.7%	65.3%	65.9%
净利率(%)	13.3%	9.6%	9.3%	9.9%	10.6%
净资产收益率(%)	16.9%	11.4%	10.8%	11.2%	11.6%
市盈率	8.0	11.2	11.2	9.6	8.3
市净率	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年04月21日）	3.81 元
目标价格	5.45 元
52 周最高价/最低价	6.05/3.12 元
总股本/流通 A 股（万股）	145,933/142,150
A 股市值（百万元）	5,560
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 04 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.81	-10.98	-9.07	-30.07
相对表现%	-3.49	-7.66	-7.82	-36.94
沪深 300%	0.68	-3.32	-1.25	6.87



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

业绩低于预期，销售费用率拖累盈利能力	2024-11-02
短期业绩增长承压，仍看好哈吉斯中长期成长性	2024-08-19
多品牌矩阵成型，盈利能力和质量均表现优良	2024-04-13

根据年报，我们调整盈利预测并引入 2027 年的盈利预测（下调了收入，上调了费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.34、0.40 和 0.46 元（原 25-26 年为 0.43 和 0.5 元），参考可比公司，给予 2025 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 5.45 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 4 月 21 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
森马服饰	002563	6.94	0.42	0.42	0.47	0.53	17	16	15	13
比音勒芬	002832	17.41	1.60	1.61	1.85	2.12	11	11	9	8
太平鸟	603877	16.35	0.89	0.55	0.83	1.01	18	30	20	16
罗莱生活	002293	8.31	0.69	0.48	0.57	0.64	12	17	15	13
九牧王	601566	8.20	0.33	0.32	0.39	0.46	25	26	21	18
调整后平均								20	16	14

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：新品牌拓展和新开店不及预期、行业竞争加剧、终端消费需求减弱等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,891	2,025	2,482	3,002	3,560	营业收入	5,254	5,153	5,373	5,833	6,340
应收票据、账款及款项融资	661	704	734	797	867	营业成本	1,854	1,803	1,897	2,023	2,160
预付账款	52	51	53	58	63	销售费用	2,031	2,130	2,203	2,391	2,599
存货	1,151	1,205	1,268	1,352	1,444	管理费用	370	379	387	420	456
其他	804	252	258	270	284	研发费用	109	93	107	117	127
流动资产合计	4,559	4,237	4,795	5,479	6,217	财务费用	(50)	(32)	(8)	(23)	(45)
长期股权投资	234	237	237	237	237	资产、信用减值损失	128	150	150	150	150
固定资产	466	822	882	916	943	公允价值变动收益	(9)	(14)	(14)	(14)	(14)
在建工程	458	79	79	79	79	投资净收益	22	11	10	10	10
无形资产	236	229	259	286	308	其他	66	58	56	48	44
其他	1,102	1,073	993	929	929	营业利润	890	685	687	799	931
非流动资产合计	2,496	2,439	2,450	2,446	2,496	营业外收入	15	10	10	10	10
资产总计	7,055	6,676	7,245	7,925	8,713	营业外支出	6	7	7	7	7
短期借款	549	319	319	319	319	利润总额	899	688	691	802	934
应付票据及应付账款	670	590	621	662	707	所得税	170	168	168	195	228
其他	1,257	1,176	1,192	1,225	1,262	净利润	729	520	522	606	706
流动负债合计	2,477	2,085	2,132	2,206	2,287	少数股东损益	31	25	25	29	34
长期借款	47	26	26	26	26	归属于母公司净利润	698	495	497	577	672
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.48	0.34	0.34	0.40	0.46
其他	61	64	64	64	64	主要财务比率					
非流动负债合计	108	90	90	90	90		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	2,585	2,175	2,222	2,296	2,377	成长能力					
少数股东权益	129	131	157	186	220	营业收入	21.8%	-1.9%	4.3%	8.6%	8.7%
实收资本（或股本）	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	营业利润	47.4%	-23.1%	0.4%	16.2%	16.6%
资本公积	770	770	770	770	770	归属于母公司净利润	52.1%	-29.1%	0.4%	16.1%	16.5%
留存收益	2,112	2,140	2,637	3,214	3,886	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	64.7%	65.0%	64.7%	65.3%	65.9%
股东权益合计	4,470	4,501	5,024	5,630	6,336	净利率	13.3%	9.6%	9.3%	9.9%	10.6%
负债和股东权益总计	7,055	6,676	7,245	7,925	8,713	ROE	16.9%	11.4%	10.8%	11.2%	11.6%
现金流量表						ROIC	14.2%	9.7%	9.9%	10.2%	10.4%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	729	520	522	606	706	资产负债率	36.6%	32.6%	30.7%	29.0%	27.3%
折旧摊销	108	151	158	153	100	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(50)	(32)	(8)	(23)	(45)	流动比率	1.84	2.03	2.25	2.48	2.72
投资损失	(22)	(11)	(10)	(10)	(10)	速动比率	1.34	1.45	1.65	1.87	2.09
营运资金变动	252	(141)	(55)	(90)	(99)	营运能力					
其它	136	214	(5)	14	14	应收账款周转率	8.4	7.7	7.6	7.7	7.7
经营活动现金流	1,154	702	604	651	668	存货周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
资本支出	(423)	(45)	(150)	(150)	(150)	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
长期投资	218	(31)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(459)	44	(4)	(4)	(4)	每股收益	0.48	0.34	0.34	0.40	0.46
投资活动现金流	(665)	(32)	(154)	(154)	(154)	每股经营现金流	0.79	0.48	0.41	0.45	0.46
债权融资	65	(45)	0	0	0	每股净资产	2.97	2.99	3.33	3.73	4.19
股权融资	1	1	0	0	0	估值比率					
其他	(147)	(795)	8	23	45	市盈率	8.0	11.2	11.2	9.6	8.3
筹资活动现金流	(82)	(839)	8	23	45	市净率	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	3.6	4.2	4.0	3.6	3.4
现金净增加额	408	(169)	457	520	558	EV/EBIT	4.0	5.2	5.0	4.3	3.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。