

2025 年 08 月 18 日

报喜鸟 (002154. SZ)

投资评级： 买入（维持）

——25H1 完成 Woolrich 收购，静待战略性支出兑现长期收益

投资要点：

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

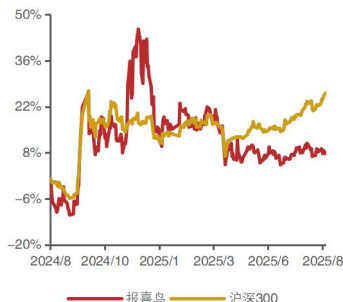
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 18 日

收盘价（元）	3.82
一年内最高/最低（元）	5.41/3.12
总市值（百万元）	5,574.65
流通市值（百万元）	4,506.73
总股本（百万股）	1,459.33
资产负债率（%）	29.99
每股净资产（元/股）	3.08

资料来源：聚源数据

- **战略性支出对公司利润端造成一定影响。**公司发布 2025 半年报。营收及利润方面，公司 25H1 实现营收 23.91 亿元，同比-3.58%，实现归母净利润 1.97 亿元，同比-42.66%，归母净利润承压系公司在报告期内营收未达预期、为实现长期战略目标增加费用投入、温州总部生产项目升级需营业外支出增加所致；费用方面，公司 25H1 销售费用为 10.56 亿元，同比+5.15%，管理费用为 2.26 亿元，同比+26.87%，公司管理费用增加系公司加强与专业咨询机构合作、Woolrich 成功收购导致相关费用增加及新工业园投入使用导致固定资产折旧摊销增加所致。战略性支出对公司利润端造成一定影响，伴随中长期战略逐步实施，公司盈利能力有望逐步改善。
- **国内仍为公司核心市场，茄克、鞋子等品类增速较好。**分地区看，25H1 公司内销业务实现营收 23.78 亿元，同比-3.51%，营收占比为 99.45%，国内市场仍为公司核心市场，而 25H1 外销营收占比为 0.55%，较 24H1 下滑 0.07pct；分产品看，25H1 茄克/鞋子分别实现营收 2.29 亿元/0.50 亿元，同比分别+15.72%/+16.61%，为增速较好的产品，25H1 茄克/鞋子营收占比分别为 9.59%/2.10%，较 24H1 分别提升 1.60pct/0.37pct。
- **分渠道看，25H1 加盟渠道店铺数量净新增 8 家。**分渠道看，截至 2025 年中报，公司分别拥有直营/加盟店铺 837 家/578 家。其中，直营渠道店铺 25H1 新增店铺 32 家，关闭店铺 46 家，整体净关店 14 家；加盟渠道店铺 25H1 新增店铺 41 家，关闭店铺 33 家，整体净新增 8 家。从直营门店运营情况看，开业 12 个月以上的 757 家直营门店营业面积共 9.55 万平方米，报告期内实现销售金额 9.07 亿元，单店平均销售金额为 119.84 万元。
- **盈利预测与评级：**公司深耕男装主业多年基本盘稳固，多品牌运营拓宽覆盖客群助力公司稳健发展，其中，报喜鸟及 HAZZYS 有望维持稳步增长，为公司核心增长驱动，LAFUMA、恺米切等品牌有望为公司长期发展打开增长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 4.01 亿元/4.48 亿元/5.08 亿元，同比分别增长-18.99%/+11.78%/+13.45%。考虑到公司在男装赛道的多品牌运营竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，维持“买入”评级。
- **风险提示。**消费者消费意愿修复不及预期风险，新品牌新产品发展不及预期风险，渠道扩张速度不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,254	5,153	5,191	5,683	6,282
同比增长率（%）	21.82%	-1.91%	0.73%	9.48%	10.53%
归母净利润（百万元）	698	495	401	448	508
同比增长率（%）	52.11%	-29.07%	-18.99%	11.78%	13.45%
每股收益（元/股）	0.48	0.34	0.27	0.31	0.35
ROE（%）	16.07%	11.33%	8.81%	9.43%	10.26%
市盈率（P/E）	7.99	11.26	13.90	12.44	10.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,025	2,323	2,675	3,015	营业收入	5,153	5,191	5,683	6,282
应收票据及账款	769	759	831	918	营业成本	1,803	1,819	1,986	2,189
预付账款	51	53	58	64	税金及附加	46	46	50	55
其他应收款	76	76	83	92	销售费用	2,130	2,170	2,364	2,594
存货	1,205	1,227	1,339	1,476	管理费用	379	493	529	572
其他流动资产	112	111	121	132	研发费用	93	101	114	132
流动资产总计	4,237	4,548	5,106	5,697	财务费用	-32	11	13	14
长期股权投资	237	247	258	268	资产减值损失	-141	-140	-153	-169
固定资产	946	900	889	782	信用减值损失	-9	-12	-13	-14
在建工程	79	163	80	55	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	229	211	205	192	投资收益	11	15	15	15
长期待摊费用	143	109	40	43	公允价值变动损益	-14	0	0	0
其他非流动资产	805	844	893	921	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	2,439	2,475	2,365	2,261	其他收益	104	115	115	115
资产总计	6,676	7,024	7,471	7,958	营业利润	685	529	592	672
短期借款	319	404	484	559	营业外收入	10	13	13	13
应付票据及账款	590	618	674	743	营业外支出	7	8	8	8
其他流动负债	1,176	1,226	1,339	1,475	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	2,085	2,247	2,497	2,777	利润总额	688	534	597	677
长期借款	66	53	30	10	所得税	168	115	129	146
其他非流动负债	24	24	24	24	净利润	520	419	468	531
非流动负债合计	90	77	53	34	少数股东损益	25	18	20	23
负债合计	2,175	2,324	2,550	2,811	归属母公司股东净利润	495	401	448	508
股本	1,459	1,459	1,459	1,459	EPS(元)	0.34	0.27	0.31	0.35
资本公积	770	770	770	770	主要财务比率				
留存收益	2,140	2,321	2,522	2,726	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	4,370	4,550	4,752	4,955	成长能力				
少数股东权益	131	149	169	192	营收增长率	-1.91%	0.73%	9.48%	10.53%
股东权益合计	4,501	4,699	4,921	5,147	营业利润增长率	-23.06%	-22.72%	11.89%	13.56%
负债和股东权益合计	6,676	7,024	7,471	7,958	归母净利润增长率	-29.07%	-18.99%	11.78%	13.45%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-39.13%	18.82%	1.15%	-0.10%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	520	313	362	425	毛利率	65.02%	64.95%	65.05%	65.15%
折旧与摊销	276	327	386	330	净利率	10.09%	8.07%	8.24%	8.45%
财务费用	-32	11	13	14	ROE	11.33%	8.81%	9.43%	10.26%
投资损失	-11	-15	-15	-15	ROA	7.41%	5.71%	6.00%	6.39%
营运资金变动	-257	64	-37	-45	估值倍数				
其他经营现金流	206	135	135	135	P/E	11.26	13.90	12.44	10.96
经营性现金净流量	702	834	844	843	P/S	1.08	1.07	0.98	0.89
投资性现金净流量	-32	-377	-289	-239	P/B	1.28	1.23	1.17	1.12
筹资性现金净流量	-839	-160	-202	-264	股息率	3.14%	3.96%	4.42%	5.47%
现金流量净额	-169	297	352	340	EV/EBITDA	6	5	4	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。