

报喜鸟 (002154)

2025 年中报点评：品牌表现分化，费用增加 净利承压

2025 年 08 月 22 日

买入 (维持)

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,254	5,153	5,068	5,448	5,860
同比 (%)	21.82	(1.91)	(1.65)	7.50	7.55
归母净利润 (百万元)	697.85	494.96	404.65	474.12	541.66
同比 (%)	52.11	(29.07)	(18.25)	17.17	14.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.48	0.34	0.28	0.32	0.37
P/E (现价&最新摊薄)	8.13	11.47	14.03	11.97	10.48

投资要点

- **公司公布 2025 年中报：**25H1 营收 23.91 亿元/yoy-3.58%，归母净利润 1.97 亿元/yoy-42.66%，扣非归母净利润 1.62 亿元/yoy-46.61%。营收小幅下滑主因国内消费环境整体较为低迷，净利下滑较多主因公司为实现高质量、可持续发展的长期战略目标增加战略性费用投入。
- **哈吉斯、乐飞叶逆势增长，主品牌及团购业务承压。**1) **分品牌：**25H1 报喜鸟/哈吉斯/宝鸟/乐飞叶/恺米切&TB 收入分别同比-9.60%/+8.37%/-22.53%/+20.48%/-11.41%，收入分别占比 30%/40%/17%/8%/3%。乐飞叶品牌受益于户外赛道高景气及自身“轻户外、悦旅行”的精准定位，保持快速增长；哈吉斯品牌通过产品创新和渠道优化实现稳健增长；主品牌报喜鸟及团购品牌宝鸟受市场环境影响，业绩有所下滑。截至 25H1 末报喜鸟/哈吉斯/乐飞叶门店数分别为 817/480/96 家，较 24 年末分别净-4/+2/+1 家。2) **分渠道：**25H1 线上/直营/加盟/团购收入分别同比+17.65%/+2.33%/-16.66%/-20.94%、分别占比 19%/45%/14%/18%。线上渠道表现亮眼，加盟及团购渠道下滑明显。截至 25H1 末直营/加盟门店分别 837/972 家、较 24 年末净-14/+8 家。
- **毛利率持平略增，费用率提升较多，净利率下滑。**1) **毛利率：**25H1 同比+0.21pct 至 68.39%。2) **期间费用率：**25H1 同比+5.67pct 至 54.41%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.66%/+2.27%/-0.35%/+0.09pct 至 44.15%/9.44%/1.56%/-0.74%。销售费用率提升主因优化渠道结构、线上推广费用增多、刚性费用占比较大；管理费用率提升主因公司加强与专业咨询机构合作、品牌收购（户外品牌 Woolrich）导致无形资产摊销及相关交易费用增加、新工业园投入使用导致固定资产折旧摊销增加。3) **归母净利润率：**25H1 同比-5.62pct 至 8.25%。4) **存货：**截至 25H1 末存货 11.38 亿元，较年初-5.52%，存货控制较好。产成品存货周转天数为 271 天。5) **现金流：**25H1 经营活动现金流净额 0.95 亿元/yoy-31.92%，主因收入下降致贷款回笼减少，且品牌运营投入增加。截至 25H1 末货币资金 14.33 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到服装消费偏弱，2024 年、25H1 公司业绩承压，我们将 25-26 年归母净利润预测值从 6.43/7.29 亿元分别下调至 4.05/4.74 亿元，增加 27 年预测值 5.42 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 14/12/10X，长期看公司坚持高质量发展、增加品牌投入有利于加强品牌竞争力，收购户外品牌有助集团稳健发展，未来随消费信心改善业绩弹性较大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济及消费持续疲软风险；新品牌培育期较长、投入较大风险；加盟渠道调整及经营不及预期风险；存货跌价风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.89
一年最低/最高价	3.12/5.41
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	4,589.32
总市值(百万元)	5,676.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.08
资产负债率(% ,LF)	29.99
总股本(百万股)	1,459.33
流通 A 股(百万股)	1,179.77

相关研究

- 《报喜鸟(002154)：2024 年三季度报点评：Q3 业绩短期承压，实控人拟全额认购定增彰显信心》
2024-11-02
- 《报喜鸟(002154)：2024 年中报点评：Q2 环境波动业绩承压，坚持高质量可持续发展》
2024-08-22

报喜鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,237	4,810	5,704	6,283	营业总收入	5,153	5,068	5,448	5,860
货币资金及交易性金融资产	2,036	2,543	3,283	3,678	营业成本(含金融类)	1,803	1,757	1,886	2,018
经营性应收款项	755	767	850	891	税金及附加	46	51	54	59
存货	1,205	1,234	1,281	1,403	销售费用	2,130	2,154	2,288	2,432
合同资产	64	76	82	88	管理费用	379	456	463	498
其他流动资产	177	190	208	222	研发费用	93	101	109	117
非流动资产	2,439	2,407	2,397	2,387	财务费用	(32)	(25)	(26)	(28)
长期股权投资	237	237	237	237	加:其他收益	104	101	109	117
固定资产及使用权资产	946	873	823	772	投资净收益	11	10	11	12
在建工程	79	79	79	79	公允价值变动	(14)	0	0	0
无形资产	229	239	250	261	减值损失	(150)	(147)	(155)	(165)
商誉	65	65	65	65	资产处置收益	0	2	2	2
长期待摊费用	143	163	183	203	营业利润	685	539	640	730
其他非流动资产	740	750	760	770	营业外净收支	3	(3)	(3)	(3)
资产总计	6,676	7,217	8,101	8,670	利润总额	688	536	637	727
流动负债	2,085	2,175	2,537	2,515	减:所得税	168	123	153	175
短期借款及一年内到期的非流动负债	423	523	823	1,123	净利润	520	413	484	553
经营性应付款项	597	619	634	263	减:少数股东损益	25	8	10	11
合同负债	362	351	377	404	归属母公司净利润	495	405	474	542
其他流动负债	703	681	703	726	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.34	0.28	0.32	0.37
非流动负债	90	98	106	114	EBIT	703	665	771	869
长期借款	26	36	46	56	EBITDA	979	751	839	938
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.02	65.33	65.38	65.57
租赁负债	40	38	36	34	归母净利率(%)	9.60	7.98	8.70	9.24
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	(1.91)	(1.65)	7.50	7.55
负债合计	2,175	2,272	2,643	2,629	归母净利润增长率(%)	(29.07)	(18.25)	17.17	14.24
归属母公司股东权益	4,370	4,804	5,309	5,880					
少数股东权益	131	140	149	160					
所有者权益合计	4,501	4,944	5,458	6,041					
负债和股东权益	6,676	7,217	8,101	8,670					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	702	463	505	173	每股净资产(元)	2.99	3.29	3.64	4.03
投资活动现金流	(32)	(58)	(58)	(59)	最新发行在外股份(百万股)	1,459	1,459	1,459	1,459
筹资活动现金流	(839)	92	284	271	ROIC(%)	10.40	9.72	9.84	9.69
现金净增加额	(169)	497	730	385	ROE-摊薄(%)	11.33	8.42	8.93	9.21
折旧和摊销	276	86	68	69	资产负债率(%)	32.58	31.49	32.63	30.33
资本开支	(546)	(28)	(29)	(31)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.47	14.03	11.97	10.48
营运资本变动	(257)	(191)	(217)	(640)	P/B (现价)	1.30	1.18	1.07	0.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>