

短期业绩承压，下半年拐点有望显现

2025 年 08 月 31 日

核心观点

- **公司发布 2025 年中报业绩，Q2 利润承压。**25H1 公司实现营收 23.91 亿元，同比下降 3.58%，归属母公司净利润 1.97 亿元，同比减少 42.66%。其中 Q2 单季实现收入 10.87 亿元，同比下降 3.47%，归母净利润 0.27 亿元，同比减少 71.38%，扣非后净利润-0.01 亿元。
- **报喜鸟、宝鸟品牌收入波动，哈吉斯维持稳增。**分品牌看，上半年报喜鸟/哈吉斯/乐飞叶/恺米切&TB/宝鸟分别实现收入 6.99/9.32/1.83/0.78/3.93 亿元，分别同比变动-9.60%/+8.37%/+20.48%/-11.41%/-22.53%。报喜鸟和宝鸟品牌是影响收入的主要因素，上半年终端消费放缓，报喜鸟强化品牌年轻化转型升级，但经营业绩未达预期。宝鸟团购业务受到竞争加剧影响，25H1 下降较多，但接单量较去年同期实现增长，下半年有望改善。哈吉斯和乐飞叶增长依旧保持稳健。分渠道看，上半年公司线上/直营/加盟/团购收入分别为 4.48/10.32/3.14/4.27 亿元，分别同比+17.65%/+2.33%/-16.66%/-20.94%。加盟和团购渠道下降较多，直营零售体系依旧维持较强的竞争力。截至期末，公司主要品牌报喜鸟/哈吉斯/乐飞叶/恺米切/所罗门店分别为 817/480/96/165/206 家，较年初变动-4/+2/+1/-12/+2 家。
- **整体毛利率微升，费用增加拖累净利。**25H1 公司毛利率为 67.06%，同比提升 0.07pct，主要原因是高毛利的哈吉斯品牌收入占比加大。分渠道看，线上/直营/加盟/团购渠道毛利率分别同比下降 1.61/0.86/0.75/2.83pct，终端销售受竞争加剧影响，产品销售单价有所下降。期间公司销售/管理/研发费率分别为 44.15%/9.44%/1.56%，分别同比变动+3.66%/+2.27%/-0.35pct，主要是费用投放产出效率下降及收入波动造成固定支出比例增加所致。
- **投资建议：**公司下半年经营有望环比改善，宝鸟接单增长保障下半年业绩，报喜鸟品牌年轻化转型初见成效，休闲服饰比例逐步扩大，哈吉斯增长保持稳健，下半年新开店预计环比提升。下调公司 2025/26/26 EPS 预测 0.33/0.37/0.41 元至 0.26/0.29/0.33 元，对应 PE 估值为 15/13/12 倍，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**产品销售不及预期风险；行业竞争加剧风险；新品牌拓展不及预期风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,153.23	5,065.21	5,406.28	5,763.65
收入增长率%	-1.91	-1.71	6.73	6.61
归母净利润(百万元)	494.96	378.44	427.44	477.00
利润增长率%	-29.07	-23.54	12.95	11.60
毛利率%	65.02	66.02	66.23	66.42
摊薄 EPS(元)	0.34	0.26	0.29	0.33
PE	11.59	15.15	13.42	12.02

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

报喜鸟（股票代码：002154）

谨慎推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：15711252705

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：18810537211

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

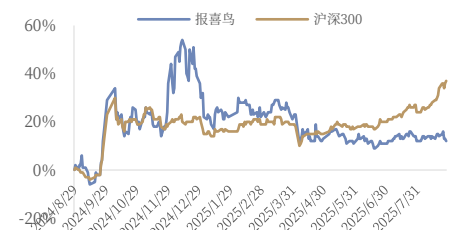
市场数据

2025 年 08 月 29 日

股票代码	002154
A 股收盘价(元)	3.80
上证指数	3,857.93
总股本(万股)	145,933
实际流通 A 股(万股)	117,977
流通 A 股市值(亿元)	45

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河纺服】报喜鸟(002154.SZ)首次覆盖_短期业绩波动，多品牌协同发展

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,237.10	4,236.79	4,700.48	5,269.65
现金	2,025.27	2,104.22	2,459.79	2,880.76
应收账款	692.83	727.54	776.32	827.83
其它应收款	75.97	71.76	76.59	81.65
预付账款	50.80	48.88	52.21	55.94
存货	1,204.79	1,090.77	1,135.94	1,209.25
其他	187.42	193.62	199.64	214.22
非流动资产	2,438.87	2,651.47	2,569.57	2,503.86
长期投资	341.30	341.30	341.30	341.30
固定资产	822.11	778.63	737.23	692.00
无形资产	228.52	514.76	479.67	443.24
其他	1,046.95	1,016.78	1,011.37	1,027.32
资产总计	6,675.97	6,888.26	7,270.05	7,773.50
流动负债	2,084.88	2,061.57	2,096.82	2,230.31
短期借款	318.61	318.61	318.61	318.61
应付账款	460.22	430.31	471.58	500.02
其他	1,306.05	1,312.64	1,306.63	1,411.67
非流动负债	89.91	89.91	89.91	89.91
长期借款	26.21	26.21	26.21	26.21
其他	63.71	63.71	63.71	63.71
负债总计	2,174.79	2,151.48	2,186.73	2,320.22
少数股东权益	131.38	150.63	172.37	196.63
归属母公司股东权益	4,369.80	4,586.15	4,910.95	5,256.65
负债和股东权益	6,675.97	6,888.26	7,270.05	7,773.50

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	702.23	826.13	758.39	836.97
净利润	520.15	397.68	449.18	501.26
折旧摊销	275.75	351.83	361.24	330.43
财务费用	11.11	12.40	12.40	12.40
投资损失	-10.50	-9.62	-9.73	-9.80
营运资金变动	-257.25	-54.57	-169.03	-140.21
其他	162.97	128.42	114.33	142.89
投资活动现金流	-32.47	-487.31	-201.21	-189.88
资本支出	-546.44	-396.93	-110.94	-119.68
长期投资	505.69	0.00	0.00	0.00
其他	8.28	-90.38	-90.27	-70.20
筹资活动现金流	-838.78	-259.88	-201.61	-226.12
短期借款	-230.75	0.00	0.00	0.00
长期借款	-21.22	0.00	0.00	0.00
其他	-586.82	-259.88	-201.61	-226.12
现金净增加额	-168.70	78.95	355.57	420.97

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,153.23	5,065.21	5,406.28	5,763.65
营业成本	1,802.54	1,721.26	1,825.46	1,935.57
税金及附加	45.51	44.45	47.92	50.85
销售费用	2,130.32	2,279.35	2,405.79	2,536.01
管理费用	379.17	405.22	421.69	455.33
研发费用	92.73	91.17	97.31	103.75
财务费用	-32.27	-26.07	-12.43	-8.17
资产减值损失	-141.30	-122.79	-124.63	-126.26
公允价值变动收益	-14.40	0.00	0.00	0.00
投资收益及其他	105.10	95.60	94.85	95.56
营业利润	684.61	522.66	590.75	659.61
营业外收入	10.41	10.41	10.41	10.41
营业外支出	7.24	7.24	7.24	7.24
利润总额	687.78	525.83	593.92	662.78
所得税	167.63	128.14	144.74	161.52
净利润	520.15	397.68	449.18	501.26
少数股东损益	25.19	19.25	21.74	24.26
归属母公司净利润	494.96	378.44	427.44	477.00
EBITDA	931.27	851.59	942.73	985.04
EPS（元）	0.34	0.26	0.29	0.33

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-1.91%	-1.71%	6.73%	6.61%
营业利润增长率	-23.06%	-23.66%	13.03%	11.66%
归母净利润增长率	-29.07%	-23.54%	12.95%	11.60%
毛利率	65.02%	66.02%	66.23%	66.42%
净利率	10.09%	7.85%	8.31%	8.70%
ROE	11.33%	8.25%	8.70%	9.07%
ROIC	9.93%	7.23%	7.89%	8.33%
资产负债率	32.58%	31.23%	30.08%	29.85%
净资产负债率	48.32%	45.42%	43.02%	42.55%
流动比率	2.03	2.06	2.24	2.36
速动比率	1.35	1.42	1.59	1.71
总资产周转率	0.75	0.75	0.76	0.77
应收账款周转率	7.69	7.13	7.19	7.19
应付账款周转率	3.95	3.87	4.05	3.98
每股收益	0.34	0.26	0.29	0.33
每股经营现金流	0.48	0.57	0.52	0.57
每股净资产	2.99	3.14	3.37	3.60
P/E	11.59	15.15	13.42	12.02
P/B	1.31	1.25	1.17	1.09
EV/EBITDA	4.51	4.84	3.99	3.39
PS	1.11	1.13	1.06	1.00

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023 年 7 月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	超配：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn