

报喜鸟 (002154.SZ)

2025Q3 HAZZYS 估计收入稳健增长，主品牌仍在调整

2025Q1~Q3 收入同比-2%/归母净利润同比-43%。公司发布 2025 年三季报：1) 2025Q1~Q3 公司收入为 34.8 亿元，同比-2%；归母净利润为 2.4 亿元，同比-43%；扣非归母净利润为 1.8 亿元，同比-50%；非经常损益主要系政府补助。2) 盈利质量方面，2025Q1~Q3 公司毛利率同比-0.2pct 至 65.6%；销售/管理/财务费用率同比分别+3.7pct/+2.4pct/同比持平至 44.7%/10.0%/-0.7%；综合以上，2025Q1~Q3 公司净利率同比-5.2pct 至 7.0%。

单三季度公司收入同比+3%/归母净利润同比-46%，费用投入使得利润继续承压。1) 2025Q3 公司收入为 10.9 亿元，同比+3%；归母净利润为 0.4 亿元，同比-46%；扣非归母净利润为 0.2 亿元，同比-68%。2) 盈利质量方面，2025Q3 公司毛利率同比-0.6pct 至 62.3%；销售/管理/财务费用率同比分别+3.8/+2.5/-0.2pct 至 46.0%/11.3%/-0.7%；综合以上，2025Q3 净利率同比-3.6pct 至 3.9%。

分渠道：2025Q3 直营估计继续好于加盟，电商估计快速增长。我们根据公司渠道布局及行业情况判断 2025Q3 公司直营渠道收入稳健增长 10%~20%/加盟渠道发货收入下降 10%~20%（我们判断弱于同期加盟门店流水表现）/电商渠道收入同比快速增长 30%左右。

分品牌：2025Q3 HAZZYS 品牌估计稳健增长，主品牌仍在调整。分品牌来看：根据行业趋势及品牌业务情况我们估计 2025Q3 主品牌收入同比下降低个位数/HAZZYS 品牌收入同比增长高个位数/宝鸟业务收入同比下降个位数（2025H1 HAZZYS/报喜鸟主品牌/宝鸟/乐飞叶&恺米切&TB 品牌销售占比分别 40%/30%/17%/11%）。

1、HAZZYS：我们估计 2025Q3 品牌收入同比增长高个位数（根据业务结构我们判断流水同比表现相仿）。HAZZYS 品牌流水表现优秀，渠道拓展计划顺利推进，2025H1 末品牌门店较期初+2 家至 480 家（其中直营 341 家/加盟 139 家），我们判断 2025 年下半年有望保持快速渠道趋势，预计全年门店新开 10%~20%、同时优化部分低效门店。

2、报喜鸟主品牌：我们估计 2025Q3 品牌收入同比略有下降（根据业务结构我们判断，由于加盟渠道拿货意愿较弱，主品牌收入表现弱于流水）。主品牌持续调整渠道结构及形象，2025H1 末品牌门店较期初-4 家至 817 家（其中直营 239 家/加盟 578 家）。

3、宝鸟：职业服团购市场竞争加剧，2025H1 公司宝鸟品牌接单量同比增长，但发货同比下降，同时在价格压力下盈利性有所降低。我们判断 2025Q3 宝鸟收入同比下降个位数（较 H1 改善）。

存货动销放缓，合理计提资产减值损失。1) 库存方面，2025Q3 末公司存货同比+8%至 14.1 亿元（Q1~Q3 计提资产减值损失 0.80 亿元，Q3 计提资产减值损失 0.17 亿元），Q1~Q3 公司存货周转天数同比+20.7 天至 308.5 天。2) 现金流方面，公司 Q1~Q3 经营性现金流量净额 1.0 亿元（约为同期归母净利润的 0.4 倍），应收账款周转天数同比+0.9 天至 52.1 天。

费用投入致使 2025 年盈利承压，期待后续稳健修复。考虑 2025 年公司 HAZZYS、报喜鸟品牌预计持续优化渠道结构，同时考虑公司销售费用及管理费用压力，我们综合估计 2025 年公司收入有望同比平稳为主/归母净利润同比下降，期待 2026~2027 年盈利质量修复。

投资建议：公司是国内领先的中高端男装集团。我们根据近期实际经营情况调整盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别 2.95/3.74/4.49 亿元，对应 2025 年 PE 为 19.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店扩张不及预期风险；终端消费环境波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,254	5,153	5,181	5,713	6,314
增长率 yoy (%)	21.8	-1.9	0.5	10.3	10.5
归母净利润（百万元）	698	495	295	374	449
增长率 yoy (%)	52.1	-29.1	-40.3	26.5	20.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.48	0.34	0.20	0.26	0.31
净资产收益率 (%)	16.1	11.3	6.5	7.8	8.8
P/E (倍)	8.2	11.6	19.5	15.4	12.8
P/B (倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

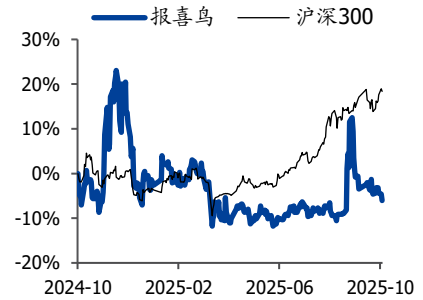
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	3.94
总市值（百万元）	5,749.77
总股本（百万股）	1,459.33
其中自由流通股 (%)	80.84
30 日日均成交量（百万股）	93.60

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《报喜鸟 (002154.SZ)：坚持品宣投入与渠道建设，短期业绩承压》 2025-08-17
- 2、《报喜鸟 (002154.SZ)：2024 年利润端短期承压，开店情况符合预期》 2025-04-19
- 3、《报喜鸟 (002154.SZ)：收购户外品牌 Woolrich，多品牌矩阵再添一员》 2025-03-21

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4559	4237	4682	5285	5931
现金	1891	2025	2532	3051	3585
应收票据及应收账款	661	704	707	780	862
其他应收款	72	76	76	84	93
预付账款	52	51	51	57	63
存货	1151	1205	1088	1084	1096
其他流动资产	732	177	226	229	232
非流动资产	2496	2439	2183	1977	1798
长期投资	234	237	237	237	237
固定资产	466	822	680	537	394
无形资产	236	229	210	191	173
其他非流动资产	1559	1152	1057	1012	995
资产总计	7055	6676	6865	7261	7729
流动负债	2477	2085	2073	2209	2364
短期借款	549	319	319	319	319
应付票据及应付账款	670	590	596	657	726
其他流动负债	1257	1176	1159	1234	1319
非流动负债	108	90	85	85	85
长期借款	47	26	26	26	26
其他非流动负债	61	64	59	59	59
负债合计	2585	2175	2158	2294	2449
少数股东权益	129	131	146	165	188
股本	1459	1459	1459	1459	1459
资本公积	770	770	770	770	770
留存收益	2112	2140	2330	2572	2862
归属母公司股东权益	4341	4370	4560	4802	5092
负债和股东权益	7055	6676	6865	7261	7729

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1154	702	687	630	670
净利润	729	520	310	393	472
折旧摊销	241	276	259	192	164
财务费用	8	11	8		8
投资损失	-22	-11	-11	-12	-13
营运资金变动	105	-257	-10	-77	-86
其他经营现金流	92	162	130	126	126
投资活动现金流	-665	-32	-48	29	30
资本支出	-316	-546	-10	3	3
长期投资	-398	506	14	14	14
其他投资现金流	49	8	-52	12	13
筹资活动现金流	-82	-839	-132	-140	-166
短期借款	272	-231	0	0	0
长期借款	2	-21	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	1	0	0	0
其他筹资现金流	-356	-587	-132	-140	-166
现金净增加额	408	-169	507	519	534

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5254	5153	5181	5713	6314
营业成本	1854	1803	1821	2008	2220
营业税金及附加	47	46	46	50	56
营业费用	2031	2130	2313	2533	2781
管理费用	370	379	482	515	556
研发费用	109	93	107	118	130
财务费用	-50	-32	-23	-30	-38
资产减值损失	-117	-141	-129	-129	-129
其他收益	114	104	104	115	127
公允价值变动收益	-9	-14	0	0	0
投资净收益	22	11	11	12	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	890	685	420	516	620
营业外收入	15	10	10	10	10
营业外支出	6	7	20	7	7
利润总额	899	688	411	520	624
所得税	170	168	100	127	152
净利润	729	520	310	393	472
少数股东损益	31	25	15	19	23
归属母公司净利润	698	495	295	374	449
EBITDA	1122	979	647	681	749
EPS (元/股)	0.48	0.34	0.20	0.26	0.31

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.8	-1.9	0.5	10.3	10.5
营业利润(%)	47.4	-23.1	-38.6	22.8	20.2
归属母公司净利润(%)	52.1	-29.1	-40.3	26.5	20.0
获利能力					
毛利率(%)	64.7	65.0	64.8	64.8	64.8
净利率(%)	13.3	9.6	5.7	6.5	7.1
ROE(%)	16.1	11.3	6.5	7.8	8.8
ROIC(%)	13.7	10.7	5.7	6.8	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	36.6	32.6	31.4	31.6	31.7
净负债比率(%)	-25.1	-34.1	-43.7	-51.9	-58.9
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.4	2.5
速动比率	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.4	7.7	7.5	7.8	7.8
应付账款周转率	4.5	3.9	3.9	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.34	0.20	0.26	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.48	0.47	0.43	0.46
每股净资产(最新摊薄)	2.97	2.99	3.12	3.29	3.49
估值比率					
P/E	8.2	11.6	19.5	15.4	12.8
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.4	5.0	5.7	4.7	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com