

收入企稳，经营质量仍待改善

2025 年 10 月 30 日

核心观点

- **公司发布 2025 年三季报，Q3 收入增速转正。**公司前三季度实现收入 34.08 亿元，同比下降 1.59%，归母净利润 2.36 亿元，同比下降 43.18%，扣非归母净利润 1.80 亿元，同比下降 49.87%。其中 Q3 单季公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.89/0.39/0.18 亿元，分别同比变动+3.07%/-45.66%/-67.65%。Q3 收入增速转正，但经营仍有压力。
- **哈吉斯维持稳健增长，报喜鸟预计下降幅度收窄。**分品牌看，我们预计哈吉斯品牌 Q3 整体表现较为稳健，延续上半年高单增长，报喜鸟主品牌仍处于调整阶段，同比下滑但幅度有所收窄。宝鸟业务受到下游需求下降，市场竞争加剧影响，仍有一定压力。分渠道看，我们判断公司加盟渠道面临去库存影响，收入有所下降，直营渠道保持稳健增长。公司 25H1 哈吉斯品牌门店数量为 480 家，较年初新开 2 家，公司上半年主要以优化渠道结构为主，预计 Q3 新开门店加速，全年保持 10%左右新开门店。主品牌报喜鸟门店 25H1 为 817 家，较年初减少 4 家，预计全年门店总数平稳，主要以形象调改为主。
- **毛利率稳步提升，经营质量持续向好：**公司前三季度毛利率为 65.6%，同比下降 0.2pct，保持平稳。销售/管理费率分别为 44.7%/10%，同比变动 +3.7%/+2.4pct，经营效率有所承压，主要是由于终端消费疲软，但公司仍坚持投入维持品牌影响力和宣传效应。截止 Q3 期末，公司库存金额为 14.1 亿元，同比增长 8%，库存周转天数增长 21 天至 295 天，主要是直营渠道收入占比加大所致。公司期末经营性现金流净额为 0.96 亿元，同比下降 32.07%。
- **投资建议：**哈吉斯品牌增长保持稳健，主品牌报喜鸟仍面临调整压力，根据公司实际经营情况，下调 2025/26/27 归母净利润 3.78/4.27/4.77 亿元至 3.03/3.50/4.16 亿元，对应下调 EPS 0.26/0.29/0.33 元至 0.21/0.24/0.28 元。PE 估值分别 19/16/14 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	5,065	5,406	5,764
收入增长率%	-1.91	-1.71	6.73	6.61
归母净利润(百万元)	495	303	350	416
利润增长率%	-29.07	-38.86	15.77	18.61
分红率%	35.38	50.00	50.00	50.00
毛利率%	65.02	66.02	66.23	66.42
摊薄 EPS(元)	0.34	0.21	0.24	0.28
PE	11.65	19.05	16.45	13.87
PB	1.32	1.28	1.20	1.13
PS	1.12	1.14	1.07	1.00

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

☎：010-80927622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：010-80927622

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

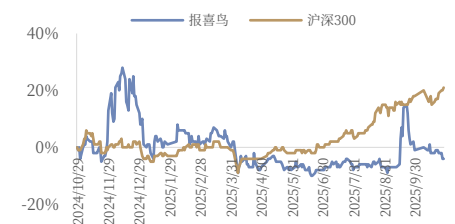
市场数据

2025 年 10 月 29 日

股票代码	002154
A 股收盘价(元)	3.95
上证指数	4,016.33
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)	47

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 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】公司点评_报喜鸟(002154.SZ)_短期业绩承压，下半年拐点有望显现
- 2.【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	4,157	4,578	5,121
现金	2,025	2,025	2,337	2,732
应收账款	693	728	776	828
其它应收款	76	72	77	82
预付账款	51	49	52	56
存货	1,205	1,091	1,136	1,209
其他	187	194	200	214
非流动资产	2,439	2,651	2,570	2,504
长期投资	341	341	341	341
固定资产	822	779	737	692
无形资产	229	515	480	443
其他	1,047	1,017	1,011	1,027
资产总计	6,676	6,809	7,147	7,625
流动负债	2,085	2,062	2,097	2,230
短期借款	319	319	319	319
应付账款	460	430	472	500
其他	1,306	1,313	1,307	1,412
非流动负债	90	90	90	90
长期借款	26	26	26	26
其他	64	64	64	64
负债总计	2,175	2,151	2,187	2,320
少数股东权益	131	147	165	186
归属母公司股东权益	4,370	4,510	4,796	5,119
负债和股东权益	6,676	6,809	7,147	7,625

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	702	746	677	772
净利润	520	318	368	437
折旧摊销	276	352	361	330
财务费用	11	12	12	12
投资损失	-11	-10	-10	-10
营运资金变动	-257	-55	-169	-140
其他	163	128	114	143
投资活动现金流	-32	-487	-201	-190
资本支出	-546	-397	-111	-120
长期投资	506	0	0	0
其他	8	-90	-90	-70
筹资活动现金流	-839	-260	-164	-188
短期借款	-231	0	0	0
长期借款	-21	0	0	0
其他	-587	-260	-164	-188
现金净增加额	-169	-1	312	395

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	5,065	5,406	5,764
营业成本	1,803	1,721	1,825	1,936
税金及附加	46	44	48	51
销售费用	2,130	2,330	2,460	2,594
管理费用	379	431	449	461
研发费用	93	101	108	115
财务费用	-32	-26	-11	-6
资产减值损失	-141	-123	-125	-126
公允价值变动收益	-14	0	0	0
投资收益及其他	105	76	81	87
营业利润	685	417	484	574
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	688	420	487	577
所得税	168	102	119	141
净利润	520	318	368	437
少数股东损益	25	15	18	21
归属母公司净利润	495	303	350	416
EBITDA	931	746	837	901
EPS（元）	0.34	0.21	0.24	0.28

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-1.9%	-1.7%	6.7%	6.6%
营业利润增长率	-23.1%	-39.0%	15.9%	18.7%
归母净利润增长率	-29.1%	-38.9%	15.8%	18.6%
毛利率	65.0%	66.0%	66.2%	66.4%
净利率	10.1%	6.3%	6.8%	7.6%
ROE	11.3%	6.7%	7.3%	8.1%
ROIC	9.9%	5.8%	6.6%	7.5%
资产负债率	32.6%	31.6%	30.6%	30.4%
净资产负债率	48.3%	46.2%	44.1%	43.7%
流动比率	2.03	2.02	2.18	2.30
速动比率	1.35	1.38	1.53	1.64
总资产周转率	0.75	0.75	0.77	0.78
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	0.21	0.24	0.28
每股经营现金流	0.48	0.51	0.46	0.53
每股净资产	2.99	3.09	3.29	3.51
P/E	11.65	19.05	16.45	13.87
P/B	1.32	1.28	1.20	1.13
EV/EBITDA	4.54	5.67	4.68	3.91
PS	1.12	1.14	1.07	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	推荐：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