

2026年04月25日

25年分红率提升，26Q1 迎来收入拐点

报喜鸟(002154)

评级:	买入	股票代码:	002154
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	5.02/3.55
目标价格:		总市值(亿)	52.97
最新收盘价:	3.63	自由流通市值(亿)	32.75
		自由流通股数(百万)	902.00

事件概述

2025年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为51.69/3.42/2.76/6.36亿元、同比增长0.31%/-30.95%/-36.76%/-9.36%，费用刚性、体现负经营杠杆效应；非经常性损益主要为政府补助7870万元。经营性现金流高于归母净利主要由于减值和折旧增加。

2025年末拟按每10股派发现金红利1.7元，派息率72.6%、有较大提升，股息率为4.7%。

26Q1单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为14.4/2.37/1.73亿元、同比增长10.46%/39.03%/1.73%，收入迎来拐点，归母净利增速高于收入增速主要由于其他收益0.84亿元（其中政府补助为0.83亿元）同比大幅增长、25Q1仅为800万元，而扣非净利低于收入增速则由于毛利率下降。

分析判断:

乐飞叶较快增长、哈吉斯稳健增长但店数净增不多，主品牌和宝鸟下滑。（1）分品牌来看，25年报喜鸟/哈吉斯/乐飞叶/恺米切&TB/宝鸟/其他收入分别为13.5/19.2/4.1/1.5/8.9/2.87亿元、同比增长-5.6%/8.0%/23.6%/-7.9%/-11.9%/-5.0%，我们分析，哈吉斯在消费疲弱环境下未体现出次新店贡献主要由于客流下滑，主品牌下滑则主要由于婚庆和商务需求放线，宝鸟下滑则受团购行业预算减少影响。（2）分品牌渠道情况未看，25年报喜鸟门店净开-30家（直营/加盟净开-15/-15家至227/564家），哈吉斯净开8家（新开60/关店52家）至486家（直营/加盟净开2/6家至346/140家），对应25年报喜鸟/哈吉斯店数网比增长-3.7%/1.7%，店效（170/396万元）同比增加-12%/6%，单店面积（213/134m²）同比增长1.0%/1.7%，平效（0.80/2.95万元）同比增加-13%/5%。（3）分渠道来看，线上较快增长，直营仍较稳健，加盟拖累。25年线上/直营/加盟/团购/其他收入分别为9.65/20.95/7.60/9.83/2.09亿元、同比增长18.04%/4.84%/-5.03%/-14.39%/-18.03%。25年直营/加盟店数为819/963家、同比净开-32/-1家、同比增长-3.76%/-0.1%，推算全年直营店效/加盟单店出货（256/79万元）同比增加8.9%/-5.1%，单店面积（121/179m²）同比增长3.2%/-0.8%，直营平效/加盟单店出货平效（2.11/0.44万元）同比增加5.5%/-4.3%。

25年净利率降幅高于毛利率降幅主要由于销售和管理费用率提升，26Q1归母净利率增长来自其他收益贡献，扣非净利率微降主要由于毛利率下降。（1）25年公司毛利率为65.69%、同比增加-0.86PCT：电商/直营/加盟/团购毛利率分别为71.01%/76.41%/65.77%/40.93%、同比增加-0.83/-1.24/-2.86/-5.26PCT。净利率降幅高于毛利率主要由于销售/管理费费用率增加2.1/1.7PCT。（2）2026Q1毛利率/净利率为65.5%/16.5%、同比增长-2.4/3.4PCT，净利率降幅高于毛利率主要由于其他收益+投资收益占比增加5.22PCT。

存货略有增长。25年末公司存货为12.76亿元、同比增长5.94%，存货/收入为25%，存货周转天数为253天、同比增加6天。从结构来看，1年以内/1-2年/2-3年/3年以上存货占比分别为56%/29%/11%/4%、同比增加-4/6/-1/-1PCT，结构较为健康。公司应收账款为6.42亿元、同比增长-7.3%，应收账款周转天数为47天。公司应付账款为4.92亿元、同比增长6.92%，周转天数为95天、同比增加5天。

投资建议

我们分析，1) 经过2年调整，公司26Q1迎来收入拐点，预计哈吉斯、乐飞叶全年有望实现双位数增长，但对主品牌和宝鸟谨慎乐观；2) 费用投放有望在战略布局后趋于优化，带来利润弹性。3) Woolrich品牌完成收购后有望成为新增长点，打开中高端户外市场。

调整盈利预测，调整 26-27 年收入预测 62.05/70.52 至 56.19/62.04 亿元，新增 28 年收入预测 68.39 亿元；调整 26-27 年归母净利预测为 7.00/8.71 至 5.31/6.22 亿元，新增 28 年归母净利预测 7.48 亿元；调整 26-27 年 EPS 0.48/0.60 至 0.36/0.43 亿元，新增 28 年 EPS 预测 0.51 元，2026 年 4 月 25 日收盘价 3.63 元对应 26/27/28 年 PE 分别为 9.97/8.51/7.09X，股息率 4.7%，看好哈吉斯品牌的成长性及公司多品牌运营能力，维持“买入”评级。

风险提示

销售费用率高企风险；主品牌增长低于预期风险；哈吉斯开店低于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,153	5,169	5,619	6,204	6,839
YoY (%)	-1.9%	0.3%	8.7%	10.4%	10.2%
归母净利润(百万元)	495	342	531	622	748
YoY (%)	-29.1%	-31.0%	55.4%	17.2%	20.1%
毛利率 (%)	65.0%	64.5%	64.8%	65.1%	65.4%
每股收益 (元)	0.34	0.23	0.36	0.43	0.51
ROE	11.3%	7.4%	10.6%	11.3%	12.2%
市盈率	10.70	15.50	9.97	8.51	7.09

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,169	5,619	6,204	6,839	净利润	350	545	638	767
YoY (%)	0.3%	8.7%	10.4%	10.2%	折旧和摊销	328	8	14	14
营业成本	1,835	1,977	2,165	2,366	营运资金变动	-164	310	139	121
营业税金及附加	45	51	56	62	经营活动现金流	636	906	816	919
销售费用	2,244	2,397	2,654	2,913	资本开支	-227	-127	141	-2
管理费用	468	417	456	475	投资	-249	-598	-746	-924
财务费用	-31	-21	-32	-32	投资活动现金流	-462	-703	-574	-885
研发费用	75	101	112	123	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-143	-70	-72	-75	债务募资	933	-573	0	0
投资收益	18	22	31	41	筹资活动现金流	-12	-725	-140	-140
营业利润	490	697	803	967	现金净流量	162	-521	102	-106
营业外收支	-9	15	16	16	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	481	712	818	983	成长能力 (%)				
所得税	131	167	180	216	营业收入增长率	0.3%	8.7%	10.4%	10.2%
净利润	350	545	638	767	净利润增长率	-31.0%	55.4%	17.2%	20.1%
归属于母公司净利润	342	531	622	748	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-31.0%	55.4%	17.2%	20.1%	毛利率	64.5%	64.8%	65.1%	65.4%
每股收益	0.23	0.36	0.43	0.51	净利率	6.8%	9.7%	10.3%	11.2%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	4.8%	7.1%	7.5%	8.1%
货币资金	1,912	1,390	1,492	1,387	净资产收益率 ROE	7.4%	10.6%	11.3%	12.2%
预付款项	66	59	65	71	偿债能力 (%)				
存货	1,276	1,246	1,127	1,037	流动比率	1.92	2.15	2.31	2.41
其他流动资产	1,203	2,045	3,134	4,432	速动比率	1.32	1.55	1.83	2.02
流动资产合计	4,457	4,741	5,819	6,927	现金比率	0.82	0.63	0.59	0.48
长期股权投资	220	220	220	220	资产负债率	33.6%	30.7%	31.5%	32.0%
固定资产	808	976	913	964	经营效率 (%)				
无形资产	511	495	474	453	总资产周转率	0.72	0.76	0.75	0.74
非流动资产合计	2,690	2,695	2,428	2,303	每股指标 (元)				
资产合计	7,147	7,436	8,246	9,230	每股收益	0.23	0.36	0.43	0.51
短期借款	573	0	0	0	每股净资产	3.18	3.45	3.78	4.19
应付账款及票据	636	596	652	713	每股经营现金流	0.44	0.62	0.56	0.63
其他流动负债	1,114	1,611	1,867	2,163	每股股利	0.00	0.10		0.10
流动负债合计	2,323	2,207	2,519	2,876	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.50	9.97	8.51	7.09
其他长期负债	79	79	79	79	PB	1.21	1.05	0.96	0.87
非流动负债合计	79	79	79	79					
负债合计	2,401	2,286	2,597	2,955					
股本	1,459	1,459	1,459	1,459					
少数股东权益	106	120	136	155					
股东权益合计	4,746	5,150	5,649	6,275					
负债和股东权益合计	7,147	7,436	8,246	9,230					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。