

多因素下 25 年业绩承压 26 年起有望呈现盈利弹性

核心观点

- **25 年主品牌和宝鸟团购业务承压，费用的刚性和部分战略性投入拖累业绩。**25 年公司营业收入同比基本持平，归母净利润同比下降 31%，扣非归母净利润同比下降 37%。全年毛利率同比小幅下降，导致盈利显著下降的原因是日常经营性费用的刚性、新收购美国户外品牌 WOOLRICH 带来战略性投入增加、以及温州总部智能生产项目导致报废损失增加所致——25 年公司销售费用率和管理费用率同比分别增长 2.08 个百分点和 1.69 个百分点。分品牌看，25 年公司主品牌报喜鸟和宝鸟（团购）收入同比分别下降 6% 和 12%，而哈吉斯品牌和乐飞叶品牌销售收入同比分别增长 8% 和 24% 左右，展现出较强的韧性。分渠道看，25 年公司线上销售同比增长 18%，占收入比重 19% 左右，成为营收的主要支撑力。加盟收入同比下降 5% 左右，我们判断主要是主品牌加盟业务下滑所致。公司年报拟每股派 0.17 元，派息率 73%，相比历史有所提升。
- **26 年一季报展现一定的复苏态势。**一季度公司收入和归母净利润同比分别增长 10% 和 39%，扣非归母净利润同比增长 6% 左右，非经常性损益的增加主要来自政府补助的大幅增长。值得一提的是，一季度收入环比明显提速，而且一季度公司销售费用率和管理费用率同比有所下降，相比去年全年更是明显收敛，反映出收入提速后的正面效应以及公司在费用控制方面的努力。
- **我们预计公司 26 年开始有望呈现一定的盈利弹性。**基于我们目前对国内服饰消费行业 K 型分化的判断，我们预计 26 年公司哈吉斯品牌和乐飞叶品牌有望保持两位数或以上的增长，主品牌和宝鸟有望望恢复平稳增长。伴随费用控制的优化和一些短期性投入的影响消除，预计 26 年开始公司盈利有望呈现一定的弹性。中长期我们对于公司多品牌矩阵的发展模式所带来的成长空间仍保有积极期待。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年年报和 26 年一季报，我们下调公司 26-27 年盈利预测，新引入 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年每股受益分别为 0.29、0.37 和 0.41 元（原预测 26-27 年分别为 0.34 和 0.41 元）。参考可比公司，给予 2026 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 4.37 元。维持公司“买入”评级。

风险提示

消费疲弱下主品牌和团购业务持续波动、新品牌投入带来的费用增长超预期等

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,153	5,169	5,564	6,080	6,561
同比增长(%)	-1.9%	0.3%	7.6%	9.3%	7.9%
营业利润(百万元)	685	490	603	748	847
同比增长(%)	-23.1%	-28.4%	23.1%	23.9%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	495	342	425	533	604
同比增长(%)	-29.1%	-31.0%	24.4%	25.4%	13.3%
每股收益(元)	0.34	0.23	0.29	0.37	0.41
毛利率(%)	65.0%	64.5%	64.8%	64.9%	65.1%
净利率(%)	9.6%	6.6%	7.6%	8.8%	9.2%
净资产收益率(%)	11.4%	7.6%	8.8%	10.0%	10.2%
市盈率	10.7	15.5	12.5	9.9	8.8
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月24日）	3.63 元
目标价格	4.37 元
52 周最高价/最低价	5.02/3.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	145,933/117,977
A 股市值（百万元）	5,297
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 04 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.36	0.83	-9.93	-5.2
相对表现%	-2.22	-5.75	-11.35	-31.23
沪深 300%	0.86	6.58	1.42	26.03



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
香港证监会牌照：BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

收入下降叠加费用刚性 短期盈利承压	2025-08-17
短期盈利能力承压，期待多品牌后续发展	2025-04-22
业绩低于预期，销售费用率拖累盈利能力	2024-11-02

根据 25 年年报和 26 年一季报，我们下调公司 26-27 年盈利预测（下调了主品牌报喜鸟和宝鸟团购业务的收入增速，小幅上调了哈吉斯的收入增速，上调了销售费用率和管理费用率），新引入 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年每股受益分别为 0.29、0.37 和 0.41 元（原预测 26-27 年分别为 0.34 和 0.41 元）。参考可比公司，给予 2026 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 4.37 元。维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 4 月 24 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
森马服饰	002563	5.44	0.42	0.33	0.39	0.44	13	16	14	12
比音勒芬	002832	18.04	1.37	1.18	1.34	1.53	13	15	13	12
太平鸟	603877	14.33	0.55	0.37	0.54	0.66	26	39	27	22
罗莱生活	002293	11.23	0.52	0.62	0.71	0.80	22	18	16	14
九牧王	601566	10.72	0.31	0.51	0.53	0.58	35	21	20	19
海澜之家	600398	6.38	0.45	0.45	0.49	0.54	14	14	13	12
雅戈尔	600177	7.58	0.60	0.57	0.73	0.92	13	13	10	8
调整后平均								17	15	14

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：消费疲弱下主品牌和团购业务持续波动、新品牌投入带来的费用增长超预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,025	1,912	2,300	2,801	3,340	营业收入	5,153	5,169	5,564	6,080	6,561
应收票据、账款及款项融资	704	649	697	762	822	营业成本	1,803	1,835	1,958	2,132	2,292
预付账款	51	66	72	78	84	销售费用	2,130	2,244	2,365	2,523	2,690
存货	1,205	1,276	1,362	1,483	1,595	管理费用	379	468	490	523	558
其他	252	554	564	577	589	研发费用	93	75	95	103	112
流动资产合计	4,237	4,457	4,995	5,701	6,430	财务费用	(32)	(31)	(3)	(18)	(39)
长期股权投资	237	220	220	220	220	资产、信用减值损失	150	149	142	150	179
固定资产	822	808	869	904	932	公允价值变动收益	(14)	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	79	102	102	102	102	投资净收益	11	18	15	15	15
无形资产	229	511	520	525	526	其他	58	43	71	66	62
其他	1,073	1,049	950	851	806	营业利润	685	490	603	748	847
非流动资产合计	2,439	2,690	2,661	2,602	2,585	营业外收入	10	10	10	10	10
资产总计	6,676	7,147	7,656	8,303	9,015	营业外支出	7	19	15	7	7
短期借款	319	573	573	573	573	利润总额	688	481	598	750	850
应付票据及应付账款	590	636	679	739	794	所得税	168	131	163	204	231
其他	1,176	1,114	1,144	1,184	1,222	净利润	520	350	436	547	619
流动负债合计	2,085	2,323	2,396	2,497	2,589	少数股东损益	25	9	11	14	15
长期借款	26	0	0	0	0	归属于母公司净利润	495	342	425	533	604
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.34	0.23	0.29	0.37	0.41
其他	64	79	79	79	79						
非流动负债合计	90	79	79	79	79						
负债合计	2,175	2,401	2,475	2,575	2,668						
少数股东权益	131	106	117	131	146	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
实收资本(或股本)	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	成长能力					
资本公积	770	771	771	771	771	营业收入	-1.9%	0.3%	7.6%	9.3%	7.9%
留存收益	2,140	2,409	2,834	3,367	3,970	营业利润	-23.1%	-28.4%	23.1%	23.9%	13.3%
其他	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	-29.1%	-31.0%	24.4%	25.4%	13.3%
股东权益合计	4,501	4,746	5,181	5,728	6,347	获利能力					
负债和股东权益总计	6,676	7,147	7,656	8,303	9,015	毛利率	65.0%	64.5%	64.8%	64.9%	65.1%
						净利率	9.6%	6.6%	7.6%	8.8%	9.2%
						ROE	11.4%	7.6%	8.8%	10.0%	10.2%
						ROIC	9.7%	6.5%	7.8%	8.7%	8.8%
						偿债能力					
						资产负债率	32.6%	33.6%	32.3%	31.0%	29.6%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.03	1.92	2.08	2.28	2.48
						速动比率	1.45	1.37	1.45	1.58	1.69
						营运能力					
						应收账款周转率	7.7	7.7	8.3	8.4	8.4
						存货周转率	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
						总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.34	0.23	0.29	0.37	0.41
						每股经营现金流	0.48	0.44	0.36	0.44	0.44
						每股净资产	2.99	3.18	3.47	3.84	4.25
						估值比率					
						市盈率	10.7	15.5	12.5	9.9	8.8
						市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
						EV/EBITDA	4.0	5.8	4.0	3.4	3.3
						EV/EBIT	4.9	7.0	5.4	4.4	4.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。