

报喜鸟 (002154.SZ)

HAZZYS 持续高质量增长，电商表现亮眼

2025 年公司收入同比微增/归母净利润同比下降。 1) 2025 年全年公司收入为 51.7 亿元，同比微增；归母净利润为 3.4 亿元，同比-31%；扣非归母净利润为 2.8 亿元，同比-37%。2) 盈利质量：费用投入短期影响利润，2025 年全年公司毛利率同比-0.5pct 至 64.5%；销售/管理/财务费用率同比分别+2.1pct/+1.7pct/持平至 43.4%/9.1%/-0.6%；综合以上，净利率同比-3.3pct 至 6.8%。3) 股息：2025 年全年公司现金分红 2.88 亿元，股利支付率 73%，股息率 4.4%。

2026Q1 公司收入同增 10%/扣非归母净利润同增 6%。 1) 2026Q1 公司收入为 14.4 亿元，同比+10%；归母净利润为 2.4 亿元，同比+39%；非经常收益主要系政府补助；扣非归母净利润为 1.7 亿元，同比+6%。2) 盈利质量方面，2026Q1 公司毛利率同比-2.4pct 至 65.6%（我们根据不同板块经营表现判断主要系宝鸟、报喜鸟品牌毛利率下降）；销售/管理/财务费用率同比分别-0.6/-0.4/-0.2pct 至 39.1%/7.7%/-0.3%；综合以上，扣非净利率同比-0.5pct 至 12.0%。

HAZZYS 持续增长，主品牌匹配行业表现，乐飞叶增速亮眼。 分品牌来看：2025 年 HAZZYS/报喜鸟主品牌/宝鸟/乐飞叶品牌销售收入分别为 19.2/13.5/8.9/4.1 亿元，同比+8%/-6%/-12%/+24%。

1) HAZZYS：2025H1/H2 收入同比分别+8%/+8%，保持稳健增长趋势；2025 年末门店 486 家，新开 60 家/关闭 52 家，净增加 8 家；我们根据行业及品牌经营趋势判断 2026Q1 品牌收入快速增长。

2) 报喜鸟：2025H1/H2 收入同比分别-10%/-1%，考虑品牌以加盟为主，我们判断加盟发货表现环比改善；2025 年末门店 791 家，新开 61 家/关闭 91 家，净减少 30 家；我们根据加盟经营趋势判断 2026Q1 品牌零售同比略有增长/收入略有下降。

3) 宝鸟：2025H1/H2 收入同比分别-23%/-1%，我们预计 2026 年以来有望恢复正增长。

4) 乐飞叶：2025H1/H2 收入同比分别+20%/+26%，根据经营趋势我们判断 2026Q1 以来保持快速增长。

电商规模高质量扩张，直营稳健增长，加盟等待修复。 分渠道来看：2025 年公司直营/加盟/团购/线上销售收入分别为 20.9/7.6/9.8/9.6 亿元，同比分别+5%/-5%/-14%/+18%，毛利率分别-1.2/-2.9/-5.3/-0.8pct 至 76.4%/65.8%/40.9%/71.0%。2025 年末直营/加盟门店分别 819/963 家，期内分别净减少 32 家/净减少 1 家，我们认为公司 2026 年有望继续持续新开优质门店、同时缩减调整低效门店，渠道结构及质量预计持续优化。

库存表现健康，现金流管理良好。 公司 2025 年末存货同比+5.9%至 12.8 亿元，全年存货周转天数同比+7.5 天至 254.9 天。现金流方面，公司 2025 年全年经营性现金流量净额 6.4 亿元（约为同期归母净利润的 1.9 倍）。

2026 年业绩有望健康增长。 公司搭建商务+运动休闲+户外品牌矩阵，2025 年内收购 WOOLRICH 品牌知识产权（欧洲除外）并持续孵化，同时积极调整核心品牌门店。展望 2026 年，我们预计公司收入及净利润有望在低基数下稳健增长。

投资建议： 公司是国内领先的中高端男装集团，我们根据过去实际经营情况调整盈利预测，预计 2026~2028 年归母净利润分别 3.82/4.45/5.09 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,153	5,169	5,602	6,173	6,784
增长率 yoy (%)	-1.9	0.3	8.4	10.2	9.9
归母净利润 (百万元)	495	342	382	445	509
增长率 yoy (%)	-29.1	-31.0	11.8	16.5	14.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.34	0.23	0.26	0.31	0.35
净资产收益率 (%)	11.3	7.4	8.1	9.1	10.2
P/E (倍)	10.7	15.5	13.9	11.9	10.4
P/B (倍)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1

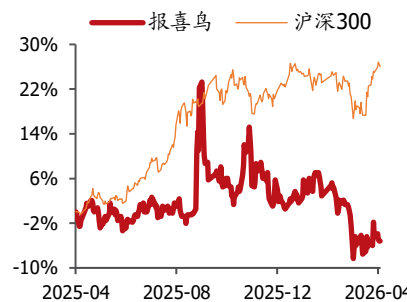
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 24 日收盘价 (元)	3.63
总市值 (百万元)	5,297.38
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)	15.14

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)：2025Q3 HAZZYS 估计收入稳健增长，主品牌仍在调整》 2025-10-28

2、《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

3、《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4237	4457	4947	5453	5941
现金	2025	1912	2315	2724	3074
应收票据及应收账款	704	648	765	843	926
其他应收款	76	78	83	91	100
预付账款	51	66	58	63	69
存货	1205	1276	1237	1240	1252
其他流动资产	177	477	490	493	521
非流动资产	2439	2690	2410	2182	2011
长期投资	237	220	220	220	220
固定资产	822	808	671	534	397
无形资产	229	511	479	448	416
其他非流动资产	1152	1151	1039	980	978
资产总计	6676	7147	7356	7635	7952
流动负债	2085	2323	2419	2564	2729
短期借款	319	573	573	573	573
应付票据及应付账款	590	636	668	733	802
其他流动负债	1176	1114	1177	1257	1353
非流动负债	90	79	78	78	78
长期借款	26	0	0	0	0
其他非流动负债	64	79	78	78	78
负债合计	2175	2401	2497	2642	2807
少数股东权益	131	106	116	128	141
股本	1459	1459	1459	1459	1459
资本公积	770	771	771	771	771
留存收益	2140	2409	2513	2635	2774
归属母公司股东权益	4370	4639	4743	4865	5005
负债和股东权益	6676	7147	7356	7635	7952

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	702	636	681	706	707
净利润	520	350	392	456	522
折旧摊销	276	328	272	213	171
财务费用	11	10	13	13	13
投资损失	-11	-18	-19	-21	-23
营运资金变动	-257	-164	-100	-82	-103
其他经营现金流	162	129	123	127	127
投资活动现金流	-32	-462	32	38	25
资本支出	-546	-227	3	3	2
长期投资	506	-249	14	14	0
其他投资现金流	8	15	15	21	23
筹资活动现金流	-839	-12	-309	-336	-382
短期借款	-231	255	0	0	0
长期借款	-21	-26	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	-587	-241	-309	-336	-382
现金净增加额	-169	162	404	408	350

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5153	5169	5602	6173	6784
营业成本	1803	1835	2043	2241	2452
营业税金及附加	46	45	49	55	60
营业费用	2130	2244	2410	2649	2912
管理费用	379	468	496	547	601
研发费用	93	75	70	78	85
财务费用	-32	-31	-16	-22	-28
资产减值损失	-141	-143	-129	-129	-129
其他收益	104	89	97	107	117
公允价值变动收益	-14	0	0	0	0
投资净收益	11	18	19	21	23
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
营业利润	685	490	535	624	713
营业外收入	10	10	10	10	10
营业外支出	7	19	7	7	7
利润总额	688	481	538	627	716
所得税	168	131	146	170	195
净利润	520	350	392	456	522
少数股东损益	25	9	10	11	13
归属母公司净利润	495	342	382	445	509
EBITDA	979	819	795	818	859
EPS (元/股)	0.34	0.23	0.26	0.31	0.35

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1.9	0.3	8.4	10.2	9.9
营业利润(%)	-23.1	-28.4	9.1	16.6	14.4
归属母公司净利润(%)	-29.1	-31.0	11.8	16.5	14.3
获利能力					
毛利率(%)	65.0	64.5	63.5	63.7	63.9
净利率(%)	9.6	6.6	6.8	7.2	7.5
ROE(%)	11.3	7.4	8.1	9.1	10.2
ROIC(%)	10.7	6.5	6.8	7.7	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.6	33.6	33.9	34.6	35.3
净负债比率(%)	-34.1	-25.0	-33.1	-40.4	-46.0
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.4	1.2	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	7.7	7.7	8.0	7.8	7.8
应付账款周转率	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.23	0.26	0.31	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.44	0.47	0.48	0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.18	3.25	3.33	3.43
估值比率					
P/E	10.7	15.5	13.9	11.9	10.4
P/B	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.0	5.4	4.6	4.0	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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