

报喜鸟 (002154.SZ)

第三季度收入下滑 12%，费用率提升净利润承压

优于大市

核心观点

第三季度收入下滑 12%，销售费用率提升，净利润承压。报喜鸟是国内中高档男装品牌集团。2024 年以来服装零售整体承压、三季度消费需求愈加疲软，第三季度收入同比-11.7%至 10.6 亿元，环比二季度降幅进一步扩大；通过严控折扣毛利率保持稳定，同比+0.1 百分点至 62.9%。主要为积极应对市场环境变化促进销售、持续提升市场竞争力，公司增加品牌推广投入、加大直营市场开拓力度等导致销售费用同比增长 5.1%至 4.5 亿元，销售费用率同比+6.8 百分点至 42.3%；财务费用率同比+1.6 百分点至-0.5%；管理与研发费用率分别下降 0.6 和 0.2 百分点。非经项目整体较稳定，主要受销售费用率提升影响，归母净利率同比-5.6 百分点至 6.7%，归母净利润同比-51.7%至 0.7 亿元。

存货金额及存货周转天数增长，资金周转效率整体稳定。三季度末，公司存货金额同比增长 8.7%、环比增长 21.4%至 13.0 亿元，预计主要受到三季度销售压力，以及为秋冬换季、双十一大促、春节提前备货的影响；存货周转天数同比+29 天至 288 天。应收、应付周转天数分别同比-2/+23 天至 51/100 天。经营活动现金流短期承压，第三季度经营活动现金流净额为 0.02 亿元。

三季度预计各品牌增长承压。分品牌看，上半年报喜鸟/哈吉斯/宝鸟收入分别同比-3.7%/+0.2%/-2.3%，我们预计三季度各品牌收入均有下滑压力，哈吉斯降幅比主品牌降幅相对较窄，团购品牌宝鸟三季度受发货节奏影响，四季度预计将有所好转。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：短期营收及销售费用率承压，毛利率稳健，继续看好中长期成长前景。2024 上半年在高基数上公司收入增长稳健，第三季度行业环境进一步变差、公司收入出现低双位数下滑，同时销售费用率提升、带来净利润端承压。展望中长期，哈吉斯品牌定位泛运动休闲景气赛道，继续保持良好开店扩张势头，新品乐飞叶受益于户外赛道高景气增长潜力逐步显现，报喜鸟与宝鸟预计稳步成长。基于四季度及明年消费复苏趋势仍然较弱，同时公司仍处于快速扩张期、销售支出较大，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 5.6/6.3/6.9 亿元（前值为 6.6/7.5/8.3 亿元），同比-19.0%/+12.0%/+9.2%。基于盈利预测下调以及行业估值中枢下移，下调目标价至 4.6-5.0 元（前值为 5.4-5.8 元），对应 2024 年 12-13x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

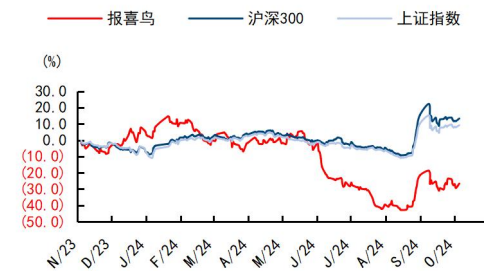
S0980520040004

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	4.60 - 5.00 元
收盘价	4.10 元
总市值/流通市值	5983/4837 百万元
52 周最高价/最低价	6.94/3.12 元
近 3 个月日均成交额	162.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 第二季度零售承压，各渠道毛利率稳步提升》——2024-08-19
- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 第一季度高基数上收入增长 5%，毛利率提升》——2024-04-29
- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 2023 年净利润增长 52%，哈吉斯开店较积极》——2024-04-12
- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 零售回暖叠加折扣收窄，2023 年净利润预增 50%-60%》——2024-01-28
- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 三季度归母净利润增长 23%，哈吉斯开店较积极》——2023-10-26

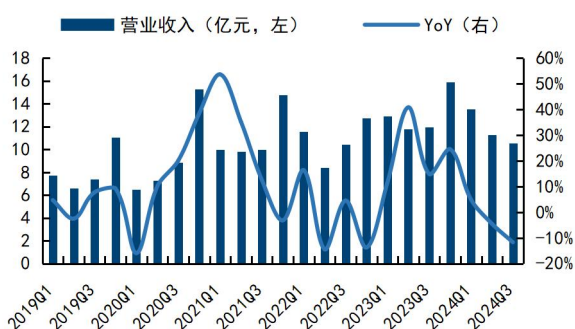
盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,095	5,503	5,925
(+/-%)	-3.1%	21.8%	-3.0%	8.0%	7.7%
净利润(百万元)	459	698	565	633	691
(+/-%)	-1.2%	52.1%	-19.0%	12.0%	9.2%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.39	0.43	0.47
EBIT Margin	13.8%	16.0%	13.7%	14.2%	14.5%
净资产收益率(OOE)	11.7%	16.1%	12.2%	12.8%	13.1%
市盈率(PE)	13.0	8.6	10.6	9.5	8.7
EV/EBITDA	11.6	9.3	10.9	9.1	8.3
市净率(PB)	1.52	1.38	1.29	1.21	1.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

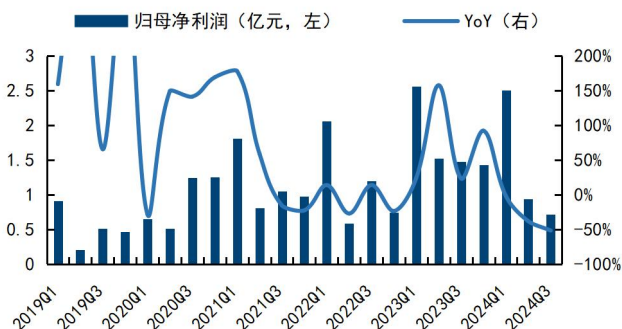
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



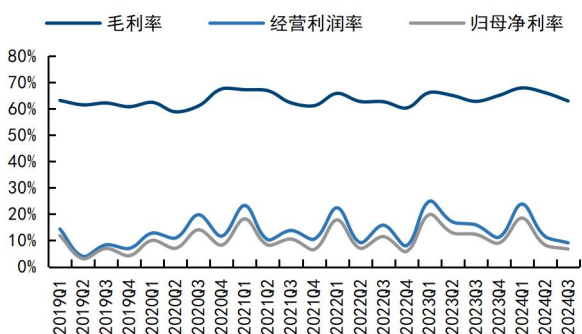
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度净利润和增长 (亿元, %)



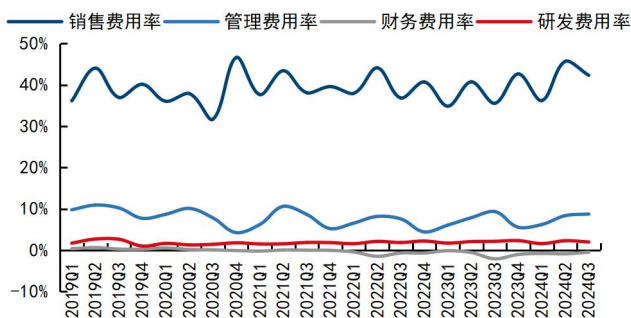
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度利润率水平



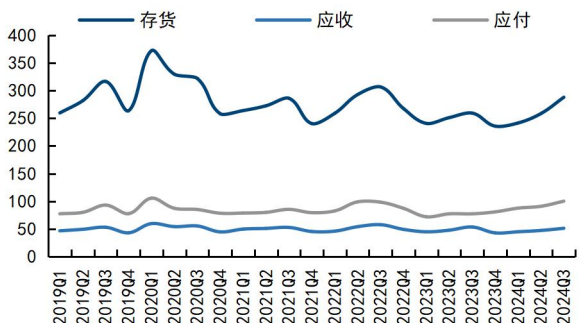
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率水平



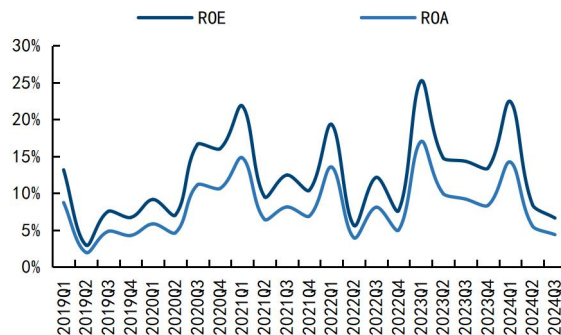
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 ROE/ROA



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.6/6.3/6.9 亿元（前值为 6.6/7.5/8.3 亿元），同比-19.0%/+12.0%/+9.2%，盈利预测下调的主要原因说明：1）收入端受今年宏观消费环境疲软影响，线下客流量减少，同时公司开店速度放缓，三季度行业及公司表现环比进一步变差。2）受市场开拓影响、固定成本费用支出刚性，尤其销售费用开支较大，导致费用率上升、利润率下降。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2024-2026 年收入分别为 51.0/55.0/59.2 亿元（前值为 53.7/59.3/65.2 亿元），同比-3.0%/+8.0%/+7.7%。

2、销售费用率：预计 2024-2026 年销售费用率分别为 41.7%/41.4%/41.2%（前值为 40.2%/39.9%/39.7%）。主要由于公司市场开拓阶段费用支出较大，收入下调后刚性费用占比提升。

3、归母净利率：主要受销售费用率提升影响，预计 2024-2026 年归母净利率分别为 11.1%/11.5%/11.7%（前值为 12.2%/12.6%/12.8%）。

图7：盈利预测假设拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H
收入 (百万元)	3788	4451	4313	5254	5095	5503	5925	2471	2783	2479	2616
报喜鸟	1276	1612	1476	1730	1577	1639	1711	803	926	774	803
-门店数	779	796	804	817	809	816	823	785	817	807	809
-单店收入	162	205	184	213	194	202	209	101	116	95	99
哈吉斯	1233	1452	1416	1758	1725	1888	2043	858	900	860	865
-门店数	393	401	417	457	475	487	499	431	457	467	475
-单店收入	314	366	346	402	370	392	414	202	203	186	184
宝鸟	785	837	980	1135	1124	1236	1360	519	616	507	617
其他品牌	397	426	361	486	518	577	635	239	247	276	242
分渠道：											
直营	1537	1758	1450	2089				1043	1046	1009	
加盟	583	806	771	807				332	475	357	
团购	802	861	1008	1165				549	617	539	
线上	602	681	798	804				390	414	381	
收入yoy	15.7%	17.5%	-3.1%	21.8%	-3.0%	8.0%	7.7%	23.8%	20.1%	0.4%	-6.0%
分品牌：											
报喜鸟	1.4%	26.3%	-8.4%	17.2%	-8.8%	3.9%	4.4%	14.2%	19.9%	-3.7%	-13.3%
-门店数	-2.3%	2.2%	1.0%	1.6%	-1.0%	0.9%	0.9%	-1.4%	1.6%	2.8%	-1.0%
-单店收入	-1.2%	26.3%	-9.8%	15.7%	-9.1%	4.0%	3.5%	14.4%	19.8%	-5.8%	-14.0%
哈吉斯	22.4%	17.8%	-2.5%	24.1%	-1.9%	9.4%	8.2%	29.6%	19.3%	0.2%	-3.9%
-门店数	0.3%	2.0%	4.0%	9.6%	4.0%	2.5%	2.5%	9.9%	9.6%	8.4%	4.0%
-单店收入	18.0%	16.5%	-5.3%	16.2%	-8.0%	6.0%	5.6%	21.2%	8.7%	-8.0%	-9.4%
宝鸟	38.6%	6.6%	17.0%	15.9%	-1.0%	10.0%	10.0%	23.3%	10.3%	-2.3%	0.1%
其他品牌	15.2%	7.3%	-15.2%	34.7%	6.5%	11.4%	10.1%	39.3%	30.5%	15.5%	-2.3%
分渠道：											
直营	13.3%	14.4%	-17.5%	44.0%				42.7%	45.4%	-3.3%	
加盟	-11.8%	38.3%	-4.4%	4.7%				1.2%	7.4%	7.4%	
团购	35.6%	7.4%	17.1%	15.6%				21.9%	10.6%	-1.7%	
线上	42.5%	13.2%	17.2%	0.8%				7.9%	-5.2%	-2.3%	
毛利率	63.4%	63.9%	62.7%	64.7%	65.4%	65.5%	65.6%	65.5%	64.0%	67.0%	63.9%
费用率	48.2%	48.7%	47.3%	46.8%	49.9%	49.5%	49.4%	46.1%	47.5%	48.7%	50.9%
销售费用率	39.6%	39.6%	39.7%	38.7%	41.7%	41.4%	41.2%	37.6%	39.6%	40.5%	42.8%
管理费用率	7.0%	7.4%	6.5%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	6.9%	7.2%	7.2%	7.1%
研发费用率	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	2.2%	1.9%	2.2%
财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-0.9%	-0.3%	-1.5%	-0.8%	-1.2%
其他经营收益率	-0.6%	-0.2%	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	2.5%	-2.3%	0.8%	-1.2%
所得税率	23.9%	22.2%	21.5%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%	19.8%	17.5%	21.3%	18.0%
归母净利润	366.5	464.4	458.8	697.9	565.0	632.6	691.0	407.6	290.3	344.0	221.0
yoy	74.4%	26.7%	-1.2%	52.1%	-19.0%	12.0%	9.2%	53.9%	49.6%	-15.6%	-23.9%
归母净利率	9.7%	10.4%	10.6%	13.3%	11.1%	11.5%	11.7%	16.5%	10.4%	13.9%	8.4%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：短期营收及销售费用率承压，毛利率稳健，继续看好中长期成长前景

2024 上半年在高基数上公司收入增长稳健，第三季度行业环境进一步变差、公司收入出现低双位数下滑，销售费用率提升、带来净利润端承压。展望中长期，哈吉斯品牌定位泛运动休闲景气赛道，继续保持良好开店扩张势头，新品牌乐飞叶受益于户外赛

道高景气增长潜力逐步显现，报喜鸟与宝鸟预计稳步成长。基于四季度及明年消费复苏趋势仍然较弱，同时公司仍处于快速扩张期、销售支出较大，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 5.6/6.3/6.9 亿元（前值为 6.6/7.5/8.3 亿元），同比-19.0%/+12.0%/+9.2%。基于盈利预测下调以及行业估值中枢下移，下调目标价至 4.6-5.0 元（前值为 5.4-5.8 元），对应 2024 年 12-13x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,095	5,503	5,925
(+/-%)	-3.1%	21.8%	-3.0%	8.0%	7.7%
净利润(百万元)	459	698	565	633	691
(+/-%)	-1.2%	52.1%	-19.0%	12.0%	9.2%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.39	0.43	0.47
EBIT Margin	13.8%	16.0%	13.7%	14.2%	14.5%
净资产收益率(ROE)	11.7%	16.1%	12.2%	12.8%	13.1%
市盈率(PE)	13.0	8.6	10.6	9.5	8.7
EV/EBITDA	11.6	9.3	10.9	9.1	8.3
市净率(PB)	1.52	1.38	1.29	1.21	1.13

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g 2024-2026	PEG 2025
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
报喜鸟	优于大市	4.0	0.48	0.39	0.43	8.2	10.1	9.2	10.3%	0.99
可比公司										
比音勒芬	优于大市	18.9	1.60	1.62	1.80	11.8	11.7	10.5	11.1%	1.05
海澜之家	优于大市	5.6	0.67	0.50	0.58	8.4	11.2	9.7	16.0%	0.70

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1443	1891	2352	2117	2475	营业收入	4313	5254	5095	5503	5925
应收款项	685	733	711	768	826	营业成本	1607	1854	1763	1898	2038
存货净额	1179	1151	1084	1153	1231	营业税金及附加	37	47	45	48	52
其他流动资产	166	214	207	224	241	销售费用	1711	2031	2123	2276	2439
流动资产合计	3667	4559	4924	4831	5343	管理费用	279	370	374	397	427
固定资产	559	924	828	843	844	研发费用	83	109	104	113	121
无形资产及其他	224	236	228	220	211	财务费用	(33)	(50)	(51)	(55)	(53)
投资性房地产	1304	1102	1102	1102	1102	投资收益	13	22	21	23	24
长期股权投资	237	234	231	227	224	资产减值及公允价值变动	115	108	(118)	(122)	(126)
资产总计	5990	7055	7312	7223	7724	其他收入	(236)	(240)	(10)	(17)	(25)
短期借款及交易性金融负债	342	677	657	200	215	营业利润	604	890	735	822	897
应付款项	530	670	631	590	631	营业外净收支	3	9	8	9	10
其他流动负债	960	1130	1153	1231	1318	利润总额	607	899	743	831	907
流动负债合计	1832	2477	2440	2022	2164	所得税费用	131	170	149	166	181
长期借款及应付债券	46	47	47	47	47	少数股东损益	17	31	30	32	34
其他长期负债	64	61	57	54	51	归属于母公司净利润	459	698	565	633	691
长期负债合计	110	108	105	101	98	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1942	2585	2545	2123	2262	净利润	459	698	565	633	691
少数股东权益	114	129	144	160	177	资产减值准备	62	(34)	152	9	2
股东权益	3935	4341	4624	4940	5286	折旧摊销	87	81	85	114	131
负债和股东权益总计	5990	7055	7312	7223	7724	公允价值变动损失	(115)	(108)	118	122	126
关键财务与估值指标						财务费用	(33)	(50)	(51)	(55)	(53)
每股收益	0.31	0.48	0.39	0.43	0.47	营运资本变动	(194)	406	228	(99)	(29)
每股红利	0.48	0.22	0.19	0.22	0.24	其它	(72)	51	(137)	7	16
每股净资产	2.70	2.97	3.17	3.39	3.62	经营活动现金流	228	1094	1012	786	936
001C	13%	19%	17%	22%	24%	资本开支	(310)	(500)	(251)	(251)	(251)
00E	12%	16%	12%	13%	13%	其它投资现金流	(173)	(375)	0	0	0
毛利率	63%	65%	65%	66%	66%	投资活动现金流	(471)	(873)	(248)	(248)	(248)
EBIT MaOgin	14%	16%	14%	14%	14%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA MaOgin	16%	18%	15%	16%	17%	负债净变化	46	2	0	0	0
收入增长	-3%	22%	-3%	8%	8%	支付股利、利息	(702)	(316)	(282)	(316)	(345)
净利润增长率	-1%	52%	-19%	12%	9%	其它融资现金流	1090	857	(20)	(457)	15
资产负债率	34%	38%	37%	32%	32%	融资活动现金流	(222)	228	(303)	(773)	(330)
息率	11.7%	5.3%	4.7%	5.3%	5.8%	现金净变动	(464)	449	461	(235)	358
P/E	13.0	8.6	10.6	9.5	8.7	货币资金的期初余额	1907	1443	1891	2352	2117
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	1443	1891	2352	2117	2475
EV/EBITDA	11.6	9.3	10.9	9.1	8.3	企业自由现金流	51	669	619	388	537
						权益自由现金流	1186	1528	638	(29)	591

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032