

2023年4月25日

23Q1 净利超预期，净利率创历史新高

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:	5.57/2.96
目标价格:		总市值(亿)	79.53
最新收盘价:	5.45	自由流通市值(亿)	48.89
		自由流通股数(百万)	1459

事件概述

2023Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 12.9/2.56/2.20 亿元，同比增长 11.5%/24.2%/31.9%，我们认为收入略低于市场预期、净利超市场预期，收入略低于预期我们分析主要由于去年同期加盟及宝鸟发货均为高基数，但净利超预期主要由于销售费用率下降；扣非净利增速高于净利主要由于政府补助(0.47亿元)同比下降10%。

分析判断:

收入略低于预期我们分析主要由于发货端基数扰动。我们分析，今年以来，报喜鸟疫后终端表现复苏强劲，特别是 HAZZYS 品牌，但报表收入确认则同时受到加盟发货端去库存影响，特别是主品牌以加盟为主、受影响更大，此外宝鸟 22Q1 也面临发货高基数问题。我们估计，HAZZYS/主品牌/宝鸟 23Q1 收入分别为高双位数/中单位数/高单位数增长。我们判断 HAZZYS 加快开店逻辑 Q1 已有所验证，预计全年净开店增速 15-20%。

利润端超预期主要来自销售费用率下降。2023Q1 公司毛利率/净利率为 66.07%/19.84%、同比增加 1.1/2.0PCT，净利率创历史新高(21Q1 净利率为 18%)，我们分析这主要由于规模效应，即收入增长的情况下费用增长不大。销售/管理/研发/财务费用率分别为 34.83%/6.06%/1.70%/-0.13%、同比下降 3.11/0.48/-0.13/-0.32PCT，其他收益/收入下降 0.37PCT，投资收益/收入下降 0.79PCT，资产减值损失/收入增加 0.71PCT，信用减值损失/收入增加 0.1PCT，所得税/收入同比下降 0.22PCT。

存货环比改善。23Q1 末存货为 10.76 亿元、同/环比下降 1%/9%；存货周转天数为 240.6 天、同比减少 18.1 天；应收账款为 6.81 亿元、同比增长 11.8%，应收账款周转天数为 44.9 天、同比减少 1.1 天。

投资建议

我们分析，(1) 短期来看，由于 HAZZYS 门店聚焦一二线、疫后同店复苏弹性较大，且目前已恢复至疫情前水平，不排除全年收入增速超出市场预期；(2) 23 年 HAZZYS 有望加速开店，特别是 HAZZYS 加盟店仍有较大开店空间；(3) 22 年恺米切已完成收购，未来有望复制公司多品牌运营经验、加快开店并通过供应链本土化提升利润率。考虑 23Q1 净利超预期，上调 23/24/25 年收入预测 51.8/59.8/67.4 亿元至 53.8/64.3/74.3 亿元，上调 23/24/25 年归母净利预测为 6.1/7.6/9.3 亿元至 6.4/7.9/9.4 亿元，对应调整 23/24/25 年 EPS 0.42/0.52/0.64 元至 0.44/0.54/0.64 元，2023 年 4 月 24 日收盘价 5.45 元对应 23/24/25 年 PE 为 12/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性、开店进度低于预期风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,451	4,313	5,384	6,428	7,433

YoY (%)	17.5%	-3.1%	24.8%	19.4%	15.6%
归母净利润(百万元)	464	459	641	793	937
YoY (%)	26.7%	-1.2%	39.7%	23.6%	18.3%
毛利率 (%)	63.9%	62.7%	64.1%	64.4%	64.8%
每股收益 (元)	0.32	0.31	0.44	0.54	0.64
ROE	11.2%	11.7%	14.5%	15.6%	15.9%
市盈率	15.90	16.10	11.52	9.32	7.88

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,313	5,384	6,428	7,433	净利润	476	654	817	976
YoY (%)	-3.1%	24.8%	19.4%	15.6%	折旧和摊销	234	69	66	67
营业成本	1,607	1,932	2,287	2,618	营运资金变动	-334	338	132	133
营业税金及附加	37	54	64	74	经营活动现金流	515	1,180	1,108	1,250
销售费用	1,711	2,048	2,484	2,955	资本开支	-189	-51	-69	-65
管理费用	279	398	476	520	投资	-344	-743	-891	-1,069
财务费用	-33	-22	-29	-29	投资活动现金流	-488	-766	-909	-1,059
研发费用	83	92	103	115	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-134	-139	-141	-144	债务募资	535	-278	0	0
投资收益	13	29	51	74	筹资活动现金流	-532	-426	-143	-143
营业利润	604	818	1,021	1,220	现金净流量	-503	-13	56	48
营业外收支	3	0	0	0					
利润总额	607	818	1,021	1,220	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	131	164	204	244	成长能力 (%)				
净利润	476	654	817	976	营业收入增长率	-3.1%	24.8%	19.4%	15.6%
归属于母公司净利润	459	641	793	937	净利润增长率	-1.2%	39.7%	23.6%	18.3%
YoY (%)	-1.2%	39.7%	23.6%	18.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.31	0.44	0.54	0.64	毛利率	62.7%	64.1%	64.4%	64.8%
					净利率	11.0%	12.1%	12.7%	13.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利润率	7.7%	9.4%	10.0%	10.1%
货币资金	1,443	1,430	1,486	1,534	总资产收益率 ROA	11.7%	14.5%	15.6%	15.9%
预付款项	47	58	69	79	净资产收益率 ROE				
存货	1,179	1,218	1,191	1,148	偿债能力 (%)	2.00	2.13	2.20	2.31
其他流动资产	999	1,862	3,015	4,364	流动比率	1.31	1.53	1.72	1.91
流动资产合计	3,667	4,567	5,760	7,123	速动比率	0.79	0.67	0.57	0.50
长期股权投资	237	237	237	237	现金比率	32.4%	33.1%	34.2%	34.5%
固定资产	418	385	360	330	资产负债率				
无形资产	224	209	197	185	经营效率 (%)	0.72	0.79	0.81	0.80
非流动资产合计	2,323	2,253	2,203	2,147	总资产周转率				
资产合计	5,990	6,820	7,963	9,270	每股指标 (元)	0.31	0.44	0.54	0.64
短期借款	278	0	0	0	每股收益	2.70	3.04	3.49	4.03
应付账款及票据	530	582	689	789	每股净资产	0.35	0.81	0.76	0.86
其他流动负债	1,024	1,565	1,924	2,296	每股经营现金流	0.00	0.10	0.10	0.10
流动负债合计	1,832	2,148	2,613	3,085	每股股利				
长期借款	46	46	46	46	估值分析	16.10	11.52	9.32	7.88
其他长期负债	64	64	64	64	PE	1.53	1.66	1.45	1.25
非流动负债合计	110	110	110	110	PB	1.53	1.68	1.45	1.25
负债合计	1,942	2,257	2,723	3,194					
股本	1,459	1,459	1,459	1,459					
少数股东权益	114	127	152	191					
股东权益合计	4,049	4,563	5,240	6,076					
负债和股东权益合计	5,990	6,820	7,963	9,270					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。