

报喜鸟 (002154)

证券研究报告

2023年05月07日

重视二季度优质品牌机会

23Q1 营收 12.9 亿同增 11.5%，归母净利 2.56 亿同增 24.2%

23Q1 营收 12.9 亿元同增 11.5%，主要系成熟品牌报喜鸟、哈吉斯、宝鸟及成长品牌恺米切、乐飞叶均实现收入增长所致。

22 年公司收入 43.1 亿，同比减少 3.1%；其中 Q1-Q4 收入及同比增速分别为 11.6 亿 (+16.3%)、8.4 亿 (-14.5%)、10.4 亿 (4.5%)、12.7 亿 (-13.8%)。

23Q1 归母净利 2.56 亿元同增 24.2%，主要系现收入增长、毛利率稳定增长、费用率进一步控制等原因所致。

22 年公司归母净利润 4.6 亿，同比减少 1.2%；扣非归母净利 3.7 亿同减 9.6%，非经损益中包括政府产业扶持金 1.2 亿。22Q1-Q4 公司归母净利及同比增速分别为 2.1 亿 (+13.7%)、0.6 亿 (-27.2%)、1.2 亿 (+13.8%)、0.7 亿 (-23.6%)。22 年业绩波动主要系内外部经济环境不景气，线下客流减少影响终端销售，且公司基于外部环境对存货等进行减值计提。

HAZZYS 韧性凸显，团购及线上业务保持快速增长

分品牌看，22 年报喜鸟收入 14.8 亿 (占总 34.2%)，同减 8.4%；Hazzys 收入 14.2 亿 (占总 32.8%)，同减 2.5%；宝鸟收入 9 亿 (占总 20.8%)，同增 22.2%；恺米切、乐飞叶、TB 共收入 3.2 亿 (占总 7.5%) 同减 15%；其他品牌收入合计 1.2 亿 (占总 2.8%)，同减 18.5%。

分销售模式看，22 年公司直营收入 14.5 亿 (占总 33.6%)，同减 17.5%；加盟收入 7.7 亿 (占总 17.9%)，同减 4.4%；团购收入 10 亿 (占总 23.4%)，同增 17%；线上收入 8 亿 (占总 18.5%)，同增 17.2%。

23Q1 毛利率 66.1% (yoy+0.3pct)，归母净利率 19.8% (yoy+2pct)

23Q1 公司毛利率 66.1%，同增 0.3pct；22 年毛利率 62.7%，同减 1.2pct。23Q1 公司归母净利率 19.8%，同增 2pct；22 年归母净利率 10.6%，同增 0.2pct。

分销售模式看 22 年毛利率，直营毛利率 75.5%，同减 2.6pct；加盟 67.3%，同增 1.9pct；团购 45.8%，同增 0.5pct；线上 67.8%，同增 2.4pct。

报喜鸟、HAZZYS 门店小幅增长，购物中心门店占比提升

截至 2022 年 12 月 31 日，公司旗下各品牌门店合计 1684 家，同比增长 8 家。其中分品牌看，报喜鸟 804 家 (同比+8 家，本段下同)，Hazzys 417 家 (+16 家)；分销售模式看，直营 746 家 (-6 家)，加盟 938 家 (+14 家)；分业态看，商场店 576 家 (-26 家)，购物中心 508 家 (+23 家)，街边店 600 家 (+11 家)。

公司拟继续在一二线城市市场开设战略、形象店，升级品牌形象；同时在三四线城市市场加快加盟拓展，探索下沉市场空间。此外，继续加大哈吉斯等品牌多元电商渠道的发展，布局抖音、视频号等直播业务，实现线上线下融合发展。

产品、品牌、渠道、运营全方位优化，主品牌&HAZZYS 持续提质增效

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 纺织服饰/服装家纺 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 8.86 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 1,459.33 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,082.66 |
| A 股总市值(百万元) | 10,011.03 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,427.05 |
| 每股净资产(元) | 2.87 |
| 资产负债率(%) | 28.89 |
| 一年内最高/最低(元) | 6.99/3.38 |

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《报喜鸟-半年报点评:Hazzys 有望快速复苏, 成长空间可观》2022-08-22
- 《报喜鸟-年报点评报告:聚焦优势品类提效, 培育阶梯式新品牌增长可期》2022-04-19
- 《报喜鸟-公司点评:续签 HAZZYS 品牌, 多维品牌矩阵全面发力》2021-12-15

公司坚持多品牌全渠道运营策略，继续从多方面优化各品牌运营，从主要品牌来看：

报喜鸟推进品牌年轻化、产品时尚化策略，加强核心西服品类的优化升级，提高运动西服销售占比；渠道端继续优化结构、升级终端形象，提升单店业绩；

HAZZY 产品端促进通勤、休闲、运动三大系列均衡发展，提高运动销售占比，加快品类丰富；加强社媒投放于明星合作，继续提升品牌形象；渠道端实施大店计划，加速渠道下沉，拓展优质加盟商；

宝鸟品牌深耕职业装团购业务，22 年突破大客户，大额订单数量增长，客户覆盖范围拓宽；目前合肥 100 万套智能制造项目积极推进中，完成后或为团购业务增长提供生产保障。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司坚持多品牌阶梯式发展，报喜鸟品牌年轻化初见成效，运动西服市场认可度较高；HAZZYS 持续深化渠道渗透，提高门店质量同时加速下沉，有望继续保持快速增长。

考虑 22 年线下终端零售及拓店受环境影响，且存货仍需消化去库，我们调整盈利预测，预计公司 23-25 年收入分别为 52、61、70 亿（23-24 前值分别为 59、69 亿），归母净利分别为 6.0、7.1、8.3 亿（23-24 前值分别为 6.9、8.2 亿），EPS 分别为 0.41、0.48、0.57 元/股（23-24 前值分别为 0.48、0.56 元/股），对应 PE 分别为 17x、14x、12x。

风险提示：宏观经济增速和社会消费景气度不及预期；品牌渠道拓展和终端销售不及预期；行业竞争加剧等。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,451.37 | 4,312.76 | 5,222.88 | 6,076.41 | 6,964.33 |
| 增长率(%) | 17.52 | (3.11) | 21.10 | 16.34 | 14.61 |
| EBITDA(百万元) | 886.28 | 893.46 | 1,030.14 | 1,150.06 | 1,367.13 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 464.36 | 458.77 | 604.80 | 706.53 | 826.86 |
| 增长率(%) | 26.70 | (1.20) | 31.83 | 16.82 | 17.03 |
| EPS(元/股) | 0.32 | 0.31 | 0.41 | 0.48 | 0.57 |
| 市盈率(P/E) | 21.56 | 21.82 | 16.55 | 14.17 | 12.11 |
| 市净率(P/B) | 2.41 | 2.54 | 2.43 | 2.37 | 2.25 |
| 市销率(P/S) | 2.25 | 2.32 | 1.92 | 1.65 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 4.96 | 4.09 | 7.21 | 6.17 | 5.42 |

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,906.73 | 1,442.60 | 1,482.46 | 1,843.42 | 1,488.79 |
| 应收票据及应收账款 | 574.44 | 618.69 | 735.80 | 523.01 | 919.74 |
| 预付账款 | 74.46 | 46.81 | 90.60 | 68.63 | 112.38 |
| 存货 | 1,149.31 | 1,179.02 | 1,456.00 | 1,511.96 | 1,928.14 |
| 其他 | 151.57 | 339.72 | 384.62 | 379.70 | 469.89 |
| 流动资产合计 | 3,856.52 | 3,626.83 | 4,149.48 | 4,326.73 | 4,918.95 |
| 长期股权投资 | 248.32 | 236.82 | 236.82 | 236.82 | 236.82 |
| 固定资产 | 446.27 | 417.84 | 350.19 | 282.55 | 214.91 |
| 在建工程 | 50.20 | 140.78 | 187.32 | 249.52 | 315.96 |
| 无形资产 | 214.17 | 224.33 | 206.99 | 189.64 | 172.30 |
| 其他 | 1,281.95 | 1,303.58 | 1,146.00 | 1,153.30 | 1,148.77 |
| 非流动资产合计 | 2,240.91 | 2,323.34 | 2,127.32 | 2,111.83 | 2,088.76 |
| 资产总计 | 6,117.54 | 5,990.46 | 6,276.79 | 6,438.56 | 7,007.70 |
| 短期借款 | 80.09 | 277.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 507.32 | 530.21 | 616.66 | 676.16 | 833.72 |
| 其他 | 799.01 | 700.25 | 1,309.66 | 1,331.04 | 1,507.44 |
| 流动负债合计 | 1,386.42 | 1,508.09 | 1,926.32 | 2,007.20 | 2,341.16 |
| 长期借款 | 0.00 | 45.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 78.22 | 64.11 | 107.36 | 83.23 | 84.90 |
| 非流动负债合计 | 78.22 | 109.65 | 107.36 | 83.23 | 84.90 |
| 负债合计 | 1,851.41 | 1,941.64 | 2,033.68 | 2,090.43 | 2,426.06 |
| 少数股东权益 | 104.70 | 113.98 | 122.28 | 126.14 | 135.15 |
| 股本 | 1,459.33 | 1,459.33 | 1,459.33 | 1,459.33 | 1,459.33 |
| 资本公积 | 768.82 | 769.35 | 769.35 | 769.35 | 769.35 |
| 留存收益 | 1,933.11 | 1,705.99 | 1,891.99 | 1,993.15 | 2,217.65 |
| 其他 | 0.16 | 0.17 | 0.16 | 0.16 | 0.16 |
| 股东权益合计 | 4,266.13 | 4,048.82 | 4,243.11 | 4,348.13 | 4,581.64 |
| 负债和股东权益总计 | 6,117.54 | 5,990.46 | 6,276.79 | 6,438.56 | 7,007.70 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 479.42 | 476.05 | 604.80 | 706.53 | 826.86 |
| 折旧摊销 | 152.05 | 149.63 | 84.99 | 84.99 | 84.99 |
| 财务费用 | 7.74 | 7.74 | (13.29) | (12.83) | (4.97) |
| 投资损失 | (19.29) | (12.88) | (19.18) | (17.12) | (16.39) |
| 营运资金变动 | (271.56) | (481.17) | 155.88 | 208.39 | (559.02) |
| 其它 | 271.09 | 375.94 | 31.26 | 16.60 | 78.39 |
| 经营活动现金流 | 619.45 | 515.31 | 844.45 | 986.55 | 409.86 |
| 资本支出 | 188.17 | 231.55 | 3.29 | 86.33 | 64.77 |
| 长期投资 | 1.58 | (11.50) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 45.53 | (708.46) | (39.22) | (110.62) | (205.21) |
| 投资活动现金流 | 235.28 | (488.41) | (35.93) | (24.29) | (140.44) |
| 债权融资 | 44.32 | 275.99 | (331.18) | 27.21 | 2.49 |
| 股权融资 | 147.64 | (291.34) | (437.48) | (628.50) | (626.54) |
| 其他 | 151.80 | (516.72) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 343.77 | (532.06) | (768.66) | (601.30) | (624.05) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,198.50 | (505.16) | 39.86 | 360.97 | (354.64) |

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 4,451.37 | 4,312.76 | 5,222.88 | 6,076.41 | 6,964.33 |
| 营业成本 | 1,605.99 | 1,607.09 | 1,885.46 | 2,138.90 | 2,437.52 |
| 营业税金及附加 | 43.97 | 36.69 | 43.35 | 52.84 | 59.20 |
| 销售费用 | 1,764.60 | 1,711.18 | 2,021.78 | 2,369.80 | 2,736.98 |
| 管理费用 | 328.82 | 279.10 | 331.65 | 413.20 | 473.57 |
| 研发费用 | 75.53 | 83.30 | 88.79 | 106.34 | 125.36 |
| 财务费用 | (2.79) | (33.43) | (13.29) | (12.83) | (4.97) |
| 资产/信用减值损失 | (87.03) | (146.52) | (82.36) | (75.30) | (101.39) |
| 公允价值变动收益 | (7.84) | (18.73) | 4.28 | (10.40) | 45.20 |
| 投资净收益 | 19.29 | 12.88 | 19.18 | 17.12 | 16.39 |
| 其他 | 85.68 | 177.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 625.14 | 603.52 | 806.24 | 939.60 | 1,096.86 |
| 营业外收入 | 12.91 | 13.81 | 11.01 | 12.58 | 12.47 |
| 营业外支出 | 22.23 | 10.57 | 14.01 | 15.60 | 13.39 |
| 利润总额 | 615.83 | 606.77 | 803.24 | 936.57 | 1,095.94 |
| 所得税 | 136.41 | 130.72 | 171.47 | 203.05 | 235.89 |
| 净利润 | 479.42 | 476.05 | 631.78 | 733.52 | 860.05 |
| 少数股东损益 | 15.06 | 17.27 | 26.98 | 26.99 | 33.19 |
| 归属于母公司净利润 | 464.36 | 458.77 | 604.80 | 706.53 | 826.86 |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.31 | 0.41 | 0.48 | 0.57 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 17.52% | -3.11% | 21.10% | 16.34% | 14.61% |
| 营业利润 | 21.21% | -3.46% | 33.59% | 16.54% | 16.74% |
| 归属于母公司净利润 | 26.70% | -1.20% | 31.83% | 16.82% | 17.03% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 63.92% | 62.74% | 63.90% | 64.80% | 65.00% |
| 净利率 | 10.43% | 10.64% | 11.58% | 11.63% | 11.87% |
| ROE | 11.16% | 11.66% | 14.68% | 16.73% | 18.60% |
| ROIC | 39.42% | 36.86% | 39.52% | 47.08% | 65.76% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.26% | 32.41% | 32.40% | 32.47% | 34.62% |
| 净负债率 | -41.29% | -26.06% | -33.92% | -41.07% | -31.29% |
| 流动比率 | 2.19 | 2.00 | 2.15 | 2.16 | 2.10 |
| 速动比率 | 1.54 | 1.36 | 1.40 | 1.40 | 1.28 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 7.93 | 7.23 | 7.71 | 9.65 | 9.65 |
| 存货周转率 | 4.21 | 3.70 | 3.96 | 4.09 | 4.05 |
| 总资产周转率 | 0.81 | 0.71 | 0.85 | 0.96 | 1.04 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.32 | 0.31 | 0.41 | 0.48 | 0.57 |
| 每股经营现金流 | 0.42 | 0.35 | 0.58 | 0.68 | 0.28 |
| 每股净资产 | 2.85 | 2.70 | 2.82 | 2.89 | 3.05 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 21.56 | 21.82 | 16.55 | 14.17 | 12.11 |
| 市净率 | 2.41 | 2.54 | 2.43 | 2.37 | 2.25 |
| EV/EBITDA | 4.96 | 4.09 | 7.21 | 6.17 | 5.42 |
| EV/EBIT | 5.53 | 4.53 | 7.86 | 6.66 | 5.78 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |