

Q1 增长亮眼, 哈吉斯渠道扩张有望提速

报喜鸟 (002154.SZ)

核心观点

22 年公司平稳收官: 1) HAZZYS 品牌渠道在高线城市占比高、直营门店占比高特点下, 营收较为平稳展现品牌韧性, 渠道下沉战略持续推进, 期末门店数 417 家/+16 家, 实现逆势增长。预计 23 年渠道开拓将明显提速。2) 报喜鸟主品牌营收小幅下降, 功能性产品占比提升, 预计 23 年开店提速。23Q1 公司开局良好, 收入双位数增长, 业绩高增, 领跑行业。

事件

公司发布 2023 年一季报: 23Q1 营收 12.90 亿元/+11.5%, 归母净利润 2.56 亿元/+24.2%, 扣非归母净利润 2.20 亿元/+31.9%; 经营活动现金流净额 1.50 亿元/+261.4%, EPS 为 0.18 元/+24.2%。

公司发布 2022 年年报: 2022 年营收 43.13 亿元/-3.1%, 归母净利润 4.59 亿元/-1.2%, 扣非归母净利润 3.74 亿元/-9.6%; 经营活动现金流净额 5.15 亿元/-16.8%, EPS (基本) 为 0.31 元/-18.4%, ROE (加权) 为 11.2%/-2.2pct。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税)。

其中, 22Q4 公司实现营收 12.75 亿元/-13.8%, 归母净利润 0.74 亿元/-23.6%, 扣非归母净利润 0.60 亿元/-43.1%。

简评

23Q1 营收复苏良好, 销售费用率下降带动业绩高增。23Q1 公司营收 12.9 亿元/+11.5%, 毛利率为 66.1%/+0.3pct, 毛利率保持平稳, 销售、管理、研发、财务费用率分别为 34.8%/-3.1pct、6.1%/-0.5pct、1.7%/+0.1pct、-0.1%/+0.3pct, 销售费用率下降带动净利率增加 2.4pct 至 20.1%, 业绩同比增速达到 24.2%、扣非达 31.9%。

HAZZYS 渠道逆势扩张, 报喜鸟主品牌功能性产品占比提升, 宝鸟客户拓展顺利保持高增。分品牌来看, HAZZYS 品牌 22 年营收 14.16 亿元/-2.5%, 渠道在高线城市占比高、直营门店占比高特点下, 营收较为平稳展现品牌韧性。渠道下沉战略持续推进, 期末门店数 417 家/+16 家, 实现逆势增长。预计 23 年渠道开拓将明显提速, 全年门店数增长有望达 15%。报喜鸟主品牌 22 年营收 14.76 亿元/-8.4%, 持续推进功能性产品研发, 运动西服销售同比增长, 渠道方面在强势区域推进大店、弱势区域挖掘加盟商拓展, 期末门数 804 家/+8 家, 预计 23 年将加快开店节奏。宝鸟品牌 22 年营收 8.96 亿元/+22.2%, 在大客户突破、大额订单增长带

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期: 2023 年 04 月 25 日

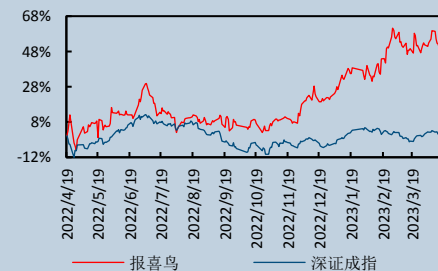
当前股价: 5.45 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.75/0.36	14.25/9.01	44.14/38.47
12 月最高/最低价 (元)		5.44/3.44
总股本 (万股)		145,933.37
流通 A 股 (万股)		108,266.10
总市值 (亿元)		77.20
流通市值 (亿元)		57.27
近 3 月日均成交量 (万)		1864.81
主要股东		
吴志泽		25.20%

股价表现



相关研究报告

动下实现逆势高增，客户覆盖从占比较高的金融系统进一步延伸至通信、交通、能源等行业。

毛利率受疫情扰动及宝鸟占比增加影响有所下降，费用率下降，计提资产减值损失增加，净利率保持稳定。 22 年公司整体毛利率 62.7%/-1.2pct，系：1) 直营门店受疫情影响毛利率下降明显；2) 低毛利率宝鸟营收占比提升 4.3pct 至 20.8%。费用率方面，22 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 39.7%/-0.04pct、6.5%/-0.92pct、1.9%/+0.23pct、-0.8%/-0.72pct，其中，管理费用率下降系计提超额奖金同比减少；财务费用率下降系利息收入增加。基于外部市场变化，公司 22 年计提存货及投资性房地产资产减值损失 7441 万元/+76%、5749 万元/+87%，合计 1.34 亿元/+78.7%。毛利率下降、费用率下降、资产减值增加、政府补助增加等影响相抵消下，公司 22 年净利率 11.0%/+0.3pct。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 50.8、57.7、65.2，同比增长 17.8%、13.6%、13.0%；归母净利润分别为 5.9、7.1、8.1 亿元，同比增长 28.5%、20.3%、13.4%，对应 PE 为 13.5x、11.2x、9.9x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

流水复苏进展及幅度不及预期：预计 23 年随着出行、消费的逐步复苏，公司各品牌的流水表现也将直接受益，如果公司各品牌的流水复苏进展或幅度不及预期，将影响公司的营运表现。

HAZZYS 开店进展不及预期：对公司 HAZZYS 品牌的盈利预测基于其未来几年门店数将不断扩张的假设，如果 HAZZYS 品牌新增门店数不及预期，将影响公司业绩表现。根据测算预估：若 23-25 年 HAZZYS 门店数年均增速从 10-15% 降至 0%、2%、5%，对应公司 22-25 年业绩 CAGR 将从约 20% 降至约 17%、17.5%、18%。

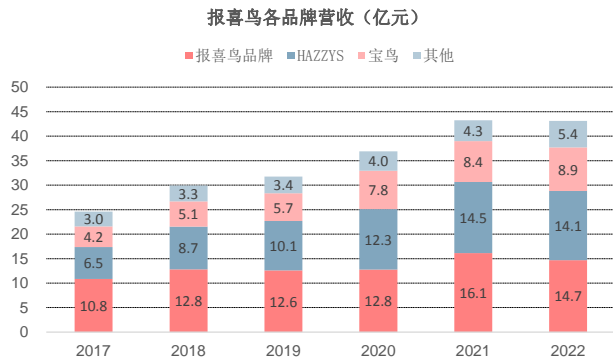
零售折扣率加深，影响品牌利润率：22Q4 受消费环境影响，预计公司各品牌库存水平略高于理想水平，后续如果通过增加零售折扣率处理库存，将对品牌的利润率水平造成一定影响。

图 1:报喜鸟主要业务营收拆分及预测 (百万元)

营收拆分 (人民币百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,273	3,788	4,451	4,313	5,082	5,773	6,523	
	YOY	5.2%	15.7%	17.5%	-3.1%	17.8%	13.6%	13.0%
报喜鸟品牌	1,259	1,276	1,612	1,476	1,708	1,883	2,074	
	YOY	-1.7%	1.4%	26.3%	-8.4%	15.7%	10.2%	10.2%
HAZZYS	1,007	1,233	1,452	1,416	1,722	2,040	2,380	
	YOY	15.5%	22.4%	17.8%	-2.5%	21.6%	18.4%	16.6%
宝鸟及其他	663	882	961	1,052	1,231	1,392	1,578	
	YOY	6.1%	33.1%	9.0%	9.4%	17.0%	13.1%	13.3%
宝鸟品牌			734	896	1,075	1,236	1,422	
	YOY			22.1%	20.0%	15.0%	15.0%	
恺米切+乐飞叶+TB	284	356	381	323	375	412	445	
	YOY	6.4%	25.4%	7.0%	-15.2%	16.0%	10.0%	8.0%

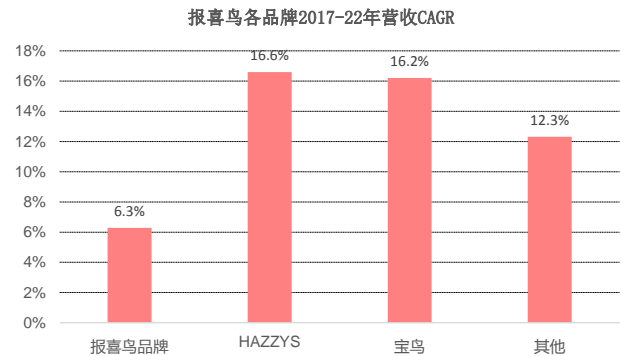
数据来源：公司公告、中信建投证券

图 2:报喜鸟各品牌营收 (亿元)



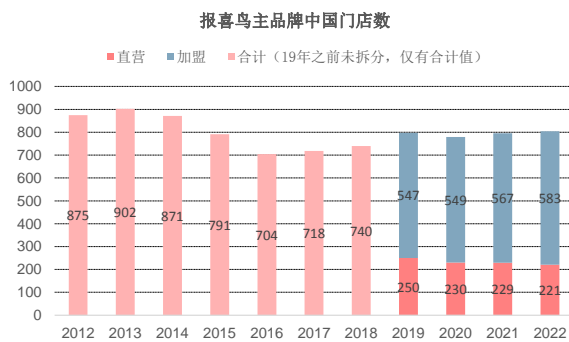
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 3:报喜鸟各品牌 2017-22 年营收 CAGR



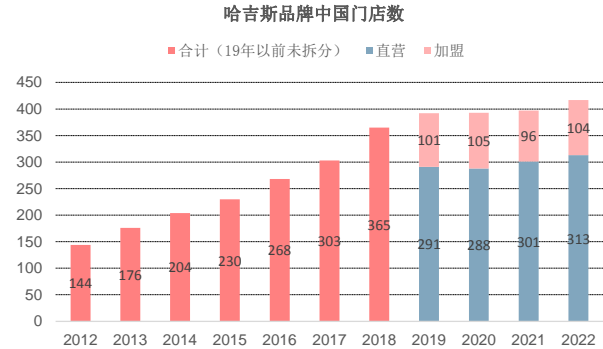
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4:报喜鸟主品牌门店数



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5:哈吉斯品牌中国门店数



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 6: 哈吉斯品牌与同类型品牌对比

项目	哈吉斯	比音勒芬	Tommy Hilfiger	FILA
创立时间	2000年, 11年报喜鸟代理	2003年	1985年	1911年
品牌风格	产品主打经典英伦风	以高尔夫服饰风格为品牌基础	美式休闲服饰风格	以网球为基因的运动时尚风格
客群定位	25-45岁的中高端市场	35-55岁的中高端市场	25-45岁喜欢全新经典美式风格的消费者	25-45岁时尚运动市场
线下门店数 (截至22H1)	392家	1125家	约400家	2054家
线上旗舰店粉丝 (截至23/02/05)	天猫旗舰店: 262万; 京东旗舰店: 222万	天猫旗舰店: 23.6万; 京东旗舰店: 19.7万	天猫旗舰店: 199万; 京东旗舰店: 141.7万	天猫旗舰店: 1241.8万; 京东旗舰店: 222万
热销产品TOP10 价格带	500-2000元	1000-4000元	300-1500元	500-700元
2022中国销售额	18亿元 (预估/不含童装)	38亿元 (预估)	11亿元 (欧睿数据)	266亿元 (欧睿数据)

数据来源: 欧睿, 公司公告, 中信建投证券

图 7: 报喜鸟旗下主要品牌介绍

品牌名	品牌LOGO	产品定位	目标客户群	产品价格带	获得方式及时间
自有品牌					
报喜鸟		中高端商务男装	30-50岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士	西服: 3000-5000元/套	自有品牌/1990
亨利·格兰		中高档英伦、高尔夫风男装	30-40岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的男士	外套: 1500-4000元/件; 内搭: 500-3000元/件	引进/2017
宝鸟		职业装团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织	西服: 1000-2000元/套; 衬衫: 150-400元/件	收购/2008
所罗		专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士	西服: 4000-6000元/套	引进/2011
东博利尼		意大利轻奢男装品牌	30-45岁追求精致生活的中产阶层人士	单西: 2980-5980元/件; 裤子: 1680-2480元/条; 衬衫: 1180-1680元/件	收购/2011
合作品牌					
衣佰特		高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织	秋冬款: 500-800元/套; 春夏款: 300-350元/套	引进/2016
代理品牌					
哈吉斯		中高端英伦风格男装、女装品牌	25-40岁时尚、品味的都市精英	800-7000元/件	获取商标在大陆使用资格/2011
恺米切		极具性价比的意大利专业衬衫	30-45岁的中产阶级、商务人士	1199-1599元/件	签署经销合同/2014
乐飞叶		高档户外休闲品牌	30-50岁的户外休闲爱好者	外套: 999-5299元/件; 内搭: 499-1199元/件	代理/2016

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,877	3,667	4,180	4,586	5,423	营业收入	4,451	4,313	5,082	5,773	6,523
现金	1,907	1,443	1,494	1,873	2,060	营业成本	1,606	1,607	1,889	2,113	2,406
应收票据及应收账款合计	574	619	674	784	882	营业税金及附加	44	37	48	54	61
其他应收款	60	66	83	87	105	销售费用	1,765	1,711	2,033	2,309	2,590
预付账款	74	47	96	66	117	管理费用	329	279	356	404	450
存货	1,149	1,179	1,558	1,502	1,984	研发费用	76	83	90	101	116
其他流动资产	111	314	275	274	275	财务费用	-3	-33	-2	-10	-19
非流动资产	2,241	2,323	2,153	2,133	2,104	资产减值损失	-75	-134	-25	-46	-52
长期投资	248	237	232	227	223	公允价值变动收益	-8	-19	-8	-8	-8
固定资产	446	418	490	523	539	其他收益	65	126	60	62	63
无形资产	214	224	192	161	132	投资净收益	19	13	20	19	18
其他非流动资产	1,332	1,444	1,239	1,222	1,210	营业利润	625	604	771	942	1,062
资产总计	6,118	5,990	6,333	6,719	7,528	营业外收入	13	14	11	11	12
流动负债	1,773	1,832	1,970	1,822	2,036	营业外支出	22	11	11	13	14
短期借款	80	278	331	159	173	利润总额	616	607	771	940	1,060
应付票据及应付账款合计	507	530	620	655	792	所得税	136	131	166	203	228
其他流动负债	1,186	1,024	1,020	1,008	1,072	净利润	479	476	605	738	832
非流动负债	78	110	100	91	81	少数股东损益	15	17	15	28	27
长期借款	-	46	36	27	17	归属母公司净利润	464	459	590	709	805
其他非流动负债	78	64	64	64	64	EBITDA	716	733	904	1,004	1,125
负债合计	1,851	1,942	2,070	1,913	2,118	EPS (元)	0.32	0.31	0.40	0.49	0.55
少数股东权益	105	114	129	157	184						
股本	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	主要财务比率					
资本公积	769	769	769	769	769	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
留存收益	1,933	1,706	2,056	2,406	2,732	成长能力					
归属母公司股东权益	4,161	3,935	4,134	4,649	5,226	营业收入(%)	17.5	-3.1	17.8	13.6	13.0
负债和股东权益	6,118	5,990	6,333	6,719	7,528	营业利润(%)	21.2	-3.5	27.8	22.2	12.7
						归属于母公司净利润(%)	26.7	-1.2	28.5	20.3	13.4
						获利能力					
现金流量表						毛利率(%)	63.9	62.7	62.8	63.4	63.1
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	10.4	10.6	11.6	12.3	12.3
经营活动现金流	619	515	438	810	478	ROE(%)	11.2	11.8	13.9	15.0	15.1
净利润	479	476	605	738	832	ROIC(%)	35.2	27.6	30.9	38.2	35.4
折旧摊销	152	150	157	98	113	偿债能力					
财务费用	-3	-33	-2	-10	-19	资产负债率(%)	30.3	32.4	32.7	28.5	28.1
投资损失	-19	-13	-20	-19	-18	净负债比率(%)	-41.3	-26.1	-25.6	-34.2	-33.9
经营性应收项目的减少	-126	-51	-105	-80	-149	流动比率	2.2	2.0	2.1	2.5	2.7
经营性应付项目的增加	211	-182	141	23	200	速动比率	1.5	1.4	1.3	1.7	1.7
其他经营现金流	136	-13	-197	83	-280	营运能力					
投资活动现金流	235	-488	-85	-66	-73	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
资本支出	146	199	-2	-187	-11	应收账款周转率	7.9	7.3	7.9	7.9	7.8
长期投资	310	-266	5	4	4	应付账款周转率	4.5	4.1	4.5	4.4	4.4
其他投资现金流	691	-556	-82	-248	-80	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	344	-532	-458	-208	-218	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.40	0.49	0.55
短期借款	-23	198	-103	-16	14	每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.12	0.30	0.56	0.33
长期借款	-	46	-10	-9	-9	每股净资产(最新摊薄)	2.85	2.70	2.90	3.25	3.64
普通股增加	242	-	-	-	-	估值比率					
资本公积增加	483	1	-	-	-	P/E	17.1	17.3	13.5	11.2	9.9
其他筹资现金流	-357	-776	-345	-184	-223	P/B	1.9	2.0	1.9	1.7	1.5
现金净增加额	1,198	-503	-105	536	187	EV/EBITDA	8.8	9.3	7.5	6.2	5.4

资料来源:公司公告、中信建投预测

分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

研究助理

魏中泰

weizhongtai@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

<p>中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk</p>