

2023年04月15日

还原减值计提后业绩仍平稳，看好成长前景

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:	5.50/2.96
目标价格:		总市值(亿)	73.84
最新收盘价:	5.06	自由流通市值(亿)	73.84
		自由流通股数(百万)	1459

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为43.12/4.59/3.74/5.15亿元，同比增长-3.11%/-1.2%/-9.57%/-16.8%，业绩低于预期主要由于计提存货及投资性房地产减值准备，加回资产减值损失后净利/扣非净利为5.93/5.08亿元，同比增长10%/4%；但若考虑再还原21年计提超额奖金，净利/扣非净利下降1%/7%；扣非净利低于净利主要由于政府补助1.22亿元增长88%。Q4单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为12.75/7.43/5.98亿元，同比下降14%/24%/43%。每10股派发现金红利2元，股息率为3.95%。

分析判断:

HAZZYS净开店4%，线上和宝鸟维持较快增长。（1）分品牌来看，22年报喜鸟/HAZZYS/恺米切&乐飞叶&TB/宝鸟/其他收入为14.76/14.16/3.23/8.96/1.21亿元、同比增长-8%/-2%/-15%/22%/-19%。我们分析，HAZZYS主要受到疫情影响终端及净开店低于预期，主品牌主要受到量体师巡店受限影响加盟业务，但宝鸟维持较快增速、公司获取大单能力提升。（2）从开店结构来看，22年报喜鸟门店净开8家至804家（直营/加盟净开-8/16家至221/583家），HAZZYS净开16家至417家（直营/加盟净开12/4家至313/104家），对应22年报喜鸟/HAZZYS店数同比增长1%/4%，店效（184/340万元）同比下降9%/6%，单店面积（208/121㎡）同比增加-0.1%/3%，平效（0.88/2.72万元）同比下降9%/9%。（3）分渠道来看，线上与团购渠道高增，22年线上/直营/加盟/团购/其他收入分别为7.98/14.50/7.71/10.08/2.06亿元、同比增长17%/-17%/-4%/17%/-6%，线上收入占比达19%。22年直营/加盟店数分别为746/938家，同比净开-6/14家，同比增长-0.8%/1.5%，推算直营店效/加盟单店出货（194/82万元）同比下降17%/6%，单店面积（113/176㎡）增长3%/1%，直营平效/加盟单店出货平效（1.72/0.47万元）同比增长-19%/7%。根据公司公告，开业12个月以上直营门店656家，同比减少2.5%，营业面积共68,635.14平方米，同比减少5.73%，销售金额为13.89亿元，单店平均销售金额195.13万元/坪效1.76万元，同比下降31%/33%。

毛利率同比下降，净利率保持稳定主要由于管理和财务费用率下降及政府补助增长。（1）22年公司毛利率为62.74%、同比下降1.18PCT，主要由于毛利率较低的团购业务占比提升：22年电商/直营/加盟/团购/其他毛利率分别为67.77%/75.46%/67.26%/45.84%/35.22%、同比提高2.35/-2.59/1.92/0.50/-7.65PCT。22Q4毛利率为60.24%、同比下降0.79PCT。（2）22年净利率为11.0%、同比提高0.27PCT；22Q4净利率为6.43%、同比下降0.67PCT。从费用率看，22年销售/管理/研发/财务费用率分别为40%/6%/2%/-1%、同比提高0.1/-0.9/0.2/-0.7PCT，22Q4销售/管理/研发/财务费用率为41%/4%/2%/-1%、同比增长1/-1/0/-1PCT。政府补助为1.22亿元，同比增加89%。22年减值损失1.47亿元，同比增加69%，其中资产减值损失/信用减值损失同比增加79%/8%，其他收益/收入同比增加1.5%，投资收益/收入同比下降0.13%。（3）子公司迪美瑞/宝鸟/凤凰尚品分别实现净利润1.24/0.76/2.11亿元、同比增长61%/55%/-39%，净利率为23.7%/7.8%/12.3%。

存货风险可控。22年末存货为11.79亿元，同比增长2.58%，存货周转天数为254天、同比减少7天。从结构来看，1年以内/1-2年/2-3年/3年以上存货占比为53%/29%/8%/10%，同比提高-7/8/-6/5PCT，2年以内的存货占比达80%以上；应收账款为6.06亿元、同比增长5.4%，应收账款周转天数为49天、同比增加4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；（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）公司已公告收到政府补贴 5210 万元，有望贡献 Q1 利润。（4）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。下调 23/24 年收入预测 53.8/62.3 亿元至 51.8/59.8 亿元，新增 25 年收入为 67.4 亿元，将 23/24 年归母净利从 6.4/8.1 亿元下调至 6.1/7.6 亿元，新增 25 年归母净利为 9.3 亿元，对应调整 23/24 年 EPS 0.44/0.55 元至 0.42/0.52 元，新增 25 年 EPS 0.64 元，2023 年 4 月 14 日收盘价 5.06 元对应 23/24/25 年 PE 为 12/10/8 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	5,182	5,975	6,738
YoY (%)	17.5%	-3.1%	20.2%	15.3%	12.8%
归母净利润(百万元)	464	459	611	756	929
YoY (%)	26.7%	-1.2%	33.2%	23.7%	22.9%
毛利率 (%)	63.9%	62.7%	64.1%	64.4%	64.8%
每股收益 (元)	0.32	0.31	0.42	0.52	0.64
ROE	11.2%	11.7%	13.9%	15.1%	16.0%
市盈率	15.90	16.10	12.09	9.77	7.95

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	5,182	5,975	6,738	净利润	476	623	779	968
YoY(%)	-3.1%	20.2%	15.3%	12.8%	折旧和摊销	234	69	66	67
营业成本	1,607	1,860	2,126	2,373	营运资金变动	-334	349	128	117
营业税金及附加	37	52	60	67	经营活动现金流	515	1,161	1,070	1,233
销售费用	1,711	1,974	2,276	2,564	资本开支	-189	-51	-69	-65
管理费用	279	383	442	472	投资	-344	-743	-891	-1,069
财务费用	-33	-22	-29	-28	投资活动现金流	-488	-767	-912	-1,066
研发费用	83	88	96	104	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	27	48	67	筹资活动现金流	-532	-426	-143	-143
营业利润	604	779	974	1,210	现金净流量	-503	-33	15	23
营业外收支	3	0	0	0					
利润总额	607	779	974	1,210	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	131	156	195	242	成长能力 (%)				
净利润	476	623	779	968	营业收入增长率	-3.1%	20.2%	15.3%	12.8%
归属于母公司净利润	459	611	756	929	净利润增长率	-1.2%	33.2%	23.7%	22.9%
YoY(%)	-1.2%	33.2%	23.7%	22.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.31	0.42	0.52	0.64	毛利率	62.7%	64.1%	64.4%	64.8%
					净利润率	11.0%	12.0%	13.0%	14.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.7%	9.1%	9.8%	10.4%
货币资金	1,443	1,410	1,425	1,448	净资产收益率 ROE	11.7%	13.9%	15.1%	16.0%
预付款项	47	56	64	71	偿债能力 (%)				
存货	1,179	1,172	1,107	1,040	流动比率	2.00	2.15	2.25	2.38
其他流动资产	999	1,834	2,952	4,267	速动比率	1.31	1.55	1.77	1.99
流动资产合计	3,667	4,471	5,547	6,826	现金比率	0.79	0.68	0.58	0.51
长期股权投资	237	237	237	237	资产负债率	32.4%	32.6%	33.3%	33.1%
固定资产	418	385	360	330	经营效率 (%)				
无形资产	224	209	197	185	总资产周转率	0.72	0.77	0.77	0.75
非流动资产合计	2,323	2,253	2,203	2,147	每股指标 (元)				
资产合计	5,990	6,724	7,749	8,974	每股收益	0.31	0.42	0.52	0.64
短期借款	278	0	0	0	每股净资产	2.70	3.02	3.44	3.98
应付账款及票据	530	560	641	715	每股经营现金流	0.35	0.80	0.73	0.84
其他流动负债	1,024	1,522	1,827	2,150	每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10
流动负债合计	1,832	2,082	2,468	2,865	估值分析				
长期借款	46	46	46	46	PE	16.10	12.09	9.77	7.95
其他长期负债	64	64	64	64	PB	1.53	1.68	1.47	1.27
非流动负债合计	110	110	110	110					
负债合计	1,942	2,192	2,578	2,974					
股本	1,459	1,459	1,459	1,459					
少数股东权益	114	126	150	189					
股东权益合计	4,049	4,532	5,172	5,999					
负债和股东权益合计	5,990	6,724	7,749	8,974					

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，13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。