

报喜鸟(002154)

报告日期: 2023年04月17日

## 轻装上阵, 否极泰来

### ——报喜鸟点评报告

#### 投资要点

□ 公司发布 22 年年报, 全年收入/归母净利润-3.1%/-1.2%至 43.1 亿/4.6 亿, 韧性凸显, 优于同业; 单 Q4 收入/归母净利润-13.8%/-23.6%至 12.7 亿/0.74 亿, 终端销售如期承压。

□ HAZZYS 逆势开店, 宝鸟大客户持续突破

分品牌来看:

2022 年全年报喜鸟实现全年收入-8.4%至 14.8 亿, 全年直营/加盟-8/+16 至 221/583 家, 渠道总数合计达 804 家, 表现韧性。

2022 年全年 Hazzys 收入-2.5%至 14.2 亿, 全年直营/加盟+12/+4 至 313/104 家, 渠道总数合计 417 家, 渠道下沉策略推进顺利、逆境之下持续开店彰显品牌内生动力;

宝鸟 2022 年全年收入+22.2%至 9.0 亿, 大客户, 大额订单数量有效增长。

□ 受资产减值影响, 利润端表现承压

公司 2022 年纺织服装主业毛利率全年同比-1.9pp 至 63.5%, 考虑到公司对于终端折扣控制较为严格, 预计主要系报告期内毛利率较高的线下门店销售下降, 毛利率较低的团购业务收入实现较好增长导致的结构性变化所致。

费用率角度而言, 全年销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+0.0pp/-0.6pp/-0.7pp; 销售费用与管理费用绝对额同比-3.0%/-15.1%, 预计与超额激励减少及积极内部控费措施相关, 财务费用大幅下降原因主要系存款利息增长所致; 三项费用合计 19.6 亿元, 较上年减少 6.4%。

同时, 基于外部市场变化, 公司全年对存货&投资性房地产减值计提达 7441 万/5749 万, 同比+76.0%/+86.6%, 我们预计前者与收购恺米切后处理老货以及销售未达原定预期相关, 后者有望伴随经济好转回归正常水平。

□ 当前存货水平依然可控, 高分红属性凸显

公司 22 年全年库存周转天数较 21 年同比增长 27 天至 268 天; 库存库龄方面, 2 年内存货占比大于 80%, 依然处于健康可控水位。

公司全年现金及现金等价物净增加额-142.0%, 主要系上年公司收到非公开发行股票项目募集资金款项所致。投资活动现金流出+37.1%, 主要系报告期内公司收购恺米切(上海)贸易有限公司、购买温州银行股权和设立专项基金对外投资所致。同时, 公司每 10 股派发现金红利人民币 2.00 元, 带动筹资活动现金流出小计较上年+89.9%。

□ 盈利预测与估值:

过去数年尽管有外部因素干扰, 公司依旧表现出了明确的向上趋势; 我们认为, 公司在品牌力、渠道资源、以及供应链资源上的丰厚底蕴值得期待。

我们预计 23/24/25 年公司有望实现归母净利润 5.9/7.1/8.4 亿, 增速为 28.3%/19.7%/19.1%, 对应当前市值 PE 为 13X/10X/9X, 作为高成长、高分红、低估值标的, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 消费需求变化; 终端消费力下滑;

#### 投资评级: 买入(维持)

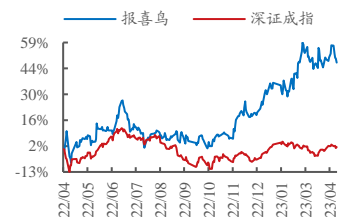
分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |          |
|----------|----------|
| 收盘价      | ¥ 5.06   |
| 总市值(百万元) | 7,384.23 |
| 总股本(百万股) | 1,459.33 |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《开年流水表现亮眼, 老树逢春著新花》2023.02.02
- 《经营韧性凸显, 盈利能力持续向好——报喜鸟三季度点评》2022.10.27
- 《逆境之下经营韧性凸显, 预期向好, 静待花开——报喜鸟中报点评》2022.08.20

## 财务摘要

| (百万元)     | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 4,313  | 5,048  | 5,886  | 6,834  |
| (+/-) (%) | -3.11% | 17.04% | 16.62% | 16.09% |
| 归母净利润     | 459    | 589    | 705    | 839    |
| (+/-) (%) | -1.20% | 28.32% | 19.72% | 19.08% |
| 每股收益(元)   | 0.31   | 0.40   | 0.48   | 0.58   |
| P/E       | 16.10  | 12.54  | 10.48  | 8.80   |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>3,667</b> | <b>3,923</b> | <b>4,381</b> | <b>4,982</b> |
| 现金             | 1,443        | 1,567        | 1,866        | 2,379        |
| 交易性金融资产        | 195          | 175          | 175          | 175          |
| 应收账款           | 606          | 727          | 744          | 864          |
| 其它应收款          | 66           | 80           | 88           | 102          |
| 预付账款           | 47           | 60           | 102          | 104          |
| 存货             | 1,179        | 1,250        | 1,352        | 1,297        |
| 其他             | 132          | 64           | 54           | 62           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>2,323</b> | <b>2,185</b> | <b>2,201</b> | <b>2,109</b> |
| 金额资产类          | 6            | 5            | 5            | 6            |
| 长期投资           | 237          | 245          | 244          | 244          |
| 固定资产           | 418          | 477          | 457          | 450          |
| 无形资产           | 224          | 224          | 224          | 224          |
| 在建工程           | 141          | 111          | 91           | 76           |
| 其他             | 1,297        | 1,122        | 1,179        | 1,110        |
| <b>资产总计</b>    | <b>5,990</b> | <b>6,108</b> | <b>6,582</b> | <b>7,091</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,832</b> | <b>1,867</b> | <b>2,035</b> | <b>2,183</b> |
| 短期借款           | 278          | 278          | 278          | 278          |
| 应付款项           | 530          | 482          | 559          | 604          |
| 预收账款           | 8            | 10           | 10           | 13           |
| 其他             | 1,016        | 1,097        | 1,188        | 1,289        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>110</b>   | <b>114</b>   | <b>115</b>   | <b>116</b>   |
| 长期借款           | 46           | 46           | 46           | 46           |
| 其他             | 64           | 69           | 70           | 71           |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,942</b> | <b>1,981</b> | <b>2,150</b> | <b>2,299</b> |
| 少数股东权益         | 114          | 88           | 88           | 88           |
| 归属母公司股东权益      | 3,935        | 4,039        | 4,344        | 4,705        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>5,990</b> | <b>6,108</b> | <b>6,582</b> | <b>7,091</b> |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>515</b>   | <b>584</b>   | <b>746</b>   | <b>974</b>   |
| 净利润            | 476          | 607          | 727          | 865          |
| 折旧摊销           | 87           | 96           | 94           | 92           |
| 财务费用           | 8            | 9            | 9            | 9            |
| 投资损失           | (13)         | (22)         | (20)         | (19)         |
| 营运资金变动         | (335)        | (178)        | (138)        | (44)         |
| 其它             | 292          | 72           | 74           | 70           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(488)</b> | <b>(91)</b>  | <b>(267)</b> | <b>(197)</b> |
| 资本支出           | 199          | 68           | 5            | 10           |
| 长期投资           | 78           | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 212          | 23           | 262          | 187          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(532)</b> | <b>(369)</b> | <b>(179)</b> | <b>(263)</b> |
| 短期借款           | 278          | 278          | 278          | 278          |
| 长期借款           | 46           | 46           | 46           | 46           |
| 其他             | (855)        | (692)        | (503)        | (586)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(503)</b> | <b>124</b>   | <b>299</b>   | <b>514</b>   |

### 利润表

| (百万元)           | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>4,313</b> | <b>5,048</b> | <b>5,886</b> | <b>6,834</b> |
| 营业成本            | 1,607        | 1,822        | 2,082        | 2,384        |
| 营业税金及附加         | 37           | 40           | 47           | 55           |
| 营业费用            | 1,711        | 1,985        | 2,319        | 2,696        |
| 管理费用            | 279          | 326          | 382          | 446          |
| 研发费用            | 83           | 92           | 107          | 124          |
| 财务费用            | (33)         | 9            | 9            | 9            |
| 资产减值损失          | (134)        | 85           | 89           | 87           |
| 公允价值变动损益        | (19)         | (1)          | (9)          | (9)          |
| 投资净收益           | 13           | 22           | 20           | 19           |
| 其他经营收益          | 126          | 77           | 82           | 83           |
| <b>营业利润</b>     | <b>604</b>   | <b>788</b>   | <b>945</b>   | <b>1,125</b> |
| 营业外收支           | 3            | (5)          | (7)          | (8)          |
| <b>利润总额</b>     | <b>607</b>   | <b>784</b>   | <b>938</b>   | <b>1,117</b> |
| 所得税             | 131          | 177          | 211          | 252          |
| <b>净利润</b>      | <b>476</b>   | <b>607</b>   | <b>727</b>   | <b>865</b>   |
| 少数股东损益          | 17           | 18           | 22           | 26           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>459</b>   | <b>589</b>   | <b>705</b>   | <b>839</b>   |
| EBITDA          | 865          | 1,011        | 1,198        | 1,399        |
| EPS (最新摊薄)      | 0.31         | 0.40         | 0.48         | 0.58         |

### 主要财务比率

|                | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | -3.11% | 17.04% | 16.62% | 16.09% |
| 营业利润           | -3.46% | 30.63% | 19.86% | 19.05% |
| 归属母公司净利润       | -1.20% | 28.32% | 19.72% | 19.08% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 62.74% | 63.91% | 64.63% | 65.11% |
| 净利率            | 10.64% | 11.66% | 11.97% | 12.28% |
| ROE            | 11.45% | 14.85% | 16.98% | 18.76% |
| ROIC           | 12.67% | 15.93% | 17.98% | 0.00%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 32.41% | 32.43% | 32.67% | 32.42% |
| 净负债比率          | 43.40% | 47.96% | 48.00% | 48.52% |
| 流动比率           | 2.19   | 2.00   | 2.10   | 2.15   |
| 速动比率           | 1.50   | 1.33   | 1.40   | 1.44   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.71   | 0.83   | 0.93   | 1.00   |
| 应收账款周转率        | 7.31   | 7.50   | 8.00   | 8.50   |
| 应付账款周转率        | 3.10   | 3.60   | 4.00   | 4.10   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.31   | 0.40   | 0.48   | 0.58   |
| 每股经营现金         | 0.35   | 0.40   | 0.51   | 0.67   |
| 每股净资产          | 2.70   | 2.77   | 2.98   | 3.22   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 16.10  | 12.54  | 10.48  | 8.80   |
| P/B            | 1.82   | 1.79   | 1.67   | 1.54   |
| EV/EBITDA      | 8.91   | 7.62   | 6.44   | 5.51   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>