

## 业绩符合预期，多品牌齐头并进

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2022年业绩。2022年公司实现营收43.1亿元，同比下降3.1%；实现归母净利润4.6亿元，同比下降1.2%。单Q4来看，公司实现营收12.8亿元，同比下降13.8%；实现归母净利润0.7亿元，同比下降23.6%，主要受Q4计提存货及投资性房地产减值同比多增4701万所致。全年业绩符合预期。
- 毛利率略承压，费控有所优化。** 2022年公司毛利率达62.7%，同比下降1.2pp，毛利率下降主要受盈利能力较弱的团购渠道占比提升所致。分产品来看，上衣/西裤/衬衫/T恤/皮衣的毛利率分别为58.4%(-1.9pp)/59.7%(-2.4pp)/67.3%(-2.7pp)/74.4%(+0.5pp)/62.8%(-1.8pp)；分渠道来看，直营/加盟/团购/线上毛利率分别为75.5%(-2.6pp)/67.3%(+1.9pp)/45.8%(+0.5pp)/67.8%(+2.4pp)。费用率方面，公司总费用率为47.3%，同比下降1.4pp。分拆来看，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为39.7%(+0pp)/6.5%(-1pp)/1.9%(+0.2pp)/-0.8%(+0.7pp)，费控有所优化。综合来看，2022年公司净利率为11%，同比上升0.3pp。
- HAZZYS 韧性强，宝鸟增长亮眼。** 分品牌来看，2022年公司报喜鸟/HAZZYS/恺米切 & 乐飞叶 & TB/宝鸟/其他收入为14.8/14.2/3.2/9/1.2亿元，同比分别-8.4%/-2.5%/-15%/+22.2%/-18.5%，营收占比分别为34.9%(-2.4pp)/33.5%(-0.1pp)/7.5%(-1.2pp)/21.2%(+4.3pp)/2.8%(-0.6pp)。其中主品牌报喜鸟创新推出运动西服等系列产品，市场反应良好；同时在渠道方面，主品牌在强势区域推进大店策略的实施，在弱势区域重点挖掘优质加盟商拓展空白市场，全年直营/加盟门店分别同比-8/+16家，合计门店净增加6家至804家。哈吉斯持续加强产品研发，推出Mark Wigan联名系列、新年胶囊系列等新品，市场反响较好；同时在渠道端加速下沉，主动关闭低效店铺，持续优化渠道结构，全年直营/加盟分别同比+12/+4家，合计净增加16家至417家，且门店平均面积同比增加3.5m<sup>2</sup>。宝鸟营收增长最快，主要受益于覆盖客户从占比比较高的金融系统进一步延伸至通信、交通、能源等行业，带动大额订单数量增长。
- 团购客户实现突破，直营承压。** 2022年直营/加盟/团购/线上销售分别贡献营收14.5/7.7/10.1/8亿元，同比分别-17.5%/-4.4%/+17.1%/+17.2%，占总营收比重分别为33.6%(-5.9pp)/17.9%(-0.3pp)/23.4%(+4pp)/15.3%(+3.2pp)。线上与团购表现亮眼，其中团购主要受宝鸟职业装客户覆盖面扩大带动。线下渠道中，加盟渠道逆势扩张，经营韧性更强，2022年公司直营/加盟门店分别为746/938家，分别同比-6/+14家。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.40元、0.48元、0.56元，对应动态PE分别为13倍、11倍、9倍。考虑到公司主品牌产品年轻化转型初显成效，HAZZYS在渠道扩张+多元营销驱动下增长动能强劲，宝鸟团购客户有望不断突破，未来将形成品牌齐头并进，业绩稳步增长，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 主品牌年轻化不及预期的风险，门店扩张不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

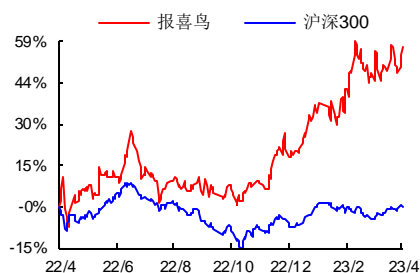
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4312.76	5180.59	6116.37	7118.19
增长率	-3.11%	20.12%	18.06%	16.38%
归属母公司净利润(百万元)	458.77	583.41	695.05	813.14
增长率	-1.20%	27.17%	19.14%	16.99%
每股收益EPS(元)	0.31	0.40	0.48	0.56
净资产收益率ROE	11.76%	13.46%	14.34%	14.94%
PE	17	13	11	9
PB	1.91	1.72	1.54	1.37

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 周秋  
电话: 18798688288  
邮箱: zhoutyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.59
流通A股(亿股)	10.83
52周内股价区间(元)	3.44-5.44
总市值(亿元)	78.37
总资产(亿元)	61.18
每股净资产(元)	2.85

### 相关研究

- 报喜鸟(002154): 品牌矩阵成型, 业绩稳健增长 (2022-04-22)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：报喜鸟门店数量保持小幅增长，预计 2023-2025 年门店数分别达 812 家、818 家、824 家。

假设 2：HAZZYS 门店快速增长，预计 2023-2025 年门店数量分别达 432 家、445 家、452 家；

假设 3：考虑到疫情后线下恢复带来销售结构优化，同时产品推陈出新带来盈利能力稳步提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 64%、64.2%、64.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	4,312.76	5,180.59	6,116.37	7,118.18
yoy	-3.11%	20.1%	18.1%	16.4%
营业成本	3,683.93	1865.0	2189.7	2541.2
毛利率	63.9%	64.0%	64.2%	64.3%
<b>报喜鸟</b>				
收入	1,475.91	1712.1	1968.9	2244.5
yoy	-8.4%	16.0%	15.0%	14.0%
<b>HAZZYS</b>				
收入	1,416.39	1728.0	2108.2	2529.8
yoy	-2.5%	22.0%	22.0%	20.0%
<b>恺米切 &amp; 乐飞叶 &amp; TB</b>				
收入	323.48	414.1	496.9	581.3
yoy	-15.0%	28.0%	20.0%	17.0%
<b>宝鸟</b>				
收入	896.4	1057.8	1227.0	1398.8
Yoy	22.2%	18.0%	16.0%	14.0%
<b>其他品牌</b>				
收入	120.8	157.1	175.9	193.5
Yoy	-18.5%	30.00%	12.00%	10.00%
<b>其他</b>				
收入	79.8	111.7	139.6	170.3
Yoy	-36.22%	40.00%	25.00%	22.00%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的九牧王、比音勒芬作为可比公司，虽然公司 22 年受疫情冲击业绩有所承压，但考虑到公司主品牌产品年轻化转型初显成效，HAZZYS 在渠道扩张+多元营销驱动下增长动能强劲，宝鸟团购客户有望不断突破，未来将形成品牌齐头并进，业绩稳步增长，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
601566.SH	九牧王	10.17	0.44	0.61	23.07	16.78
002832.SZ	比音勒芬	31.57	1.66	2.07	19.00	15.28
平均值					21.04	16.03
002154.SZ	报喜鸟	5.37	0.40	0.48	13.23	11.11

数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 风险提示

主品牌年轻化不及预期的风险，门店扩张不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4312.76	5180.59	6116.37	7118.19	净利润	476.05	603.85	720.31	842.16
营业成本	1607.09	1865.01	2189.66	2541.19	折旧与摊销	149.63	129.69	133.22	137.24
营业税金及附加	36.69	44.04	52.00	60.52	财务费用	-33.43	4.33	5.11	5.95
销售费用	1711.18	2030.79	2422.08	2833.04	资产减值损失	-133.71	-80.00	-80.00	-80.00
管理费用	279.10	383.36	446.50	519.63	经营营运资本变动	-146.29	-396.04	-227.97	-210.32
财务费用	-33.43	4.33	5.11	5.95	其他	203.07	155.03	98.56	133.17
资产减值损失	-133.71	-80.00	-80.00	-80.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>515.31</b>	<b>416.86</b>	<b>649.23</b>	<b>828.20</b>
投资收益	12.88	12.23	11.62	11.04	资本支出	-133.95	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	-18.73	-13.44	-14.27	-14.74	其他	-354.46	-89.48	28.32	5.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-488.41</b>	<b>-129.48</b>	<b>-11.68</b>	<b>-39.92</b>
<b>营业利润</b>	<b>603.52</b>	<b>771.85</b>	<b>918.37</b>	<b>1074.17</b>	短期借款	197.54	-277.63	0.00	0.00
其他非经营损益	3.25	-2.19	-0.27	-0.75	长期借款	45.55	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>606.77</b>	<b>769.66</b>	<b>918.10</b>	<b>1073.41</b>	股权融资	0.52	0.00	0.00	0.00
所得税	130.72	165.81	197.79	231.25	支付股利	-685.89	-167.86	-181.20	-228.69
净利润	476.05	603.85	720.31	842.16	其他	-89.78	-17.38	-7.69	-8.40
少数股东损益	17.27	20.44	25.26	29.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-532.06</b>	<b>-462.87</b>	<b>-188.89</b>	<b>-237.09</b>
归属母公司股东净利润	458.77	583.41	695.05	813.14	<b>现金流量净额</b>	<b>-502.82</b>	<b>-175.49</b>	<b>448.66</b>	<b>551.19</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1442.60	1267.10	1715.77	2266.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	731.77	861.04	1021.70	1187.06	销售收入增长率	-3.11%	20.12%	18.06%	16.38%
存货	1179.02	1330.96	1587.77	1836.35	营业利润增长率	-3.46%	27.89%	18.98%	16.96%
其他流动资产	313.74	281.48	301.82	316.70	净利润增长率	-0.70%	26.85%	19.29%	16.92%
长期股权投资	236.82	236.82	236.82	236.82	EBITDA 增长率	-7.06%	25.86%	16.65%	15.20%
投资性房地产	737.74	826.01	795.04	786.26	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	558.62	500.39	440.52	379.02	毛利率	62.74%	64.00%	64.20%	64.30%
无形资产和开发支出	306.93	286.58	264.34	244.71	三费率	45.37%	46.68%	46.98%	47.18%
其他非流动资产	483.24	472.13	461.02	449.91	净利率	11.04%	11.66%	11.78%	11.83%
<b>资产总计</b>	<b>5990.46</b>	<b>6062.51</b>	<b>6824.79</b>	<b>7703.78</b>	ROE	11.76%	13.46%	14.34%	14.94%
短期借款	277.63	0.00	0.00	0.00	ROA	7.95%	9.96%	10.55%	10.93%
应付和预收款项	805.11	997.82	1150.67	1339.69	ROIC	26.35%	29.72%	31.15%	33.52%
长期借款	45.55	45.55	45.55	45.55	EBITDA/销售收入	16.69%	17.49%	17.28%	17.10%
其他负债	813.35	534.50	604.83	681.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1941.64</b>	<b>1577.87</b>	<b>1801.05</b>	<b>2066.56</b>	总资产周转率	0.71	0.86	0.95	0.98
股本	1459.33	1459.33	1459.33	1459.33	固定资产周转率	9.98	13.33	18.55	26.46
资本公积	769.35	769.35	769.35	769.35	应收账款周转率	6.07	6.58	6.57	6.51
留存收益	1705.99	2121.54	2635.38	3219.83	存货周转率	1.34	1.46	1.47	1.46
归属母公司股东权益	3934.84	4350.22	4864.06	5448.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.18%	—	—	—
少数股东权益	113.98	134.42	159.68	188.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4048.82</b>	<b>4484.64</b>	<b>5023.75</b>	<b>5637.22</b>	资产负债率	32.41%	26.03%	26.39%	26.83%
负债和股东权益合计	5990.46	6062.51	6824.79	7703.78	带息债务/总负债	16.64%	2.89%	2.53%	2.20%
					流动比率	2.00	2.55	2.74	2.87
					速动比率	1.36	1.64	1.80	1.93
					股利支付率	149.50%	28.77%	26.07%	28.12%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.31	0.40	0.48	0.56
					每股净资产	2.77	3.07	3.44	3.86
					每股经营现金	0.35	0.29	0.44	0.57
					每股股利	0.47	0.12	0.12	0.16
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	719.72	905.87	1056.70	1217.35					
PE	16.83	13.23	11.11	9.49					
PB	1.91	1.72	1.54	1.37					
PS	1.79	1.49	1.26	1.08					
EV/EBITDA	5.40	3.87	2.98	2.15					
股息率	8.88%	2.17%	2.35%	2.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn