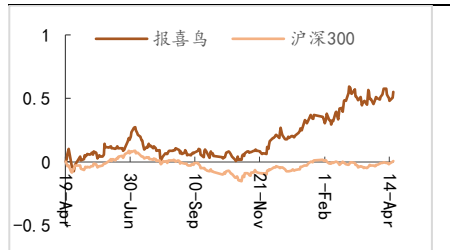


评级： 买入

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-81152649

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话：010-81152647

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	5.29
一年内最高/最低价（元）	5.50/2.87
市盈率（当前）	16.83
市净率（当前）	1.96
总股本（亿股）	14.59
总市值（亿元）	77.20

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年年报，报告期内公司实现营业收入 43.13 亿元，同比-3.11%；实现归母净利润 4.59 亿元，同比-1.2%。

点评：

- **哈吉斯品牌运营稳健，22Q4 业绩短期波动。**分品牌来看，2022 年公司报喜鸟/哈吉斯/宝鸟/恺米切 & 乐飞叶 & TB 品牌分别实现收入 14.76/14.16/8.96/3.23 亿元，同比分别-8.4%/-2.5%/+22.2%/-15%。哈吉斯品牌在强势区域推进大店策略，加快渠道下沉，优化渠道结构并扩大线上规模，疫情影响下收入表现稳健；宝鸟品牌深耕职业装团购，客户覆盖从金融系统延伸至通信、交通、能源等行业，收入快速增长。**从门店数量看**，报喜鸟/哈吉斯品牌分别净开店 8/16 家至 804/417 家，直营店占比分别为 27.5%/75.1%。**单季度来看**，22Q4 公司实现营收 12.75 亿元，同比-13.79%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比-23.58%，业绩短期承压。
- **团购占比提升致使毛利率下滑，费控良好推动净利率提升。**2022 年公司毛利率同比-1.2pct 至 62.7%，主要由于毛利率较高的线下销售占比下降，毛利率较低的团购业务占比提升。销售/管理/研发/财务费率分别同比+0.04/-0.91/+0.23/-0.72pct 至 39.7%/6.5%/1.9%/-0.8%，管理费率下降主因超额奖金计提减少，财务费用率下降主因利息增加。同时，公司计提存货/投资性房地产等资产减值损失 1.34 亿元（去年同期计提 0.75 亿元）。综合影响下，净利率+0.27pcts 至 11.04%。截至 2022 年底，存货规模同比+2.6%至 11.79 亿元，存货周转天数+27 天至 268 天。
- **大额订单获取能力提升，多平台布局促线上增长。**分渠道来看，直营/加盟/电商/团购渠道分别实现营收 14.5/7.71/7.98/10.08 亿元，同比分别-17.5%/-4.4%/+17.2%/+17.1%。疫情对线下零售终端产生冲击；公司在传统电商基础上，增加抖音等直播平台布局，有效促进线上增长；团购业务客户覆盖增加，获取千万级别订单能力提升，推动收入快速增长。
- **投资建议：公司品牌矩阵丰富，潜力逐步释放，首次覆盖，给予“买入”评级。**报喜鸟品牌推进年轻化变革，哈吉斯渠道拓展空间大、影响力逐步提升，宝鸟受益于国内职业装集中采购模式，多品牌增长势头良好，助力长期发展。我们预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 5.9/7.2/8.5 亿元，对应当前市值 PE 为 13/11/9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**渠道拓展不及预期，消费复苏不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	43.13	51.68	60.72	70.11
同比增速（%）	-3.1%	19.8%	17.5%	15.5%
归母净利润（亿元）	4.59	5.89	7.20	8.51
同比增速（%）	-1.2%	28.3%	22.2%	18.3%
EPS（元/股）	0.31	0.40	0.49	0.58
PE（倍）	17	13	11	9

资料来源：Wind，首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,667	4,397	4,876	5,378	经营活动现金流	515	759	555	805
现金	1,443	1,877	1,977	2,070	净利润	459	589	720	851
应收账款	606	690	832	947	折旧摊销	150	112	100	89
其它应收款	40	21	31	40	财务费用	8	-9	-13	-18
预付账款	47	69	79	92	投资损失	-13	-4	-4	-5
存货	1,179	1,388	1,569	1,810	营运资金变动	-135	-19	-296	-184
其他	379	368	413	450	其它	30	67	21	39
非流动资产	2,323	2,322	2,302	2,293	投资活动现金流	-488	-110	-80	-80
长期投资	237	237	237	237	资本支出	-222	-133	-98	-95
固定资产	418	383	354	329	长期投资	12	0	0	0
无形资产	224	202	182	164	其他	-278	23	18	15
其他	565	543	524	510	筹资活动现金流	-532	-215	-374	-632
资产总计	5,990	6,719	7,178	7,671	短期借款	243	150	150	150
流动负债	1,831	2,338	2,584	3,003	长期借款	45	50	50	50
短期借款	278	378	478	578	其他	-75	248	376	245
应付账款	379	443	513	595	现金净增加额	-505	434	100	93
其他	133	133	133	133					
非流动负债	110	160	210	260	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	46	96	146	196	成长能力				
其他	64	64	64	64	营业收入	-3.1%	19.8%	17.5%	15.5%
负债合计	1,941	2,498	2,794	3,263	营业利润	-3.5%	30.4%	21.6%	18.3%
少数股东权益	114	136	163	195	归属母公司净利润	-1.2%	28.3%	22.2%	18.3%
归属母公司股东权益	3,935	4,085	4,221	4,213	获利能力				
负债和股东权益	5,990	6,719	7,178	7,671	毛利率	62.7%	63.7%	64.2%	64.5%
					净利率	11.0%	11.8%	12.3%	12.6%
					ROE	11.3%	13.9%	16.4%	19.3%
					ROIC	16.9%	20.7%	22.9%	25.6%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	4,313	5,168	6,072	7,011	资产负债率	32.4%	37.2%	38.9%	42.5%
营业成本	1,607	1,877	2,176	2,487	净负债比率	11.2%	14.3%	17.1%	20.5%
营业税金及附加	37	48	56	65	流动比率	2.0	1.9	1.9	1.8
营业费用	1,711	2,041	2,392	2,763	速动比率	1.4	1.3	1.3	1.2
研发费用	83	88	103	119	营运能力				
管理费用	279	357	413	477	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
财务费用	-33	-9	-13	-18	应收账款周转率	7.3	8.0	8.0	7.9
资产减值损失	-134	-70	-80	-80	应付账款周转率	4.1	4.6	4.6	4.5
公允价值变动收益	-19	-10	-10	-10	每股指标(元)				
投资净收益	13	14	14	15	每股收益	0.31	0.40	0.49	0.58
营业利润	604	787	956	1,132	每股经营现金	0.35	0.52	0.38	0.55
营业外收入	14	14	14	13	每股净资产	2.70	2.80	2.89	2.89
营业外支出	11	12	12	12	估值比率				
利润总额	607	789	958	1,133	P/E	17	13	11	9
所得税	131	178	211	250	P/B	2	2	2	2
净利润	476	611	747	883					
少数股东损益	17	22	27	32					
归属母公司净利润	459	589	720	851					
EBITDA	723	892	1,045	1,205					
EPS (元)	0.31	0.40	0.49	0.58					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现