

2023年08月19日

业绩处于预告上限，HAZZYS 净开店如期兑现

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: | 6.78/3.27 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 87.71 |
| 最新收盘价: | 6.01 | 自由流通市值(亿) | 53.92 |
| | | 自由流通股数(百万) | 897.10 |

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 24.71/4.08/3.43/3.39 亿元，同比增长 23.79%/53.94%/69.45%/1981.60%，业绩处于预告上限，净利增速高于收入主要由于销售及管理费用大幅下降，非经主要来自政府补助 8018 万元（产业扶持金）；经营现金流低于净利润主要由于应付项目减少。Q2 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 11.80/1.52/1.23 亿元，同比增长 40.77%/157.54%/244.4%，较 21Q2 增长 20%/88%/78%。

分析判断:

HAZZYS 加速开店显现（10%），净开店中加盟占比近半。（1）分品牌来看，HAZZYS 及乐飞叶高增长，主品牌净关店。23H1 报喜鸟/HAZZYS/乐飞叶/恺米切&TB/宝鸟/其他收入为 8.03/8.58/1.15/0.93/5.19/0.31 亿元、同比增长 14%/30%/56%/32%/23%/13%，较 21 年增长 13%/24%/12%（乐飞叶&恺米切&TB）/65%/56%。乐飞叶高增长受益于露营风、重点推进单点绩效提升计划、加强与 KOL 合作。23H1 报喜鸟店面共计 785 家（加盟/直营分别为 566/219 家），同比净减 11 家（直营/加盟净关 5/6 家），我们分析，主品牌净关店主要由于公司策略性关闭部分多品牌的加盟店；HAZZYS 共 431 家（加盟/直营分别为 111/320 家），同比净开 39 家（直营/加盟净开 24/15 家），即 23H1 报喜鸟/HAZZYS 店数同比增长-1%/10%，半年店效（102/199 万元）同比增长 16%/18%，单店面积（214/128 m²）同比增加 3%/4%，半年平效（0.48/1.55 万元）同比增长 12.7%/13.2%。

（2）分渠道来看，直营与团购渠道高增，23H1 年线上/直营/加盟/团购/其他收入分别为 3.90/10.43/3.32/5.49/1.04 亿元、同比增长 8%/43%/1%/22%/21%。23H1 年直营/加盟店数分别为 746/924 家，同比净开 12/-1 家，同比增长 1.63%/-0.11%，推算半年直营店效/加盟单店出货（140/36 万元）同比增长 40%/1%，单店面积（116/181 m²）同比增长 4%/3%，半年直营平效/加盟单店出货平效（1.20/0.20 万元）同比增长 35%/-2%。根据公司公告，开业 12 个月以上直营门店 687 家，同比增加 5.5%，营业面积共 71,243.90 平方米，同比增加 5.5%，销售金额为 9.75 亿元，单店平均销售金额 141.98 万元/平效 1.37 万元，同比增长 34%/34%。

净利率增幅高于毛利率主要来自销售费用率下降及政府补助增长，Q2 净利率增长主要来自销售费用率下降及减值下降。（1）23H1 公司毛利率为 65.53%、同比增长 1.09PCT，毛利率提高主要受益于直营占比提升。分渠道来看，23H1 电商/直营/加盟/团购/其他毛利率分别为 70.05%/77.06%/66.41%/47.75%/47.20%、同比提高 1.99%/-0.57%/-1.30%/2.78%/4.60PCT。（2）23H1 归母净利率/扣非净利率为 16.5%/13.88%、同比提高 3.23%/3.78PCT；从费用率看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.6%/6.9%/1.9%/-0.3%、同比下降 2.9%/0.3%/-0.08%/-0.54PCT。财务费用率增加主要由于定期存款减少。投资净收益/收入同比增长 0.55PCT 至 0.8%；资产及信用减值损失同比下降 0.56PCT 至 1.6%；其他收益/收入同比下降 0.55PCT 至 3.25%；所得税/收入同比增长 0.6PCT 至 4.2%；少数股东损益/收入同比增长 0.43PCT 至 0.57%。（3）子公司迪美瑞（HAZZYS）/宝鸟/凤凰尚品分别实现净利润 0.95/0.58/1.01 亿元，同比增长 123.3%/147.2%/29.3%；净利率为 26.4%/10.8%/11.0%，同比提升 2.3%/5.3%/-5.7%。（4）23Q2 毛利率为 64.94%、同比增加 2.3PCT；23Q2 归母净利率/扣非净利率为 12.88%/10.4%、同比增加 5.8%/6.1PCT；23Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 40.7%/7.9%/2.1%/-0.6%、同比下降 3.4%/0.3%/0.05%/-0.92PCT，投资净收益/收入同比增长 0.51PCT 至 1.13%；资产及信用减值损失同比下降 2.26PCT 至 0.95%。

存货周转天数下降，1年以内存货占比提高。23H1 存货为 10.86 亿元，同比下降 1.94%，存货周转天数为 251 天、同比减少 42 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 60.3%/24.5%/9.4%/5.9%，同比提高 15.8/-20.0/1.6/2.5PCT，2 年以内的存货占比达 80%以上；应收账款为 7.06 亿元、同比增长 12.8%，应收账款周转天数为 48 天、同比减少 6 天；应付账款为 3.52 亿元、同比下降 7.4%，应付账款周转天数为 77 天、同比下降 22 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，Q3 由于 21、22 年均为高基数阶段，行业终端增长有所放缓，且主品牌净关店、线上增长放缓等引发一定市场担心，但我们认为主要驱动 HAZZYS 的净开店、特别是加盟净开店如期兑现，提振市场信心；（2）主品牌年轻化动作持续，加盟商完成去库存后有望加快开店；（3）乐飞叶、恺米切有望复制 HAZZYS 的运营经验。维持此前盈利预测，预计 23/24/25 年收入预测为 54.6/65.2/75.3 亿元，预计 23/24/25 年归母净利润预测 6.9/8.4/10.0 亿元，对应 23/24/25 年 EPS 为 0.47/0.58/0.69 元，2023 年 8 月 18 日收盘价 6.01 元对应 23/24/25 年 PE 为 13/10/9 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 | 5,462 | 6,517 | 7,531 |
| YoY (%) | 17.5% | -3.1% | 26.7% | 19.3% | 15.6% |
| 归母净利润(百万元) | 464 | 459 | 691 | 843 | 1,002 |
| YoY (%) | 26.7% | -1.2% | 50.6% | 21.9% | 19.0% |
| 毛利率 (%) | 63.9% | 62.7% | 64.1% | 64.4% | 64.8% |
| 每股收益 (元) | 0.32 | 0.31 | 0.47 | 0.58 | 0.69 |
| ROE | 11.2% | 11.7% | 15.4% | 16.2% | 16.6% |
| 市盈率 | 18.89 | 19.12 | 12.69 | 10.41 | 8.75 |

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 | 5,462 | 6,517 | 7,531 | 净利润 | 476 | 705 | 869 | 1,044 |
| YoY (%) | -3.1% | 26.7% | 19.3% | 15.6% | 折旧和摊销 | 234 | 69 | 66 | 67 |
| 营业成本 | 1,607 | 1,960 | 2,319 | 2,652 | 营运资金变动 | -334 | 333 | 135 | 135 |
| 营业税金及附加 | 37 | 55 | 65 | 75 | 经营活动现金流 | 515 | 1,227 | 1,163 | 1,320 |
| 销售费用 | 1,711 | 2,027 | 2,469 | 2,927 | 资本开支 | -189 | -52 | -70 | -66 |
| 管理费用 | 279 | 404 | 482 | 527 | 投资 | -344 | -743 | -891 | -1,069 |
| 财务费用 | -33 | -22 | -30 | -30 | 投资活动现金流 | -488 | -767 | -909 | -1,059 |
| 研发费用 | 83 | 93 | 104 | 117 | 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 | 29 | 52 | 75 | 筹资活动现金流 | -532 | -426 | -143 | -143 |
| 营业利润 | 604 | 882 | 1,087 | 1,306 | 现金净流量 | -503 | 34 | 111 | 118 |
| 营业外收支 | 3 | -1 | -1 | -1 | | | | | |
| 利润总额 | 607 | 881 | 1,086 | 1,305 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 131 | 176 | 217 | 261 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 476 | 705 | 869 | 1,044 | 营业收入增长率 | -3.1% | 26.7% | 19.3% | 15.6% |
| 归属于母公司净利润 | 459 | 691 | 843 | 1,002 | 净利润增长率 | -1.2% | 50.6% | 21.9% | 19.0% |
| YoY (%) | -1.2% | 50.6% | 21.9% | 19.0% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.31 | 0.47 | 0.58 | 0.69 | 毛利率 | 62.7% | 64.1% | 64.4% | 64.8% |
| | | | | | 净利率 | 11.0% | 12.9% | 13.3% | 13.9% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 7.7% | 10.0% | 10.4% | 10.6% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 净资产收益率 ROE | 11.7% | 15.4% | 16.2% | 16.6% |
| 货币资金 | 1,443 | 1,477 | 1,587 | 1,705 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 预付款项 | 47 | 59 | 70 | 80 | 流动比率 | 2.00 | 2.14 | 2.23 | 2.35 |
| 存货 | 1,179 | 1,235 | 1,207 | 1,163 | 速动比率 | 1.31 | 1.54 | 1.74 | 1.95 |
| 其他流动资产 | 999 | 1,873 | 3,027 | 4,377 | 现金比率 | 0.79 | 0.68 | 0.60 | 0.55 |
| 流动资产合计 | 3,667 | 4,643 | 5,891 | 7,325 | 资产负债率 | 32.4% | 33.1% | 34.0% | 34.1% |
| 长期股权投资 | 237 | 237 | 237 | 237 | 经营效率 (%) | | | | |
| 固定资产 | 418 | 385 | 360 | 330 | 总资产周转率 | 0.72 | 0.79 | 0.81 | 0.80 |
| 无形资产 | 224 | 209 | 197 | 185 | 每股指标 (元) | | | | |
| 非流动资产合计 | 2,323 | 2,253 | 2,203 | 2,147 | 每股收益 | 0.31 | 0.47 | 0.58 | 0.69 |
| 资产合计 | 5,990 | 6,896 | 8,094 | 9,472 | 每股净资产 | 2.70 | 3.07 | 3.56 | 4.15 |
| 短期借款 | 278 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.35 | 0.84 | 0.80 | 0.90 |
| 应付账款及票据 | 530 | 591 | 699 | 799 | 每股股利 | 0.00 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 其他流动负债 | 1,024 | 1,582 | 1,943 | 2,316 | 估值分析 | | | | |
| 流动负债合计 | 1,832 | 2,173 | 2,642 | 3,116 | PE | 19.12 | 12.69 | 10.41 | 8.75 |
| 长期借款 | 46 | 46 | 46 | 46 | PB | 1.53 | 1.88 | 1.63 | 1.40 |
| 其他长期负债 | 64 | 64 | 64 | 64 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 110 | 110 | 110 | 110 | | | | | |
| 负债合计 | 1,942 | 2,282 | 2,751 | 3,225 | | | | | |
| 股本 | 1,459 | 1,459 | 1,459 | 1,459 | | | | | |
| 少数股东权益 | 114 | 128 | 154 | 196 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,049 | 4,614 | 5,342 | 6,246 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 5,990 | 6,896 | 8,094 | 9,472 | | | | | |

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。