

2021年08月23日

净利居于预告上限，收入环比加速

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:	7.21/2.98
目标价格:	9.1	总市值(亿)	72.20
最新收盘价:	5.93	自由流通市值(亿)	65.82
		自由流通股数(百万)	1,109.96

事件概述

2021H 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 19.75/2.62/2.25 亿元、同比增长 44%/126%/155%、较 19H1 增长 38%/134%/226%，净利居于预告上限，非经主要为政府补助；若剔除总额法会计政策变更影响，收入同比/较 19 增长 32%/27%。21Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 9.8/0.8/0.7 亿元、同比增长 35%/59%/91%、较 19Q2 增长 49%/286%/3400%，收入环比 21Q1 加速（21Q1 较 19Q1 增长 29%）。经营现金流/净利润为 42%、同比提高 56PCT，主要由于应付项目较 20H 改善，经营现金流低于净利主要由于存货和应收账款增加。每 10 股派 1.5 元。

分析判断:

报喜鸟/HAZZYS/宝鸟收入较 19H1 增长 32%/50%/40%，主要来自店效提升。（1）分品牌来看，主品牌、HAZZYS 及小品牌延续高增，宝鸟在疫情防护用品类高基数下仍实现 15%增长：2021H 报喜鸟/HAZZYS/恺米切 & 乐飞叶 & TB/宝鸟/其他收入分别为 7.12/6.94/1.85/3.15/0.20 亿元、同比增长 64%/48%/42%/14%/7%，其中报喜鸟/HAZZYS/宝鸟收入较 19H1 增长 32%/50%/40%。其他收入增长主要来自出售 2 宗商铺 1299.82 万元。（2）从外延和内生来看，上半年净关店、收入增长主要来自店效贡献：21H1 报喜鸟净关闭 7 家门店至 772 家（直营/加盟分别净关闭 6/1 家至 224/548 家），HAZZYS 净关闭 11 家门店至 382 家（直营净开 2 家至 290 家/加盟净关闭 13 家至 92 家），对应 21H 报喜鸟/HAZZYS 店数同比仅增长 2.7%/0.5%，因此收入增长主要来自店效提升（主品牌/HAZZYS 店效较 19H 提升 26%/48%，其中单店面积提升-4%/4%）。（3）分渠道来看，电商高增，直营、加盟、团购均较疫情前增长 30%左右：2021H 直营/加盟/团购/电商/其他收入分别为 8.95/3.14/3.23/2.93/1.00 亿元、同比增长 62%/57%/15%/22%/83%、较 19H1 增长 30%/29%/30%/68%/137%，电商占比 15%。

销售费用率大幅提升，21Q2 净利率提升幅度低于毛利率提升幅度。2021H 公司毛利率为 66.94%、同比提高 6.5PCT、较 19H1 提高 4.65PCT，其中直营、团购毛利率大幅上升，21H1 直营/加盟/团购/电商/其他毛利率分别为 77.47%/66.96%/48.90%/68.77%/50.87%、同比提高 9.13/-1.03/4.27/1.15/17.22PCT。21Q2 毛利率为 66.75%、同比提高 8PCT、较 19Q2 提高 5.36PCT。2021H 净利率为 13.28%、同比提高 4.6PCT、较 19H1 提高 5.81PCT；21Q2 净利率为 8.18%、同比提高 0.43PCT、较 19Q2 提高 5.47PCT。从费用率看，21H 销售/管理/研发/财务费用率分别为 40%/8%/2%/0%、同比提高 4/-1/0/0PCT，21Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 43%/11%/2%/0%、同比增长 6/1/0/0PCT，销售费用率大幅提升主要由于会计政策变更以及工资及广告宣传费提升，剔除会计政策变更影响，公司销售费用同比增长 25.95%、销售费用率下降 4PCT。

存货周转天数同比大幅下降。21H 末公司存货为 9.93 亿元、同比增长 2%，存货周转天数为 270 天、同比下降 60 天、较 19H1 下降 12 天。应收账款及应收票据为 5.75 亿元、同比增长 32%，应收账款周转天数为 51 天、同比下降 3 天、较 19H1 提高 2 天。

投资建议

上半年收入端维持高增长、提振全年信心。我们分析：（1）短期来看，下半年旺季之前，品牌开店有望加速；我们判断明年主品牌/HAZZYS 有望维持 20%/30%收入增速；（2）中长期来看，主品牌/HAZZYS 有望做到 30/50 亿元收入；（3）长期来看，公司在代理 HAZZYS 过程中也学习了韩国商品企划经验，未来有望成长为多品牌运营

集团，不排除 HAZZYS 之外仍有新品牌成为增长点。维持 21/22/23 年归母净利分别为 5.54/7.28/9.24 亿元、对应 PE 分别为 13/10/8X，维持买入评级和目标价 9.1 元（暂不考虑定增摊薄，对应 21 年 20XPE）。

风险提示

疫情反复风险；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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,273	3,788	4,717	5,911	7,133
YoY (%)	5.2%	15.7%	24.5%	25.3%	20.7%
归母净利润(百万元)	210	366	554	728	924
YoY (%)	305.3%	74.4%	51.1%	31.5%	27.0%
毛利率 (%)	61.7%	63.4%	67.3%	67.6%	68.0%
每股收益 (元)	0.17	0.30	0.45	0.60	0.76
ROE	7.5%	11.4%	15.2%	17.2%	18.4%
市盈率	34.37	19.70	13.04	9.92	7.81

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,788	4,717	5,911	7,133	净利润	390	589	775	983
YoY (%)	15.7%	24.5%	25.3%	20.7%	折旧和摊销	171	90	88	90
营业成本	1,387	1,542	1,914	2,284	营运资金变动	78	90	80	96
营业税金及附加	36	47	59	71	经营活动现金流	719	865	1,033	1,257
销售费用	1,501	1,840	2,302	2,779	资本开支	-43	15	26	21
管理费用	264	369	461	535	投资	-288	-755	-903	-1,081
财务费用	4	-11	-12	-14	投资活动现金流	-301	-717	-847	-1,024
资产减值损失	-90	-121	-123	-127	股权募资	0	0	0	0
投资收益	25	24	30	36	债务募资	359	-104	0	0
营业利润	516	804	1,058	1,344	筹资活动现金流	-145	-246	-140	-140
营业外收支	-3	3	3	4	现金净流量	273	-97	45	93
利润总额	513	807	1,061	1,347					
所得税	123	218	286	364	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	390	589	775	983	成长能力				
归属于母公司净利润	366	554	728	924	营业收入增长率	15.7%	24.5%	25.3%	20.7%
YoY (%)	74.4%	51.1%	31.5%	27.0%	净利润增长率	74.4%	51.1%	31.5%	27.0%
每股收益	0.30	0.45	0.60	0.76	盈利能力				
					毛利率	63.4%	67.3%	67.6%	68.0%
					净利率率	10.3%	12.5%	13.1%	13.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	7.5%	10.0%	11.0%	11.6%
货币资金	694	598	643	736	净资产收益率 ROE	11.4%	15.2%	17.2%	18.4%
预付款项	46	46	57	69	偿债能力				
存货	965	972	996	1,001	流动比率	2.03	2.27	2.34	2.45
其他流动资产	1,054	1,922	3,096	4,475	速动比率	1.28	1.61	1.82	2.03
流动资产合计	2,760	3,537	4,792	6,281	现金比率	0.51	0.38	0.31	0.29
长期股权投资	247	247	247	247	资产负债率	31.6%	31.6%	33.6%	34.3%
固定资产	488	431	360	293	经营效率				
无形资产	228	212	201	189	总资产周转率	0.78	0.86	0.89	0.89
非流动资产合计	2,099	1,974	1,839	1,709	每股指标 (元)				
资产合计	4,859	5,511	6,632	7,990	每股收益	0.30	0.45	0.60	0.76
短期借款	104	0	0	0	每股净资产	2.65	2.99	3.47	4.12
应付账款及票据	391	465	577	688	每股经营现金流	0.59	0.71	0.85	1.03
其他流动负债	862	1,095	1,469	1,872	每股股利	0.00	0.11	0.11	0.11
流动负债合计	1,357	1,560	2,046	2,561	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.70	13.04	9.92	7.81
其他长期负债	180	180	180	180	PB	1.26	1.98	1.71	1.44
非流动负债合计	180	180	180	180					
负债合计	1,536	1,740	2,226	2,740					
股本	1,218	1,218	1,218	1,218					
少数股东权益	94	129	176	235					
股东权益合计	3,322	3,771	4,406	5,249					
负债和股东权益合计	4,859	5,511	6,632	7,990					

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，10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。