

2021年10月29日

单季疫情影响无碍扩张，定增过会提振信心

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:		总市值(亿)	54.91
最新收盘价:	4.51	自由流通市值(亿)	50.17
		自由流通股数(百万)	1,112.46

事件概述

21年前三季度公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 29.73/3.67/3.09 亿元，同比增长 32%/53%/58%，若剔除会计准则影响收入同比增长 22%；21Q3 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 9.98/1.05/0.84 亿元，同比增长 12%/-16%/-22%，若剔除会计准则变动影响估计收入个位数增长，净利端剔除 20Q3 防护用品类贡献的利润 3000 万、估计同比增长约 11%，符合业绩预告。

分析判断:

Q3 主品牌相对稳健，HAZZYS 受疫情影响，宝鸟受防护用品类高基数影响。我们分析，Q3 单季收入增长放缓主要受疫情、台风和洪水等影响，特别是 HAZZYS 主要集中在江浙沪区域、受影响更大。剔除会计准则影响，分品牌来看，我们分析主品牌稳健、估计增长接近 10%、主要来自加盟发货增长，HAZZYS 受疫情影响更大、估计个位数增长，宝鸟受防疫物资高基数影响持平略降。

开店使得销售费用增长较多，但 Q3 净利率微降受益于递延所得税费用减少、少数股东损益减少。Q3 单季毛利率 62.17%、同比增加 1.18PCT；21Q3 净利率为 11.27%，同比下降 4.6PCT；若剔除 20Q3 防护用品类影响仅微降 0.23PCT。从费用率来看，公司 21Q3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 39.68%/10.11%/-0.07%/1.63%，同比提高 4.78%/-0.12%/-0.3%/0.2PCT，我们分析，销售费用率增加一方面由于会计准则影响、上年同期数据未按总额法调整，另一方面则由于 Q3 加快开店、装修费用以及员工薪酬增加。而尽管销售费用率提升较多，但递延所得税费用减少、少数股东损益减少（宝鸟防护用品类影响），净利率微降。

预计负债环比增长 52%。21Q3 末存货为 12 亿元，环比提升 21%，我们估计为冬装提前备货。存货周转天数为 283 天，同比下降 38 天、环比提高 14 天。应收账款周转天数 52 天，同比下降 3 天。

投资建议

我们分析，（1）公司 Q3 短期受疫情影响、开店费用影响无碍长期成长趋势，公司直营比例高、若 Q4 疫情影响减弱恢复正常利润弹性仍大；（2）明年有望加速开店，中长期维持主品牌/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 年收入 45.97/57.53/69.31 亿元，归母净利 5.01/6.58/8.36 亿元、2021 年 10 月 29 日股价 4.51 元对应 PE 分别为 11/8/7X，维持买入评级，公司 10 月 26 日公告定增审核通过有望提振市场信心，定增价 3.07 元提供相对安全边际。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3273	3788	4597	5733	6931

YoY (%)	5.2%	15.7%	21.4%	25.1%	20.5%
归母净利润(百万元)	210	366	501	658	836
YoY (%)	305.3%	7.4%	36.7%	31.2%	27.1%
毛利率 (%)	61.7%	63.4%	67.1%	67.4%	67.8%
每股收益 (元)	0.17	0.30	0.41	0.54	0.69
ROE	7.5%	11.4%	14.0%	16.0%	17.4%
市盈率	26.14	14.98	10.96	8.35	6.57

资料来源: Wind, 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	4,597	5,753	6,931	净利润	390	533	700	889
YoY (%)	15.7%	21.4%	25.1%	20.5%	折旧和摊销	171	90	88	90
营业成本	1,387	1,512	1,874	2,233	营运资金变动	78	97	78	94
营业税金及附加	36	46	58	69	经营活动现金流	719	818	957	1,161
销售费用	1,501	1,836	2,297	2,750	资本开支	-43	15	26	21
管理费用	264	360	450	541	投资	-288	-755	-903	-1,081
财务费用	4	-10	-11	-10	投资活动现金流	-301	-717	-848	-1,025
资产减值损失	-90	-121	-123	-127	股权募资	0	0	0	0
投资收益	25	23	29	35	债务募资	359	-104	0	0
营业利润	516	727	955	1,214	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	-145	-31	-4
利润总额	513	730	958	1,218					
所得税	123	197	259	329	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	390	533	700	889	成长能力				
归属于母公司净利润	366	501	658	836	营业收入增长率	15.7%	21.4%	25.1%	20.5%
YoY (%)	74.4%	36.7%	31.2%	27.1%	净利润增长率	74.4%	36.7%	31.2%	27.1%
每股收益	0.30	0.41	0.54	0.69	盈利能力				
					毛利率	63.4%	67.1%	67.4%	67.8%
					净利率率	10.3%	11.6%	12.2%	12.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	7.5%	9.2%	10.2%	10.8%
货币资金	694	549	518	514	净资产收益率 ROE	11.4%	14.0%	16.0%	17.4%
预付款项	46	45	56	67	偿债能力				
存货	965	953	976	979	流动比率	2.03	2.25	2.30	2.39
其他流动资产	1,054	1,905	3,074	4,447	速动比率	1.28	1.60	1.78	1.97
流动资产合计	2,760	3,453	4,624	6,007	现金比率	0.51	0.36	0.26	0.20
长期股权投资	247	247	247	247	资产负债率	31.6%	31.5%	33.9%	34.9%
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	0.85	0.89	0.90
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	5,426	6,463	7,716	每股收益	0.30	0.41	0.54	0.69
短期借款	104	0	0	0	每股净资产	2.65	2.95	3.37	3.94
应付账款及票据	391	456	565	673	每股经营现金流	0.59	0.67	0.79	0.95
其他流动负债	862	1,076	1,443	1,839	每股股利	0.00	0.11	0.11	0.11
流动负债合计	1,357	1,531	2,008	2,512	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.98	10.96	8.35	6.57
其他长期负债	180	180	180	180	PB	1.26	1.74	1.52	1.30
非流动负债合计	180	180	180	180					
负债合计	1,536	1,711	2,188	2,692					
股本	1,218	1,218	1,218	1,218					
少数股东权益	94	126	168	221					
股东权益合计	3,322	3,715	4,275	5,024					
负债和股东权益合计	4,859	5,426	6,463	7,716					

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，11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。