

2021年11月22日

报喜鸟系列报告之四：估值底部，增长可期

报喜鸟(002154)

主要观点

报喜鸟 Q3 主要受到疫情和销售费用增加的影响，我们认为公司中长期增长趋势确定，收入端有望维持 20%以上增速：(1) 主品牌：虽然商务男装增长放缓，但公司通过打造运动西服、拓宽应用场景，在中部地区加大开店力度，保持 15%以上增速、高于行业增长；(2) HAZZYS：在高平效基础上，品牌仍有外延开店空间，相较目前店数 393 家，我们判断中期开店空间在 600 家以上；此外，品牌尚有鞋、包、高尔夫系列等扩品类逻辑，未来有望保持 25%以上增长；(3) 集采政策利好职业装龙头，未来宝鸟有望加快大客户拓展，并随着合肥工厂投产迎来净利率改善，保持 10%以上增长；(4) 小品牌中乐飞叶、恺米切有望保持 35%以上增长并逐步贡献盈利。本篇报告我们对各品牌的成长逻辑进行再梳理。

► 主品牌报喜鸟：拓展运动西服品类，中部加密开店

(1) 产品方面，聚焦西服品类（70%收入占比），和杜邦莱卡合作弹性面料、推出运动西服，致力于打造西服第一品牌；(2) 渠道上，未来有望通过拓宽价位带、提升加盟商可退换货率等在中部加速开店；(3) 营销方面，打造“更适合中国人身材的西装”，未来有望继续加大品牌推广力度、并在短视频、直播等面向年轻群体的领域发力；(4) 智能生产方面，继续推进私人订制业务。

► HAZZYS：开大店、渠道下沉、拓品类

(1) 一二线城市开大店，我们估计目前 HAZZYS 店铺面积仅在 110-120 m²，相较于同业面积较低而平效则较高，未来开大店有望带动店效继续提升；(2) 渠道下沉：目前 HAZZYS 主要集中在一二线城市，未来有望通过产品风格和价位带调整、依托加盟商拓展三四线空白市场。我们估计，中期来看 HAZZYS 店铺数将突破 600 家、对应约 30 亿元零售规模，长期有望达到 1000 家店、对应约 50 亿元零售规模；(3) 扩品类：鞋、包、高尔夫等产品线有望提高连带率和开店空间。

► 宝鸟：加快拓展大客户，净利率有提升空间

(1) 宝鸟以前做中小单为主，受益于集中采购政策、有望通过拓展大客户实现份额提升；(2) 未来有望随着合肥工厂投产带来净利率提升。

► 小品牌：已实现扭亏，未来有望维持 30%以上增长

1) LAFUMA，未来有望从专业户外转型为户外休闲，目前 LAFUMA 共 60 多家店，预计未来 3 年有望新开 100 家、年复合增速接近 40%。2) CAMICISSIMA：我们预计未来 3 年有望新开 150 家店，主要定位三四线主流商场，同时随着规模提升

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	4.69
股票代码：	002154
52 周最高价/最低价：	7.21/2.98
总市值(亿)	57.11
自由流通市值(亿)	52.17
自由流通股数(百万)	1,112.46



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

相关研究

- 【华西纺织】报喜鸟系列报告之三，国潮搭台，定制发力
2021.08.08
- 【华西纺织】报喜鸟系列报告之二，HAZZYS 是如何成长的
2021.06.07
- 【华西纺织】报喜鸟深度报告：主品牌、HAZZYS 双轮驱动，大股东全额定增
2021.05.11

有望带动净利率提升；3) 亨利格兰：我们估计目前已有 100 多家融合店及 3-4 家独立店，预计未来将在 3 年新开 50 家店。

► 投资建议

维持盈利预测，预计 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、EPS 分别为 0.41/0.54/0.69 元，2021 年 11 月 19 日股价 4.69 元对应 PE 分别为 11/9/7X，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 3.02 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	27	16	11	9	7

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 主品牌报喜鸟：拓展运动西服品类，中部加密开店	4
2. HAZZYS：开大店、渠道下沉、拓品类	7
3. 宝鸟：集采背景下加快拓展大客户，净利率有提升空间	9
4. 小品牌：已实现扭亏，未来有望维持 30%以上增长	10
5. 投资建议	12
6. 风险提示	13

图表目录

图 1 分地区面积占比（万平方米，%）	6
图 2 分地区店数占比（家，%）	6

表 1 同行西装产品对比	4
表 2 男装公司各线城市门店数	5
表 3 同业对比	5
表 4 报喜鸟主品牌收入拆分（收入单位：亿元，店数单位：家，面积单位：平方米，平效单位：元/平）	6
表 5 HAZZYS 鞋、包、高尔夫系列	7
表 6 同业对比	8
表 7 HAZZYS 收入拆分（收入单位：亿元，店数单位：家，面积单位：平方米，平效单位：元/平）	8
表 8 宝鸟与同业对比	10
表 9 报喜鸟旗下成长阶段品牌	10
表 10 乐飞叶 VS 艾高	11
表 11 收入拆分	12
表 12 可比公司估值（A 股收盘价为元，港股收盘价为港元，EPS 单位为元）	13

报喜鸟 Q3 主要受到疫情和销售费用增加的影响，我们认为公司中长期增长趋势确定，收入端有望维持 20%以上增速：(1) 主品牌：虽然商务男装增长放缓，但公司通过打造运动西服、拓宽应用场景，在中部地区加大开店力度，保持 15%以上增速、高于行业增长；(2) HAZZYS：在高平效基础上，品牌仍有外延开店空间，相较目前店数 393 家，我们判断中期开店空间在 600 家以上；此外，品牌尚有鞋、包、高尔夫系列等扩品类逻辑，未来有望保持 25%以上增长；(3) 集采政策利好职业装龙头，未来宝鸟有望加快大客户拓展，并随着合肥工厂投产迎来净利率改善，保持 10%以上增长；(4) 小品牌中乐飞叶、恺米切有望保持 35%以上增长并逐步贡献盈利。本篇报告我们对各品牌的成长逻辑进行再梳理。

1. 主品牌报喜鸟：拓展运动西服品类，中部加密开店

2020 年报喜鸟收入达 12.76 亿元，17-20 年收入 CAGR 为 6%，2021H1 主品牌实现收入 7.12 亿元、同比增长 64%、较 19H1 增长 32%。我们在《报喜鸟深度报告之三》中针对主品牌优势、单店模型、定制系统的打造等进行过分析，并与劲霸、Ralph Lauren 等进行过对标，判断主品牌未来空间在 30 亿元以上。

(1) 产品方面，公司聚焦西服品类（70%收入占比），砍掉女装、户外等产品线，和杜邦莱卡合作弹性面料、推出运动西服，致力于打造西服第一品牌。目前市场对商务男装前景较为担忧，近 3 年以来，行业被运动和休闲抢去份额；因此，运动西服有望解决的痛点在于：1) 搭配性强、拓展应用场景，运动西服既可以搭配衬衫、西裤等商务系列，也可以搭配羊毛衫、牛仔裤、运动鞋、用于休闲场景；2) 弹性面料“抖抖平”解决了西服难打理的痛点；3) 应用无肩、无里、无衬的工艺，穿着效果更时尚、更适合年轻人。我们分析，通过运动西服的推出，未来公司有望抢占部分夹克市场的份额；而业内男装公司大多仅推出休闲单西。

表 1 同行西装产品对比

公司	介绍	单西客单价
七匹狼	拥有针织、梭织西装，尚未在西装上使用弹性面料，推出弹性面料夹克	419-2199 元
红豆股份	易打理面料、舒适挺括，面料包括粘纤+锦纶+聚酯纤维+氨纶	359-899 元
报喜鸟	拥有高级定制、商务正装、商务休闲系列、时尚休闲系列和婚庆礼服等 5 个系列，此外和杜邦莱卡合作弹性面料、推出运动西服	1160-6980 元
九牧王	面料包括绵羊毛、山羊绒、聚酯纤维、莫代尔、锦纶、桑蚕丝，轻奢风	1799-3399 元
海澜之家	面料包括聚酯纤维、粘纤、锦纶羊毛、羊绒等，休闲单西推出牛仔裤等搭配	179-1578 元
雅戈尔	面料包括棉花、聚酯纤维、羊毛等，拥有定制业务，推出休闲棉锦弹力西装	849-3279 元
劲霸男装	尚未在西装上使用弹性面料，推出弹性面料夹克	286-2880 元

资料来源：淘宝，华西证券研究所

(2) 渠道方面，一方面，相较同业来看，目前报喜鸟优势地区是东北、西北、华东等地，而中部地区（湖南、湖北、河南等）店数偏少，中部地区目前以劲霸、柒牌、九牧王、七匹狼等男装品牌占领、主打性价比高的价位带，未来公司有望通过拓宽价位带（从原来 2290 元起步到目前已推出 1500 元左右的产品）、提升加盟商可退换货率等有望加速开店；另一方面，公司在一线城市的店面积偏小（120-130 m²），存在单店面积提升空间，而疫情后的品牌集中度提升提供了部分契机。

表 2 男装公司各线城市门店数

	一线城市	新一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线城市	其他	合计
七匹狼	142	323	395	421	272	209	82	1844
红豆股份	74	236	275	528	326	195	48	1682
报喜鸟	25	135	176	140	124	134	18	752
九牧王	138	432	422	493	386	208	86	2165
海澜之家	378	819	796	1275	1051	658	249	5226
雅戈尔	308	1019	1009	94/21.6	699	319	77	3431
劲霸男装	123	447	392	724	603	453	171	2913

资料来源：数位观察网，华西证券研究所

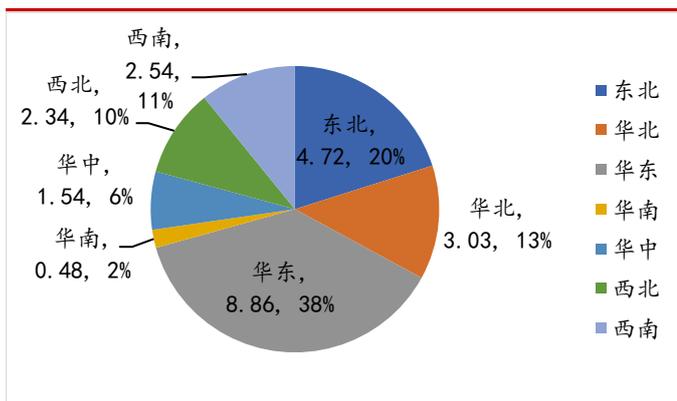
表 3 同业对比

	目标客群	西服价位带	2020 年分地区店铺数量	2020 年收入 (西服收入占比)
报喜鸟	30-50 岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士 主打西装	成衣外套：990-3990 成衣马甲：699-799 成衣裤子：890-1990 定制外套/套装：2990-11800 定制马甲/衬衫：999-2690	东北：229 华北：195 华东：676 华南：55 华中：118 西北：181 西南：179	12.76 亿元 (70%)
九牧王	25-50 岁的精英白领男士 主打小黑裤	外套：1699-3699 裤子：499-1299	东北：139 华北：351 华东：813 华南：226 华中：325 西北：229 西南：265	22.15 亿元 (5.36%)
七匹狼	30-50 岁男士 主打茄克，00-16 年连续 16 年中国茄克市场占有率第一	外套：1059-2199 裤子：499-599	华东：59% 华南：15% 华中：9% 华北：5%	33.30 亿元

			西南：8%	
			西北：1%	
			东北：3%	
柒牌	30-50 岁男士 主打中式西服，推出中华立领	外套：599-2999 裤子：399-999	-	-
劲霸男装	主打茄克	外套：1580-2680 裤子：799-1280	-	-

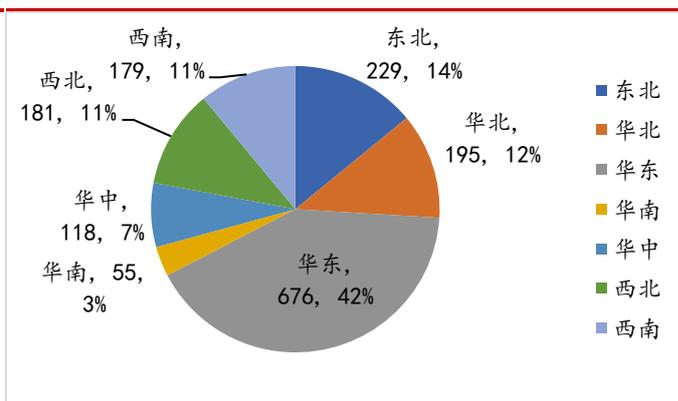
资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：七匹狼为分地区收入占比。

图 1 分地区面积占比（万平方米，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 分地区店数占比（家，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

(3) 营销方面，“报喜鸟”品牌本身具备国潮属性，婚庆西服中约 75% 的人群选择报喜鸟品牌，未来公司致力于打造“更适合中国人身材的西装”：2020 年公司已着手进行了品牌年轻化、更换了张若昀作为品牌代言人，2021 年入选央视《大国品牌》并在 5 个机场投放广告，未来有望继续加大品牌推广力度、并在短视频、直播等面向年轻群体的领域发力。

(4) 在智能生产方面，公司持续进行 C2M 升级：1) 解决打版痛点：成熟的版师的单天产能仅有 3-6 件，公司通过和国内 CAD 开发商合作、已能实现无人辅助下自动制版；2) 解决备料排产痛点：西服涉及多达 385 道工序流程，极度考验工厂排产能力，公司参与共同研发了基于个性化定制的服装吊挂系统；3) 解决各部门间的信息差损耗：公司自主开发了 MTM 个性化订单系统，将客户需求细化到面料、风格、尺寸与场景。因此，公司解决了私人订制的规模化、获客成本等问题，而定制业务本身没有库存问题，因此利润率高于成衣，我们估计，目前私人订制业务收入已占到 30% 左右。

表 4 报喜鸟主品牌收入拆分（收入单位：亿元，店数单位：家，面积单位：平方米，平效单位：元/平）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
主品牌报喜鸟收入	12.76	16.33	19.18	21.92	24.67	27.66
增速		28%	17%	14%	13%	12%
1、直营收入	2.32	3.28	4.21	5.07	5.96	6.99

增速		41%	28%	20%	18%	17%
直营店	230	238	253	266	276	286
直营单店面积	133	160	184	202	222	244
直营平效	7590	8637	9069	9432	9715	10006
增速		14%	5%	4%	3%	3%
2、加盟收入	4.95	6.02	6.67	7.32	7.94	8.60
增速		22%	11%	10%	8%	8%
加盟店	549	574	594	614	634	654
加盟单店面积	238	242	247	252	257	262
加盟单平出货	3795	4326	4543	4724	4866	5012
增速		14%	5%	4%	3%	3%
3、线上及其他	5.49	7.02	8.29	9.53	10.77	12.06
增速		28%	18%	15%	13%	12%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. HAZZYS：开大店、渠道下沉、拓品类

2020年，HAZZYS实现收入12.33亿元、17-20年收入CAGR为24%，2021H1HAZZYS实现收入6.94亿元、同比增长48%、较19H增长50%。我们此前在《报喜鸟深度报告之二》中分析过HAZZYS品牌的产品和渠道优势，未来空间在于开店、店效提升、扩品类，未来有望维持20%以上增长，中长期看50亿元空间。

在产品上，HAZZYS将继续推进休闲产品年轻化、多品类、多系列。目前HAZZYS已推出鞋、包、高尔夫系列；目前鞋和包已进入部分门店，未来有望开独立店。

表5 HAZZYS鞋、包、高尔夫系列

	价格区间	产品种类	国内购买方式
鞋类	709-764	板鞋、单鞋	线下店铺，品牌官方线上店铺
包类	690-4290	钱包、单肩包、手提包、托特包、斜挎包、公文包、手拿包、双肩包	线下店铺，品牌官方线上店铺
高尔夫系列	531-2585	T恤、polo、运动打底裤、休闲长裤、运动衬衫、挡风外套、运动马甲、运动短裙、运动连衣裙、运动夹克、羽绒背心、羽绒夹克	品牌海外旗舰店

资料来源：天猫、公司公告、华西证券研究所

在渠道上，我们分析未来 HAZZYS 的成长空间在于：（1）一二线城市开大店，我们估计目前 HAZZYS 店铺面积仅在 110-120 m²，相较于同业面积较低而平效则较高，未来开大店有望带动店效继续提升；（2）渠道下沉：目前 HAZZYS 主要集中在一二线市场，未来有望通过产品风格和价位带的调整、依托加盟商拓展三四线空白市场。我们估计，中期来看 HAZZYS 店铺数将突破 600 家、对应约 30 亿元零售规模，长期来看有望达到 1000 家店、对应约 50 亿元终端零售规模；（3）扩品类：鞋、包、高尔夫等产品线有望提高连带率和开店空间。

表 6 同业对比

	Hazzys (哈吉斯)	比音勒芬	LACOSTE	GANT	Tommy Hilfiger
定位	中高档英伦风品牌	中高端、面料优质、具备国外设计元素的运动休闲品牌	中端品牌，运动休闲风格，属于轻奢品牌	中高端美国产品，奢侈品与平民品牌间的平衡	美国休闲领导品牌，高端男装、女装、童装、配饰
收入	2020 年收入 12.3 亿元，同比增长 22.4%	2020 年收入 19.38 万元，同比增长 6.14%			
店数	393	979	393	143	32
天猫旗舰店粉丝数量	242 万	18.5 万	172 万	36 万	182 万
商品数量	7979	1310	6071	1613	10675
价位带	外套：1492-5990 T 恤：517-1390 裤装：742-1590 鞋：709-764 配件：690-4290	外套：1936-6980 T 恤：699-2412 裤装：822-2680 鞋：966-2680 配件：188-1380	外套：1040-4990 T 恤：262-1701 裤装：289-1690 鞋：364-1521 配件：337-1971	羽绒服：998-5395 T 恤：297-1595 裤装：627-2245 配饰：137-2097	羽绒服：895-4990 T 恤：145-890 裤装：295-1990 鞋：195-1290 配饰：115-1190
月销售额	31671 万元	1661.05 万元	10554 万元	2104.64 万元	12438 万元
月销量	293725	11287	110445	20003	166390
月单价	1078	1472	956	1052	748

资料来源：淘宝，华西证券研究所

表 7 HAZZYS 收入拆分（收入单位：亿元，店数单位：家，面积单位：平方米，平效单位：元/平）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
HAZZYS 收入	12.33	15.67	20.11	24.83	29.78	35.56
增速		27%	28%	23%	20%	19%

1、直营收入	5.97	7.47	9.17	10.84	12.66	14.78
增速		25%	23%	18%	17%	17%
直营店	288	298	308	318	328	338
直营单店面积	118	129	146	161	177	195
直营平效	17608	19369	20357	21171	21806	22461
增速		10%	5%	4%	3%	3%
2、加盟收入	1.06	1.46	2.46	3.47	4.50	5.63
增速		38%	68%	41%	29%	25%
加盟店	105	120	170	210	240	265
加盟单店面积	114	126	142	156	172	189
加盟单平出货	8804	9685	10179	10586	10903	11230
增速		10%	5%	4%	3%	3%
3、线上及其他	5.30	6.73	8.48	10.52	12.62	15.14
增速		27%	26%	24%	20%	20%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 宝鸟：集采背景下加快拓展大客户，净利率有提升空间

2020 年宝鸟收入为 7.85 亿元、17-20 年收入 CAGR 为 23%，2021H 宝鸟实现收入 3.15 亿元、同比增长 18%，在高基数（2020 年有防护用品类贡献）上仍实现较快增长。

我们分析，宝鸟未来成长空间在于：（1）拓展大客户，宝鸟以前做中小单为主，在团购行业受益于集中采购政策、对供应商资质要求提高的背景下，未来公司有望通过拓展大客户实现份额提升。我们估计全国满足条件的企业仅 5-6 家，而宝鸟作为职业装龙头品牌之一有望受益。参照同行圣凯诺，我们估计，中长期来看，宝鸟有望做到 20 亿元的收入体量。（2）净利率提升，目前公司主要工厂在上海和合肥、成本较高，未来有望随着合肥工厂投产带来净利率提升。

表 8 宝鸟与同业对比

公司	成立时间	营业收入 (亿元)	净利率	客户
圣凯诺	上世纪 90 年代	20.7	-	金融、电力、电信、邮政、政府机构及其他企事业单位
宝鸟	2000 年	7.85	6%	具有统一着装需求的高端商务组织，以前以中小单为主
乔治白	1995 年	10.88	10-17%	团购客户多为大型企业客户，客户的行业多集中于金融、电力、电信、邮政、烟草等行业
酷特智能	2007 年	6.26	10-13%	为 B 端和 C 端客户提供定制服务，B 端客户有 BOUTIQUE SURMESURE INC., KNOTSTANDARD, The Men's Wearhouse, Custom Clothing Solutions Inc, 北京易定制网络科技有限公司等
雅戈尔	1979 年	56.65	13%-18%	C 端及团购客户

资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 小品牌：已实现扭亏，未来有望维持 30%以上增长

公司处于成长阶段的品牌包括：1) LAFUMA，未来有望从专业户外转型为户外休闲，专注于功能性面料开发，打造功能休闲产品，以轻户外、易旅行，碎花时尚为特色，适合拍照分享；目前 LAFUMA 共 60 多家店，我们预计未来 3 年有望新开 100 家、年复合增速接近 40%。2) CAMICISSIMA：我们预计未来 3 年有望新开 150 家店，主要定位三四线主流商场，同时随着规模提升有望带动净利率提升；3) 亨利格兰：原来是公司的高尔夫系列，我们估计目前已有 100 多家融合店以及 3-4 家独立店，我们预计未来将在 3 年新开 50 家店。成长品牌已实现扭亏，我们估计未来收入端有望保持 30%以上复合增长。

表 9 报喜鸟旗下成长阶段品牌

	创立/收购时间	品牌定位	目标客群	销售城市	主要产品价格区间	2020 年收入 (17-20 年收入 CAGR)	门店数量 (截止 2020 年底)
LAFUMA (乐飞叶)	1930 年创立于法国南部，2016 年被收购	高端户外休闲品牌	30-50 岁户外休闲爱好者	1-3 线城市	夹克外套：399 至 5034 卫衣：439 到 1599 短袖：285 至 854 袜子帽子：90-459	1.82 (17%)	67

CAMICISSIMA (恺米切)	创立于 1931 年意大利， 2013 年被收购	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	30-45 岁的中产阶层，商务人士	1-3 线城市	衬衫：299-1599 羊绒衫：1199-1999 领带：299	1.64 (18%)	192
亨利·格兰（曾为报喜鸟高尔夫系列）	2017 年初创立	中高档英伦高尔夫风男装	30-40 岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的男士	3-4 线城市	夹克外套：699-3380 卫衣毛衣：990-2390 短袖：129-1190 裤装：339-1390 袜子：29	-	-
衣佰特 (elite basic)：韩国合作的校服品牌	创立于 1969 年韩国，2016 年被收购合作	高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织	1-3 线城市	秋冬款：500-800 元 /套 春夏款：300-350 元 /套	-	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 10 乐飞叶 VS 艾高

	进入中国时间	定位	价位带对比	销售渠道	淘宝粉丝数	旗舰店月销售额	月销量	月单价
LAFUMA	2010 年 11 月	品牌形象低调奢华，全球最具时尚性的专业户外品牌之一	外套： 399-5034 T 恤： 285-1199 裤装： 299-1899 配件：39-1174	线下 60 家店+线上	118.3 万	5192.35 万元	38661	1343 元
艾高	1998 年	法国知名户外休闲品牌，高端的定位，商品兼具功能	外套： 660-8600 T 恤： 320-1090	279	56.7 万	1732.21 万元	65218	266 元

保护及时 尚设计	裤装： 470-2790	
	鞋：650- 1990	
	配件： 200-1290	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 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、Q4 随着冷冬如期而至及疫情影响减弱，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。维持盈利预测，预计 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、EPS 分别为 0.41/0.54/ 0.69 元，2021 年 11 月 19 日股价 4.69 元对应 PE 分别为 11/9/7X，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 3.02 元提供相对安全边际。

表 11 收入拆分

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总收入	37.88	45.97	57.33	69.31	82.01	96.60
增速		21%	25%	21%	18%	18%
1、主品牌	12.76	16.33	19.18	21.92	24.67	27.66
增速	-	28%	17%	14%	13%	12%
2、HAZZYS	12.33	15.67	20.11	24.83	29.78	35.56
增速		27%	28%	23%	20%	19%
3、宝鸟	7.85	7.57	9.08	10.44	11.80	13.21
增速	-	-4%	20%	15%	13%	12%
4、成长品牌	4.94	6.40	8.96	12.12	15.76	20.17
增速	-	30%	40%	35%	30%	28%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 12 可比公司估值 (A 股收盘价为元, 港股收盘价为港元, EPS 单位为元)

分类	公司名称	收盘价	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
			EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE
A 股	七匹狼	5.89	0.35	-	-	16.64	-	-
	红豆股份	3.70	0.06	0.08	0.10	57.67	46.58	37.02
	乔治白	6.83	0.55	0.69	0.85	12.35	9.96	8.06
	九牧王	12.94	0.49	0.62	0.74	26.23	20.74	17.37
	海澜之家	6.41	0.65	0.76	0.86	9.91	8.39	7.46
港股	中国利郎	4.37	0.60	0.67	0.75	6.00	5.33	4.79
平均值 (剔除负值)		-	-	-	-	21.47	18.20	14.94

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所。注: 收盘价和 PE 数据截至 2021 年 5 月 7 日。1 港元=0.84 元人民币。

6. 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。

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	主要财务指标				
所得税	123	197	259	329	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				
资产负债表 (百万元)					毛利率	63.4%	67.1%	67.4%	67.8%
2020A	2021E	2022E	2023E		净利率率	10.3%	11.6%	12.2%	12.8%
货币资金	694	549	518	514	总资产收益率 ROA	7.5%	9.2%	10.2%	10.8%
预付款项	46	45	56	67	净资产收益率 ROE	11.4%	14.0%	16.0%	17.4%
存货	965	953	976	979	偿债能力				
其他流动资产	1,054	1,905	3,074	4,447	流动比率	2.03	2.25	2.30	2.39
流动资产合计	2,760	3,453	4,624	6,007	速动比率	1.28	1.60	1.78	1.97
长期股权投资	247	247	247	247	现金比率	0.51	0.36	0.26	0.20
固定资产	488	431	360	293	资产负债率	31.6%	31.5%	33.9%	34.9%
无形资产	228	212	201	189	经营效率				
非流动资产合计	2,099	1,974	1,839	1,709	总资产周转率	0.78	0.85	0.89	0.90
资产合计	4,859	5,426	6,463	7,716	每股指标 (元)				
短期借款	104	0	0	0	每股收益	0.30	0.41	0.54	0.69
应付账款及票据	391	456	565	673	每股净资产	2.65	2.95	3.37	3.94
其他流动负债	862	1,076	1,443	1,839	每股经营现金流	0.59	0.67	0.79	0.95
流动负债合计	1,357	1,531	2,008	2,512	每股股利	0.00	0.11	0.11	0.11
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	180	180	180	180	PE	16	11	9	7
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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。