

报喜鸟 (002154.SZ)

多品牌驱动业绩增长，经营质量向好

核心观点：

- 公司是中高端男装品牌公司，经营质量显著改善。公司实现多品牌策略布局，在 2018 年有实际控制人后，坚持成长优先，利润导向原则，整体运营能力和经营效率得到明显改善，且在持续提升。2020 年，在行业受疫情较大影响的情况下，公司率先复苏，2020Q2 即实现正增长，表现出较强的经营韧性，2020 年实现营收 37.88 亿元 (YOY+15.74%)、归母净利润 3.66 亿元 (YOY+74.45%)。
- 主品牌报喜鸟发展稳健，代理品牌 HAZZYS 快速增长，宝鸟受益集采。主品牌报喜鸟持续优化渠道，开大店、加大华中区域布局；坚持走高品质高端路线的同时强调时尚化年轻化，较早布局定制业务，推出运动西服，扩大消费场景和消费者年龄层。代理品牌 HAZZYS 一直增长快速，有望成为公司第二增长曲线；将加快渗透三四线城市；推进产品年轻化、多品类、多系列发展。宝鸟品牌聚集职业装定制，同时加大校服业务拓展，受益于集采，将积极拓展大集团大客户。
- 加大新零售渠道投入，挖掘私域流量渠道。公司致力于新零售渠道建设，加快线上线下渠道融合。线下持续优化门店，提高店效；线上，除继续加强传统电商渠道布局外，积极推进新零售业务，大力发展直播电商，提高线上收入占比。
- 非公开发行方案已获批，有利于提高控制权和经营决策效率。实际控制人全额定增方案已于 11 月 9 日取得证监会批复，将有效增强公司控制权、提高决策效率，促进公司长期持续发展。
- 盈利预测与投资建议。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.42 元/股、0.51 元/股、0.64 元/股。参考可比公司估值，给予公司 2022 年 15 倍的 PE 估值，对应合理价值 7.72 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。市场竞争风险；存货减值风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,273	3,788	4,438	5,327	6,398
增长率 (%)	5.2	15.7	17.2	20.0	20.1
EBITDA (百万元)	504	731	811	978	1,169
归母净利润 (百万元)	210	366	506	627	775
增长率 (%)	305.3	74.4	38.0	24.0	23.6
EPS (元/股)	0.17	0.30	0.42	0.51	0.64
市盈率 (P/E)	18.66	11.06	12.16	9.81	7.93
ROE (%)	7.5	11.4	14.0	15.2	16.2
EV/EBITDA	7.30	4.74	6.47	4.97	3.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

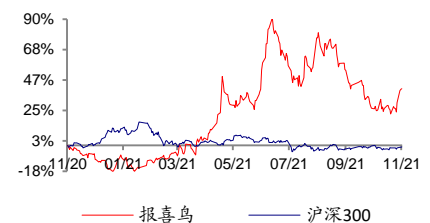
买入

当前价格	5.05 元
合理价值	7.72 元
报告日期	2021-11-24

基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	12.18/11.12
总市值/流通市值 (亿元)	61.49/56.18
一年内最高/最低 (元)	7.01/3.04
30 日日均成交额 (亿元)	1.03
近 3 个月涨跌幅 (%)	-20.53

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001



021-38003649



zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，左琴琴并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、中高端男装领军品牌，公司经营管理持续改善.....	5
（一）公司简介.....	5
（二）财务分析.....	8
二、男装市场前景广阔，定制服装市场冉冉升起.....	11
（一）男装市场空间广阔，增速稳定.....	11
（二）定制服装市场尚处成长期.....	11
三、多品牌驱动业绩增长.....	13
（一）平台+品牌的运营模式，提升运营销售.....	13
（二）线上线下全渠道融合，提升营销效率.....	17
（三）云翼智能制造平台，提升个性化定制效率.....	18
四、可比公司经营对比.....	20
（一）可比公司经营对比.....	20
（二）看好公司业绩持续增长.....	22
五、盈利预测和投资建议.....	23
六、风险提示.....	26

图表索引

图 1: 分品牌营业收入情况 (单位: 亿元)	7
图 2: 分品牌营业收入占比	7
图 3: 分渠道营业收入情况 (单位: 亿元)	7
图 4: 分渠道营业收入占比	7
图 5: 公司控股权结构	8
图 6: 公司历年营业收入及增速	9
图 7: 公司历年归母净利润及增速	9
图 8: 公司历年毛利率和净利率 (单位: %)	10
图 9: 公司历年费用率 (单位: %)	10
图 10: 2009-2019 年中国男装行业市场规模 (零售)	11
图 11: 2008-2019 年我国男装 CR5 和 CR10 品牌集中度 (单位: %)	11
图 12: 服装的传统手工定制与大规模个性化定制	12
图 13: 大规划个性化定制高度满足消费者需求	12
图 14: 报喜鸟营业收入及增速	13
图 15: 报喜鸟门店数量及面积	13
图 16: 报喜鸟入选“大国品牌”战略	14
图 17: 报喜鸟新签代言人张若昀	14
图 18: 报喜鸟西服发展历程	14
图 19: 哈吉斯营业收入及增速	15
图 20: 哈吉斯门店数量及面积	15
图 21: 哈吉斯与明星艺人合作	16
图 22: 哈吉斯 2020 年全国巡展	16
图 23: 宝鸟营业收入及增速	16
图 24: 分渠道门店数量 (单位: 家)	17
图 25: 分渠道门店收入 (单位: 亿元)	17
图 26: 2021H1 门店区域分布占比	17
图 27: 2021H1 分区域门店平均面积	17
图 28: 公司 25 周年庆直播活动	18
图 29: 可比公司历年营业收入 (单位: 亿元)	20
图 30: 可比公司历年归母净利润 (单位: 亿元)	20
图 31: 可比公司存货周转天数 (单位: 天)	21
图 32: 可比公司应收账款周转天数 (单位: 天)	21
图 33: 可比公司应付账款周转天数 (单位: 天)	22
图 34: 可比公司营业收入同比增速	22
图 35: 公司 PE (TTM) (截至 20211123)	25

表 1: 公司主要品牌介绍.....	5
表 2: 2020 年中国商务男装十大品牌、政府及企业采购十大服装供应商(排名不分先后)	6
表 3: 募集资金用途(单位: 万元)	8
表 4: 主要可比公司定制服务情况	15
表 5: 可比公司毛利率	20
表 6: 可比公司销售费用率	21
表 7: 可比公司管理费用率	21
表 8: 营业收入拆分(单位: 百万元)	24
表 9: 可比公司估值情况(截至 20211123)	25

一、中高端男装领军品牌，公司经营管理持续改善

(一) 公司简介

公司前身为浙江报喜鸟服饰集团有限公司成立于1996年，2001年改制为浙江报喜鸟服饰有限公司，2007年在深交所上市，2017年更名为报喜鸟控股股份有限公司。2016年入选“国家工信部智能制造示范企业”，领跑服装行业数字化转型，实现智能制造，是成衣品牌服装企业第一家入选智能制造示范企业。2019年被国家工信部认定为“绿色工厂”。公司在温州永嘉、上海松江、安徽合肥建立了三大生产基地，主导产品西服、衬衫以自制生产为主，拥有西服产能130万套/年，衬衫产能70万件/年；其他品类主要采用委外加工方式进行生产，包括衬衫、T恤、夹克、羊毛衫等。

1. 公司以服装经营为主业，业绩主要由三大服装品牌报喜鸟、哈吉斯、宝鸟贡献

公司在2015年提出“一主一副、一纵一横”发展战略，即主业做经营、副业做投资；纵向做深，复制全品类私人定制能力；横向做广，形成科学的多品牌组合。服装主业围绕中高端男装品牌定位，坚持多品牌战略，目前公司拥有品牌报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、所罗、亨利·格兰、东博利尼、Camicissima（恺米切）、lafuma（乐飞叶）、宝鸟、衣佰特。副业投资业务主要通过浚泉信投资，并参与设立投资基金。

表 1: 公司主要品牌介绍

类型	品牌	品牌 LOGO	年份	产品类型	目标消费群体
自有品牌	报喜鸟		1996 年	中高档商务男装品牌	30-50 岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士
	宝鸟		2000 年	职业装团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织
	所罗		2010 年	专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士
	亨利·格兰		1999 年	中高档英伦高尔夫风男装品牌	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
	东博利尼		2010 年	意大利轻奢男装品牌	30-45 岁追求精致生活的中产阶层人士
	云翼智能		2017 年	中高档私人定制服务平台	定制店、定制品牌商、服饰品牌商、定制贸易商
合作品牌	衣佰特		2020 年	高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织
代理品牌	哈吉斯		2000 年	中高档英伦风格男装、女装品牌	25-40 岁时尚、品味的都市精英
	恺米切		1931 年	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
	乐飞叶		1930 年	高档户外休闲品牌	30-50 岁户外休闲爱好者

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

分品牌: 公司实行多品牌战略, 其中报喜鸟、HAZZYS (哈吉斯)、宝鸟品牌贡献公司大部分业绩, 2020年三大品牌营业收入占主营业务收入比分别为34.58%、33.40%、21.27%, 合计为89.25%; 2021H1三大品牌营业收入占主营业务收入比分别为36.97%、36.06%、16.34%, 合计89.36%。

(1) 报喜鸟: 公司主品牌, 全国知名服装品牌, 在市场上具有较高的知名度, 曾获“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、多项博览会奖项、“中国服装协会推荐品牌”、“中国消费者协会推荐品牌”等荣誉。2017-2020年及2021H1分别实现营业收入10.84、12.81 (YOY+18.23%)、12.59 (YOY-1.73%)、12.76 (YOY+1.35%)、7.12 (YOY+63.54%) 亿元, 营业收入占比分别为44.02%、42.82%、39.64%、34.58%、36.97%。

(2) 哈吉斯 (HAZZYS): 公司代理品牌, 知名休闲品牌, 具有较高知名度, 曾获大韩民国一流品牌大赏、亚洲消费者大赏等荣誉, 在中高端英伦休闲风格细分市场处于领先地位。2017-2020年及2021H1分别实现营业收入6.54、8.72 (YOY+33.33%)、10.07 (YOY+15.44%)、12.33 (YOY+22.40%)、6.94 (YOY+48.38%) 亿元, 营业收入占比分别为26.58%、29.14%、31.70%、33.40%、36.06%。

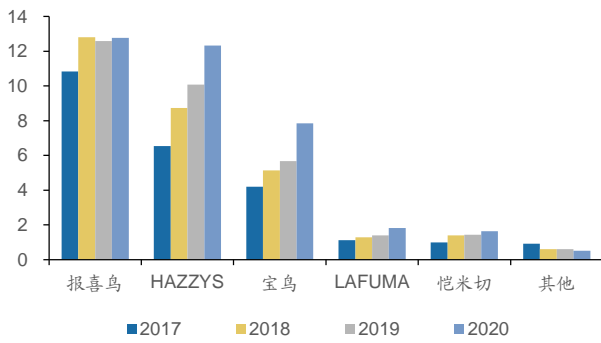
(3) 宝鸟: 自有品牌宝鸟为国内知名职业装团购品牌, 曾被中国服装协会评为“中国职业装十大领军企业”, 2020年荣获“政府采购十大服装供应商”、“全国服装行业质量领先品牌”、“全国顾客满意度测评行业TOP10”等荣誉。2017-2020年及2021H1分别实现营业收入4.20、5.13 (YOY+22.21%)、5.66 (YOY+10.31%)、7.85 (YOY+38.61%)、3.15 (YOY+14.12%) 亿元, 营业收入占比分别为17.06%、17.15%、17.83%、21.27%、16.34%。2020年宝鸟响应上海市防疫号召, 参与生产防疫物资, 促进了业绩显著增长。

表 2: 2020年中国商务男装十大品牌、政府及企业采购十大服装供应商 (排名不分先后)

中国商务男装十大品牌		政府采购十大服装供应商		企业采购十大服装供应商	
品牌	企业名称	品牌	企业名称	品牌	企业名称
罗蒙	罗蒙集团股份有限公司	阳光	江苏阳光集团有限公司	雅戈尔	宁波雅戈尔服饰有限公司
雅戈尔	宁波雅戈尔服饰有限公司	罗蒙	罗蒙集团股份有限公司	雷诺	山东岱银纺织集团股份有限公司
九牧王	九牧王股份有限公司	HUBAO	江苏虎豹集团有限公司	HUBAO	江苏虎豹集团有限公司
报喜鸟	报喜鸟控股股份有限公司	红都	北京红都集团有限公司	乔治白	浙江乔治白服饰股份有限公司
劲霸	劲霸男装股份有限公司	乔治白	浙江乔治白服饰股份有限公司	宝鸟	上海宝鸟服饰有限公司
七匹狼	福建七匹狼实业股份有限公司	洛兹	洛兹服饰科技有限公司	乔顿世家	浙江乔顿服饰股份有限公司
圣得西	湖南东方时装有限公司	耶莉娅	山东耶莉娅服装集团有限公司	NO.1	佛山市南海 NO.1 实业有限公司
洛兹	洛兹服饰科技有限公司	巴龙	巴龙国际集团有限公司	派神	兰州三毛实业有限公司
法派	法派集团有限公司	富盾	宁波市富盾制式服装有限公司	红领	青岛酷特智能股份有限公司
希努尔	希努尔男装股份有限公司	宝鸟	上海宝鸟服饰有限公司	为高	广州为高服饰有限公司

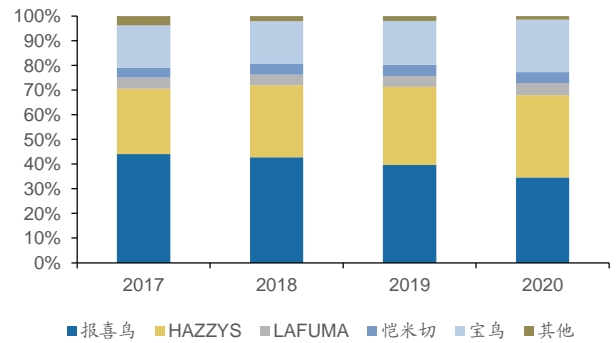
数据来源: 全国招投标供应链品牌推介平台, 广发证券发展研究中心

图 1: 分品牌营业收入情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

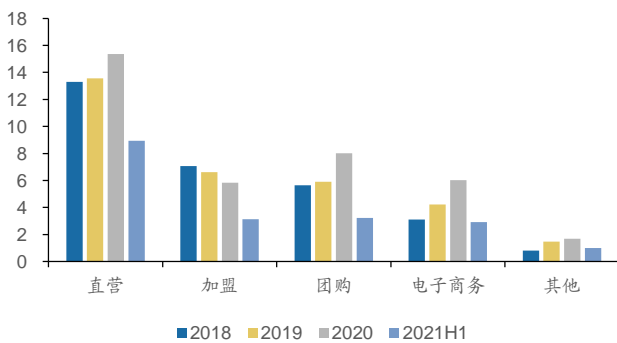
图 2: 分品牌营业收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

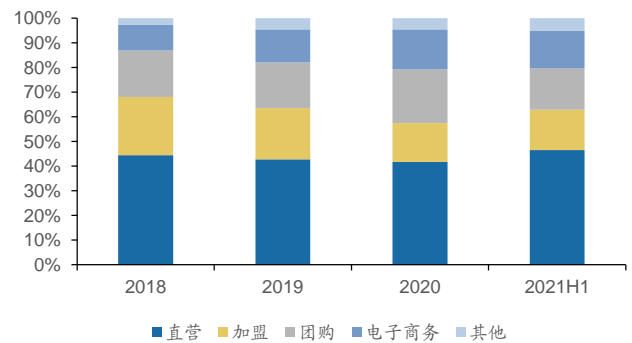
分渠道: 公司品牌可以主要划分为零售品牌和团购品牌, 其中零售品牌包括报喜鸟、哈吉斯、恺米切、乐飞业, 实行线上线下相互融合的全渠道模式, 线下渠道主要分为直营门店和加盟门店; 线上渠道主要包括微商城小程序“凤凰尚品”和第三方平台如天猫、京东、唯品会等。团购品牌和团购业务主要指宝鸟(职业装品牌)、衣俪特(校服品牌)以及各品牌的定制业务, 主要根据客户订单需求进行生产。2018-2020年, 直营门店收入占总营业收入比较高, 且呈小幅上升趋势, 分别实现营业收入13.29、13.56 (YOY+2.01%)、15.37 (YOY+13.32%) 亿元; 加盟门店收入呈下降趋势, 分别实现营业收入7.07、6.61 (YOY-6.55%)、5.83 (YOY-11.81%) 亿元; 团购渠道收入呈上升趋势, 分别实现营业收入5.65、5.91 (YOY+4.64%)、8.02 (YOY+35.64%) 亿元; 电子商务渠道收入呈上升趋势, 分别实现营业收入3.12、4.22 (YOY+35.50%)、6.02 (YOY+42.05%) 亿元。2020年, 直营、加盟、团购、电子商务、其他渠道的营业收入占比分别为41.64%、15.79%、21.72%、16.30%、4.55%, 增速较快的电子商务渠道目前营收占比较小, 仍有提升空间。2021H1, 直营、加盟、团购、电子商务、其他渠道的营业收入分别为8.95/3.14/3.23/2.93/1.00亿元, 同比增幅分别为+61.89%/+56.76%/+15.26%/+22.26%/+83.42%, 收入占比分别为46.49%/16.31%/16.78%/15.22%/5.19%。

图 3: 分渠道营业收入情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 分渠道营业收入占比



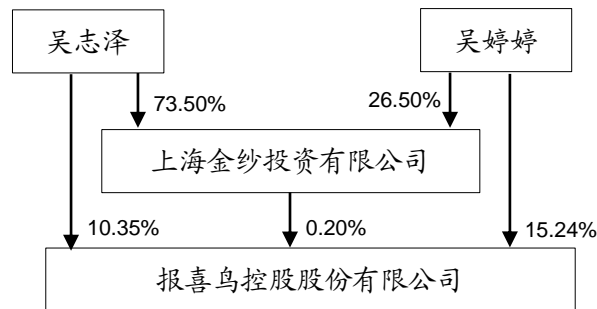
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 实际控制人全额认购非公开发行股票，拟进一步巩固控股权

公司自2007年上市到2018年7月初都处于无实际控制人阶段，2018年7月11日-12日，公司第一大股东吴志泽及其一致行动人吴婷婷、上海金纱投资有限公司通过增持，合计持有公司20%股份，成为公司实际控制人。截止2021Q3，实际控制人吴志泽与一致行动人吴婷婷，分别持股10.35%、15.24%，并通过上海金纱投资有限公司持股0.20%，合计持股25.80%。在有实际控制人后，公司坚持成长优先、利润导向原则，有效改善经营质量。

非公开发行方案已通过，将进一步增强公司决策效率、有利于公司长期持续发展。公司于2021年10月16日公告非公开发行股票预案，拟向实际控制人吴志泽非公开发行股票，募集资金总额不低于5.50亿元且不超过8.25亿元，发行股票数量不低于1.82亿股不超过2.73亿股。2021年11月9日，非公开发行股票申请已获得中国证监会核准，此次非公开发行股票，一方面，有利于实际控制人进一步巩固公司控制权，提高决策效率，另一方面，彰显了实际控制人对公司未来发展的坚定信心，有利于公司长期持续发展。

图 5: 公司控股权结构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：数据截至2021年三季报

表 3: 募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入金额
1	企业数字化转型项目	25500.00	23500.00
2	研发中心扩建项目	10415.00	9297.40
3	补充流动资金	53000.00	49700.00
合计		88915.00	82497.40

数据来源：20211116公司公告，广发证券发展研究中心

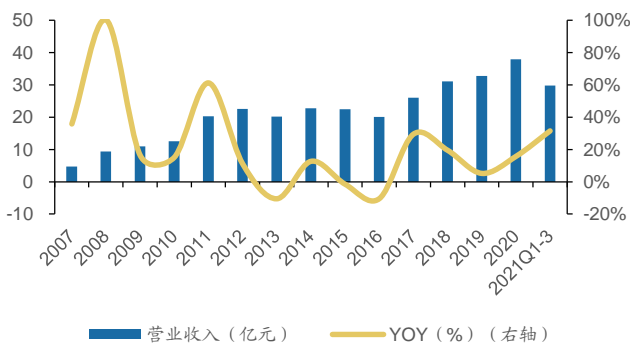
（二）财务分析

营业收入：公司营业收入自2007年4.68亿元增长至2020年37.88亿元，年复合增长率达17.44%。2013年实现营业收入20.18亿元，同比下降10.46%，首次出现业绩下滑，

主要受经济大环境低迷影响，叠加公司当年回购加盟商部分库存商品。2013-2016年，公司加大去库存力度，同时加大多品牌发展战略布局投入，营业收入无明显增长。自2017年起公司营业收入恢复增长，2017-2020年分别实现营业收入分别为26.01/31.10/32.73/37.88亿元，同比分别增长29.52%/19.55%/5.24%/15.74%，2021Q1-3实现营业收入29.73亿元，同比增长31.53%，相比2019年同期增长37.07%。

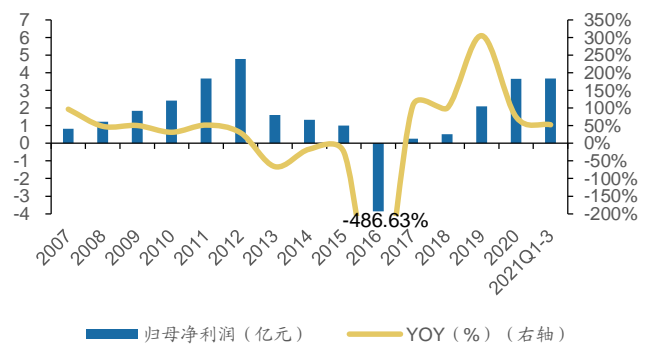
归母净利润：公司归母净利润自2007年0.83亿元增长至2020年3.66亿元，年复合增长率达12.11%。2013年实现归母净利润1.61亿元，同比下降66.35%，首次出现下滑，主要系经济形势不振，公司营业收入下滑，但品牌费用投入相对固定。2013-2016年，归母净利润下滑主要系公司持续加大多品牌布局，2016年实现归母净利润-3.87亿元，首次出现亏损，一方面是由于零售终端不景气导致收入下滑成本上升，另一方面，公司计提了3.07亿元的资产减值准备。自2017年起，公司归母净利润恢复增长，2017-2020年分别实现归母净利润0.26/0.52/2.10/3.66亿元，同比分别增长106.71%/99.92%/305.28%/74.45%。2021Q1-3实现归母净利润3.67亿元，同比增长52.51%，相比2019年同期增长125.15%。

图 6：公司历年营业收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7：公司历年归母净利润及增速



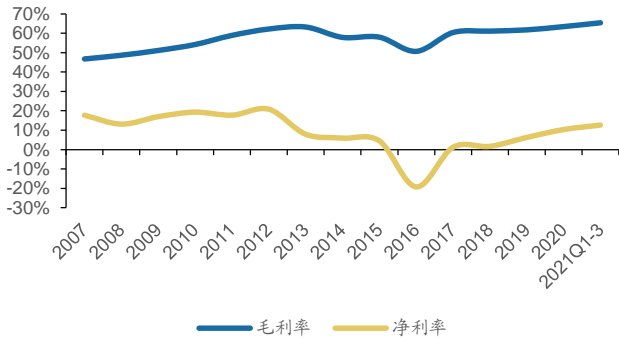
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

利润率：公司利润率整体呈现上升趋势。毛利率从2007年的46.78%提升至2020年63.38%（YOY+1.68PCT），2014-2016年由于公司在去库存的同时加大多品牌建设力度，毛利率有所下降，自2017年恢复增长。2021Q1-3销售毛利率为65.34%，同比增长4.69PCT。净利率走势基本趋同于毛利率，2020年公司实现销售净利率10.30%，同比增长4.06PCT；2021Q1-3销售净利率为12.61%，同比增长1.11PCT。

费用率：期间费用率：2007-2016年，公司期间费用率呈上升趋势，自2017年呈下降趋势，2020年期间费用率48.25%，同比下降2.62PCT，若剔除因收入准则变化而增加的商场扣点费用影响，2020年期间费用率同比下降7.18PCT。**销售费用率：**公司销售费用率整体呈上升趋势，2020年销售费用率39.62%，同比增长0.37PCT；2021Q1-3销售费用率39.68%，同比增长4.78PCT，主要系2020年受疫情影响，销售投入减少。**管理费用率：**2007-2017年公司管理费用率呈上升趋势，自2018年呈下降趋势，2020年管理费用率6.96%，同比下降2.44PCT；2021Q1-3管理费用率8.47%，同比减少0.33PCT，主要系公司内部管理效率持续提升。**研发费用率：**公司研发费用

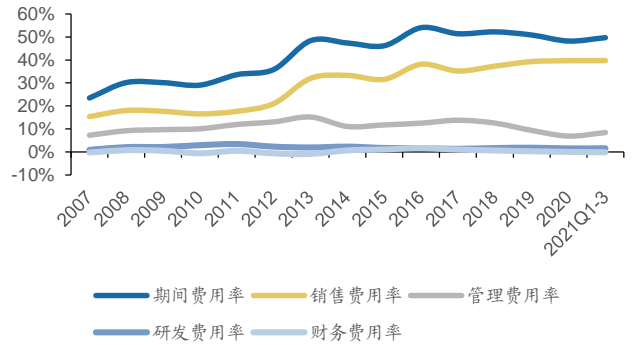
率自2015年以来保持相对平稳，2020年研发费用率1.57%，同比下降0.30PCT；2021Q1-3研发费用率1.63%，同比增加0.20PCT。**财务费用率：**公司财务费用率占比较小，自2017年呈下降趋势，2020年财务费用率0.10%，同比下降0.25PCT，2021Q1-3财务费用率-0.07%，同比减少0.29PCT。

图 8：公司历年毛利率和净利率（单位：%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 9：公司历年费用率（单位：%）



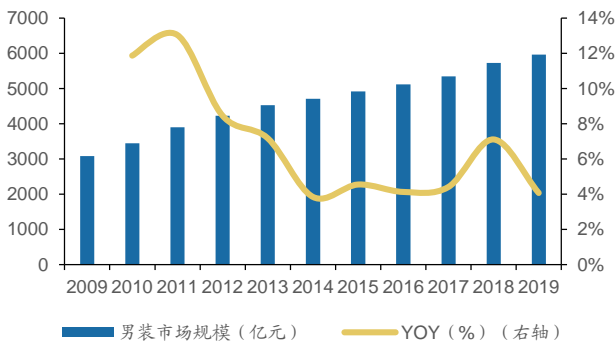
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

二、男装市场前景广阔，定制服装市场冉冉升起

（一）男装市场空间广阔，增速稳定

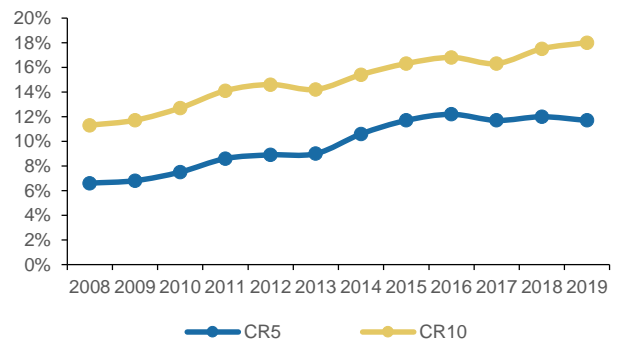
男装市场空间广阔，集中度提升。根据前瞻产业研究院数据，2019年我国男装市场规模5959亿元，同比增长4.07%；2009-2019年复合增长率为6.82%。男装品牌 CR5由2008年6.6%提升至2019年11.5%，CR10由2008年11.3%提升至2019年18.0%，集中度整体呈上升趋势。

图 10: 2009-2019年中国男装行业市场规模（零售口径）



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图 11: 2008-2019年我国男装CR5和CR10品牌集中度（单位：%）



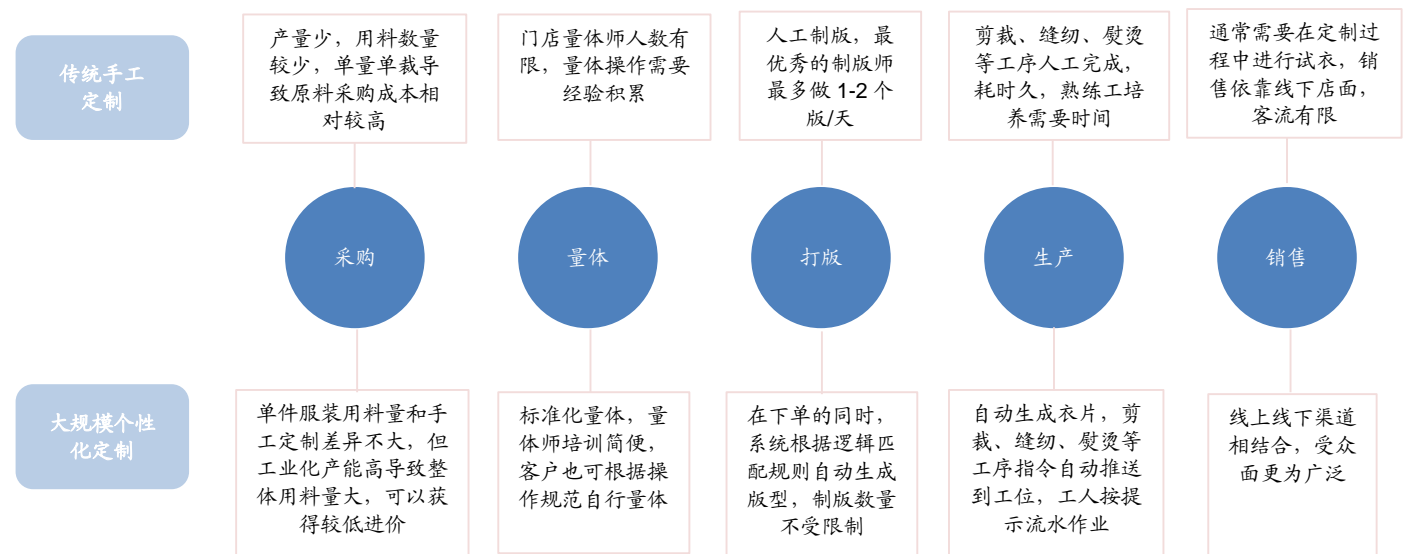
数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

（二）定制服装市场尚处成长期

大规模定制服装市场尚处于成长期。大规模定制服装业务兴起主要是基于，（1）定制理念普及：随着消费升级及消费理念的转变，消费者着装需求日益时尚化、个性化，消费理念由生产型消费专项体验式消费，对私人定制服装业务需求日益增加；（2）定制消费群体扩大：一方面，我国中等收入群体数量明显增加，对服装品质和个性化需求较高，另一方面，肥胖等特殊人群的增加，对服装合体程度要求较高，进一步扩大了定制服装需求。目前，我国国内定制服装业务尚处于成长期，多数是以小规模高级定制为主的工作室或设计师品牌，大规模服装定制主要系报喜鸟、雅戈尔等知名服装品牌推出的定制服装业务或推出的定制子品牌。

大规模定制服装具有低成本、周期短、个性化程度高的特点。区别于传统的手工定制服装，需要较大程度依赖于量体师和制版师，大规模定制服装业务主要依赖于数字化、智能化生产，需具备智能生产线、柔性化供应链，对生产条件要求较高，生产过程具有低成本、周期短、个性化定制程度高的特点。

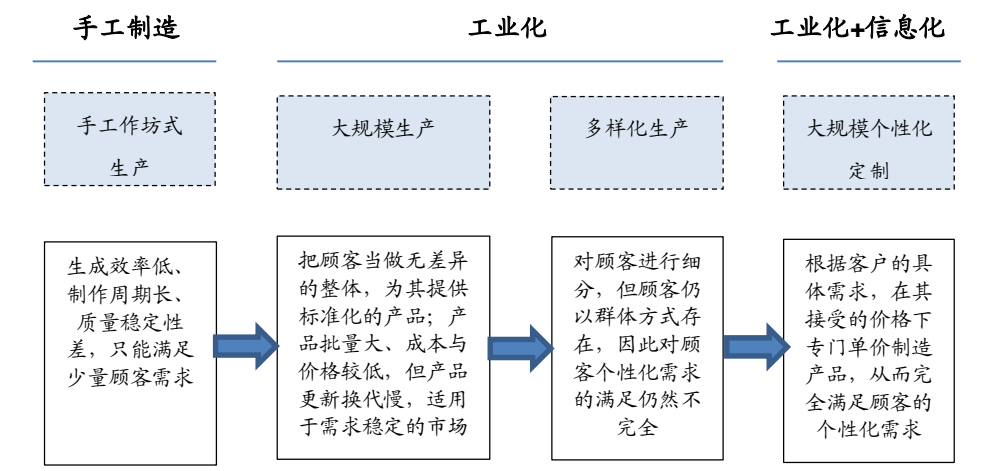
图 12: 服装的传统手工定制与大规模个性化定制



数据来源: 酷特智能招股说明书, 广发证券发展研究中心

大规模定制化服装能高度满足消费者需求。大规模定制化服装主要采取C2M (customer-to-manufacturer) 或B2M (business-to-manufacturer) 生产方式, 即生产企业根据消费者提出的需求/商户自消费者处采集的需求进行组织生产, 以消费者需求为中心。一方面, 生产企业可以提供多种多样的面料材质, 不同的价格带区间, 实现一次量体, 同时生产不同样式产品, 且可在定制过程中充分融合消费者的意见, 得以高度满足消费者个性化、差异化的定制需求, 另一方面, 生产企业采取先下单后生产的方式, 可根据消费者需求进行原料采购及生产, 可大大降低库存, 避免库存积压风险。

图 13: 大规模个性化定制高度满足消费者需求



数据来源: 酷特智能招股说明书, 广发证券发展研究中心

三、多品牌驱动业绩增长

(一) 平台+品牌的运营模式，提升运营销售

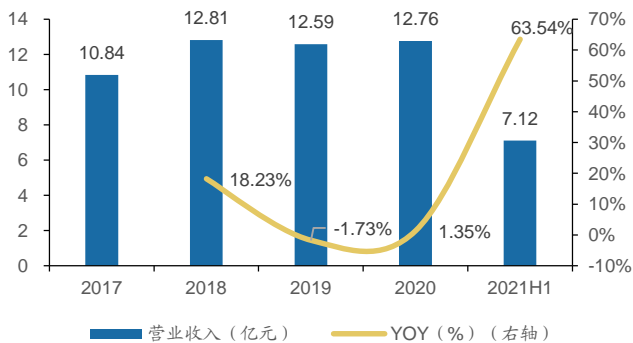
1. “平台+品牌”架构，提升运营效率

公司主要通过报喜鸟本部、凤凰本部、宝鸟本部共同打造服装业务的“平台+品牌”运营模式。报喜鸟本部负责报喜鸟、亨利·格兰、所罗定制、智能化工厂的运营和管理；凤凰本部负责哈吉斯、恺米切、乐飞叶、东博利尼、直营平台、电商平台、奥莱平台的运营和管理；宝鸟本部负责宝鸟职业服、衣俚特校服的运营和管理。直营平台负责树立品牌形象，加强盈利能力，加盟平台需进行有效招商，电商平台持续提升公司盈利能力，奥莱平台负责消化库存。通过“平台+品牌”的运营模式，能有效发挥协同作用，提高运营效率。

(1) 报喜鸟：专注西服，发展稳健，持续提升品牌力、产品力

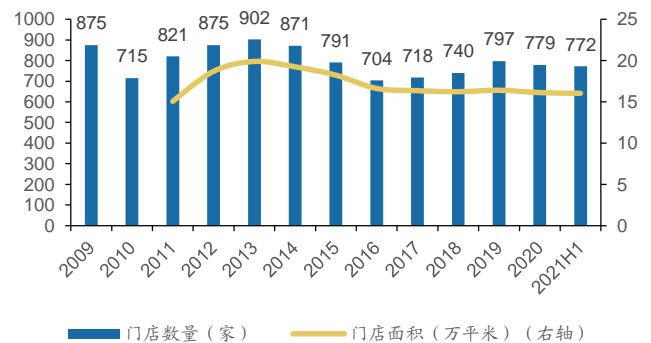
主品牌报喜鸟发展稳健，疫情后快速恢复。报喜鸟品牌2020年实现收入12.76亿元（YOY+1.35%），在年初受新冠疫情影响闭店的情况下，下半年较快恢复增长；2021H1实现收入7.12亿元，同比增长63.54%，相比2019H1增长31.95%。2017-2020年收入CAGR达5.60%。2016-2020年门店数量分别为704/718/740/797/779家，除2020年受疫情影响外，整体门店扩张速度较快。截止2021H1，报喜鸟共有门店772家，其中直营224家，占比29.02%，加盟548家，占比70.98%。

图 14：报喜鸟营业收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15：报喜鸟门店数量及面积



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

入选“大国品牌”战略，有效提升品牌力。围绕“品牌升级”和“年轻化”目标，2020年，公司签约张若昀为最新形象代言人，推出“报喜鸟西服，更适合中国人体型”品牌广告语，使用新的VI设计。与 PRONOUNCE合作推出“无限喜”，满足当下Z时代大胆创新的男性正装需求。和袁成杰、井越、阿云嘎等数位明星合作宣传，树立消费者对报喜鸟年轻化、时尚化的品牌认知。2021年7月29日，报喜鸟入选CCTV“大国品牌”栏目，持续提升品牌力。

图 16: 报喜鸟入选“大国品牌”战略



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 17: 报喜鸟新签代言人张若昀



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

产品年轻化, 推出运动西服新品类, 持续提升产品力。报喜鸟专注西服品类, 在西服领域深耕40年, “更适合中国人体型”, 目前已形成私人定制、商务套西、婚庆礼服、运动西服、轻正装等五大西服品类, 满足全年龄层、多场景西服消费需求。公司新推出的运动西服, 有效扩大西服消费场景和消费者受众, 采用“自有研发+专业院校+国际机构研发”相结合, 加大运动西服面料、版型、款式等方面的研发与改善。运动西服采用无肩、无里衬工艺, 兼具休闲与商务特征, 有效解决传统西服低频、功能性消费的痛点, 可以有效突破传统西服的商务及隆重场合消费场景, 实现高频消费, 且可抢占夹克市场份额。公司与东华大学、杜邦等机构共同合作进行面料及工艺研发, 有效解决西服的核心面料和工艺问题。

图 18: 报喜鸟西服发展历程



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

大力发展私人定制业务, 为满足消费者日渐个性化、时尚化的着装需求, 报喜鸟于2013年推出C2B全品类私人量体定制业务。目前拥有500多名专职量体师, 可在72小时内上门免费量体搭配, 360小时完成成衣交付, 根据消费者需求实现全品类私人量体定制。公司2016年入选“国家工信部智能制造示范企业”, 是成衣品牌服装企业第一家入选智能制造示范企业, 定制类产品发展较快, 目前占报喜鸟品牌收入比例为20%-30%。

表 4: 主要可比公司定制服务情况

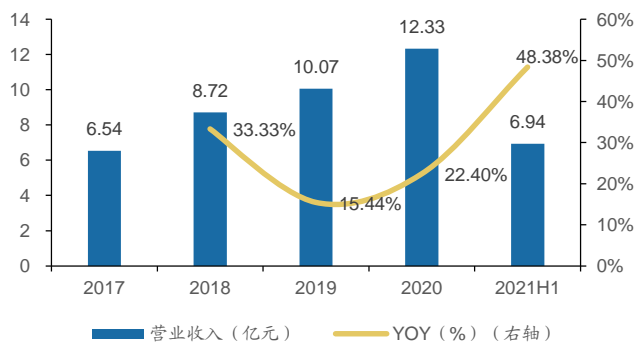
项目	雅戈尔	乔治白	酷特智能	鲁泰 A	报喜鸟
定制品类	西服、衬衫等	男女士西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、风衣等	西服、衬衣、大衣、休闲服、西裤、马甲等	衬衫	套装、上衣、裤子、马甲、裙子、大衣、衬衫、夹克、休闲裤、风衣等
交付期限	试样约 1 个月, 不试样约半个月	一般 50-60 天	7 个工作日	下单 (新客户为初次量体) 15 日内	360 小时
产品价位	MAYOR 衬衫价格 1,500 元左右, 西服 6000-15000 元	衬衣 200 元左右, 西服 1000 元左右	ToC 客户: 西服 2880 元起, 衬衫 590 元起 ToB 客户: 粘合衬 780 元+面料费, 半麻衬 980 元+面料费, 全麻衬 1380 元+面料费	398 元、598 元、898 元、998 元、1298 元、1898 元、2598 元、2998 元、5198 元不等	粘合衬 650 元+面料费、半毛衬 850 元+面料费、全毛衬 1200 元+面料费
客户体验	到店量体	从分公司派或者从总部指派量体师	到店量体或上门量体	从线下预约量体到线上定制统一衔接, 新客户上门量体, 老客户无需量体	72 小时内免费上门量体
售后服务	支持半成品试衣, 终身免费返修	支持返厂返修, 免费重做	免费返修, 换片除外	提供两次免费修改服务, 但第二次修改内容不得超出第一次修改内容范围	尺寸不合适免费修改, 质量不满意免费重做

数据来源: 酷特智能招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

(2) 哈吉斯: 发展迅速, 将新增品类, 持续提升品牌力

哈吉斯品牌以直营为主, 发展迅速。自 2016 年起, 哈吉斯品牌呈快速扩张趋势, 2020 年实现收入 12.33 亿元 (YOY+22.40%), 在年初受新冠疫情影响闭店的情况下仍逆势实现较快增长。2021H1 实现收入 6.94 亿元, 同比增长 48.38%, 相比 2019H1 增长 50.39%。2017-2020 年收入 CAGR 达 23.50%。2016-2020 年门店数量分别为 268/303/265/392/393 家, 除 2020 年受疫情影响外, 整体门店扩张速度较快。截止 2021H1, 哈吉斯共有门店 382 家, 其中直营 290 家, 占比 75.92%, 加盟 92 家, 占比 24.08%。

图 19: 哈吉斯营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 20: 哈吉斯门店数量及面积



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

持续提升产品力和品牌力。哈吉斯属于中高端休闲品牌, 持续推进产品年轻化、多品类、多系列发展。2020 年增加 HRC 系列, 推出鞋、包、内衣品类, 2021 年新增高尔夫系列, 进一步丰富产品品类。除丰富品类外, 公司注重品牌力提升。①持续推出

联名及合作系列。2020年，哈吉斯品牌与温布尔登网球锦标赛再次合作，推出温网系列；推出ZUBISU*HAZZYS联名系列；2021年，推出HAZZYS*Playforever联名款。
 ②借助明星艺人、小红书、抖音等进行流量宣传及推广。如分系列聘请代言人（HRC系列代言人伍嘉成、女装代言人谭松韵、HARIATO系列大师邢菲、云朵系列代言人李一桐等）、邀请流量明星担当“一日店长”等。
 ③参加时装周，进行全国巡展，增加品牌宣传。2020年，受上海时装周及天猫邀请，开启“MOMENTS WITH DOG”为主题的HAZZYS2021春夏上海时装秀。

图 21: 哈吉斯与明星艺人合作



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 22: 哈吉斯2020年全国巡展

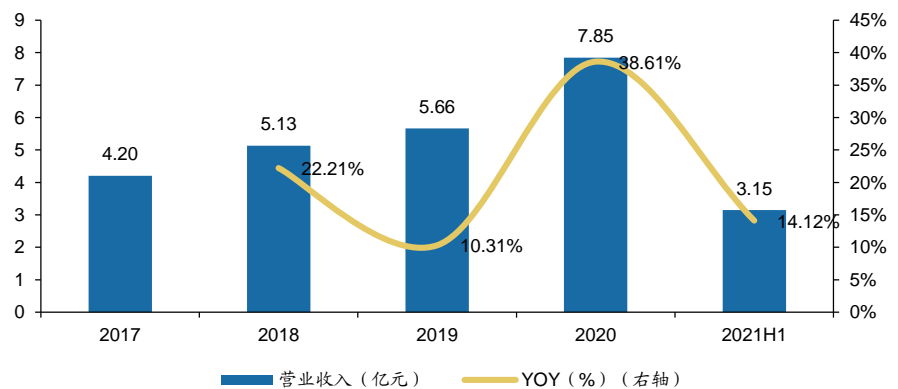


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(3) 宝鸟：受益集采，积极开拓大集团大客户

自2016年起，宝鸟品牌同样呈快速增长趋势，2017-2020年收入CAGR达23.17%，2020年实现收入7.85亿元（YOY+38.61%），若剔除2020年宝鸟承担的防疫物资影响，2018-2020年宝鸟复合增速约为15%。2021H1宝鸟实现营业收入3.15亿元，同比增长14.12%。受益于阳光集采，宝鸟将积极开拓大集团大客户，形成以直营为主，代理、大客户为辅的发展模式。

图 23: 宝鸟营业收入及增速



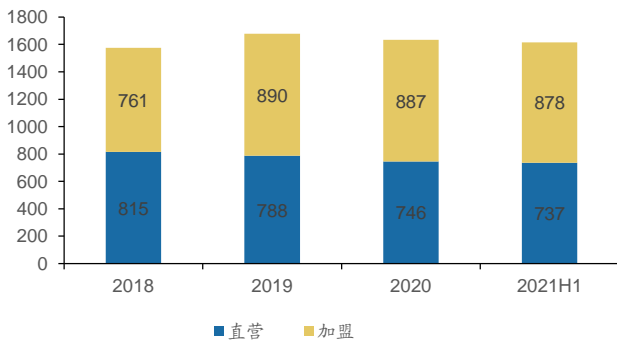
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 线上线下全渠道融合，提升营销效率

1. 线下渠道向精细化运营转型

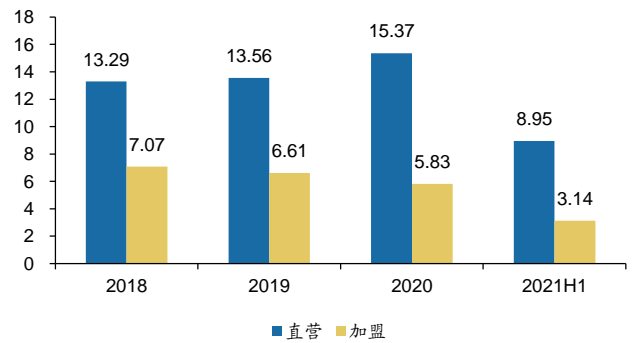
线下渠道逐渐由扩充门店数量向提高门店整体运营能力转变。公司直营门店重点布局精品百货和购物中心店，向综合型、精品型、体验型等差异化方向发展；淘汰“无经营思路、无经营能力、无资金”的三无加盟商，提升加盟商整体运营管理能力。截至2020年末，公司各品牌合计门店1633家，已基本形成全国性营销网络，其中直营门店746家，占比45.68%，加盟门店887家，占比54.32%；直营门店实现收入15.37亿元，同比增长13.32%，加盟门店实现收入5.83亿元，同比下降11.81%。

图 24: 分渠道门店数量 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

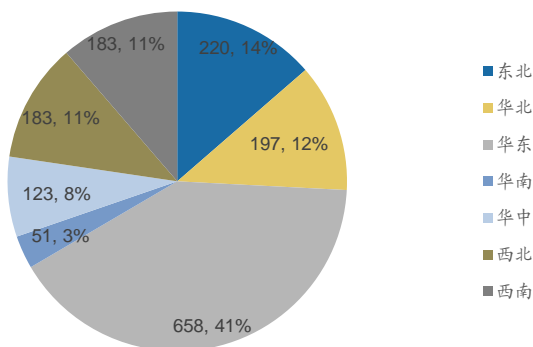
图 25: 分渠道门店收入 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

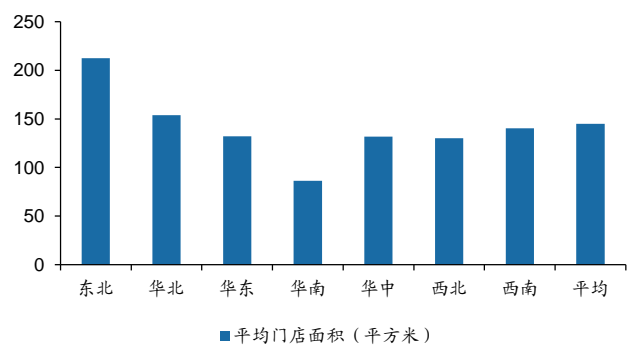
加速门店布局，提高大店比例，积极渗透空白市场。截止2021H1，公司门店主要分布在华东、东北、华北区域，华南、华中区域门店布局相对较少，报喜鸟品牌将进一步加快华南、华中区域空白市场门店布局；哈吉斯品牌目前主要分布在一二线城市，未来将下沉渠道，逐步加快三四线城市渗透。截止2021H1，公司直营门店平均面积106.2平方米，加盟店平均面积177.5平方米，报喜鸟、哈吉斯品牌将提高大店比例，提高单店店效。

图 26: 2021H1门店区域分布占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 27: 2021H1分区域门店平均面积



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 加大线上渠道建设，电商+新零售+直播，进一步提高线上业务占比

公司线上销售渠道由以天猫、京东、唯品会等综合电商平台为主，开设官方旗舰店，

实现线上线下同款同价。随着互联网发展，以及社交电商、直播电商的兴起，公司加大线上渠道拓展力度的同时，进一步加大私域流量渠道建设。公司于2019年初开始布局私域流量渠道，组建新零售事业部，开通官方小程序凤凰尚品微商城、试水社群。社群用户数在疫情期间实现快速增长，截止2020年底，公司共组建了超2000个社群。2021年，公司开始尝试短视频和直播，以加快新零售业务发展。2021年3月21日，公司25周年庆典活动，董事长吴志泽携手10名门店导购现身品牌直播间，进行10个小时的直播接力活动。根据公司官网，在公司25周年庆典活动期间，全体导购累计直播1165小时，累计观看量超1300万，线上线下销售额合计突破5000万。通过小程序+社群+直播，公司进一步拓展私域流量，有效提高公司影响力、增强客户忠诚度和粘性，同时降低获客成本。

公司将进一步加大线上渠道建设，提高线上销售占比。通过多元化线上渠道，公司积极巩固传统电商渠道，推进新零售业务，大力发展直播电商，拟进一步提高线上业务占比。

图 28: 公司25周年庆典直播活动



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.持续提升消费者服务体验

公司一直秉承着“享受尊贵、品味生活”的VIP宗旨并围绕服务会员的核心诉求持续优化并创新VIP服务。公司提供免费72小时内上门量体定制服务，承诺尺寸不合适免费修改、质量不满意免费重做，并通过客户产品生命周期管理、打通线上线下门店管理进行资源整合，实现系统、订单、会员等多个维度数据统一和共享。

（三）云翼智能制造平台，提升个性化定制效率

公司成立了云翼智能制造平台，通过产品数字化技术，将100多个部件、396道工序分解建模，利用智能化技术匹配客户需求及生产产线因素，通过MES+RFID+智能吊挂三位一体的生产过程智能控制系统，以自动化传感技术整合吊挂系统和显示系统，智能、自动、精确、简单地对396个生产工艺操作进行智能流水作业，最终实现部件化生产和人机协同，成为数字化驱动工厂。通过云翼智能制造平台，公司个性化定制、大规模制造的定制业务效率显著提升，且实现了服装定制的最高生产目标“个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率”。

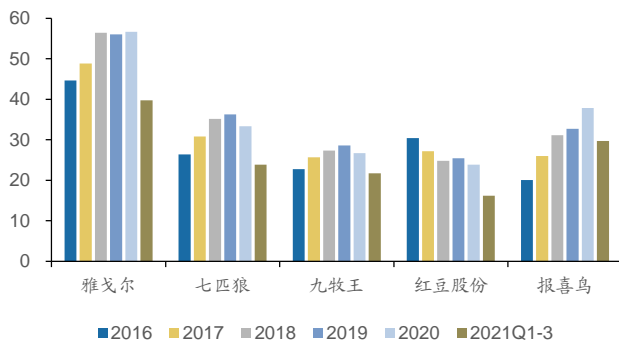
2021年10月16日，公司公告2021年度非公开发行股票预案，拟投资2.55亿元进一步加快公司数字化转型，加强营销渠道的数字化建设，提高供应链管理，进一步整合上下游供应链，切实提高大规模个性化定制效率。

四、可比公司经营对比

(一) 可比公司经营对比

成长能力：公司2016-2020年业绩增长明显快于可比公司。(1) **营业收入：**2020年报喜鸟实现营业收入37.88亿元，低于同期的雅戈尔服装业务的56.65亿元，高于同期七匹狼的33.30亿元、九牧王的26.72亿元、红豆股份的23.84亿元。2017-2020年营业收入复合年增速达17.19%，显著高于可比公司，同期雅戈尔6.14%、七匹狼5.98%、九牧王4.15%、红豆股份-5.91%。(2) **归母净利润：**2020年报喜鸟实现归母净利润3.66亿元，低于同期雅戈尔服装业务的8.79亿元、九牧王的3.69亿元，高于同期七匹狼的2.09亿元、红豆股份的1.45亿元。可比公司中，仅报喜鸟归母净利润呈持续增长趋势，且增幅较大，2016-2020年分别实现归母净利润-3.87/0.26/0.52/2.10/3.66亿元。

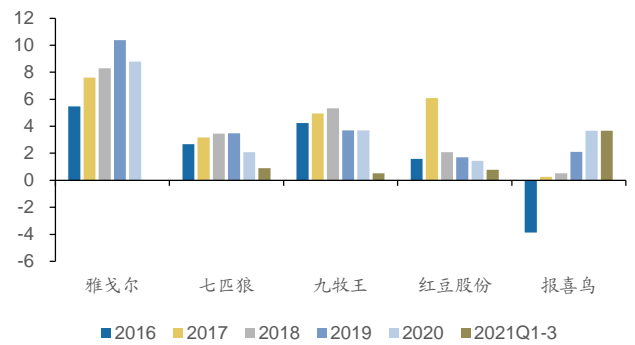
图 29：可比公司历年营业收入（单位：亿元）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

备注：雅戈尔数据为服装业务收入

图 30：可比公司历年归母净利润（单位：亿元）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

备注：雅戈尔数据为服装业务数据

盈利能力：公司盈利能力逐渐增强，高于可比公司平均水平，内部管控有效，管理费用率持续降低，销售费用率较高。(1) **毛利率：**2016-2020年报喜鸟毛利率呈持续上升趋势，且一直高于可比公司平均水平。(2) **销售费用率：**自2017年，报喜鸟销售费用率呈小幅上升趋势，且一直高于可比公司平均水平。(3) **管理研发费用率：**自2017年，报喜鸟管理费用率呈明显下降趋势，但仍高于可比公司平均水平。

表 5：可比公司毛利率

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-3
雅戈尔	63.94%	64.05%	65.59%	66.99%	67.65%	73.26%
七匹狼	43.93%	40.66%	42.60%	46.89%	42.70%	44.87%
九牧王	56.86%	57.41%	56.61%	56.74%	59.37%	60.30%
红豆股份	22.96%	25.28%	27.91%	30.53%	28.16%	32.33%

平均	46.92%	46.85%	48.18%	50.29%	49.47%	52.69%
报喜鸟	50.68%	60.34%	61.06%	61.70%	63.38%	65.34%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

备注: 雅戈尔数据为服装业务数据

表 6: 可比公司销售费用率

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-3
七匹狼	17.69%	14.90%	16.91%	21.23%	22.21%	21.82%
九牧王	27.96%	27.07%	27.76%	32.33%	36.30%	37.89%
红豆股份	8.10%	10.72%	12.47%	15.13%	11.79%	17.28%
平均	17.92%	17.56%	19.05%	22.90%	23.43%	25.66%
报喜鸟	38.08%	35.15%	37.26%	39.25%	39.62%	39.68%

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

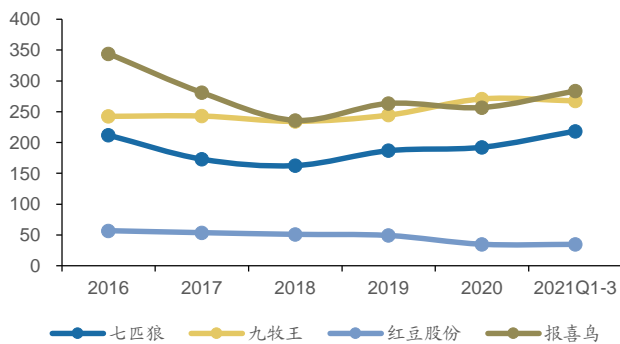
表 7: 可比公司管理研发费用率

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-3
七匹狼	8.66%	8.13%	8.84%	9.24%	8.96%	10.18%
九牧王	8.65%	7.11%	8.24%	8.67%	9.51%	10.19%
红豆股份	4.19%	5.47%	7.66%	9.11%	8.26%	9.38%
平均	7.17%	6.90%	8.25%	9.01%	8.91%	9.92%
报喜鸟	14.22%	15.20%	14.28%	11.27%	8.53%	10.11%

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

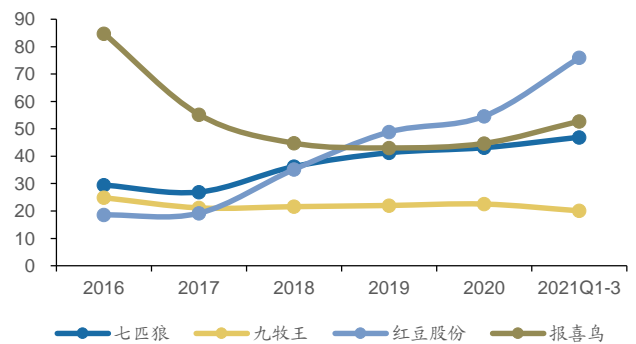
营运能力: 2018年后公司营运能力小幅减弱, 仍有较大改进空间。(1) 存货周转天数: 公司存货周转天数较高, 2016-2018年呈下降趋势, 2018年后小幅增加。(2) **应收账款周转天数:** 公司应收账款周转天数位于可比公司中游水平, 2016-2018年呈下降趋势, 2018年后小幅增加。(3) **应付账款周转天数:** 公司应付账款周转天数位于可比公司中下游水平, 2016-2018年呈下降趋势, 2018年后小幅增加。

图 31: 可比公司存货周转天数 (单位: 天)



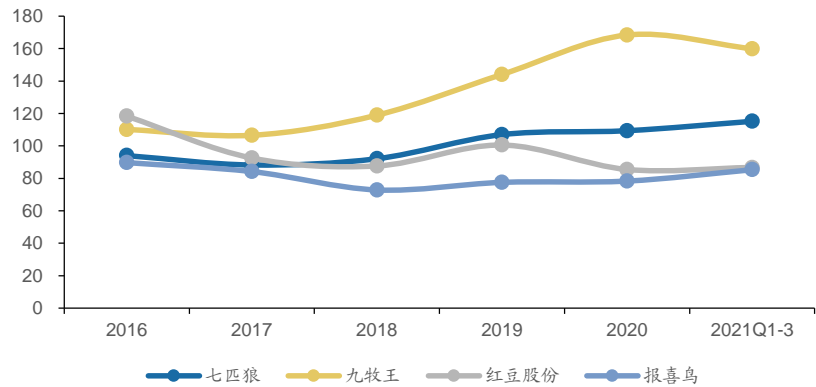
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 32: 可比公司应收账款周转天数 (单位: 天)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 33: 可比公司应付账款周转天数 (单位: 天)

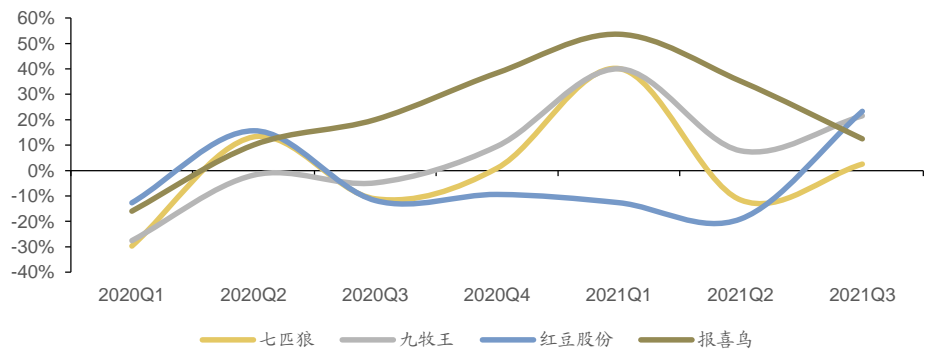


数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

(二) 看好公司业绩持续增长

公司经营业绩在疫情期间表现出良好韧性, 领先行业反弹。在2020年初, 受疫情影响, 服装公司业绩普遍明显下滑, 报喜鸟在疫情期间表现出强大适应能力和经营韧性, 率先反弹, 2020Q2即恢复同比正增长。此次非公开发行股票方案, 彰显了公司实际控制人对公司长期发展的信心, 控制权稳定有利于公司经营决策效率的提高及长期战略规划的实施。

图 34: 可比公司营业收入同比增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利预测给予以下关键性假设：

营业收入：我们预计2021-2023年公司营业收入分别达44.38/53.27/63.98亿元，YOY+17.2%/+20.0%/+20.1%。具体来看：

1. 服装业务按照分品牌，预计2021-2023年收入分别为43.39/52.26/62.96亿元，同比变动17.6%/+20.4%/+20.5%。

(1) 报喜鸟：预计2021-2023年收入分别为14.75/16.94/19.38亿元，同比变动15.5%/+14.9%/+14.4%。报喜鸟品牌自2020年梳理定位，聘请全新代言人；大力发展私人定制业务；推出运动西服新品类；入选“大国品牌”战略，有效提升品牌力，有效加速品牌发展，促进业绩增长。针对报喜鸟主品牌线下渠道，目前华中华南区域门店数量分布较少，预计公司将加速门店拓展、加强空白区域覆盖，同时增加大店比例、提高店效，预计2021-2023年门店分别增加39/65/71家，平均店效同比变动+12.0%/+7.0%/+5.0%；线上渠道，公司将通过传统电商+新零售+直播等方式持续发力，预计报喜鸟线上收入将维持2020年至今的较快增速，2021-2023年分别增长20%/20%/20%。

(2) 哈吉斯：预计2021-2023年收入分别为14.82/18.44/22.84亿元，同比变动20.2%/+24.5%/+23.8%。针对哈吉斯线下渠道，目前门店以直营为主，主要分布在一二线城市，公司将加速门店拓展、通过加盟方式加速渗透三四线城市，同时增加大店比例、提高店效，预计2021-2023年门店分别增加40/50/60家，平均店效同比变动12.0%/+12.0%/+10.0%；线上渠道，自2020年疫情期间加快线上渠道布局，线上保持较快增速，公司将通过传统电商+新零售+直播等方式持续发力，预计哈吉斯线上收入有望持续保持较快增长，2021-2023年分别增长25%/25%/25%。

(3) 宝鸟：受益于集采，宝鸟将大力拓展大集团大客户，形成以直营为主，加盟和大客户为辅的营业模式。预计宝鸟品牌有望维持较高增速，预计2021-2023年收入分别为9.03/10.65/12.57亿元，同比变动15.0%/+18.0%/+18.0%。

(4) LAFUMA：预计2021-2023年收入分别为2.30/3.19/4.34亿元，同比变动26.4%/+39.1%/+35.9%。LAFUMA以功能性和时尚性产品聚焦户外，公司将加快门店拓展，持续优化渠道，有望保持现有快速增长趋势，预计2021-2023年门店分别增加20/30/30家，平均店效同比变动10.0%/+5.0%/+5.0%。

(5) 恺米切：预计2021-2023年收入分别为1.94/2.40/3.12亿元，同比变动18.0%/+24.0%/+29.8%。公司将重点拓展三四线城市，加速门店扩张，预计2021-2023年门店分别增加10/40/40家，平均店效同比变动15.0%/+10.0%/+10.0%。

(6) 其他品牌：预计2021-2023年收入分别为0.57/0.64/0.71亿元，同比变动12.2%/+10.9%/+12.2%。针对其他品牌，尤其尚未盈利品牌，预计公司将加速培育，预计2021-2023年门店分别增加8/15/15家，平均店效同比变动10.0%/+5.0%/+5.0%。

2. 其他业务：预计其他业务有望维持2021H1小幅增长趋势，预计2021-2023年收入分别为0.98/1.00/1.02亿元，同比变动1.5%/+2.0%/+2.0%。

表 8: 营业收入拆分 (单位: 百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
报喜鸟				
收入	1276	1475	1694	1938
增长率 (%)	1%	16%	15%	14%
哈吉斯				
收入	1233	1482	1844	2284
增长率 (%)	22%	20%	25%	24%
宝鸟				
收入	785	903	1065	1257
增长率 (%)	16%	15%	18%	18%
乐叶飞				
收入	182	230	319	434
增长率 (%)	30%	26%	39%	36%
恺米切				
收入	164	194	240	312
增长率 (%)	14%	18%	24%	30%
其他品牌				
收入	51	57	64	71
增长率 (%)	16%	12%	11%	12%
其他业务				
收入	97	98	100	102
增长率 (%)	1%	2%	2%	2%
合计				
收入	3788	4438	5327	6398
增长率 (%)	16%	17%	20%	20%

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

毛利率: 预计2021-2023年毛利率分别为65.38%/65.78%/66.18%，主要系一是商场扣点费用会计准则调整，二是公司折扣率控制良好，预计毛利率小幅提升。

费用率: 预计2021-2023年销售费用率分别为39.92%/40.22%/40.52%，管理费用率分别为7.56%/7.36%/7.16%，研发费用率分别为1.67%/1.87%/1.97%。公司近年来加大营销推广力度和品牌建设，销售费用率呈小幅上升趋势；管理费用率一直呈下降趋势，2020年由于疫情，管理费用率大幅下降，预计2021-2023年在2019年基数上，有望保持下降趋势；公司重视研发，预计研发费用保持小幅上升趋势。

综上，预计2021-2023年，公司营业收入分别为44.38/53.27/63.98亿元，同比增长分别为17.2%/20.0%/20.1%；归母净利润分别为5.06/6.27/7.75亿元，同比增长分别为38.0%/24.0%/23.6%。

估值: 预计2021-2023年公司EPS分别为0.42/0.51/0.64元/股。区别于可比公司，公司实行多品牌战略，且三大主要品牌（报喜鸟、哈吉斯、宝鸟）定位差异较大，贡献

了公司近90%营收，故估值需综合考虑各品牌业务营收占比及相应可比公司估值情况。参考可比公司平均估值16X，结合公司未来业绩增速，综合考虑，给予公司2022年15XPE，对应合理价值7.72元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

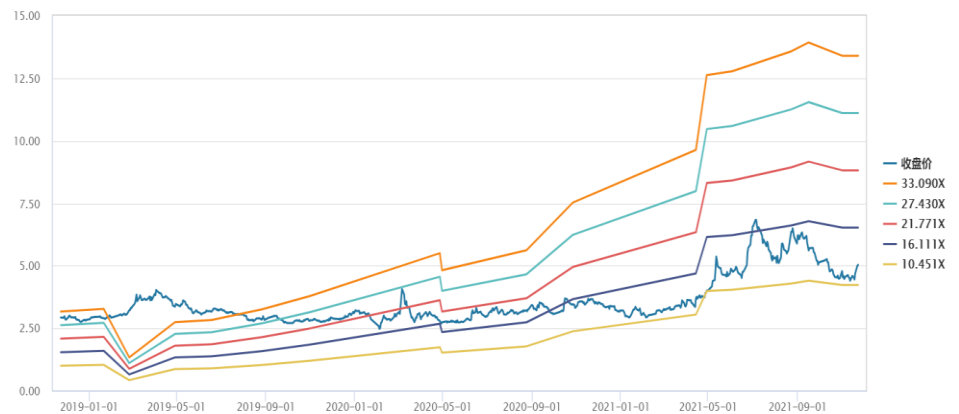
表 9: 可比公司估值情况 (截至20211123)

公司名称	公司代码	收盘价	EPS (元/股)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
七匹狼	002929.SZ	5.81	0.35			16.42		
九牧王	601566.SH	13.02	0.49	0.62	0.74	26.39	20.87	17.48
比音勒芬	002832.SZ	24.96	1.11	1.41	1.73	22.51	17.77	14.41
乔治白	002687.SZ	6.90	0.55	0.69	0.85	12.48	10.06	8.15
平均						19.45	16.23	10.01

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 WIND 一致预测

图 35: 公司PE (TTM) (截至20211123)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

（一）市场竞争风险

服装行业整体参与者众多、竞争激烈，随着数字化普及，各公司纷纷加大线上渠道建设，实行线上线下多渠道融合，若公司不能及时把握市场变化，可能会对公司经营造成不利影响。

（二）存货减值风险

公司实行备货再销售的方式，如果出现需求不足、竞争加剧等情况，可能会出现存货减值风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,120	2,760	3,539	4,431	5,523
货币资金	477	694	1,152	1,545	2,093
应收及预付	444	594	656	743	840
存货	1,015	965	1,016	1,209	1,436
其他流动资产	183	506	716	933	1,155
非流动资产	2,298	2,099	1,998	1,895	1,794
长期股权投资	249	247	264	284	304
固定资产	558	488	450	415	378
在建工程	1	1	1	0	0
无形资产	254	228	217	205	190
其他长期资产	1,235	1,135	1,066	991	922
资产总计	4,417	4,859	5,537	6,327	7,317
流动负债	1,412	1,357	1,635	1,900	2,212
短期借款	237	104	249	260	270
应付及预收	822	400	433	514	610
其他流动负债	353	853	953	1,126	1,332
非流动负债	114	180	180	180	180
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	114	180	180	180	180
负债合计	1,526	1,536	1,815	2,079	2,392
股本	1,218	1,218	1,218	1,218	1,218
资本公积	286	286	286	286	286
留存收益	1,315	1,724	2,108	2,614	3,267
归属母公司股东权益	2,819	3,228	3,612	4,118	4,771
少数股东权益	73	94	110	129	154
负债和股东权益	4,417	4,859	5,537	6,327	7,317

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,273	3,788	4,438	5,327	6,398
营业成本	1,253	1,387	1,536	1,823	2,164
营业税金及附加	33	36	42	50	60
销售费用	1,284	1,501	1,771	2,142	2,592
管理费用	308	264	335	392	458
研发费用	61	60	74	100	133
财务费用	11	4	-8	-12	-20
资产减值损失	-141	-90	-114	-117	-124
公允价值变动收益	15	-9	0	0	0
投资净收益	23	25	19	22	27
营业利润	276	516	686	850	1,051
营业外收支	6	-3	0	0	0
利润总额	282	513	686	850	1,051
所得税	78	123	164	204	252
净利润	204	390	522	647	799
少数股东损益	-6	24	16	20	24
归属母公司净利润	210	366	506	627	775
EBITDA	504	731	811	978	1,169
EPS (元)	0.17	0.30	0.42	0.51	0.64

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	396	719	734	813	964
净利润	204	390	522	647	799
折旧摊销	184	171	149	159	163
营运资金变动	-124	78	-43	-104	-111
其它	131	79	106	110	113
投资活动现金流	-100	-301	-290	-293	-289
资本支出	-114	-43	-21	-26	-26
投资变动	-5	-288	-218	-220	-220
其他	20	31	-51	-48	-43
筹资活动现金流	-148	-145	13	-126	-128
银行借款	228	359	145	11	10
股权融资	16	0	0	0	0
其他	-392	-504	-132	-137	-138
现金净增加额	148	273	457	393	548
期初现金余额	271	419	694	1,152	1,545
期末现金余额	419	691	1,152	1,545	2,093

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	5.2%	15.7%	17.2%	20.0%	20.1%
营业利润增长	124.6%	87.1%	33.0%	24.0%	23.6%
归母净利润增长	305.3%	74.4%	38.0%	24.0%	23.6%
获利能力					
毛利率	61.7%	63.4%	65.4%	65.8%	66.2%
净利率	6.2%	10.3%	11.8%	12.1%	12.5%
ROE	7.5%	11.4%	14.0%	15.2%	16.2%
ROIC	7.4%	12.4%	12.7%	13.8%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	31.6%	32.8%	32.9%	32.7%
净负债比率	52.8%	46.2%	48.8%	49.0%	48.6%
流动比率	1.50	2.03	2.16	2.33	2.50
速动比率	0.75	1.28	1.51	1.66	1.82
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.78	0.80	0.84	0.87
应收账款周转率	8.34	6.91	7.33	7.80	8.33
存货周转率	3.23	3.93	4.37	4.40	4.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.17	0.30	0.42	0.51	0.64
每股经营现金流	0	1	1	1	1
每股净资产	2.32	2.65	2.97	3.38	3.92
估值比率					
P/E	18.66	11.06	12.16	9.81	7.93
P/B	1.39	1.26	1.70	1.49	1.29
EV/EBITDA	7.30	4.74	6.47	4.97	3.70

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

李 咏 红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。