

2022 年 04 月 20 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

HAZZYS 表现优秀，主品牌增长提速

买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,451	5,139	5,927	6,832
同比	18%	15%	15%	15%
归属母公司净利润（百万元）	464	565	691	809
同比	27%	22%	22%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.32	0.39	0.47	0.55
P/E（现价&最新股本摊薄）	12.10	9.94	8.13	6.95

投资要点

- **商务男装领导品牌，2020 年疫情后业绩表现突出。**公司为国内商务男装龙头，历经调整迎来增长，2020 年疫情后在同业中复苏较早、复苏力度较大，2021 年延续复苏态势，收入、归母净利分别同增 17.52%、26.70%。公司旗下拥有报喜鸟、HAZZYS、宝鸟、其他品牌（所罗、恺米切、乐飞叶、TB、亨利格兰等），2021 年报喜鸟+HAZZY+宝鸟收入合计占比 90.16%、贡献主要收入来源，其中 HAZZYS 保持持续快速增长、报喜鸟主品牌 2021 年增长提速、宝鸟保持稳健增长。
- **报喜鸟：2021 年增长提速，加盟店效提升贡献较大。**主品牌定位中高档商务男装，2021 年门店 796 家（加盟 567 家+直营 229 家），收入 16.12 亿元/yoy+26.26%/占比 37%，增速较前两年的持平状态有较大幅度提升。其中线上/直营/加盟分别同比增长 20%左右/个位数/30%-40%，加盟渠道高增主要为店效增长贡献。未来随着品牌形象升级、产品年轻化、电商+定制业务良好态势延续，有望保持较快增长趋势。
- **HAZZYS：中高档英伦风服饰，近年来表现优秀。**HAZZYS 定位中高档英伦风，2011 通过代理引入中国市场后本土化成功，自 2017 年以来保持持续较快增长，2021 年收入 14.5 亿元/yoy+17.83%/占比 34%，其中线上/线下占比 30%/70%。2021 年门店 401 家（直营 301+加盟 100 家）略有增加，店效提升贡献线下主要增长。我们预计未来开店和店效均有提升空间：1）目前以直营为主、计划未来提升加盟占比，门店数量和同业相比仍有较大提升空间；2）2021 年平均门店面积 100-120 平、店效 300 万元+，未来有望开拓 200 平+大店、推动单店业绩进一步提升。
- **宝鸟：职业服团购品牌，规模优势助力稳健增长。**宝鸟定位高端定制职业装团购，受益于国内职业装集中采购、招标日益规范化趋势，近年来大规模订单占比提升，2017-2021 年收入稳健增长、复合增速 18.8%。2021 年宝鸟收入 8.37 亿元/yoy+6.6%/占比 19%，2020 年因承接政府防疫物资订单造成高基数、剔除该影响 2021 年收入同增近 20%。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内中高端男装多品牌运营公司，经历调整后 2017 年重回增长，营收、净利稳步扩张，盈利水平、运营效率改善优化。2020 年疫情后复苏领先同业，2021 年 HAZZYS 保持较快增长、主品牌增长提速、业绩表现较优。展望未来，三大主要品牌良好增长态势有望延续，同时公司以“成长优先、利润导向”为原则，加强绩效激励，费用管理、盈利水平均有望进一步优化。综合考虑 2022 年 3 月以来疫情造成的干扰，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别同比 +21.7%/+22.4%/+17.0%，EPS 为 0.39/0.47/0.55 元/股，对应 PE10X/8X/7X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情扩散，经济疲软，小品牌培育期较长等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.85
一年最低/最高价	3.60/7.01
市净率(倍)	1.13
流通 A 股市值(百万元)	4,282.99
总市值(百万元)	5,618.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.42
资产负债率(% ,LF)	30.26
总股本(百万股)	1,459.33
流通 A 股(百万股)	1,112.46

内容目录

1. 疫情后复苏领先同业，2021 年主品牌、HAZZYS 均实现较快增长.....	3
2. 多品牌运营男装企业，历经调整迎来增长	4
3. 报喜鸟主品牌：调整见效，2021 年增长提速	5
4. HAZZYS：中高档英伦风服饰，近年来表现优秀.....	5
5. 宝鸟：职业服团购品牌，规模优势助力稳健增长	6
6. 其他品牌：定位不同细分领域，体量较小	7
7. 盈利能力稳步回升、营运效率优化	7
8. 盈利预测与投资评级	8
9. 风险提示	9

图表目录

图 1： 2004 年以来报喜鸟发展历程可分为三个阶段.....	4
表 1： 2021 年报喜鸟主营业务收入、毛利率、门店数分品牌、分渠道表现.....	3
表 2： 其他品牌定位及发展近况.....	7

1. 疫情后复苏领先同业，2021 年主品牌、HAZZYS 均实现较快增长

2021 年公司营收 44.51 亿元/yoy+17.52%、归母净利润 4.64 亿元/yoy+26.70%，利润表现好于营收主要来自毛利率提升贡献，主因产品折扣率改善及高毛利品牌收入占比提升。

分品牌看，报喜鸟、HAZZYS、宝鸟为主要收入来源。2021 年报喜鸟/HAZZYS/宝鸟/恺米切 & 乐飞叶 & TB/其他品牌收入分别同比+26.26%/17.83%/6.61%/7.02%/9.3%，占主营业务收入比重分别为 37%/34%/19%/9%/1%，其中报喜鸟、HAZZYS、宝鸟收入合计占比 90%，为主要收入来源。

分渠道看，实现全渠道增长、线下同店收入提升显著。2021 年直营/加盟/团购（主要为宝鸟+衣俪特）/电商/其他收入分别同比+14.4%/38.3%/7.4%/13.2%/31.1%，占主营业务收入比重分别为 41%/19%/20%/16%/5%。截至 2021 年末直营/加盟门店分别 752/924 家，分别净增 6 家（报喜鸟-1、哈吉斯+13、其他-6）/37 家（报喜鸟+18、哈吉斯-5、其他+24）、对应 yoy+0.8%/4.2%，可见直营、加盟渠道收入增长主要来自店效提升贡献。

分季度看，2020 年疫情后公司在同行中复苏较早、复苏力度较大。2020Q1-Q4 营收分别同比 -16.0%/+10.1%/+20.0%/+38.4%，归母净利润分别同比 -28.6%/+149.1%/+141.2%/169.0%，2020Q2 营收利润均恢复增长，且复苏力度较强。2021Q1-Q4 营收分别同比 +53.6%/+35.1%/+12.5%/-3.2%、归母净利润分别同比 +177.9%/+58.9%/-15.6%/-22.7%。2021 延续复苏态势，由于 2020Q4 起会计准则调整（由净额法调整为全额法，调整后商场扣点费用计入收入）造成扰动，叠加年中疫情及天气对下半年销售形成一定冲击，报表端业绩同比呈逐季放缓，若剔除会计准则调整影响，2021H2 全品牌收入同比增长 8%+。

表1：2021 年报喜鸟主营业务收入、毛利率、门店数分品牌、分渠道表现

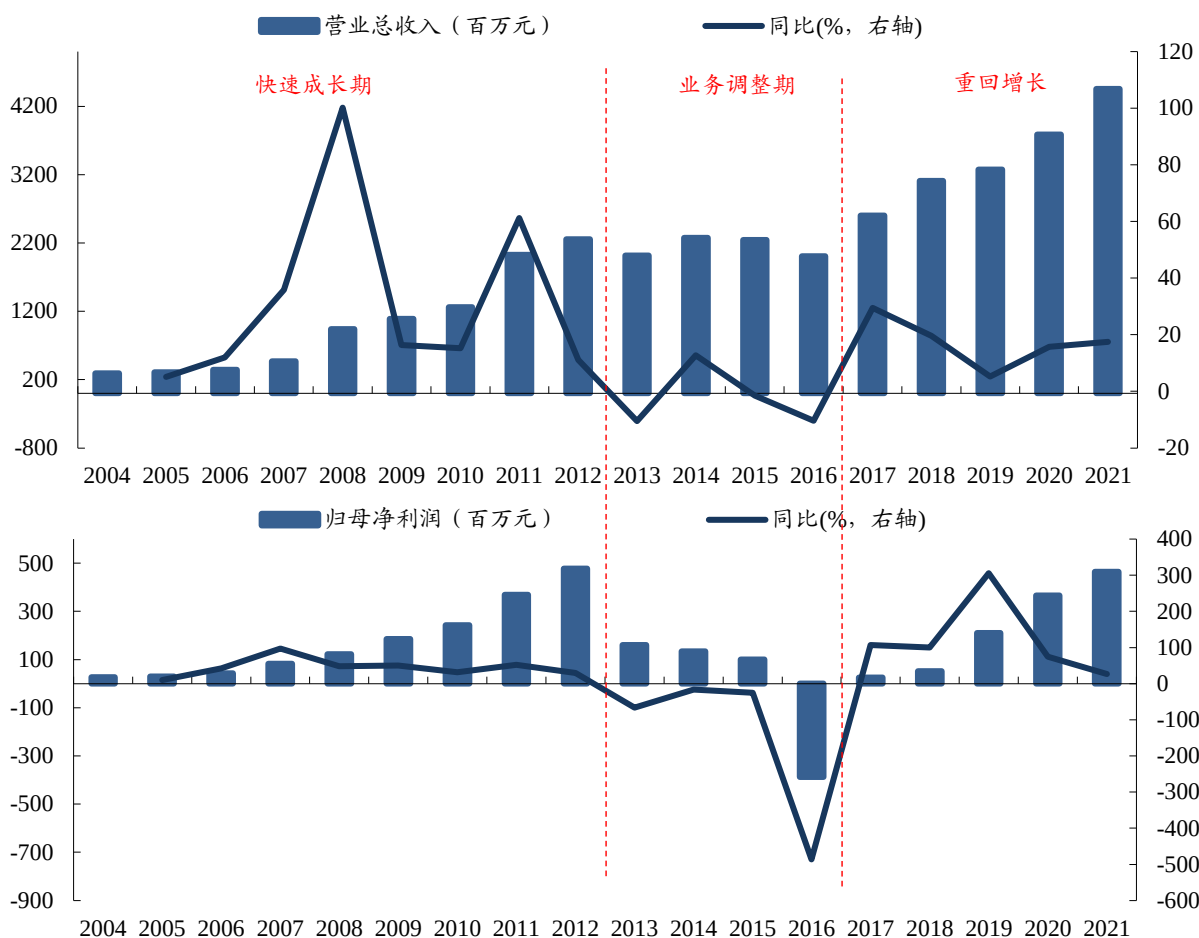
	主营业务收入 (百万元)	主营业务 收入 YOY	占主营业务 收入比重	门店数 (家)	门店净增/ 减	毛利率	毛利率 YOY
合计	4,326.34	17.22%	100%	1,676	43	65.39%	0.95pct
分品牌							
报喜鸟	1,611.51	26.26%	37.25%	796	17	约 69%	/
HAZZYS	1,452.36	17.83%	33.57%	401	8	约 75%	/
恺米切 & 乐飞 叶 & TB	380.55	7.02%	8.80%	257	-23	/	/
宝鸟	836.84	6.61%	19.34%	/	/	近 50%	/
其他	45.08	9.30%	1.04%	222	41	/	/
分渠道							
线上	681.09	13.20%	15.74%	/	/	65.42%	1.27pct
直营	1,757.68	14.38%	40.63%	752	6	78.05%	3.07pct
加盟	806.41	38.34%	18.64%	924	37	65.34%	-0.74pct
团购	860.98	7.42%	19.90%	/	/	45.34%	-2.42pct
其他模式	220.18	31.13%	5.09%	/	/	42.87%	-0.19pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 多品牌运营男装企业，历经调整迎来增长

商务男装领导品牌，拓展多品牌矩阵。报喜鸟控股成立于 2001 年，2007 年上市。主营西服、西裤、衬衫、夹克等全品类服饰，旗下有报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、宝鸟、其他品牌（包含恺米切、乐飞叶、TB（东博利尼）、所罗、亨利格兰等），满足中高端男士不同场合的着装需求。公司在温州永嘉、上海松江、安徽合肥建立了三大生产基地，总产能 195 万套/年。

图1：2004 年以来报喜鸟发展历程可分为三个阶段



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2004 年以来报喜鸟发展历程可分为三个阶段：

1) 2004-2012 年：扩充品牌矩阵、快速发展。受益于行业红利，主品牌报喜鸟在全国拓展门店、快速发展，门店数从 559 家逐年增至 875 家（复合增速 5.8%），营收从 2.93 亿元增至 14.70 亿元（复合增速 22.3%）。2008 年公司全资收购上海宝鸟服饰，切入职业装团购市场；2011 年与韩国 LG CORP.（已更名为 LF CORP.）签订《品牌许可合同》，获得 HAZZYS 品牌服装及配饰产品在国内市场的代理权，公司品牌矩阵得以扩充，整体营收从 2.93 亿元增至 22.54 亿元（复合增速 29%）、归母净利润从 2683 万元增至 4.78 亿元（复合增速 43.3%）。

2) 2013-2016 年：品牌调整、多元化投资失利、业绩下滑。2013 年国内服装市场低迷、主品牌销售不畅回购加盟商库存、收入下滑 32%；2014 年起公司对主品牌进行渠道

和业务调整，关闭低效门店、发展线上渠道、关停女装业务、推出私人定制服务。2015年为顺应互联网发展热潮，公司投资小鬼网络、仁仁科技、小凌鱼金服、吉姆兄弟、乐裁网络等项目，合计投资金额约 1.39 亿元，2015、2016 年各亏损 5000 万元左右，2016 年计提减值近 3000 万元。2013-2016 年公司整体营收在 20-23 亿元之间波动、归母净利润从 1.6 亿元下滑至-3.87 亿元。

3) 2017-2021 年：优化管理、重振旗鼓、恢复增长。面对市场低迷环境及业绩下滑压力，2017 年起公司加强多品牌运营管理，坚持“聚焦、简单、标准、可复制、坚守”的思路与原则，对公司业务进行更清晰划分，设立报喜鸟自有品牌、国际代理品牌、职业装品牌和投资管理四大业务模块。与此同时，公司推出股权激励计划以提升员工积极性。科学管理框架下，三大主要品牌收入均实现较快增长，2017-2021 年报喜鸟、HAZZYS、宝鸟收入复合增速分别为 10.4%/22.1%/18.8%。从分品牌趋势看，前期主要为 HAZZYS 拉动，2021 年主品牌收入增速亦提升、贡献加大。

3. 报喜鸟主品牌：调整见效，2021 年增长提速

主品牌报喜鸟经历调整重回增长。报喜鸟为公司原创品牌，是国内商务男装领导品牌之一。2013-2016 年市场低迷、公司业务调整，主品牌门店数从 902 家逐年减至 704 家。2017 年围绕“扩规模、重定制、提产销”策略积极推进西服业务，主品牌重回净开店。2018-2020 年持续对产品、渠道、品牌进行梳理优化，2020 年签约知名男演员张若昀为品牌代言人，并推出“报喜鸟西服，更适合中国人体型”广告语，有效促进品牌形象升级和年轻化，主品牌收入在 12-13 亿元之间小幅波动。2021 年在加盟渠道和定制业务带动下，主品牌收入 16.12 亿元、增速提升至 26.26%，为近 5 年最快增长。

主品牌私人定制业务发展迅速。结合服装行业互联网化趋势，主品牌 2014 年起积极推广 C2B 全品类私人定制业务，得益于 20 余年精湛的生产工艺技术、全国近 800 家网点、300 多名量体师储备及数十万消费者量体数据库，公司量体师可在 72 小时内上门免费量体搭配，360 小时交付成衣。2021 年私人定制业务收入规模约 4 亿元/yoy+30%左右/占主品牌收入近 25%，毛利率略高于主品牌平均水平（69%左右）。

2021 年业绩增速快速提升，加盟店效增长贡献较大。2021 年主品牌报喜鸟收入 16.12 亿元/yoy+26.26%/占比 37%、增速较前两年的持平状态有了较大幅度提升，其中线上/直营/加盟分别同比增长 20%左右/个位数/30%-40%。加盟渠道增长较快主因 2021 年公司开拓华中弱势市场净开店 18 家、同时加强产品运营、有效提升单店业绩，外延、内生分别贡献约 3%、30%+增长。截至 2021 年末报喜鸟品牌门店数共 796 家/净增 17 家/yoy+2.2%，其中直营 229 家（-1 家）、加盟 567（+18 家）。

品牌年轻化、期待快速增长趋势延续。主品牌近年来进行品牌形象升级、产品年轻化，推出“运动西服”系列产品以解决西服低频、功能性消费痛点，定制业务推进外籍定制巡店、集中量体、搭配师等活动促进定制业务快速发展。当前电商渠道+定制业务发展态势良好，若加盟渠道继续针对国内弱势市场有序拓展，主品牌快速增长有望保持。

4. HAZZYS：中高档英伦风服饰，近年来表现优秀

中高档英伦风格男女装品牌。公司 2011 年与韩国 LG CORP.（已更名为 LF CORP.）签订《品牌许可合同》，获得 HAZZYS 品牌服装及配饰产品在国内市场的代理权、有效

期至 2021 年末。2021 年 12 月续签合作并增加箱包品类授权，其中男女装代理权有效期 10 年、箱包有效期 3 年。HAZZYS 定位中高档英伦风，产品价格 800-7000 元/件，加价倍率 7-8 倍。

连续十年净开店，增长势头良好。HAZZYS 进入国内市场后，公司通过主品牌积累的渠道资源、供应链资源及对国内消费者的了解，对 HAZZYS 风格、版型进行优化，HAZZYS 本土化运营取得成效。2012-2021 年 HAZZYS 渠道拓展顺畅，门店数从 144 家增至 401 家（复合增速 12%），主要分布于一二线城市购物中心，维持品牌中高端定位。2013、2014 年 HAZZYS 销售额均保持 30%以上增速，2015、2016 年随行业及公司整体运营短期调整，2017 年以来重新进入较快增长阶段，2017-2021 年 HAZZYS 收入从 6.54 亿元增至 14.52 亿元、复合增速 22%。

2021 年：渠道优化、产品研发、会员管理驱动增长。2021 年 HAZZYS 收入 14.5 亿元/yoy+17.83%/占比 34%，其中线上/线下分别占 30%/70%左右，平均零售折扣 8.5 折以上、售罄率 60%左右、毛利率 75%左右。之前 HAZZYS 线上渠道以天猫、京东销售为主，2021 年进驻抖音平台、促进线上销售增长，线下门店 401 家/净增 8 家/同比增 2%，其中直营 301 家（+13 家）、加盟 100 家（-5 家），除外延开店外，HAZZYS 还通过以下措施有效促进同店业绩增长：①开设形象战略店、主动关闭低效店铺，②坚持品牌定位和品牌调性，加强产品研发，推出云朵系列、HAZZYS*Playforever 联名款、HARiAT 系列等产品，加强包、鞋等新品类研发，③加强会员运营管理提高复购率。

本土化运营成功，门店数、店效均有望持续提升。公司近年来采取“聚焦产品、强化品牌 IP”策略，采用“大事件+区域活动+线上联动”方式，并积极参与微信、小红书、抖音等新媒体平台推广，进一步提升品牌形象。目前线下渠道以直营为主、公司计划未来提升加盟占比、门店数和同业相比还有较大开店空间（参考比音勒芬 2021 年末门店数 1100 家）。2021 年平均门店面积 100-120 平米、平均店效 300 万元以上，未来有望开拓 200 平以上大店、推动单店业绩进一步提升。我们认为 HAZZYS 作为英伦风格服饰，较主品牌应用场景、覆盖人群更广泛，本土化后更好满足中国消费者的审美偏好、穿着舒适度需求，多年销售额稳健较快增长验证了品牌的市场号召力，看好 HAZZYS 品牌持续较快增长。

5. 宝鸟：职业服团购品牌，规模优势助力稳健增长

高端定制职业装团购品牌。公司 2008 年全资收购上海宝鸟服饰，定位职业装团购品牌，西服价格 1000-2000 元/套、衬衫价格 150-400 元/件。2018-2020 年位于全国职业服产品产销前三。2017 年公司推行《合伙人计划》，转让宝鸟 25%股权至宝鸟本部中高层管理人员，以实现对管理层的激励。

2021 年：规范化集中采购趋势下，业绩稳健增长。团购业务因其接单模式导致业绩容易波动，但近年来国内职业装推行集中采购、招标日益规范化，宝鸟的规模优势在竞标时得以凸显，近两年订单中大规模订单占比有明显提升、有效平抑业绩波动。2017-2021 年宝鸟收入实现稳健增长，复合增速 18.8%。2021 年宝鸟收入 8.37 亿元/yoy+6.6%/占比 19%，其中 2020 年承接政府防疫物资订单促收入同增 38.6%，剔除防疫物资影响，2021 年宝鸟业务同比增长近 20%、毛利率近 50%。我们认为规范化集中采购趋势促进下，宝鸟业绩稳健增长有望持续。

6. 其他品牌：定位不同细分领域，体量较小

恺米切&乐飞叶&TB：分别定位不同细分领域，渠道优化调整中。2021 年恺米切&乐飞叶&TB 收入 3.81 亿元/yoy+7.02%/占比 9%，截至 2021 年末门店数共 258 家/净减 22 家/yoy-7.9%。**1) 恺米切**定位免烫工艺商务衬衫，产品价格 1199-1599 元/件，2021 年恺米切持续优化店铺结构、关闭低效门店，聚焦免烫系列产品研发和质量提升，坚持“买送”模式，促进客单价提高、提升性价比。**2) 乐飞叶**定位高档户外休闲品牌，外套价格 999-5299 元/件、内搭 499-1199 元/件。2021 年提升品牌终端形象、突出品牌印花设计、线上实现较好增长。**3) TB** 定位轻奢男装，单西价格 2980-5980 元/件、裤子 1680-2480 元/条、衬衫 1180-1680 元/件。目前尚处培育期，2021 年在长沙、青岛、武汉开拓主题形象门店。

其他品牌：尚处培育期，体量较小。2021 年其他品牌收入合计 4508 万元/yoy+9.3%/占比 1%。**1)** 所罗定位专业高级定制、西服价格 4000-6000 元/套；**2)** 亨利格兰定位中高档英伦高尔夫风男装，外套价格 1500-4000 元/件、内搭 500-3000 元/件；**3)** 衣俚特为高端校服团购品牌，秋冬款 500-800 元/套、春夏款 300-350 元/套。

公司坚持“一主一副、一纵一横”发展战略，深耕服装细分赛道，平台+品牌“1+N”组织结构有望辐射带动小体量品牌培育发展。

表2：其他品牌定位及发展近况

品牌	定位	价位	发展近况
恺米切	免烫工艺商务衬衫	1199-1599 元/件	2020 年收入 1.64 亿元、2021 年同比增 20% 左右、小幅盈利，网点调整优化中，截至 2020 年末 192 家门店，2021 年净关店。
乐飞叶	高档户外休闲	外套：999-5299 元/件 内搭：499-1199 元/件	2020 年收入 1.82 亿元，2021 年持平，亏损数百万。运营思路和产品在调整中。
TB（东博利尼）	轻奢男装	单西：2980-5980 元/件 裤子：1680-2480 元/条 衬衫：1180-1680 元/件	体量较小，2021 年在长沙、青岛、武汉开拓主题形象门店。预计保持谨慎开店策略，保持高端轻奢定位。
所罗	专业高级定制	西服：4000-6000 元/套	2021 年收入千万量级，同比增长约 30%，实现盈利。
亨利格兰	中高档英伦高尔夫风男装	外套：1500-4000 元/件 内搭：500-3000 元/件	体量较小，2021 年收入略有增长。报喜鸟高尔夫系列衍生的独立品牌，以融入店类型为主。
衣俚特	高端校服团购品牌	秋冬款：500-800 元/套 春夏款：300-350 元/套	体量较小，属于宝鸟本部业务，适应教育统筹化管理发展契机。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

7. 盈利能力稳步回升、营运效率优化

公司成立至今经历了 2004-2012 年（快速增长）、2013-2016 年（调整收缩）、2017-2021 年（重回增长）三个发展阶段，不同阶段的发展特征在多个财务指标上同样有所体现。

毛利率：2021 年回升至 2004 年以来最高水平。2004-2012 年随公司规模扩大，毛利率从 34.81%提升至 62.14%，2013-2016 年进入调整、从 63.18%降至 50.68%，2017-2021 年随着品牌升级、渠道优化，从 60.34%升至 63.92%。2021 年毛利率同比+0.87pct 至 63.92%，其中线上/直营/加盟/团购毛利率分别同比+1.27/+3.07/-0.74/-2.42pct，主要来自产品折扣率改善及高毛利品牌（报喜鸟+HAZZYS）收入占比提升贡献，主品牌、HAZZYS、宝鸟毛利率分别为约 69%、75%、近 50%。

费用率：2017 年以来较为稳定，仍有改善空间。伴随公司经营情况走弱同时布局多元化投资，2013-2016 年期间费用率平均水平达 49%、较 2004-2012 年平均水平 27.7% 提升较多。2017-2021 年费用率逐步稳定优化，2021 年同比+0.42pct 至 48.66%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.02/+0.43/+0.12/-0.16pct，管理费用率上升主要因公司加强绩效激励和 2021 年不再享受疫情社保优惠政策所致，财务费用率下降主要由于公司贷款减少、定期银行存款利息增加。

归母净利率：2017 年以来逐年提升。2004-2012 年公司归母净利率波动上行至 21.2%，2013-2016 年归母净利率逐年下滑，2016 年因主业销售低迷+多元化投资失利计提减值，归母净利率跌至-19.26%。2017-2021 年逐年改善，2021 年归母净利率同比+0.76pct 至 10.43%。

存货&现金流：2017-2021 年存货与销售规模变化较为同步，2021 年末存货 11.49 亿元/yoy+19.1%、服饰存货周转天数同比-41 天至 261 天，库龄结构有较大改善，1 年以内库存占比超 60%、同比+11pct。2017-2021 年经营活动现金流持续净流入，2021 年经营活动现金流净额 6.19 亿元/yoy-13.91%，截至 2021 年末货币资金及理财合计 19.29 亿元、现金充裕。

8. 盈利预测与投资评级

公司为国内中高端男装多品牌运营公司，主品牌报喜鸟、英伦风品牌 HAZZYS、职业服团购品牌宝鸟贡献主要收入。主品牌报喜鸟 2021 年同店业绩提升显著，凸显品牌力、产品力、渠道力；HAZZYS 自 2011 年公司引进中国市场后本土化成功、市场反响较好、保持较快增长；宝鸟受益于集中采购趋势及规范化招标、近年来保持稳健增长；其他品牌分布于多个服装细分领域，为公司培育品牌。

我们认为：**1) 收入端：**主品牌电商渠道+定制业务发展态势良好，若加盟渠道继续针对国内弱势市场有序拓展，快速增长有望保持；HAZZYS 本土化运营成功，门店数、店效均有望持续提升；宝鸟有望持续受益于集采趋势及规范化招标，维持稳健增长；**2) 盈利端：**随着品牌形象升级，产品折扣率有望维持稳定，毛利率较高的主品牌、HAZZYS 收入占比提升有望带动毛利率改善；随 HAZZYS 加盟占比提升，HAZZYS 毛利率可能小幅下行，但利润率水平有望进一步回升。公司以“成长优先、利润导向”为原则，加强绩效激励（发放利润增长奖），有效提升员工积极性，费用管理、盈利水平均有望进一步优化。2022 年 1 月公司通过高新技术企业认定，2021-2023 年享受 15%的税率缴纳企业所得税，有助公司维持较好盈利水平。

此外，近期的定增及扩产展示未来发展信心：1) 2022 年 1 月向董事长定增募资 7.3 亿元，认购后董事长持股比例从 10.35%增至 25.2%，彰显管理层对公司未来发展的信心。募集资金将全部用于企业数字化转型项目、研发中心扩建项目和补充流动资金。2) 2021 年 4 月发布公告，拟投入 3.5 亿元在安徽长丰（双凤）经济开发区扩大生产规模，投产

后预计年产 100 万套高档职业装，扩产体现公司对职业装需求增长的信心。3) 投资项目：全资子公司报喜鸟创投持续关注对主业发展有引领作用或科技前沿领域项目，2015 年投资项目气味王国近两年取得较快发展（2021 年 8 月 A+轮融资获得 5000 万元人民币资金）；2022 年 3 月公告拟使用自有资金人民币 300 万元与上海浚泉信共同入伙平阳浚泉崇峻，成为其有限合伙人，从而定向投资集成电路领域。4) 近两年公司高管减持事项较多，但主要为 2017 年股权激励股份，减持数目较小。

2022 年 3 月以来上海、吉林等地疫情反复，公司终端门店主要分布于一二线城市购物中心，单月经营可能受一定影响，综合考虑到当前三大主要品牌均进入较好发展阶段，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别同比+21.7%/+22.4%/+17.0%，EPS 分别为 0.39/0.47/0.55 元/股，对应 PE10X/8X/7X，首次覆盖给予“买入”评级。

9. 风险提示

局部地区疫情导致封控持续，经济疲软影响居民消费力，小品牌培育期较长等。

报喜鸟三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,877	4,633	5,616	6,756	营业总收入	4,451	5,139	5,927	6,832
货币资金及交易性金融资产	1,929	2,525	3,184	3,955	营业成本(含金融类)	1,606	1,837	2,087	2,376
经营性应收款项	650	753	870	1,004	税金及附加	44	51	59	68
存货	1,149	1,168	1,340	1,538	销售费用	1,765	2,055	2,401	2,801
合同资产	20	0	0	0	管理费用	329	385	445	512
其他流动资产	128	187	222	259	研发费用	76	77	89	102
非流动资产	2,241	2,192	2,141	2,088	财务费用	-3	-17	-54	-66
长期股权投资	248	248	248	248	加:其他收益	65	77	89	102
固定资产及使用权资产	574	541	507	473	投资净收益	19	26	30	34
在建工程	50	50	50	50	公允价值变动	-8	0	0	0
无形资产	214	199	181	162	减值损失	-87	-105	-105	-105
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	101	101	101	101	营业利润	625	747	914	1,069
其他非流动资产	1,040	1,040	1,040	1,040	营业外净收支	-9	0	0	0
资产总计	6,118	6,825	7,757	8,844	利润总额	616	747	914	1,069
流动负债	1,773	1,898	2,117	2,370	减:所得税	136	164	201	235
短期借款及一年内到期的非流动负债	145	65	65	65	净利润	479	583	713	834
经营性应付款项	515	555	631	719	减:少数股东损益	15	17	21	25
合同负债	387	459	522	594	归属母公司净利润	464	565	691	809
其他流动负债	727	819	899	992	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.32	0.39	0.47	0.55
非流动负债	78	78	78	78	EBIT	643	733	847	971
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	878	784	900	1,026
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	63.92	64.26	64.78	65.22
租赁负债	53	53	53	53	归母净利率(%)	10.43	11.00	11.67	11.84
其他非流动负债	25	25	25	25	收入增长率(%)	17.52	15.44	15.35	15.26
负债合计	1,851	1,976	2,195	2,449	归母净利润增长率(%)	26.70	21.71	22.35	16.97
归属母公司股东权益	4,161	4,727	5,418	6,227					
少数股东权益	105	122	144	169					
所有者权益合计	4,266	4,849	5,562	6,395					
负债和股东权益	6,118	6,825	7,757	8,844					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	619	656	631	739	每股净资产(元)	3.42	3.88	4.45	5.11
投资活动现金流	235	-76	-72	-68	最新发行在外股份(百万股)	1,459	1,459	1,459	1,459
筹资活动现金流	344	-82	0	0	ROIC(%)	12.69	12.12	12.41	12.43
现金净增加额	1,198	497	559	671	ROE-摊薄(%)	11.16	11.96	12.76	12.99
折旧和摊销	235	51	53	55	资产负债率(%)	30.26	28.96	28.30	27.69
资本开支	-103	-2	-2	-2	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.10	9.94	8.13	6.95
营运资本变动	-142	-94	-254	-277	P/B (现价)	1.13	0.99	0.87	0.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>