

品牌矩阵成型，业绩稳健增长

投资要点

- **业绩摘要：**公司公布 2021 年年报。2021 年公司实现营业收入 44.5 亿元，同比增长 17.5%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 26.7%，其中单 Q4 实现营收 14.8 亿元同比下降 3.2%，实现归母净利润 1 亿元，同比下降 22.7%，Q4 业绩同比下滑主要受 20 年收入确认会计政策调整带来的 20Q4 高基数所致。
- **营运能力提升，净利率稳步向上。**21 年毛利率为 63.9%，同比上升 0.5pp，毛利率提升主要受益于渠道优化叠加高毛利率的哈吉斯占比提升所致。费用率方面，21 年公司总费率为 48.7% (+0.4pp)，费用率保持稳定，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 39.6% (+0pp)/7.4% (+0.4pp)/-0.1% (-0.2pp)/1.7% (0.1pp)。营运能力持续提升，2021 年库存周转天数为 237 天，同比减少 20 天。综合之下整体净利率提升 0.8pp 至 10.4%。
- **多品牌齐头并进，报喜鸟/HAZZYS 业绩亮眼。**2021 年报喜鸟/HAZZYS/恺米切 & 乐飞叶/TB/宝鸟分别贡献营收 16.1 亿元 (+26.3%)/14.5 亿元 (+17.8%)/3.8 亿元 (+7%)/8.4 亿元 (+6.6%)，多品牌矩阵成型，协同发展。报喜鸟业绩提升主要受益于产品年轻化叠加渠道优化带来的单店业绩提高，HAZZYS 线上入驻抖音平台，扩大销售渠道，线下渠道关闭低效店拓展优质加盟商，实现稳健增长，此外还与韩国 LFCORP 签约新增箱包类产品，未来将贡献新增增长点。
- **全渠道齐发力，直营加盟店效提升。**2021 年直营/加盟/团购/线上/其他模式收入分别为 17.6 亿元 (+14.4%)/8.1 亿元 (+38.3%)/8.6 亿元 (+7.4%)/6.8 亿元 (+13.2%)/2.2 亿元 (+31.1%)，直营、加盟渠道营收快速增长主要受益于门店持续扩张，截止 2021 年底直营/加盟门店数分别为 752/924 家，同比净增 6/37 家。从店效来看，直营/加盟门店店效分别达到 234.7 万/48.7 万，分别同比增长 17.1%/5.5%，渠道改革成效显著。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.4 元、0.49 元和 0.58 元，对应 PE 分别为 10 倍、8 倍和 7 倍。考虑到公司产品年轻化转型初显成效，多品牌齐头并进渠道效率持续改善，业绩稳步增长，给予 22 年 13 倍估值，目标价 5.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响终端需求的风险；原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧的风险；门店扩张不及预期的风险。

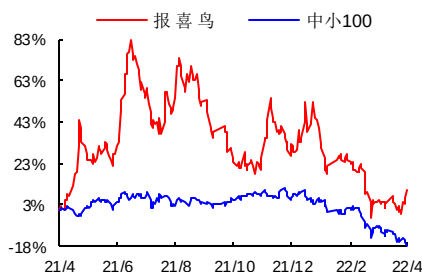
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4451.37	5152.57	6052.15	7193.75
增长率	17.52%	15.75%	17.46%	18.86%
归属母公司净利润 (百万元)	464.36	580.26	712.32	853.58
增长率	26.70%	24.96%	22.76%	19.83%
每股收益 EPS (元)	0.32	0.40	0.49	0.58
净资产收益率 ROE	11.24%	12.64%	13.56%	14.26%
PE	13	10	8	7
PB	1.40	1.24	1.09	0.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.59
流通 A 股(亿股)	11.12
52 周内股价区间(元)	3.6-7.01
总市值(亿元)	59.69
总资产(亿元)	61.18
每股净资产(元)	2.85

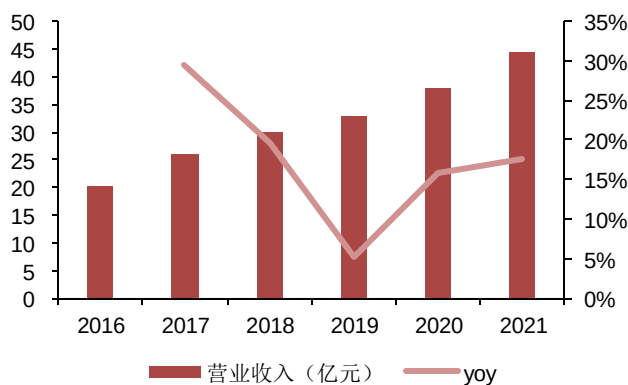
相关研究

1 持续深耕服装赛道，品牌矩阵逐步成型

报喜鸟控股股份有限公司成立于 2001 年 6 月，是一家以服装设计、生产、销售为一体的企业，产品品类涵盖西服、西裤、衬衫、夹克、羊毛衫、休闲裤等全品类服饰，运营品牌包含报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、恺米切、lafuma（乐飞叶）、宝鸟等，品牌矩阵丰富。公司总部位于浙江温州，于 2007 年 8 月在深交所挂牌上市。

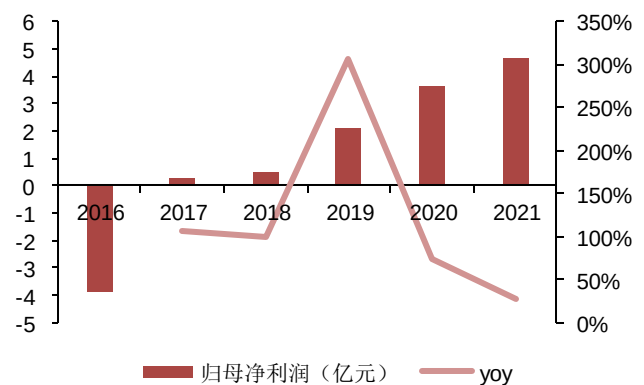
营收稳步增长，盈利能力持续提升。从经营业绩来看，公司营业收入稳步提升，2016-2021 年复合增速达 17.3%。2021 年公司营收实现 44.5 亿元，同比增长 17.5%，改革成效显著，渠道精细化管理后店效提升。从盈利能力来看，公司净利润快速修复，2017-2021 年复合增速达 105.7%。2021 年，公司净利润实现 4.6 亿元，同比增长 26.7%，净利率 10.4%，创 5 年来新高，盈利能力持续提升。

图 1：2016-2021 年公司营业收入及增速



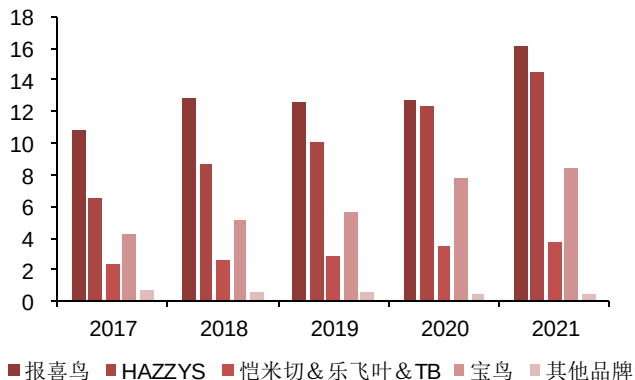
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 2：2016-2021 年公司归母净利润及增速

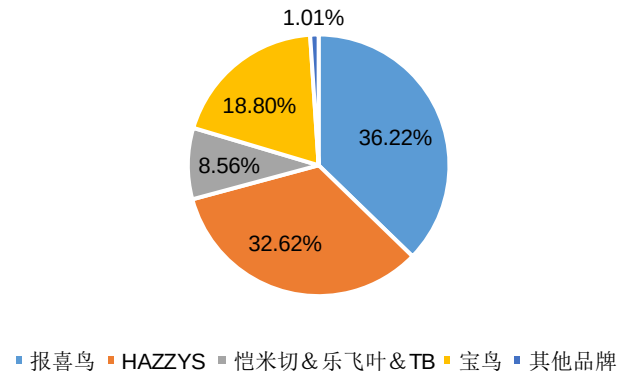


数据来源：公司财报，西南证券整理

聚焦品牌核心优势，多品牌矩阵成型。分品牌来看，公司营收主要由报喜鸟与 HAZZYS 贡献。2021 年，公司报喜鸟/HAZZYS/恺米切 & 乐飞叶 & TB/宝鸟/其他品牌分别实现营收 16.1/14.5/3.8/8.4/0.5 亿元，占比分别达到 36.2%/32.6%/8.8%/18.9%/1%。其中，报喜鸟强化核心卖点，大力发展西服业务，提升产品年轻化，优化渠道结构，营收同比增长 26.3%；代理品牌哈吉斯（HAZZYS）持续开拓电商渠道，同时加强产品创新研发，获得了较好的市场反响，营收同比增长 17.8%；恺米切 & 乐飞叶 & TB 作为成长品牌，公司战略性整合现有渠道，线上扩大规模，线下稳步发展，品牌知名度和影响力不断提升，综合营收同比增长 7%；自有品牌宝鸟成立代理商合作中心，团购业务长期稳定开展。2018-2020 年职业服产品产销位于同业前三位，公司不断丰富产品品类，实现渠道下沉，拓宽服务领域，多品牌矩阵值得期待。

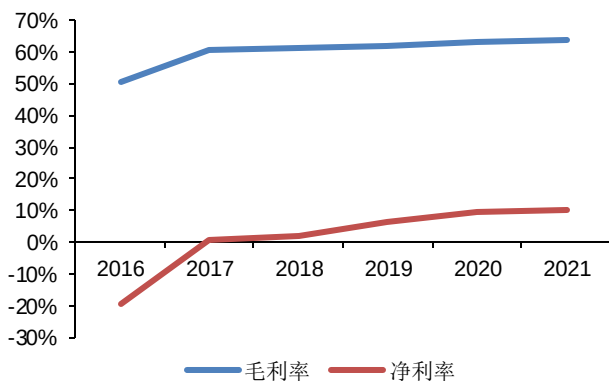
图 3：2017-2021 年分品牌营业收入（亿元）


数据来源：公司财报，西南证券整理

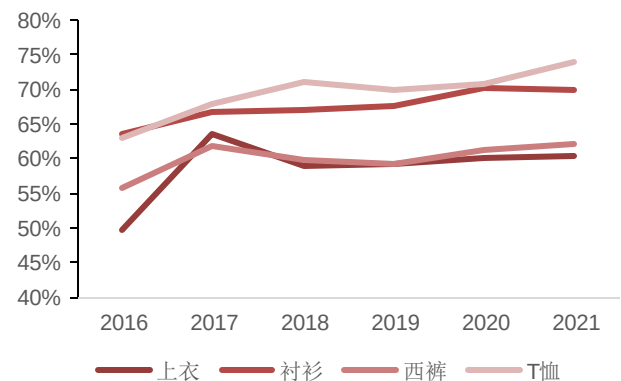
图 4：2021 年营业收入品牌结构占比情况


数据来源：公司财报，西南证券整理

毛利率不断提升，主营产品盈利能力强。2021 年公司毛利率为 63.9%，较 2016 年提升 3.6pp，拆分来看公司各品类在渠道改革后毛利率均有提升。截止 2021 年，营收占比 10% 以上的产品中，上衣/衬衫/西裤/T 恤毛利率分别为 60.3%/70%/62.1%/73.9%，分别较 2016 年提升 10.6pp/6.5pp/6.2pp/10.9pp。

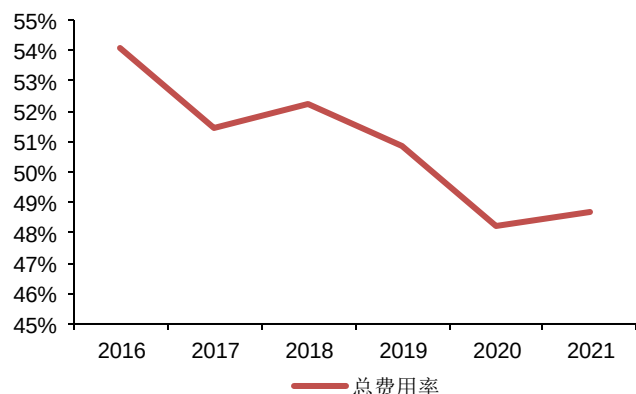
图 5：2016-2021 年公司毛利率/净利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

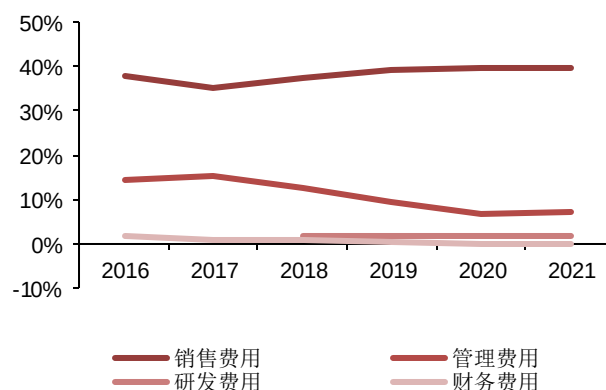
图 6：2016-2021 年公司分产品毛利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

管理费率降低带动总费用率回落。从费用端来看，2016-2021 年公司总费用率整体呈下降趋势，从 54.1% 回落至 48.7%，减少 5.4pp。2021 年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 39.6%/7.4%/1.7%/-0.1%，较 2016 年分别+1.6pp/-6.8pp/+1.7pp/-1.8pp，公司管理效率明显提升。

图 7：2016-2021 年公司总费用率


数据来源：公司财报，西南证券整理

图 8：2016-2021 年公司各项费用率


数据来源：公司财报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2022-2024 年报喜鸟、HAZZYS 及其他品牌门店数量稳步扩张，预计门店数合计达 1726 家、1771 家、1811 家。

假设 2：随着公司渠道改革推进经营效率持续改善，高毛利率产品占比提升，预计公司 2022-2024 年毛利率稳中有升，分别为 64%、64.2%、64.3%。

表 1：分品牌收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	4,451.37	5,152.57	6,052.15	7,193.75
yoy	17.52%	15.8%	17.5%	18.9%
营业成本	38.16	1854.9	2166.7	2568.2
毛利率	63.9%	64.0%	64.2%	64.3%
报喜鸟				
收入	1,611.51	1933.8	2359.3	2901.9
yoy	26.3%	20.0%	22.0%	23.0%
HAZZYS				
收入	1,452.35	1670.2	1970.8	2365.0
yoy	17.8%	15.0%	18.0%	20.0%
恺米切 & 乐飞叶 & TB				
收入	380.55	437.6	490.1	553.9
yoy	7.0%	15.0%	12.0%	13.0%
宝鸟				
收入	836.8	903.8	976.1	1054.2
yoy	6.6%	8.0%	8.0%	8.0%

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
其他品牌				
收入	45.1	49.6	55.7	62.7
yoy	9.31%	10.00%	12.40%	12.50%
其他				
收入	125.0	157.6	200.1	256.1
yoy	28.88%	26.00%	27.00%	28.00%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的九牧王、比音勒芬作为可比公司，考虑到公司产品年轻化转型初显成效，多品牌齐头并进竞争优势稳固，渠道效率持续改善，业绩稳步增长，给予 22 年 13 倍估值，目标价 5.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
601566.SH	九牧王	9.16	0.64	0.75	14.29	12.23
002832.SZ	比音勒芬	23.64	1.4	1.75	16.84	13.5
平均					15.57	12.87
002832.SZ	报喜鸟	4.09	0.4	0.49	10	8

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4451.37	5152.57	6052.15	7193.75	净利润	479.42	608.18	740.97	891.27
营业成本	1605.99	1854.93	2166.67	2568.17	折旧与摊销	152.05	126.79	130.32	134.33
营业税金及附加	43.97	50.13	59.18	70.23	财务费用	-2.79	-44.73	-53.85	-69.64
销售费用	1764.60	2050.72	2390.60	2848.72	资产减值损失	-75.48	-80.00	-80.00	-80.00
管理费用	328.82	386.44	459.96	553.92	经营营运资本变动	179.36	-340.77	-244.48	-134.88
财务费用	-2.79	-44.73	-53.85	-69.64	其他	-113.11	109.24	47.24	80.15
资产减值损失	-75.48	-80.00	-80.00	-80.00	经营活动现金流净额	619.45	378.72	540.20	821.23
投资收益	19.29	18.32	17.41	16.54	资本支出	7.68	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	-7.84	-4.35	-6.25	-5.88	其他	227.60	-68.41	33.56	23.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	235.28	-108.41	-6.44	-21.82
营业利润	625.14	789.05	960.74	1153.01	短期借款	-23.41	-80.09	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.31	-7.82	-8.94	-8.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	615.83	781.23	951.80	1144.86	股权融资	724.30	0.00	0.00	0.00
所得税	136.41	173.05	210.83	253.59	支付股利	-255.70	-61.91	-90.26	-105.53
净利润	479.42	608.18	740.97	891.27	其他	-101.42	31.58	51.25	67.18
少数股东损益	15.06	27.92	28.65	37.69	筹资活动现金流净额	343.77	-110.43	-39.01	-38.35
归属母公司股东净利润	464.36	580.26	712.32	853.58	现金流量净额	1198.13	159.88	494.75	761.05
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1906.73	2066.61	2561.36	3322.41	成长能力				
应收和预付款项	709.38	844.41	984.52	1171.22	销售收入增长率	17.52%	15.75%	17.46%	18.86%
存货	1149.31	1284.24	1528.95	1805.47	营业利润增长率	21.21%	26.22%	21.76%	20.01%
其他流动资产	111.20	92.78	109.74	123.58	净利润增长率	22.91%	26.86%	21.83%	20.28%
长期股权投资	248.32	248.32	248.32	248.32	EBITDA 增长率	12.10%	12.49%	19.07%	17.40%
投资性房地产	821.37	903.75	881.34	868.82	获利能力				
固定资产和在建工程	496.47	437.81	377.50	315.57	毛利率	63.92%	64.00%	64.20%	64.30%
无形资产和开发支出	227.03	209.02	189.12	171.85	三费率	46.97%	46.43%	46.21%	46.33%
其他非流动资产	447.72	437.60	427.48	417.37	净利率	10.77%	11.80%	12.24%	12.39%
资产总计	6117.54	6524.55	7308.34	8444.61	ROE	11.24%	12.64%	13.56%	14.26%
短期借款	80.09	0.00	0.00	0.00	ROA	7.84%	9.32%	10.14%	10.55%
应付和预收款项	901.51	1189.58	1259.28	1527.32	ROIC	32.80%	34.97%	36.39%	39.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.40%	16.91%	17.14%	16.93%
其他负债	869.81	522.73	586.11	668.61	营运能力				
负债合计	1851.41	1712.32	1845.39	2195.93	总资产周转率	0.81	0.82	0.88	0.91
股本	1459.33	1459.33	1459.33	1459.33	固定资产周转率	9.53	12.36	16.93	24.28
资本公积	768.82	768.82	768.82	768.82	应收账款周转率	7.93	8.14	8.10	8.18
留存收益	1933.11	2451.45	3073.52	3821.57	存货周转率	1.46	1.50	1.51	1.52
归属母公司股东权益	4161.42	4679.61	5301.67	6049.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.18%	—	—	—
少数股东权益	104.70	132.62	161.27	198.96	资本结构				
股东权益合计	4266.13	4812.23	5462.94	6248.68	资产负债率	30.26%	26.24%	25.25%	26.00%
负债和股东权益合计	6117.54	6524.55	7308.34	8444.61	带息债务/总负债	4.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.19	2.62	2.93	3.03
					速动比率	1.54	1.84	2.07	2.18
					股利支付率	55.06%	10.67%	12.67%	12.36%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	774.40	871.11	1037.21	1217.70	每股收益	0.32	0.40	0.49	0.58
PE	12.85	10.29	8.38	6.99	每股净资产	2.92	3.30	3.74	4.28
PB	1.40	1.24	1.09	0.96	每股经营现金	0.42	0.26	0.37	0.56
PS	1.34	1.16	0.99	0.83	每股股利	0.18	0.04	0.06	0.07
EV/EBITDA	1.77	1.00	0.43	-0.23					
股息率	4.28%	1.04%	1.51%	1.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn