

信义山证汇通天下

证券研究报告

中高端成人品牌服饰

报喜鸟 (002154.SZ)

首次评级

报告原因：公司快报

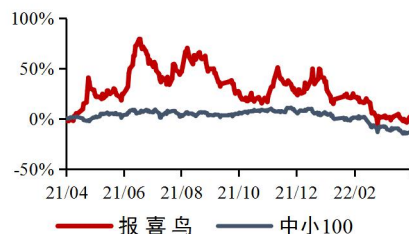
收入实现较快增长，盈利水平小幅提升

买入

2022 年 4 月 18 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 4 月 18 日

收盘价（元）：	3.87
总股本（亿股）：	14.59
流通股本（亿股）：	14.59
流通市值（亿元）：	56.48

基础数据：2021 年 12 月 31 日

每股净资产（元）：	2.85
每股资本公积（元）：	0.53
每股未分配利润（元）：	1.16

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **事件：**公司发布 2021 年年报，实现收入 44.51 亿元/+17.52%，实现归母净利润为 4.64 亿元/+26.7%，实现扣非归母净利润 4.14 亿元/+39.40%；拟每 10 股派发现金红利 2.70 元(含税)。其中，21Q4 公司实现收入 14.78 亿元/-3%，实现归母净利润 0.97 亿元/-23%，实现扣非归母净利润 1.05 亿元/+4%。

➤ **下半年收入增幅略有放缓，毛利率提升：**公司 21 年 Q1-Q4 收入增长分别为 53.59%/35.14%/12.47%/-3.21%，Q4 收入放缓主要受高基数、暖冬因素影响。21 年全年毛利率 63.92%，毛利率较去年同期提升 0.54pcts。

分渠道看：截至 2021 年末，公司已有门店 1,676 家门店（净增 43 家），其中直营店 752 家（+6 家），加盟店 924 家（+37 家）。21 年，公司直营渠道收入 17.58 亿元，同比增长 14.38%，毛利率上升 3.07pcts 至 78.05%；加盟收入 8.06 亿元，同比增长 38.34%，毛利率下滑 0.74pcts 至 65.34%；团购业务（职业装宝鸟、校服衣俪特）通过招投标、市场开拓等获取订单，实现收入 8.6 亿元，同比增长 7.42%，毛利率下降 2.42pcts 至 45.34%；线上方面，公司除传统电商平台合作外，并积极运营新零售业务，大力发展直播电商业务，21 年实现电商收入 6.81 亿元，同比增长 13.2%，毛利率提升 1.27pcts 至 65.42%。公司加盟收入快速增长，直营、电商稳步提升。

分品牌看：报喜鸟直营/加盟门店分别为 229 家（-1 家）/567 家（+18 家）；哈吉斯直营/加盟门店分别为 301 家（+13）/100 家（-5 家）；其它品牌直营/加盟门店分别为 222 家（-6 家）/257 家（+24 家）；公司渠道稳步扩张。21 年，报喜鸟品牌聚集核心品类西服，通过产品力、渠道力、品牌力、运营力的综合提升实现店效提升，并成功突破中部弱势市场，实现收入 16.12 亿元，同比增长 26.26%；哈吉斯 21 年实现持续稳健增长，毛利率提升，不变店业绩实现同比增长，全年实现收入 14.52 亿元，同比增长 17.83%；恺米切&乐飞叶&TB 实现收入 3.8 亿元，同比增长 7.02%。

➤ **费用总体稳定，加强激励及低基数致管理费用提升。**21 年公司三项费用合计 20.91 亿元/+18.26%。2021 年公司销售/管理/财务费用为 17.65/3.29/-0.03 亿元，同比增加 17.59%/24.77%/-175.81%，销售/管理/财务费用率分别为 39.64%/7.93%/-0.06%。其中，销售费用增长主要在于公司继续开拓销售渠道，并通过实施利润增长奖加强绩效激励，加大品牌宣传推广、店铺重新装修提升品牌形象所致；管理费用增加主因公司加强绩效激励、实施利润增长奖，

而且上年同期因疫情影响享受社保减免优惠政策而本报告期不再享有；财务费用率转负主因贷款减少、定期银行存款利息增加，整体来看公司费用率较为稳定。21 年，公司实现净利润 4.79 亿元/+22.91%，净利润率 10.77%，同比提升 0.47pcts。

投资建议：公司坚持“一主一副、一纵一横”的发展战略，多品牌经营，报喜鸟品牌 21 年突破中部弱势市场，店效提升；哈吉斯品牌持续保持较快增长，公司加大激励有望进一步调动员工积极性，预计公司 2022-24 年归母公司净利润 5.78/6.83/7.82 亿元，同比增长 24.5%/18.3%/14.4X%，对应 EPS 为 0.40/0.47/0.54 元，PE 为 9.3/7.8/6.8 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：疫情影响范围和持续时间超预期、终端消费不及预期、HAZZYS 续约失败风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,816	5,452	6,173
YoY(%)	15.7	17.5	8.2	13.2	13.2
净利润(百万元)	366	464	578	683	782
YoY(%)	74.4	26.7	24.5	18.3	14.4
毛利率(%)	63.4	63.9	62.7	63.0	63.3
EPS(摊薄/元)	0.25	0.32	0.40	0.47	0.54
ROE(%)	11.7	11.2	13.1	13.9	14.3
P/E(倍)	14.6	11.5	9.3	7.8	6.8
P/B(倍)	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
净利率(%)	9.7	10.4	12.0	12.5	12.7

资料来源：最闻科技，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2760	3877	4094	4803	5543
现金	694	1907	1969	2346	2867
应收票据及应收账款	548	574	630	733	810
预付账款	46	74	54	91	73
存货	965	1149	1249	1442	1579
其他流动资产	506	172	192	189	213
非流动资产	2099	2241	2123	2099	2073
长期投资	247	248	255	263	270
固定资产	488	446	432	434	435
无形资产	228	214	178	145	110
其他非流动资产	1136	1332	1257	1257	1258
资产总计	4859	6118	6216	6901	7616
流动负债	1357	1773	1681	1827	1895
短期借款	104	80	80	80	80
应付票据及应付账款	391	507	499	630	638
其他流动负债	862	1186	1102	1116	1177
非流动负债	180	78	78	78	78
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	180	78	78	78	78
负债合计	1536	1851	1760	1905	1973
少数股东权益	94	105	111	124	149
股本	1218	1459	1459	1459	1459
资本公积	286	769	769	769	769
留存收益	1724	1933	2225	2574	2967
归属母公司股东权益	3228	4161	4345	4872	5494
负债和股东权益	4859	6118	6216	6901	7616

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	719	619	552	595	751
净利润	390	479	585	696	807
折旧摊销	171	152	167	105	117
财务费用	4	-3	0	1	-5
投资损失	-25	-19	-18	-21	-21
营运资金变动	18	-142	-183	-187	-151
其他经营现金流	161	152	0	1	4
投资活动现金流	-301	235	-30	-60	-75
筹资活动现金流	-145	344	-459	-158	-155
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.32	0.40	0.47	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.42	0.38	0.41	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.85	2.98	3.34	3.76

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3788	4451	4816	5452	6173
营业成本	1387	1606	1799	2018	2266
营业税金及附加	36	44	50	54	61
营业费用	1501	1765	1902	2126	2377
管理费用	264	329	366	382	432
研发费用	60	76	83	93	103
财务费用	4	-3	0	1	-5
资产减值损失	-90	-75	-96	-82	-74
公允价值变动收益	-9	-8	-0	-1	-4
投资净收益	25	19	18	21	21
营业利润	516	625	779	930	1079
营业外收入	6	13	10	10	10
营业外支出	9	22	10	11	13
利润总额	513	616	779	929	1076
所得税	123	136	195	232	269
税后利润	390	479	585	696	807
少数股东损益	24	15	7	13	25
归属母公司净利润	366	464	578	683	782
EBITDA	670	716	893	974	1119

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	15.7	17.5	8.2	13.2	13.2
营业利润(%)	87.1	21.2	24.7	19.3	16.0
归属于母公司净利润(%)	74.4	26.7	24.5	18.3	14.4
获利能力					
毛利率(%)	63.4	63.9	62.7	63.0	63.3
净利率(%)	9.7	10.4	12.0	12.5	12.7
ROE(%)	11.7	11.2	13.1	13.9	14.3
ROIC(%)	11.3	10.0	12.1	13.0	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	31.6	30.3	28.3	27.6	25.9
流动比率	2.0	2.2	2.4	2.6	2.9
速动比率	1.2	1.4	1.6	1.7	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	8.0	7.9	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	3.2	3.6	3.6	3.6	3.6
估值比率					
P/E	14.6	11.5	9.3	7.8	6.8
P/B	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	5.2	4.1	3.4	2.5

资料来源：最闻科技、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

——无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

——公司投资评级标准

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业投资评级标准

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险投资评级标准

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施

细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

