

恺米切处于收购过程中，宝鸟维持较快增长

报喜鸟(002154)

评级:	买入	股票代码:	002154
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.84/3.34
目标价格:		总市值(亿)	58.08
最新收盘价:	3.98	自由流通市值(亿)	44.28
		自由流通股数(百万)	1,112.46

事件概述

2022H 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 19.96/2.65/2.02 亿元，同比增长 1.04%/1.07%/-9.93%，业绩低于预期，非经主要为政府补助 0.74 亿元；其中 Q2 单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为 8.38/0.59/0.36 亿元，同比下降 14%/27%/48%。每 10 股派发 2 元现金红利（含税）。

2022 年 6 月 10 日，公司及子公司上海卡米其服饰有限公司与 FENICIA S.P.A、恺米切（上海）贸易有限公司共同签订《标的资产购买协议》；截止至 6 月 28 日，已完成恺米切（上海）贸易有限公司 100%股权转让手续，但业务交接尚未完成、相关商标转让手续正在办理中，收购金额为 9300 万元。收购完成后，恺米切品牌将实行研发和供应链自主化，有助于进一步降低成本、提升毛利率。恺米切作为意大利专业衬衫品牌，已有 90 多年历史，是意大利的“衬衫之父”。

分析判断：

线上和宝鸟维持较快增长。（1）分品牌来看，22H 报喜鸟/HAZZYS/恺米切&乐飞叶&TB/宝鸟/其他收入为 7.04/6.62/1.44/4.31/0.17 亿元、同比增长-1.11%/-4.7%/-21.9%/36.95%/-14.65%，我们分析，Q1 主品牌和 HAZZYS 均保持了 10%以上的增长，但 Q2 放缓则由于受疫情影响，主品牌定制业务量体巡店无法开展、从而加盟收入下滑，以及 HAZZYS 主要店铺位于江浙沪；宝鸟维持较快增长主要受益于集采趋势、且公司获取大单能力提升。从外延和内生来看，22H1 报喜鸟店面数量未变，保持 796 家（直营/加盟净关 5/-5 家至 224/572 家），HAZZYS 净关 9 家至 392 家（直营/加盟净关 5/4 家至 296/96 家），对应 22H 报喜鸟/HAZZYS 店数同比增长 3.1%/2.6%，店效（177/337 万元）同比下降 4%/7%，平效（0.85/2.75 万元）同比下降 4%/11%，单店面积提升 0.1%/4%。（2）分渠道来看，线上与团购渠道高增，22H 线上/直营/加盟/团购/其他收入分别为 3.62/7.31/3.28/4.50/0.86 亿元、同比增长 23.55%/-18.32%/4.46%/39.32%/-14%，线上收入占比超过 30%，加盟 Q2 较 Q1 放缓主要由于报喜鸟定制业务受疫情影响。22H 直营/加盟店数同比增长-0.4%/5.4%，直营店效/加盟单店出货（199/71 万元）同比下降 17.99%/0.7%，直营平效/加盟单店出货平效（1.78/0.41 万元）同比增长 -22%/0.6%，单店面积（112/175 m²），增速 5%/-1%。

毛利率同比下降，净利率保持稳定主要由于管理和财务费用率下降及政府补助增长。（1）22H1 公司毛利率为 64.44%、同比下降 2.5PCT，主要由于低毛利的团购业务占比提升；22H 电商/直营/加盟/团购/其他毛利率分别为 68.06%/77.63%/67.71%/44.79%/42.60%、同比提高-0.71/0.15/0.74/-4.11/-8.27PCT。22Q2 毛利率为 62.66%、同比下降 4.09PCT。22H 净利率为 13.40%、同比提高 0.12PCT；22Q2 净利率为 7.38%、同比下降 0.8PCT。（2）从费用率看，22H 销售/管理/研发/财务费用率分别为 41%/7%/2%/-1%、同比提高 0.53/-0.8/0.12/-0.88PCT，22Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 44%/8%/2%/-1%、同比增长 1/-2/1/-2PCT，管理费用率下降主要由于计提的超额奖金较上年同期减少。政府补助为 0.74 亿元。（3）子公司（迪睿/迪美瑞）/宝鸟/凤凰尚分别实现净利润 0.9/0.24/1.44 亿元、同比增长 33%/233%/117%，净利率为 24.02%/5.5%/16.78%。

存货风险可控。22H 末存货为 11.07 亿元、较 Q1 增长 2%，存货周转天数为 286 天、同比增加 16 天；应收账款为 6.26 亿元、同比增长 9%，应收账款周转天数为 54 天、同比增加 3 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，疫情后消费复苏偏弱，但由于 HAZZYS 主要渠道以江浙沪为主、复苏弹性有望高于行业；（2）公司下半年有望加速开店，我们判断 22 年主品牌、HAZZYS 分别开店有望在 80 家左右，考虑关店后对应外延增长 10-15%/15-20%；（3）公司 21 年计提接近 6000 万元超额奖金为一次性影响，利润端弹性更大。（3）长期来看，恺米切有望复制公司多品牌运营经验，收购后一方面有望加快开店，另一方面有望通过供应链本土化提升利润率。

维持 22/23/24 年收入为 50.3/59.4/68.9 亿元，22/23/24 年归母净利为 5.69/6.97/8.2 亿元，对应 22/23/24 年 EPS 为 0.39/0.48/0.56 元，2022 年 8 月 19 日股价 3.98 元对应 PE 分别为 10/8/7X，目前估值处于底部，维持买入评级，大股东定增成本 3.07 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	5,026	5,943	6,891
YoY (%)	15.7%	17.5%	12.9%	18.3%	15.9%
归母净利润(百万元)	366	464	569	697	820
YoY (%)	74.4%	26.7%	22.5%	22.5%	17.7%
毛利率 (%)	63.4%	63.9%	64.1%	64.4%	64.8%
每股收益 (元)	0.25	0.32	0.39	0.48	0.56
ROE	11.4%	11.2%	12.4%	13.5%	14.1%
市盈率	15.85	12.51	10.21	8.33	7.08

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,451	5,026	5,943	6,891	净利润	479	580	719	855
YoY (%)	17.5%	12.9%	18.3%	15.9%	折旧和摊销	235	61	58	60
营业成本	1,606	1,804	2,115	2,427	营运资金变动	-141	136	127	127
营业税金及附加	44	50	59	69	经营活动现金流	619	864	987	1,124
销售费用	1,765	1,990	2,351	2,725	资本开支	-103	-3	-9	-10
管理费用	329	372	440	510	投资	316	-684	-832	-1,009
财务费用	-3	-36	-38	-38	投资活动现金流	235	-662	-811	-985
资产减值损失	-75	-111	-113	-116	股权募资	734	0	0	0
投资收益	19	25	30	34	债务募资	175	-80	0	0
营业利润	625	726	898	1,068	筹资活动现金流	344	-222	-140	-140
营业外收支	-9	0	0	0	现金净流量	1,198	-19	36	-1
利润总额	616	726	898	1,068					
所得税	136	145	180	214	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	479	580	719	855	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	464	569	697	820	营业收入增长率	17.5%	12.9%	18.3%	15.9%
YoY (%)	26.7%	22.5%	22.5%	17.7%	净利润增长率	26.7%	22.5%	22.5%	17.7%
每股收益	0.32	0.39	0.48	0.56	盈利能力 (%)				
					毛利率	63.9%	64.1%	64.4%	64.8%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率率	10.8%	11.5%	12.1%	12.4%
货币资金	1,907	1,888	1,924	1,922	总资产收益率 ROA	7.6%	8.4%	8.9%	9.1%
预付款项	74	54	63	73	净资产收益率 ROE	11.2%	12.4%	13.5%	14.1%
存货	1,149	1,137	1,101	1,064	偿债能力 (%)				
其他流动资产	746	1,629	2,765	4,106	流动比率	2.19	2.33	2.38	2.45
流动资产合计	3,877	4,708	5,853	7,165	速动比率	1.48	1.73	1.90	2.06
长期股权投资	248	248	248	248	现金比率	1.08	0.93	0.78	0.66
固定资产	446	393	339	284	资产负债率	30.3%	30.9%	32.4%	33.3%
无形资产	214	199	187	175	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,241	2,099	1,966	1,831	总资产周转率	0.73	0.74	0.76	0.77
资产合计	6,118	6,807	7,818	8,997	每股指标 (元)				
短期借款	80	0	0	0	每股收益	0.32	0.39	0.48	0.56
应付账款及票据	507	544	637	731	每股净资产	2.85	3.15	3.53	3.99
其他流动负债	1,186	1,479	1,818	2,187	每股经营现金流	0.42	0.59	0.68	0.77
流动负债合计	1,773	2,022	2,455	2,919	每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	78	78	78	78	PE	12.51	10.21	8.33	7.08
非流动负债合计	78	78	78	78	PB	1.76	1.17	1.04	0.92
负债合计	1,851	2,100	2,533	2,997					
股本	1,459	1,459	1,459	1,459					
少数股东权益	105	116	138	172					
股东权益合计	4,266	4,707	5,285	6,000					
负债和股东权益合计	6,118	6,807	7,818	8,997					

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，10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。

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。