

哈吉斯高质量增长，盈利能力保持稳健

核心观点

- 公司前三季度实现营业收入 30.4 亿，同比增长 2.2%，实现归母净利润 3.8 亿，同比增长 4.7%，单 Q3 来看，公司实现营业收入和净利润为 10.4 亿和 1.2 亿，分别同比增长 4.5%和 13.8%。
- **哈吉斯品牌领跑增长。**分品牌来看，22Q3 哈吉斯、报喜鸟和宝鸟的收入预计实现高双位数、低单位数和中单位数增长，哈吉斯增速仍然超过同行，考虑到哈吉斯和报喜鸟单 Q3 净增门店仅 10+家，因此增长主要由同店驱动。宝鸟增速较上半年所有放缓，主要系疫情影响正常商务接单所致。其他品牌三季度销售有所波动，特别是恺米切因为前期处于并购流程中，短期从货品和渠道上均带来一定影响，明年起预期逐步好转。
- **费用控制卓有成效，盈利能力保持稳健。**1) 毛利率：22Q3 毛利率同比增长 0.4pct 至 62.6%，主要原因包括折扣同比提升、宝鸟优质客户占比增加，以及高毛利的哈吉斯占比提升等；2) 费用率：22Q3 销售/管理/研发费用率分别为 36.8%/7.6%/1.8%，同比下滑 1.3/1.1/0pct，费用控制力度较好。3) 有效税率：22Q3 有效税率为 21.3%，同比提升 1.5pct。4) 净利率：22Q3 公司实现归母净利润率为 11.5%，同比提升 0.9pct。
- **存货略有增长但整体可控。**截至 22Q3 末，存货周转天数为 298 天，环比中报增长 12 天，同比增加 15 天，存货金额为 12.8 亿，同比增长 6.8%。
- 考虑到 22Q4 政府补助（按照之前公告预计有 2,700 多万）以及预计今年超额奖励费用/奖金的减少（2021 年业绩超公司年初预算，奖金发放较多），推测 22Q4 业绩弹性较为可观，同时我们也看好公司在双十一期间的表现。中长期来看，哈吉斯在逆境下仍然保持高质量增长，体现出品牌持续改善的产品力和零售运营能力，对比竞品品牌，未来哈吉斯品牌无论在门店数量还是面积上均有较大提升空间。随着多品牌矩阵逐步搭建完成，我们对公司未来经营的可持续增长能力保持期待。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，我们微调盈利预测，预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.36、0.43 和 0.53 元（原 2022-2024 为 0.35、0.44 和 0.55 元），参考可比公司，维持 2022 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 5.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：品牌拓展不及预期、疫情反复、行业竞争加剧、终端消费需求减弱

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,673	5,566	6,531
同比增长(%)	15.7%	17.5%	5.0%	19.1%	17.3%
营业利润(百万元)	516	625	721	845	1,043
同比增长(%)	87.1%	21.2%	15.3%	17.3%	23.4%
归属母公司净利润(百万元)	366	464	531	624	771
同比增长(%)	74.4%	26.7%	14.3%	17.5%	23.6%
每股收益(元)	0.25	0.32	0.36	0.43	0.53
毛利率(%)	63.4%	63.9%	62.6%	63.1%	63.5%
净利率(%)	9.7%	10.4%	11.4%	11.2%	11.8%
净资产收益率(%)	12.1%	12.6%	12.5%	14.1%	16.4%
市盈率	13.9	10.9	9.6	8.1	6.6
市净率	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年10月27日）	3.56 元
目标价格	5.04 元
52 周最高价/最低价	5.2/2.96 元
总股本/流通 A 股（万股）	145,933/111,417
A 股市值（百万元）	5,195
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2022 年 10 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.83	-3.52	-6.41	-10.57
相对表现	2.47	3.19	7.65	15.3
沪深 300	-3.3	-6.71	-14.06	-25.87



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
赵越峰	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 香港证监会牌照：BPU173
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

联系人

杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

至暗时刻已过，未来各品牌看点充足	2022-08-21
2021 稳健增长，多品牌矩阵可期	2022-04-19
多品牌矩阵初见雏形，看好公司中长期发展	2022-03-02

根据三季报，我们微调盈利预测（下调了收入、管理费用率），预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.36、0.43 和 0.53 元（原 2022-2024 为 0.35、0.44 和 0.55 元），参考可比公司，维持 2022 年 14 倍 PE 估值，对应目标价 5.04 元，维持“买入”评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	694	1,907	2,087	2,384	2,798	营业收入	3,788	4,451	4,673	5,566	6,531
应收票据、账款及款项融资	548	576	604	720	845	营业成本	1,387	1,606	1,749	2,054	2,385
预付账款	46	74	78	93	109	营业税金及附加	36	44	46	55	65
存货	965	1,149	1,252	1,470	1,707	销售费用	1,501	1,765	1,841	2,165	2,528
其他	506	170	174	191	208	管理费用及研发费用	323	404	379	445	516
流动资产合计	2,760	3,877	4,195	4,858	5,666	财务费用	4	(3)	(17)	(24)	(29)
长期股权投资	247	248	248	248	248	资产、信用减值损失	104	87	87	87	87
固定资产	488	446	552	649	746	公允价值变动收益	(9)	(8)	(8)	(8)	(8)
在建工程	1	50	50	50	50	投资净收益	25	19	19	19	19
无形资产	228	214	262	310	358	其他	65	65	121	51	51
其他	1,135	1,282	1,003	962	962	营业利润	516	625	721	845	1,043
非流动资产合计	2,099	2,241	2,116	2,220	2,365	营业外收入	6	13	13	13	13
资产总计	4,859	6,118	6,311	7,078	8,031	营业外支出	9	22	22	22	22
短期借款	104	80	80	404	815	利润总额	513	616	711	836	1,034
应付票据及应付账款	391	507	553	649	753	所得税	123	136	164	192	238
其他	862	1,186	1,205	1,284	1,370	净利润	390	479	548	644	796
流动负债合计	1,357	1,773	1,838	2,338	2,938	少数股东损益	24	15	17	20	25
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	366	464	531	624	771
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.32	0.36	0.43	0.53
其他	180	78	53	53	53						
非流动负债合计	180	78	53	53	53	主要财务比率					
负债合计	1,536	1,851	1,892	2,391	2,992		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	94	105	122	142	167	成长能力					
实收资本(或股本)	1,218	1,459	1,459	1,459	1,459	营业收入	15.7%	17.5%	5.0%	19.1%	17.3%
资本公积	286	769	769	769	769	营业利润	87.1%	21.2%	15.3%	17.3%	23.4%
留存收益	1,724	1,933	2,070	2,316	2,644	归属于母公司净利润	74.4%	26.7%	14.3%	17.5%	23.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,322	4,266	4,420	4,687	5,039	毛利率	63.4%	63.9%	62.6%	63.1%	63.5%
负债和股东权益总计	4,859	6,118	6,311	7,078	8,031	净利率	9.7%	10.4%	11.4%	11.2%	11.8%
						ROE	12.1%	12.6%	12.5%	14.1%	16.4%
						ROIC	12.1%	12.4%	12.1%	13.0%	14.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	31.6%	30.3%	30.0%	33.8%	37.3%
净利润	390	479	548	644	796	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	120	91	66	46	5	流动比率	2.03	2.19	2.28	2.08	1.93
财务费用	4	(3)	(17)	(24)	(29)	速动比率	1.26	1.50	1.56	1.41	1.31
投资损失	(25)	(19)	(19)	(19)	(19)	营运能力					
营运资金变动	(42)	124	(81)	(204)	(220)	应收账款周转率	8.1	7.9	7.9	8.4	8.4
其它	273	(53)	199	22	23	存货周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
经营活动现金流	719	619	695	465	555	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	82	(28)	(150)	(150)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	54	96	0	0	0	每股收益	0.25	0.32	0.36	0.43	0.53
其他	(437)	167	11	11	11	每股经营现金流	0.59	0.42	0.48	0.32	0.38
投资活动现金流	(301)	235	(139)	(139)	(139)	每股净资产	2.21	2.85	2.95	3.11	3.34
债权融资	0	65	0	0	0	估值比率					
股权融资	1	724	0	0	0	市盈率	13.9	10.9	9.6	8.1	6.6
其他	(145)	(445)	(377)	(29)	(3)	市净率	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0
筹资活动现金流	(145)	344	(377)	(29)	(3)	EV/EBITDA	5.4	4.9	4.5	4.0	3.4
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.7	5.6	4.9	4.2	3.4
现金净增加额	273	1,198	180	298	413						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn