

报喜鸟 (002154.SZ)

三季度净利润增长 14%，毛利率同比提升

买入

核心观点

单三季度收入增长 4.5%，毛利率和费用率优化促进扣非净利润增长 33%。

2022 单三季度公司收入+4.5%至 10.4 亿元，净利润+13.8%至 1.2 亿元，扣非净利润增长 33.4%至 1.1 亿元，主要是营业外收支净额同比减少 644 万元和政府补助减少 400 万元。分品牌看，三季度哈吉斯维持良好增长，报喜鸟主品牌和宝鸟相对较慢。分渠道看，线上保持快速增长，加盟渠道由于更多布局中低线城市，在疫情影响下增长略好于直营。三季度毛利率+0.4 个百分点至 62.6%（二季度下滑 4.1 个百分点），反映公司较好的库存和折扣水平。公司疫情期间加大费用管控力度，费用率合计下滑 3 个百分点至 45.5%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-1.3/-1.1/-0.7/0 百分点，管理费用率下降主要由于今年超额奖金减少。Q3 末存货金额同比增长 6.8%，存货周转同比/环比提升 14/12 天至 298 天，主要由于秋冬旺季提前备货，库存水平总体可控。

开店进度符合预期，黄金周销售表现良好但近期较疲软，看好双 11 和秋冬旺季发力。三季度公司两大主品牌开店情况符合预期，四季度将按计划稳步拓展门店。9-10 月以来各地疫情形势严峻、防控升级令消费疲软，公司零售增长总体有所放缓，但黄金周期间销售出现一定的反弹，我们看好公司在接下来双 11 和秋冬旺季的积极发力，四季度业绩有望在去年低基数、今年政府补助（预计四季度 2676 万）的推动下实现快速增长。

风险提示：疫情反复、品牌形象受损、渠道拓展不及预期、系统性风险。

投资建议：疫情下经营韧性良好，看好品牌中长期发展前景。三季度在疫情影响下，公司业绩展现较强的韧性，保持较好的折扣和库存水平，我们看好四季度旺季发力和低基数下的业绩弹性。中长期看，主品牌继续执行品牌升级和年轻化策略，将获得超越传统西服的阿尔法增长；哈吉斯凭借英伦基因，在集团精心培育下景气成长，从中国高净值人群规模和品牌低线城市渠道渗透率看，预计仍有广阔成长空间，我们看好公司中长期成长潜力。由于近期疫情形势较严峻，小幅下调盈利预测，预计 2022~2024 年净利润分别 5.3/6.6/7.8 亿元（原 5.5/6.8/8.0 亿元），同比增长 15%/24%/18%，对应 2022 年 PE 13~14x，下调合理估值 4.7~5.1 元（原 5.6~6.0 元），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,665	5,430	6,197
(+/-%)	15.7%	17.5%	4.8%	16.4%	14.1%
净利润(百万元)	366	464	533	659	775
(+/-%)	74.4%	26.7%	14.7%	23.7%	17.7%
每股收益(元)	0.30	0.32	0.36	0.45	0.53
EBIT Margin	14.3%	14.2%	14.3%	15.7%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	11.4%	11.2%	11.7%	13.2%	14.0%
市盈率 (PE)	11.6	10.9	9.5	7.7	6.6
EV/EBITDA	9.0	9.6	9.4	7.7	6.8
市净率 (PB)	1.31	1.22	1.12	1.02	0.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.70 - 5.10 元
收盘价	3.48 元
总市值/流通市值	5077/3877 百万元
52 周最高价/最低价	5.86/3.34 元
近 3 个月日均成交额	45.42 百万元

市场走势

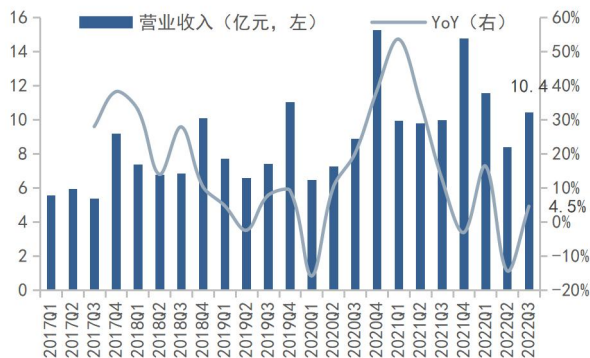


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

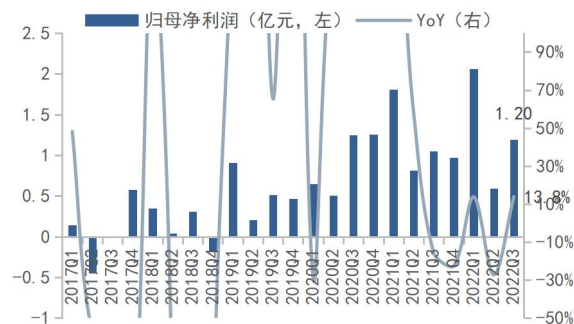
- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 变革重焕新生，哈吉斯快速成长打开景气空间》——2022-09-19
- 《报喜鸟 (002154.SZ) - 上半年收入和业绩增长 1%，库龄优化》——2022-08-23

图1：公司季度营业收入及增速（亿元，%）



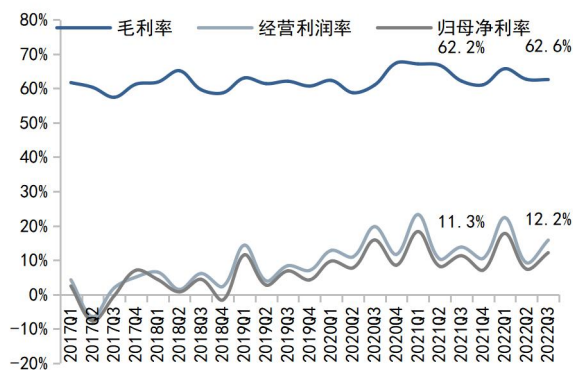
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度净利润和增长（亿元，%）



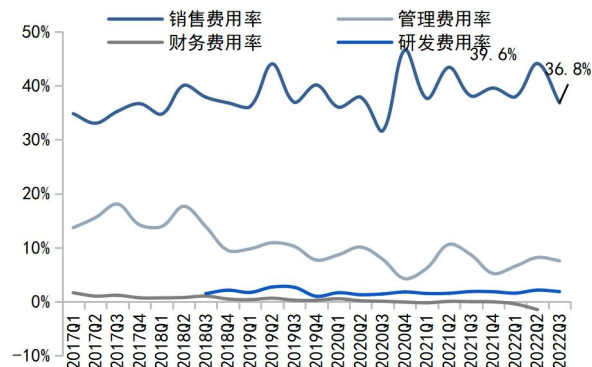
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度利润率水平



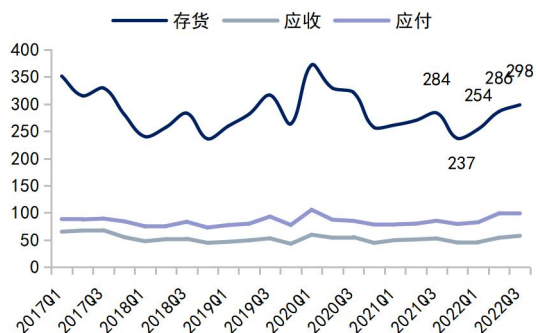
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度费用率水平



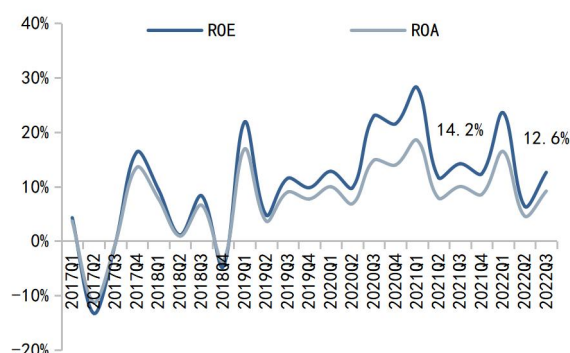
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度营运资金周转天数



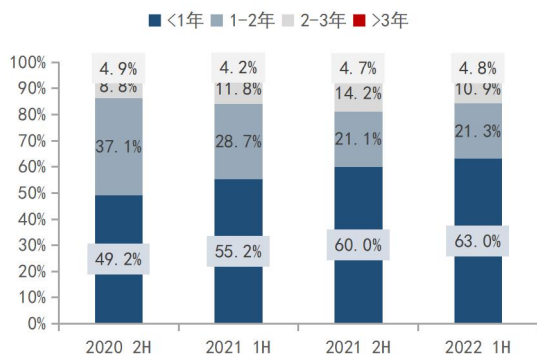
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司上半年库龄结构逆势优化（按金额）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：2017~2021 年哈吉斯坪效持续提升（含税，元/月）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：2017~2019 年换算成包括租金扣点的口径，换算后与 2020~2021 年口径一致。

投资建议：疫情下经营韧性良好，看好品牌中长期发展前景

三季度在疫情影响下，公司业绩展现较强的韧性，保持较好的折扣和库存水平，我们看好四季度旺季发力和低基数下的业绩弹性。中长期看，主品牌继续执行品牌升级和年轻化策略，将获得超越传统西服的阿尔法增长；哈吉斯凭借英伦基因，在集团精心培育下景气成长，从中国高净值人群规模和品牌低线城市渠道渗透率看，预计仍有广阔成长空间，我们看好公司中长期成长潜力。由于近期疫情形势较严峻，小幅下调盈利预测，预计 2022~2024 年净利润分别 5.3/6.6/7.8 亿元（原 5.5/6.8/8.0 亿元），同比增长 15%/24%/18%，对应 2022 年 PE 13~14x，下调合理估值 4.7~5.1 元（原 5.6~6.0 元），维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,665	5,430	6,197
(+/-%)	15.7%	17.5%	4.8%	16.4%	14.1%
净利润(百万元)	366	464	533	659	775
(+/-%)	74.4%	26.7%	14.7%	23.7%	17.7%
每股收益（元）	0.30	0.32	0.36	0.45	0.53
EBIT Margin	14.3%	14.2%	14.3%	15.7%	16.0%
净资产收益率（ROE）	11.4%	11.2%	11.7%	13.2%	14.0%
市盈率（PE）	11.6	10.9	9.5	7.7	6.6
EV/EBITDA	9.0	9.6	9.4	7.7	6.8
市净率（PB）	1.31	1.22	1.12	1.02	0.92

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021~2023	2022	人民币亿元
002154	报喜鸟	买入	3.48	0.32	0.36	0.45	0.53	10.9	9.7	7.7	6.6	18.6%	0.52	50
主营男士正装/商务休闲公司														
01234	中国利郎	买入	3.23	0.39	0.49	0.56	0.65	8.3	6.6	5.8	5.0	19.7%	0.33	38
002029	七匹狼	无评级	5.40	0.32	0.37	0.47	0.00	16.9	14.6	11.4	-	21.7%	0.67	40
601566	九牧王	无评级	7.09	0.34	0.23	0.56	0.66	20.9	30.4	12.6	10.8	28.8%	1.06	40
600398	海澜之家	增持	4.17	0.41	0.54	0.63	0.70	10.2	7.7	6.6	6.0	24.0%	0.32	179
平均值								14.0	14.8	9.1	7.2		0.60	
定位服装景气子赛道的品牌公司														
002832	比音勒芬	买入	22.62	1.15	1.38	1.71	2.03	19.7	16.4	13.2	11.1	21.9%	0.75	126
002563	森马服饰	增持	4.58	0.55	0.34	0.56	0.62	8.3	13.5	8.2	7.4	0.6%	24.17	122
01368	特步国际	买入	7.18	0.36	0.42	0.51	0.65	19.8	17.1	14.1	11.1	18.4%	0.93	187
平均值								15.9	15.7	11.9	9.9		8.62	
积极改革提质增效的服装公司														
03998	波司登	买入	3.32	0.16	0.19	0.23	0.27	20.8	17.5	14.7	12.3	18.9%	0.93	358
603877	太平鸟	增持	16.64	1.44	1.23	1.62	1.98	11.6	13.5	10.3	8.4	6.1%	2.23	77
平均值								16.2	15.5	12.5	10.3		1.58	
高端女装公司														
603587	地素时尚	买入	14.02	1.43	1.22	1.52	1.78	9.8	11.5	9.2	7.9	3.0%	3.83	66
603808	歌力思	增持	8.40	0.87	0.58	1.09	1.28	9.7	14.5	7.7	6.6	11.8%	1.23	31
03306	江南布衣	买入	5.93	1.08	1.15	1.36	-	5.5	5.2	4.4	3.7	12.2%	0.42	29
平均值								8.3	10.4	7.1	6.1		1.83	

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所预测和整理。备注: 无评级的 A 股股票 EPS 预测值来自 wind 一致预期, 无评级的港股股票 EPS 预测值来自彭博一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	694	1907	2433	2839	3343	营业收入	3788	4451	4665	5430	6197
应收款项	619	635	639	774	883	营业成本	1387	1606	1744	1971	2250
存货净额	965	1149	995	1067	1215	营业税金及附加	36	44	44	52	58
其他流动资产	101	164	172	200	228	销售费用	1501	1765	1838	2129	2411
流动资产合计	2760	3877	4260	4901	5691	管理费用	264	329	298	345	389
固定资产	489	496	490	545	576	研发费用	60	76	84	92	104
无形资产及其他	228	214	207	199	191	财务费用	4	(3)	(29)	(45)	(53)
投资性房地产	1135	1282	1282	1282	1282	投资收益	25	19	5	11	12
长期股权投资	247	248	248	248	248	资产减值及公允价值变动	82	68	(110)	(113)	(123)
资产总计	4859	6118	6486	7176	7988	其他收入	(188)	(173)	41	9	9
短期借款及交易性金融负债	104	145	152	177	202	营业利润	516	625	706	885	1041
应付款项	391	507	568	624	711	营业外净收支	(3)	(9)	1	0	0
其他流动负债	862	1121	1053	1206	1368	利润总额	513	616	707	885	1041
流动负债合计	1357	1773	1774	2007	2281	所得税费用	123	136	170	221	260
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	24	15	5	5	6
其他长期负债	180	78	70	62	53	归属于母公司净利润	366	464	533	659	775
长期负债合计	180	78	70	62	53	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1536	1851	1844	2069	2335	净利润	366	464	533	659	775
少数股东权益	94	105	108	112	116	资产减值准备	(87)	(14)	87	6	7
股东权益	3228	4161	4534	4995	5538	折旧摊销	102	91	68	84	99
负债和股东权益总计	4859	6118	6486	7176	7988	公允价值变动损失	(82)	(68)	110	113	123
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	4	(3)	(29)	(45)	(53)
每股收益	0.30	0.32	0.36	0.45	0.53	营运资本变动	12	(149)	216	(29)	(38)
每股红利	0.01	0.19	0.11	0.14	0.16	其它	110	20	(84)	(2)	(2)
每股净资产	2.65	2.85	3.11	3.42	3.79	经营活动现金流	422	345	930	830	963
ROIC	17%	16%	16%	24%	27%	资本开支	(10)	(136)	(251)	(251)	(251)
ROE	11%	11%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(278)	358	0	0	0
毛利率	63%	64%	63%	64%	64%	投资活动现金流	(285)	220	(251)	(251)	(251)
EBIT Margin	14%	14%	14%	16%	16%	权益性融资	(1)	734	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	16%	17%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	18%	5%	16%	14%	支付股利、利息	(11)	(279)	(160)	(198)	(232)
净利润增长率	74%	27%	15%	24%	18%	其它融资现金流	104	472	7	25	25
资产负债率	34%	32%	30%	30%	31%	融资活动现金流	81	647	(153)	(173)	(207)
息率	0.2%	5.5%	3.1%	3.9%	4.6%	现金净变动	217	1213	526	406	504
P/E	11.6	10.9	9.5	7.7	6.6	货币资金的期初余额	477	694	1907	2433	2839
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	货币资金的期末余额	694	1907	2433	2839	3343
EV/EBITDA	9.0	9.6	9.4	7.7	6.8	企业自由现金流	516	298	538	441	555
						权益自由现金流	620	770	568	500	620

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032