

报喜鸟 (002154.SZ)

2023年净利润增长52%，哈吉斯开店较积极

买入

核心观点

2023年收入增长22%，毛利率提升明显，存货周转天数减少。公司是国内中高端男装品牌集团。2023年公司收入增长22%至52.5亿元，归母净利润增长52%至7.0亿元，1)分品牌看，报喜鸟/哈吉斯/乐飞叶收入增长17%/24%/41%至17.3/17.6/2.6亿元；2)分渠道看，线下直营在低基数上增长44%，团购业务增长16%，批发和电商预计分别受到加盟商处理库存和线上客流承压影响，仅小幅增长。直营占比提升、折扣收窄带动毛利率同比提升2个百分点。即使超额奖金费用计提增加较多，但收入快速增长带动费用率下降，归母净利率同比提升2.8个百分点至13.9%。从营运情况看，存货周转天数236天，同比下降32天，1年内存货金额小幅提升至54%。2023年经营活动现金流净额11.5亿元，净现比1.65，现金分红占归母净利润比例52%。

第四季度毛利率提升明显。2023第四季度公司收入同比增长24%，归母净利润同比增长92%。由于库存良性、严控折扣，毛利率提升4.7个百分点至64.9%，相较2021第四季度也提升了3.9个百分点。

哈吉斯门店数同比增长近10%。三年疫情期间，审慎经营策略下，哈吉斯开店步伐放缓。2023年以来哈吉斯恢复较快的开店步伐，全年门店同比净开9.6%至457家，下半年环比上半年净增26家门店，中长期看品牌门店保有量相比竞品仍有较大扩张空间。同时哈吉斯和报喜鸟单店面积分别同比增加2/3平米至210/128平米。

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：业绩良好，经营质量较高，继续看好中长期成长前景。2023年公司业绩良好、经营质量较高。展望2024年，第一季度在高基数上增速放缓，后续有望提速。哈吉斯品牌继续保持良好开店扩张势头，新品牌乐飞叶增长潜力逐步显现，报喜鸟与宝鸟预计稳步成长。中长期看，哈吉斯定位泛运动休闲景气赛道，逐步在细分消费群中建立心智，仍有广阔成长空间。由于2024年消费行业延续弱复苏，审慎起见，小幅下调公司收入及上调费用率，预计2024~2026年归母净利润分别8.1/9.2/10.4亿元，同比增长15.8%/14.4%/12.5%(原2024-2025年为8.3/9.6亿元)。维持目标价8.0-8.5元，对应2024年PE 14.4-15.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,800	6,456	7,160
(+/-%)	-3.1%	21.8%	10.4%	11.3%	10.9%
净利润(百万元)	459	698	808	924	1039
(+/-%)	-1.2%	52.1%	15.8%	14.4%	12.5%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.55	0.63	0.71
EBIT Margin	13.8%	16.0%	17.0%	17.5%	17.8%
净资产收益率(OOE)	11.7%	16.1%	17.0%	17.7%	18.1%
市盈率(PE)	19.6	12.9	11.1	9.7	8.6
EV/EBITDA	16.0	12.5	11.1	9.2	8.3
市净率(PB)	2.28	2.07	1.89	1.72	1.57

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：关竣尹

0755-81982834

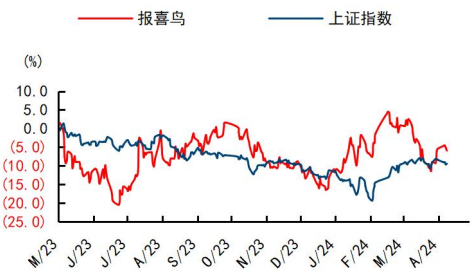
cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	8.00 - 8.50元
收盘价	6.15元
总市值/流通市值	8975/7238百万元
52周最高价/最低价	6.99/4.97元
近3个月日均成交额	121.43百万元

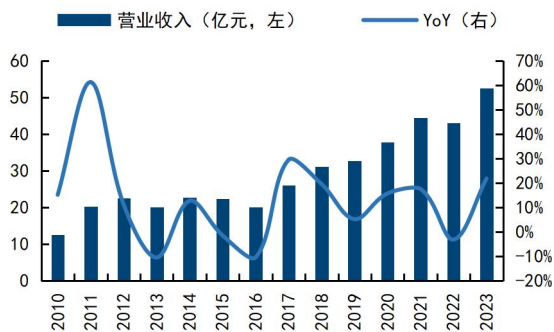
市场走势



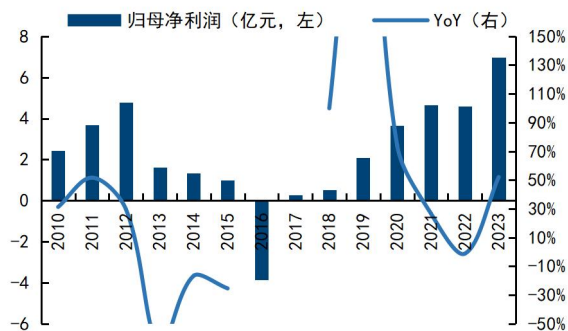
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《报喜鸟(002154.SZ)-零售回暖叠加折扣收窄，2023年净利润预增50%-60%》——2024-01-28
- 《报喜鸟(002154.SZ)-三季度归母净利润增长23%，哈吉斯开店较积极》——2023-10-26
- 《报喜鸟(002154.SZ)-二季度收入增长41%，哈吉斯开店较积极》——2023-08-19
- 《报喜鸟(002154.SZ)-零售回暖叠加折扣改善，上半年净利润预增40%-50%》——2023-07-14
- 《报喜鸟(002154.SZ)-2023年一季度净利润增长24%，库存恢复健康》——2023-04-25

图1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润和增长（亿元，%）


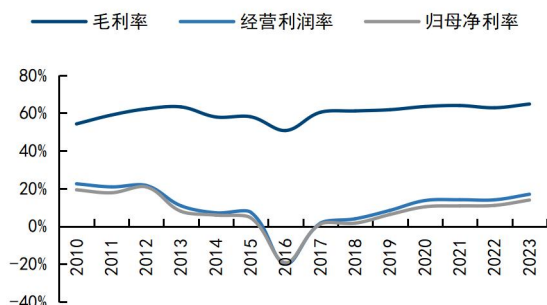
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分品牌、分渠道收入、毛利率及增长表现

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H
收入 (百万元)	3110	3273	3788	4451	4313	5254	1996	2317	2471	2783
报喜鸟	1281	1259	1276	1612	1476	1730	704	772	803	926
-门店数	740	797	779	796	804	817	796	804	785	817
-单店收入	176	164	162	205	184	213	88	97	101	116
哈吉斯	872	1007	1233	1452	1416	1758	662	755	858	900
-门店数	365	392	393	401	417	457	392	417	431	457
-单店收入	261	266	314	366	346	402	167	187	202	203
宝鸟	513	566	785	837	980	1135	421	559	519	616
其他品牌	326	344	397	426	361	486	171	190	239	247
分渠道：										
直营	1329	1356	1537	1758	1450	2089	731	719	1043	1046
加盟	707	661	583	806	771	807	328	442	332	475
团购	565	591	802	861	1008	1165	450	558	549	617
线上	312	422	602	681	798	804	362	437	390	414
收入yoy	19.5%	5.2%	15.7%	17.5%	-3.1%	21.8%	1.0%	-6.4%	23.8%	20.1%
分品牌：										
报喜鸟	18.2%	-1.7%	1.4%	26.3%	-8.4%	17.2%	-1.1%	-14.2%	14.2%	19.9%
-门店数	3.1%	7.7%	-2.3%	2.2%	1.0%	1.6%	3.1%	1.0%	-1.4%	1.6%
-单店收入	15.3%	-6.8%	-1.2%	26.3%	-9.8%	15.7%	-3.7%	-15.9%	14.4%	19.8%
哈吉斯	33.3%	15.4%	22.4%	17.8%	-2.5%	24.1%	-4.7%	-0.4%	29.6%	19.3%
-门店数	20.5%	7.4%	0.3%	2.0%	4.0%	9.6%	2.6%	4.0%	9.9%	9.6%
-单店收入	14.0%	1.9%	18.0%	16.5%	-5.3%	16.2%	-6.9%	-3.6%	21.2%	8.7%
宝鸟	22.2%	10.3%	38.6%	6.6%	17.0%	15.9%	33.7%	7.0%	23.3%	10.3%
其他品牌	7.5%	5.5%	15.2%	7.3%	-15.2%	34.7%	-16.3%	-14.1%	39.3%	30.5%
分渠道：										
直营		2.0%	13.3%	14.4%	-17.5%	44.0%	-18.4%	-16.6%	42.7%	45.4%
加盟		-6.6%	-11.8%	38.3%	-4.4%	4.7%	4.7%	-10.3%	1.2%	7.4%
团购		4.6%	35.6%	7.4%	17.1%	15.6%	39.5%	3.6%	21.9%	10.6%
线上		35.5%	42.5%	13.2%	17.2%	0.8%	23.5%	12.4%	7.9%	-5.2%
毛利率	61.1%	61.7%	63.4%	63.9%	62.7%	64.7%	64.4%	61.3%	65.5%	64.0%
直营			75.0%	78.1%	75.5%	77.2%	77.6%	73.3%	77.1%	77.4%
加盟			66.1%	65.3%	67.3%	66.7%	67.7%	66.9%	66.4%	66.9%
团购			47.8%	45.3%	45.8%	46.4%	44.8%	46.7%	47.6%	45.4%
线上			64.2%	65.4%	67.8%	69.5%	68.1%	67.5%	70.1%	69.0%

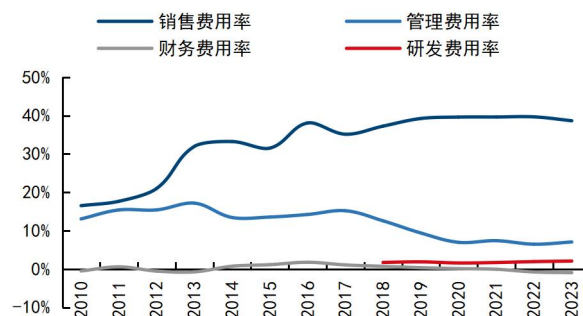
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司年度利润率水平



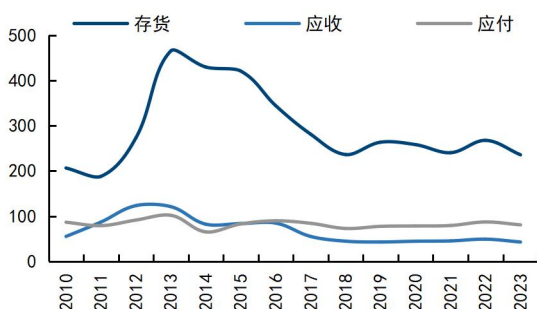
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度费用率水平



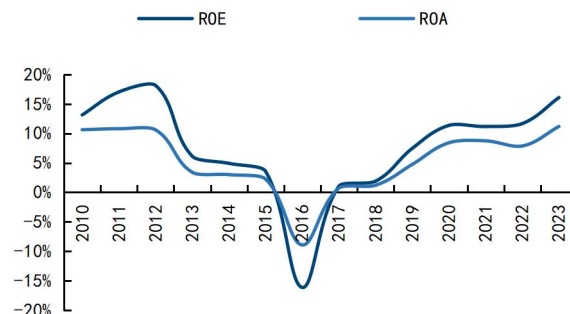
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司年度营运资金周转天数



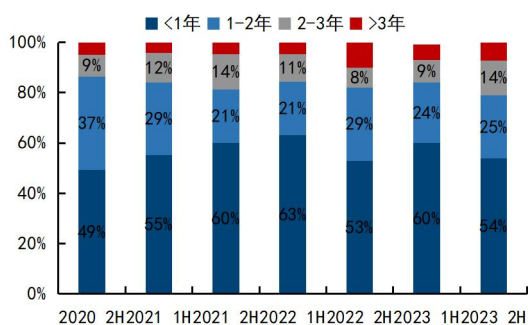
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司年度盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司库龄结构



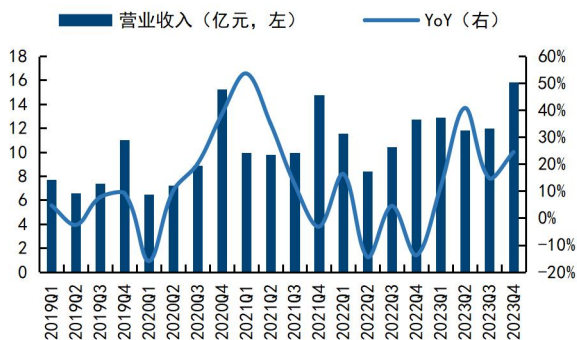
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流净额、自由现金流（亿元）



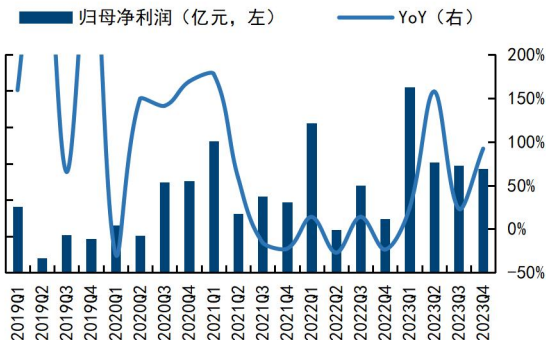
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



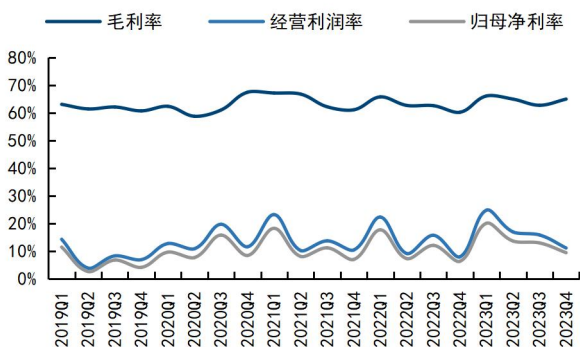
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司季度净利润和增长 (亿元, %)



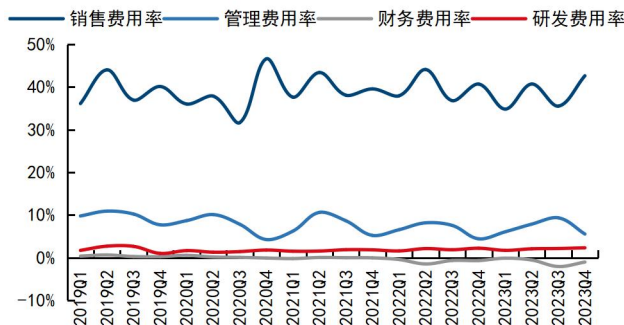
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司季度利润率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 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

投资建议: 业绩良好, 经营质量较高, 继续看好中长期成长前景

2023年公司业绩良好、经营质量较高。展望2024年, 第一季度在高基数上增速放缓, 后续有望提速。哈吉斯品牌继续保持良好开店扩张势头, 新品牌乐飞叶增长潜力逐步显现, 报喜鸟与宝鸟预计稳步成长。中长期看, 哈吉斯定位泛运动休闲景气赛道, 逐步在细分消费群中建立心智, 仍有广阔成长空间。由于2024年消费行业延续弱复苏, 审慎起见, 小幅下调公司收入及上调费用率, 预计2024~2026年归母净利润分别8.1/9.2/10.4亿元, 同比增长15.8%/14.4%/12.5%(原2024~2025年为8.3/9.6亿元)。维持目标价8.0~8.5元, 对应2024年PE 14.4~15.4x, 维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,800	6,456	7,160
(+/-%)	-3.1%	21.8%	10.4%	11.3%	10.9%
净利润(百万元)	459	698	808	924	1039
(+/-%)	-1.2%	52.1%	15.8%	14.4%	12.5%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.55	0.63	0.71
EBIT Margin	13.8%	16.0%	17.0%	17.5%	17.8%
净资产收益率(ROE)	11.7%	16.1%	17.0%	17.7%	18.1%
市盈率(PE)	19.6	12.9	11.1	9.7	8.6
EV/EBITDA	16.0	12.5	11.1	9.2	8.3
市净率(PB)	2.28	2.07	1.89	1.72	1.57

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
报喜鸟	买入	6.15	0.31	0.48	0.55	0.63	19.8	12.8	11.2	9.8
可比公司：										
比音勒芬	买入	29.0	1.27	1.67	2.05	2.46	22.8	17.4	14.1	11.8
海澜之家	买入	9.1	0.50	0.66	0.74	0.83	18.3	13.8	12.3	11.0
九牧王	增持	10.1	-0.16	0.32	0.59	0.69	-64.7	31.5	17.1	14.6
平均值								20.9	14.5	12.5

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1443	1891	2489	2292	2829	营业收入	4313	5254	5800	6456	7160
应收款项	685	733	809	901	999	营业成本	1607	1854	2035	2259	2498
存货净额	1179	1151	1258	1383	1526	营业税金及附加	37	47	52	57	62
其他流动资产	166	214	236	263	291	销售费用	1711	2031	2213	2444	2697
流动资产合计	3667	4559	5362	5409	6215	管理费用	279	370	407	445	493
固定资产	559	924	816	815	796	研发费用	83	109	119	132	146
无形资产及其他	224	236	228	220	211	财务费用	(33)	(50)	(49)	(53)	(55)
投资性房地产	1304	1102	1102	1102	1102	投资收益	13	22	24	27	30
长期股权投资	237	234	231	227	224	资产减值及公允价值变动	115	108	(135)	(143)	(152)
资产总计	5990	7055	7738	7773	8549	其他收入	(236)	(240)	11	4	(3)
短期借款及交易性金融负债	342	677	747	200	222	营业利润	604	890	1042	1191	1339
应付款项	530	670	732	709	782	营业外净收支	3	9	10	11	12
其他流动负债	960	1130	1263	1391	1535	利润总额	607	899	1052	1202	1351
流动负债合计	1832	2477	2743	2300	2539	所得税费用	131	170	210	240	270
长期借款及应付债券	46	47	47	47	47	少数股东损益	17	31	34	37	41
其他长期负债	64	61	57	54	51	归属于母公司净利润	459	698	808	924	1039
长期负债合计	110	108	105	101	98	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1942	2585	2847	2401	2637	净利润	459	698	808	924	1039
少数股东权益	114	129	146	164	185	资产减值准备	62	(34)	148	3	(5)
股东权益	3935	4341	4745	5207	5727	折旧摊销	87	81	85	114	131
负债和股东权益总计	5990	7055	7738	7773	8549	公允价值变动损失	(115)	(108)	135	143	152
						财务费用	(33)	(50)	(49)	(53)	(55)
						营运资本变动	(194)	406	134	(139)	(61)
						其它	(72)	51	(131)	16	26
						经营活动现金流	228	1094	1179	1061	1282
						资本开支	(310)	(500)	(251)	(251)	(251)
						其它投资现金流	(173)	(375)	0	0	0
						投资活动现金流	(471)	(873)	(248)	(248)	(248)
						权益性融资	2	0	0	0	0
						负债净变化	46	2	0	0	0
						支付股利、利息	(702)	(316)	(404)	(462)	(519)
						其它融资现金流	1090	857	70	(547)	22
						融资活动现金流	(222)	228	(334)	(1009)	(498)
						现金净变动	(464)	449	597	(196)	536
						货币资金的期初余额	1907	1443	1891	2489	2292
						货币资金的期末余额	1443	1891	2489	2292	2829
						企业自由现金流	51	669	755	626	838
						权益自由现金流	1186	1528	865	121	903

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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