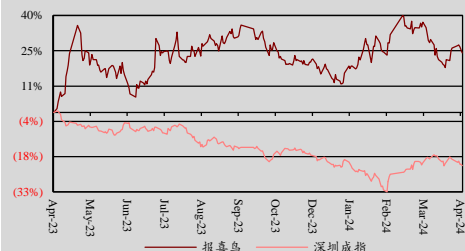


002154.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.08

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.5	(5.7)	2.4	18.1
相对深圳成指	6.3	(1.6)	(0.2)	40.4

发行股数 (百万)	1,459.33
流通股 (百万)	1,176.92
总市值 (人民币 百万)	8,872.75
3个月日均交易额 (人民币 百万)	123.50
主要股东	
吴志泽	25.2

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年4月12日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服饰: 服装家纺

证券分析师: 杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070003

报喜鸟

多品牌驱动成长, 23 全年盈利水平大幅提升

公司于2024年4月11日公布2023年年报, 2023年实现营收52.54亿元, 同增21.82%, 归母净利润为6.98亿元, 同增52.11%, 扣非净利润为6.05亿元, 同增61.61%, 营收与归母净利润均实现高增长。维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **2023 年多品牌发力驱动总营收快速增长。**公司2023年营收同比增长21.82%至52.54亿元, 归母净利润同比增长52.11%至6.98亿元, 其中Q4单季营收与归母净利润在低基数背景下展现良好增长弹性, 分别为15.86/1.43亿元, 同增24.46%/92.04%。分品牌看, **报喜鸟主品牌**2023全年营收为17.30亿元, 同增17.18%, 产品方面, 公司持续优化升级西服核心品类, 做大运动西服等趋势系列。渠道方面, 继续推进大店计划, 优化渠道结构。全年净开13家店舖至817家。**哈吉斯**2023年营收同增24.12%至17.58亿元, 产品方面, 品牌专注通勤、假日、运动三大场景的定位, 推出ICONIC系列、HRC系列、植物印染等系列产品, 拓宽重点品类价格带。渠道方面, 品牌推进实施大店计划, 积极拓展优质加盟商加快渠道下沉, 扩大渠道规模, 报告期内新开店铺79家;**宝鸟**深耕职业装领域, 加强产品设计并拓展大客户, 营收同增15.87%至10.39亿元。**乐飞叶/恺米切**亦成长迅速, 2023年营收分别为2.62/1.79亿元, 同增40.50%/30.06%。线上来看, 公司积极关注新媒体多元化的线上渠道变化, 布局抖音、视频号直播带货业务, **线上渠道**营收同增0.75%至8.04亿元, 在线上渠道竞争加剧背景下整体维持稳健。

■ **毛利率提升+降本增效驱动净利率有较大幅度提升。**2023年公司毛利率同增1.97pct至64.71%, 其中Q4毛利率为64.93%, 同增4.74pct, 我们判断直营渠道占比提升以及各品牌折扣优化推动毛利率大幅优化。公司积极控费, 2023年费用率为38.66%, 同降1.02pct, 毛利率提升+费用优化驱动净利率增长2.83pct至13.87%。报告期内存货周转天数为236天, 同比减少32天, 经营提效带动库存优化, 经营现金流同增123.87%至11.54亿元, 公司现金流情况较好, 净现比为1.65。

■ **主品牌增质提效+哈吉斯保持开店趋势, 多品牌驱动公司成长。**报喜鸟主品牌持续提升产品竞争力, 推出运动西服增加消费者认可度, 同时优化渠道助力单店提升; 哈吉斯品牌拓展运动时尚产品, 并拓展配饰品类, 有望带动品牌进一步增长, 此外新品牌在管理与定位调整后成长逐步加速, 看好多品牌经营驱动公司持续成长。

估值

■ 当前股本下, 考虑到内需恢复仍有不确定性, 我们下调2025年EPS, 预计2024至2026年EPS分别为0.57/0.64/0.73元, 对应PE分别为11/9/8倍, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

■ 零售不及预期, 门店扩张不及预期, 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	4,313	5,254	5,977	6,718	7,485
增长率(%)	(3.1)	21.8	13.8	12.4	11.4
EBITDA(人民币 百万)	683	954	1,191	1,260	1,349
归母净利润(人民币 百万)	459	698	826	939	1,060
增长率(%)	(1.2)	52.1	18.4	13.7	12.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.31	0.48	0.57	0.64	0.73
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.57	0.67	-
调整幅度(%)			0.0	(4.5)	-
市盈率(倍)	19.3	12.7	10.7	9.4	8.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,313	5,254	5,977	6,718	7,485
营业收入	4,313	5,254	5,977	6,718	7,485
营业成本	1,607	1,854	2,111	2,364	2,624
营业税金及附加	37	47	54	60	67
销售费用	1,711	2,031	2,301	2,580	2,867
管理费用	279	370	389	423	464
研发费用	83	109	126	141	157
财务费用	(33)	(50)	(65)	(65)	(65)
其他收益	126	114	114	114	114
资产减值损失	(134)	(117)	(65)	(71)	(72)
信用减值损失	(13)	(11)	(14)	(14)	(14)
资产处置收益	1	0	0	0	1
公允价值变动收益	(19)	(9)	(5)	(5)	(5)
投资收益	13	22	20	22	27
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	604	890	1,112	1,261	1,422
营业外收入	14	15	14	17	18
营业外支出	11	6	20	20	20
利润总额	607	899	1,106	1,258	1,420
所得税	131	170	243	277	312
净利润	476	729	863	981	1,107
少数股东损益	17	31	37	42	47
归母净利润	459	698	826	939	1,060
EBITDA	683	954	1,191	1,260	1,349
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.31	0.48	0.57	0.64	0.73

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,667	4,559	4,656	4,910	5,298
货币资金	1,443	1,891	1,793	1,762	2,022
应收账款	606	648	714	779	801
应收票据	13	13	13	12	17
存货	1,179	1,151	1,194	1,301	1,323
预付账款	47	52	54	54	51
合同资产	40	57	31	54	29
其他流动资产	340	747	857	949	1,055
非流动资产	2,323	2,496	2,510	2,558	2,552
长期投资	365	353	353	353	353
固定资产	418	466	670	786	870
无形资产	224	236	236	234	230
其他长期资产	1,316	1,440	1,252	1,186	1,100
资产合计	5,990	7,055	7,166	7,468	7,850
流动负债	1,832	2,477	2,306	2,284	2,300
短期借款	278	549	440	277	277
应付账款	379	453	364	430	357
其他流动负债	1,175	1,474	1,501	1,576	1,666
非流动负债	110	108	106	106	107
长期借款	46	47	45	45	45
其他长期负债	64	61	61	61	62
负债合计	1,942	2,585	2,412	2,390	2,407
股本	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459
少数股东权益	114	129	166	208	255
归属母公司股东权益	3,935	4,341	4,589	4,871	5,189
负债和股东权益合计	5,990	7,055	7,166	7,468	7,850

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	476	729	863	981	1,107
折旧摊销	234	241	272	195	129
营运资金变动	(220)	242	(161)	(49)	(16)
其他	26	(57)	(84)	(90)	(97)
经营活动现金流	515	1,154	890	1,037	1,123
资本支出	(199)	(383)	(220)	(190)	(120)
投资变动	(146)	(204)	(100)	(100)	(100)
其他	(144)	(78)	(43)	(23)	34
投资活动现金流	(488)	(665)	(363)	(313)	(186)
银行借款	243	274	(112)	(163)	0
股权融资	(800)	(467)	(578)	(658)	(742)
其他	25	111	65	65	65
筹资活动现金流	(532)	(82)	(625)	(755)	(677)
净现金流	(505)	407	(98)	(31)	260

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(3.1)	21.8	13.8	12.4	11.4
营业利润增长率(%)	(3.5)	47.4	25.0	13.4	12.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(1.2)	52.1	18.4	13.7	12.9
息税前利润增长率(%)	(17.7)	59.0	28.6	16.0	14.5
息税折旧前利润增长率(%)	(12.5)	39.8	24.8	5.8	7.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(1.2)	52.1	18.4	13.7	12.9
获利能力					
息税前利润率(%)	10.4	13.6	15.4	15.9	16.3
营业利润率(%)	14.0	16.9	18.6	18.8	19.0
毛利率(%)	62.7	64.7	64.7	64.8	64.9
归母净利润率(%)	10.6	13.3	13.8	14.0	14.2
ROE(%)	11.7	16.1	18.0	19.3	20.4
ROIC(%)	7.9	11.1	13.2	14.9	16.0
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率	2.0	1.8	2.0	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	7.3	8.4	8.8	9.0	9.5
应付账款周转率	11.1	12.6	14.6	16.9	19.0
费用率					
销售费用率(%)	39.7	38.7	38.5	38.4	38.3
管理费用率(%)	6.5	7.1	6.5	6.3	6.2
研发费用率(%)	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
财务费用率(%)	(0.8)	(0.9)	(1.1)	(1.0)	(0.9)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.8	0.6	0.7	0.8
每股净资产(最新摊薄)	2.7	3.0	3.1	3.3	3.6
每股股息	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.3	12.7	10.7	9.4	8.4
P/B(最新摊薄)	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.3	7.5	6.5	6.0	5.4
价格/现金流(倍)	17.2	7.7	10.0	8.6	7.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371