

19 年收入个位数增长、利润修复明显，20 年受疫情影响较大

——报喜鸟 (002154.SZ) 2019 年年报点评

公司简报

中性 (维持)

当前价：2.96 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

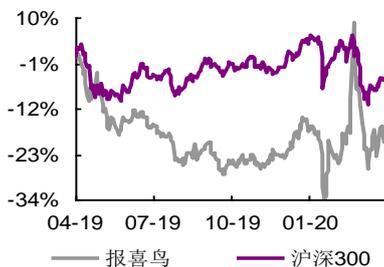
总股本(亿股)：12.18

总市值(亿元)：36.04

一年最低/最高(元)：2.43/4.55

近3月换手率：235.56%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.04	4.48	-15.61
绝对	1.70	-0.69	-21.40

资料来源：Wind

相关研报

收入端 18 年延续好转、19Q1 有所放缓，利润端仍存一定压力——报喜鸟 (002154.SZ) 2018 年年报及 2019 年一季报点评

..... 2019-04-30

◆19 年收入个位数增长，净利润改善幅度较大

公司 2019 年收入 32.73 亿元、同比增 5.24%，归母净利润 2.10 亿元、同比增 305.28%，扣非净利润 1.07 亿元、同比增 736.11% (上年为亏损)。EPS0.17 元。扣非净利润转正，主要为费用率下降和计提减少；另外非经常性损益亦有增加，主要为政府补助和投资收益增加。

19Q1~Q4 单季度收入分别+4.67%、-2.55%、+7.73%、+9.18%，归母净利润分别+159.18%、+386.94%、+65.42%、转正。

公司收入端自 2012 年开始放缓、进入调整，15~16 年收入现下滑、净利润 16 年亏损，17 年以来公司业绩端有所改善，收入持续正增长，19 年收入增速在终端零售不佳背景下、自 18 年的近 20% 放缓至个位数，但净利润端继续改善、盈利能力逐步修复，19 年归母净利率自 18 年的 1.67% 提升至 6.42%。

◆收入分拆：主品牌略下滑，HAZZYS、LAFUMA、宝鸟增速较快

从分品牌收入来看，19 年主品牌报喜鸟、HAZZYS、恺米切、LAFUMA、团购业务宝鸟收入分别为 12.59 亿元 (-1.73%)、10.07 亿元 (+15.44%)、1.44 亿元 (+3.82%)、1.40 亿元 (+9.45%)、5.66 亿元 (+9.35%)。主品牌 19 年收入略下滑，HAZZYS、LAFUMA 和宝鸟增速较高，HAZZYS 收入占比已达 31.70%。

分渠道来看，公司 19 年直营、加盟、团购、电商业务收入占比分别为 43%、21%、19%、13%，收入分别同比+2.01%、-6.55%、+4.64%、+35.50%。

外延方面，2019 年末公司总渠道数 1678 家、外延净增 6.47%。报喜鸟主品牌、HAZZYS、LAFUMA、恺米切品牌渠道数分别为 797 (+7.70%)、392 (+7.40%)、82 (+1.23%)、196 (+8.89%) 家。主品牌报喜鸟网点数 17 年企稳回升、18~19 年门店持续净增，其他小品牌外延拓展中。

◆毛利率提升、费用率下降，存货增加较多

公司毛利率 2019 年为 61.70% (+0.65PCT)，自 17 年以来持续同比提升；期间费用率 2019 年同比下降 1.38PCT 至 50.87%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别+1.99%、-3.17%、+0.16%、-0.36PCT，管理费用下降主要为股权激励费用同比减少。

19 年末存货较年初增加 23.78%、周转率有所放缓；应收账款较年初基本持平、周转加快；资产减值损失+信用减值损失同比降 5.60%；经营净现金流同比增 13.70%。

◆20 年疫情影响业绩短期预计承压

我们认为：1) 公司近年来业务呈现好转，收入端持续增长、净利率有所修复。但疫情对公司 20 年销售影响较大，业绩短期预计承压。2) 未来继续关注公司主品牌报喜鸟稳健发展、小品牌 HAZZYS 等持续成长，以及盈利能力的持续提升。

考虑到疫情影响和需求端不确定性，我们下调 20~21 年 EPS、新增 22 年 EPS 为 0.07、0.17、0.23 元，对应 20 年 PE44 倍，维持“中性”评级。

◆风险提示：疫情影响超预期致终端消费疲软、费用控制不及预期、存货计提承压。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,110	3,273	3,052	3,375	3,646
营业收入增长率	19.55%	5.24%	-6.73%	10.56%	8.04%
净利润（百万元）	52	210	81	203	275
净利润增长率	99.92%	305.28%	-61.22%	148.86%	35.53%
EPS（元）	0.04	0.17	0.07	0.17	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.90%	7.45%	2.81%	6.53%	8.23%
P/E	72	17	44	18	13
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 24 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,110	3,273	3,052	3,375	3,646
营业成本	1,211	1,253	1,274	1,350	1,420
折旧和摊销	101	109	106	115	125
税金及附加	39	33	31	34	36
销售费用	1,159	1,284	1,221	1,316	1,385
管理费用	391	308	305	321	346
研发费用	53	61	57	63	68
财务费用	22	11	11	3	-4
投资收益	4	23	10	10	10
营业利润	123	276	103	264	360
利润总额	129	282	109	270	366
所得税	78	78	27	68	92
净利润	51	204	81	203	275
少数股东损益	-1	-6	0	0	0
归属母公司净利润	52	210	81	203	275
EPS(按最新股本计)	0.04	0.17	0.07	0.17	0.23

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	348	396	282	470	455
净利润	52	210	81	203	275
折旧摊销	101	109	106	115	125
净营运资金增加	428	-36	-137	-94	-16
其他	-233	112	231	247	72
投资活动产生现金流	-90	-100	-90	-90	-90
净资本支出	-83	-114	-100	-100	-100
长期投资变化	216	249	0	0	0
其他资产变化	-223	-235	10	10	10
融资活动现金流	-281	-148	-58	-192	-36
股本变化	-5	-41	0	0	0
债务净变化	-128	-31	-48	-189	0
无息负债变化	-196	152	-8	81	71
净现金流	-23	148	133	188	329

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	61.1%	61.7%	58.3%	60.0%	61.1%
EBITDA 率	11.3%	22.5%	14.8%	17.0%	18.8%
EBIT 率	5.7%	16.9%	11.3%	13.6%	15.4%
税前净利润率	4.1%	8.6%	3.6%	8.0%	10.0%
归母净利润率	1.7%	6.4%	2.7%	6.0%	7.5%
ROA	1.2%	4.6%	1.8%	4.5%	5.7%
ROE (摊薄)	1.9%	7.5%	2.8%	6.5%	8.2%
经营性 ROIC	2.6%	22.1%	14.5%	20.4%	25.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	33%	35%	33%	30%	30%
流动比率	1.36	1.50	1.59	1.81	1.96
速动比率	0.73	0.78	0.91	1.16	1.38
归母权益/有息债务	10.18	11.89	15.32	-	-
有形资产/有息债务	13.83	16.69	21.06	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,196	4,417	4,443	4,537	4,842
货币资金	304	477	610	798	1,127
交易性金融资产	0	102	102	102	102
应收账款	390	393	396	406	439
应收票据	0	3	3	3	4
其他应收款(合计)	67	70	63	69	75
存货	820	1,015	916	816	776
其他流动资产	113	11	11	11	11
流动资产合计	1,775	2,120	2,152	2,261	2,591
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	216	249	249	249	249
固定资产	599	558	553	540	517
在建工程	1	1	2	3	4
无形资产	281	254	249	244	240
商誉	13	13	13	13	13
其他非流动资产	14	12	12	12	12
非流动资产合计	2,421	2,298	2,291	2,276	2,251
总负债	1,404	1,526	1,470	1,361	1,432
短期借款	268	237	189	0	0
应付账款	245	295	306	324	341
应付票据	96	173	178	189	199
预收账款	304	354	336	371	401
其他流动负债	-87	-98	-98	-98	-98
流动负债合计	1,301	1,412	1,357	1,248	1,319
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	95	106	106	106	106
非流动负债合计	103	114	114	114	114
股东权益	2,792	2,892	2,973	3,176	3,410
股本	1,258	1,218	1,218	1,218	1,218
公积金	556	495	503	524	551
未分配利润	1,017	1,105	1,178	1,361	1,568
归属母公司权益	2,729	2,819	2,900	3,103	3,337
少数股东权益	63	73	73	73	73

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	37.26%	39.25%	40.00%	39.00%	38.00%
管理费用率	12.57%	9.40%	10.00%	9.50%	9.50%
财务费用率	0.71%	0.35%	0.34%	0.09%	-0.11%
研发费用率	1.72%	1.87%	1.87%	1.87%	1.87%
所得税率	60%	28%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.00	0.00	0.03	0.05
每股经营现金流	0.28	0.33	0.23	0.39	0.37
每股净资产	2.17	2.32	2.38	2.55	2.74
每股销售收入	2.47	2.69	2.51	2.77	2.99

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	72	17	44	18	13
PB	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.3	4.3	5.8	4.0	3.0
股息率	3.4%	0.0%	0.0%	1.1%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼