东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期　三季度费用率环比显著改善

——报喜鸟（002154）三季度财报点评

2011 年 10 月 28 日

强烈推荐/维持

报喜鸟　财报点评

谭可　纺织服装行业分析师　执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

公司今日公布 2011 年 3 季报，2011 年 1-3 季度实现营业收入 133,078.18 万元，同比增长 49.06%；实现归属母公司净利润 24,935.09 万元，同比增长 55.53%；实现 EPS0.42 元。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	248.66	219.40	424.74	364.96	350.52	382.11	598.16
增长率（%）	15.08	24.77	35.20	-5.40	40.96	74.16	40.83
毛利率（%）	51.25	46.43	59.48	54.71	58.55	49.36	62.78
期间费用率（%）	37.93	28.13	26.64	26.47	41.17	31.64	26.42
营业利润率（%）	10.41	17.19	28.85	26.46	13.58	16.25	28.50
净利润（百万元）	20.56	35.58	104.18	82.31	34.90	54.40	154.07
增长率（%）	56.94	34.83	65.13	-0.12	69.73	52.88	47.90
每股盈利（季度，元）	0.07	0.12	0.36	0.28	0.12	0.04	0.26
资产负债率（%）	20.14	20.69	22.07	27.70	27.38	36.13	40.46
净资产收益率（%）	1.27	2.14	5.90	4.41	1.82	2.84	7.45
总资产收益率（%）	1.01	1.70	4.60	3.19	1.32	1.82	4.43

评论：

积极因素：

- **毛利率大幅提升，净利润增速快于营业收入。**公司2011年1-3季度，营业收入同比增长49.06%，净利润同比增长55.53%快于收入增速，原因主要是公司前三季度毛利率较去年同期大幅提升3.83个百分点至57.81%，更是较2011年上半年提升4.05个百分点。此外，公司前三季度综合所得税率也较去年同期下降2.61个百分点至15.06%。

- **费用率环比改善。**公司2011年1-3季度合计三项费用率虽较较去年同期上升1.65个百分点至31.80%，其中，销售费用下降1.44个百分点至17.14%，管理费用率上升2.55个百分点至14.27%，财务费用上升0.55个百分点至0.40%，但环比改善明显。2011年第3季度单季公司销售费用率较上半年大幅下降7.65个百分点至12.93%，管理费用也下降3.17个百分点至12.53%，第三季度单季三项费用率较上半年环比下降9.78个百分点。

消极因素:

- **应收账款及资产减值损失大幅增加。**公司加大对加盟商的赊销信用额度导致2011年3季度末应收账款环比大幅增长61.82%，公司在第三季度大量计提资产减值损失，2011年1-3季度，公司资产减值损失同比大幅增长235.65%，占营业收入比重由去年同期的1.66%上升2.08个百分点至3.74%。由于公司主要在第三季度大幅计提，导致第三季度单季资产减值损失占总收入比重高达6.33%，较上半年环比上升4.70个百分点。

业务展望:

公司2011年，公司正式提出“二次创业”，重新回归服装主业，加速发展进度，而支撑这一进取发展战略的是公司自2010年开始的股权及管理架构的再梳理。部分创始人兑现股权，淡出公司实际运营，2010年下半年至今，集团累计减持公司5.57%的股份。董事会成员调整，两位创始人辞任公司副董事长，新晋三位董事成员均为服装企业职业经理人。

公司主品牌报喜鸟店面增速将提至每年15-20%，圣捷罗由于基数较小，每年将保证至少100家新店的开店数。2011年拟公开增发15亿元用于在国内12个省会城市、计划单列市或直辖市以及168个二级城市，以直营、合作经营或加盟经营模式建立180家400平米的报喜鸟品牌主力店；在国内12个省会城市、计划单列市或直辖市以及88个二级城市以直营或加盟经营模式建立100家200平米的圣捷罗品牌主力店。

公司的外延式发展还体现在主品牌的多系列延伸及多品牌延伸，报喜鸟已由之前的经典、商务系列延伸至休闲、皮鞋、皮具、内衣、运动、女装系列。从2010年第四季度开始，公司在多品牌战略不断有新动作。截至目前，除主品牌报喜鸟和圣捷罗，公司还拥有五个品牌，覆盖产品品类从低端休闲到高端精品男正装，充分填补公司未覆盖市场。

盈利预测

预计公司 2011-2013 年净利润分别为 3.42、4.58 和 6.09 亿元，同比增长 41.02%、33.68%和 32.95%。对应 EPS 分别为 0.58、0.78 和 1.04 元。

投资建议:

对应公司2011-2013年动态PE分别为23.98、17.94和13.49倍，公司经营风格较以往更加积极，增长有望提速，维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

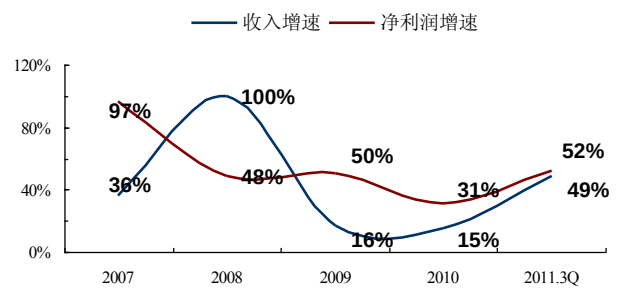
公司尝试地代模式，对供应链管控力减弱。

表 1：盈利预测关键指标（2009A-2013E）

百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,092	1,258	1,599	2,043	2,579
(+/-)%	16.41%	15.19%	27.12%	27.80%	26.22%
经营利润（EBIT）	257	317	455	602	789
(+/−)%	25.62%	23.39%	43.73%	32.23%	30.95%
净利润	185	243	342	458	609
(+/-)%	50.51%	31.29%	41.02%	33.68%	32.95%
每股净收益（元）	0.74	0.83	0.58	0.78	1.04

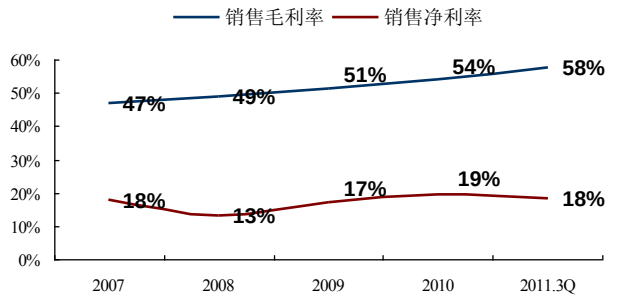
资料来源：东兴证券研究所

图 1：公司收入增速情况及净利润增速 2007-2011.3Q



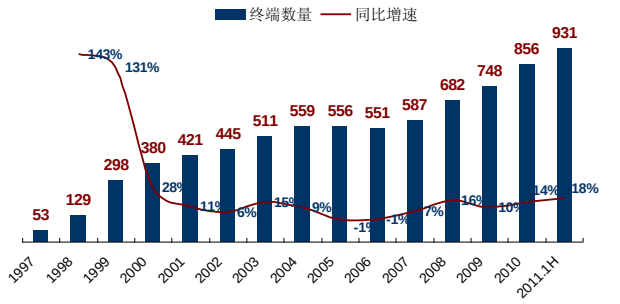
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司销售毛利率与净利率 2007-2011.3Q



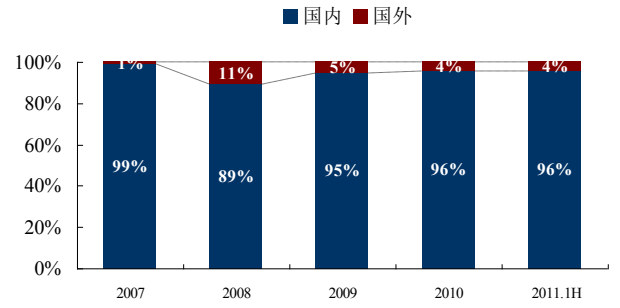
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司终端数量及同比增速（1997-2011.1H）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

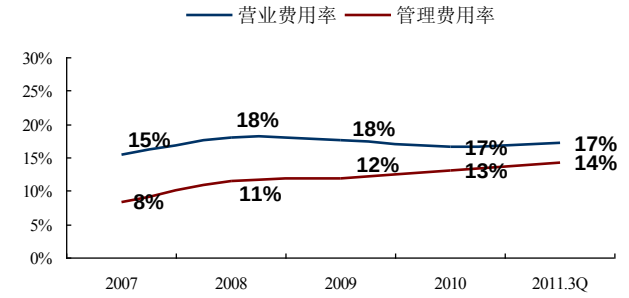
图 4：公司收入构成（按地区分）2007-2011.1H



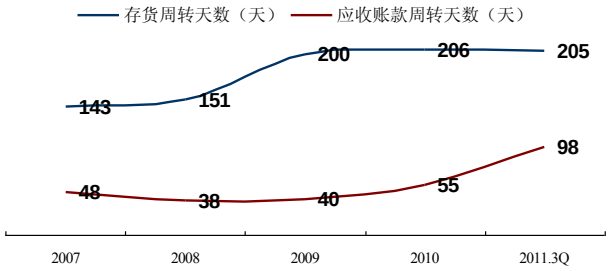
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：公司营业及管理费用率 2007-2011.3Q

图 6：公司存货及应收账款周转天数 2007-2011.3Q



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：盈利预测表（2009A-2013E）

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	1,091.85	1,257.75	1,598.89	27.12%	2,043.33	27.80%	2,579.19	26.22%
营业成本	533.56	576.17	715.11	24.12%	891.30	24.64%	1,095.95	22.96%
营业费用	192.75	207.83	279.81	34.63%	357.58	27.80%	441.04	23.34%
管理费用	130.11	164.40	183.87	11.85%	234.98	27.80%	296.61	26.22%
财务费用	6.37	-6.44	0.59	N/A	-3.14	N/A	-3.60	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	211.37	282.66	398.73	41.06%	536.04	34.44%	715.65	33.51%
利润总额	221.08	293.65	407.73	38.85%	545.04	33.68%	724.65	32.95%
所得税	36.10	51.03	65.24	27.85%	87.21	33.68%	115.94	32.95%
净利润	184.98	242.63	342.49	41.16%	457.84	33.68%	608.71	32.95%
归属母公司所有者的净利润	184.98	242.86	342.49	41.02%	457.84	33.68%	608.71	32.95%
NOPLAT	182.18	228.22	335.43	46.97%	447.64	33.45%	598.13	33.62%
资产负债表（百万元）	**2009A**	**2010A**	**2011E**	**增长率%**	**2012E**	**增长率%**	**2013E**	**增长率%**
货币资金	953.37	519.40	988.03	90.22%	1,104.14	11.75%	1,293.31	17.13%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	122.13	264.05	175.22	-33.64%	223.93	27.80%	282.65	26.22%
预付款项	78.86	487.85	559.36	14.66%	648.49	15.93%	758.08	16.90%
存货	300.71	360.01	391.84	8.84%	488.38	24.64%	600.52	22.96%
流动资产合计	1,470.33	1,686.07	2,184.14	29.54%	2,554.00	16.93%	3,047.00	19.30%
非流动资产	520.55	892.60	689.53	-22.75%	730.18	5.90%	774.57	6.08%
资产总计	1,990.88	2,578.67	2,873.67	11.44%	3,284.18	14.29%	3,821.57	16.36%
短期借款	94.51	95.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	93.98	183.49	117.55	-35.93%	146.51	24.64%	180.16	22.96%

预收款项	107.61	155.95	155.95	0.00%	155.95	0.00%	155.95	0.00%
流动负债合计	381.65	583.27	440.98	-24.39%	485.92	10.19%	537.18	10.55%
非流动负债	13.14	130.90	0.45	-99.66%	-0.25	N/A	-1.09	N/A
少数股东权益	0.00	14.47	14.47	0.00	14.47	0.00	14.47	0.00
母公司股东权益	1,596.10	1,850.03	2,417.78	30.69%	2,784.05	15.15%	3,271.02	17.49%
净营运资本	1,088.68	1,102.80	1,743.16	58.07%	2,068.08	18.64%	2,509.82	21.36%
投入资本 *IC*	581.60	1,226.19	1,444.22	17.78%	1,694.38	17.32%	1,992.17	17.58%
现金表（百万元）	**2009A**	**2010A**	**2011E**	**增长率%**	**2012E**	**增长率%**	**2013E**	**增长率%**
净利润	184.98	242.63	342.49	41.16%	457.84	33.68%	608.71	32.95%
折旧摊销	39.09	40.67	0.00	N/A	69.35	N/A	76.61	10.47%
净营运资金增加	961.23	14.12	640.36	4435.85%	324.92	-49.26%	441.73	35.95%
经营活动产生现金流	175.84	300.32	344.78	14.81%	315.24	-8.57%	429.16	36.14%
投资活动产生现金流	-76.64	-755.51	113.91	N/A	-110.00	N/A	-121.00	N/A
融资活动产生现金流	670.24	17.79	9.93	-44.16%	-89.13	N/A	-118.99	N/A
现金净增（减）	769.44	-437.40	468.63	N/A	116.11	-75.22%	189.17	62.93%

资料来源：东兴证券研究所

表 3：财务比率

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
盈利能力						
毛利率	45.00%	42.99%	46.11%	47.29%	47.61%	47.85%
营业利润率	11.84%	12.77%	15.13%	18.20%	18.05%	17.58%
净利率	9.66%	10.87%	11.97%	13.65%	13.54%	13.19%
净资产收益率	29.73%	8.26%	11.42%	15.67%	18.42%	20.54%
偿债能力						
流动比率	1.36	4.87	3.71	3.94	2.45	1.85
速动比率	0.47	3.99	2.40	2.05	1.22	0.93
资产负债率	55.58%	17.74%	22.90%	19.57%	29.92%	39.35%
成长能力						
营业收入增长率	-	16.31%	34.80%	35.13%	36.10%	33.65%
营业利润增长率	-	25.43%	59.74%	62.51%	35.00%	30.21%
净利润增长率	-	30.96%	48.37%	54.06%	35.00%	30.21%
净资产增长率	-	371.21%	7.32%	12.32%	14.81%	16.79%
营运能力						
应收帐款周转率	-	34.04	48.48	55.40	55.57	55.14

存货周转率	-	2.17	1.88	1.58	1.59	1.58
总资产周转率	-	0.90	0.79	0.96	1.08	1.09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

英国 Durham 大学硕士，2010 年外派香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%～+5%之间;

看淡:　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。