

积极经营风格下 业绩实现较快增长

——报喜鸟（002154）2011 年报点评

2012 年 4 月 16 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
 010-6655 4011

执业证书编号：S1480510120013

事件：

公司今日公布 2011 年报，实现营业收入 202,785.01 万元，同比增长 61.23%；实现净利润 36,831.61 万元，同比增长 51.66%。扣非后净利润同比增长 51.13%，对应 EPS0.60 元。每 10 股送 1.5 元现金。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	219.40	424.74	364.96	350.52	382.11	598.16	697.07
增长率（%）	24.77	35.20	-5.40	40.96	74.16	40.83	91.00
毛利率（%）	46.43	59.48	54.71	58.55	49.36	62.78	60.90
期间费用率（%）	28.13	26.64	26.47	41.17	31.64	26.42	37.13
营业利润率（%）	17.19	28.85	26.46	13.58	16.25	28.50	20.42
净利润（百万元）	35.58	104.18	82.31	34.90	54.40	154.07	116.09
增长率（%）	34.83	65.13	-0.12	69.73	52.88	47.90	41.04
每股盈利（季度，元）	0.12	0.36	0.28	0.12	0.04	0.26	0.21
资产负债率（%）	20.69	22.07	27.70	27.38	36.13	40.46	46.50
净资产收益率（%）	2.14	5.90	4.41	1.82	2.84	7.45	5.31
总资产收益率（%）	1.70	4.60	3.19	1.32	1.82	4.43	2.84

评论：

积极因素：

- **积极外延扩张推动收入快速增长。**截至2011年底，报喜鸟品牌终端821家，较2010年新增106家，增速14.82%；圣捷罗终端247家，较2010年新增106家，增速75.18%。2011年末，报喜鸟终端销售面积15.05万平方米，圣捷罗2.23万平方米，合计面积较2010年同比增长46.44%。终端销售面积的增长直接推进公司收入实现60%以上较高增速。
- **毛利率大幅提升4.68个百分点至58.87%。**公司2011年产品进一步提价，直接推升毛利率上升近5个百分点。其中，上衣、西裤等分类产品毛利率提升幅度在4.5-6.8个百分点之间，新品牌皮鞋毛利率提升幅度更是在13.12个百分点。

消极因素:

➤ 由于公司在2011年业绩快速增长很大程度上依赖对加盟商加大扶持力度，因此导致：

应收账款同比增长171.53%，占总资产比重17.55%较2010年提升7.31个百分点；

货币资金仅同比增长14.77%，大幅低于收入增速，占总资产比重较2010年下降5.55个百分点；

经营活动现金流净额为-710.62万元，较2010年大幅下降102.37%。

业务展望:

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，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。2012年拟公开发用于在国内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，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，充分填补未覆盖市场。

盈利预测

预计公司2012-2014年净利润分别为5.01、6.55和8.28亿元，同比增长36.02%、30.77%和26.45%。对应EPS分别为0.85、1.12和1.41元。

投资建议:

公司2012年经营风格仍然积极，订货会、1季报以及后续经营数据将有望不断强化较快增长预期。对应2012-2014年动态PE分别为14.99、11.46和9.06倍，相对其他男装品牌有明显折价，简单按当前男装2012年20倍普遍市盈率测算，6个月目标价距离当前仍有33%空间，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 (2010A-2014E)

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,258	2,028	2,652	3,393	4,098
(+/-)%	15.19%	61.23%	30.80%	27.91%	20.79%
经营利润 (EBIT)	317	490	678	868	1,081
(+/-)%	23.39%	54.50%	38.47%	28.02%	24.58%
净利润	243	368	501	655	828
(+/-)%	31.29%	51.66%	36.02%	30.77%	26.45%
每股净收益 (元)	0.83	0.63	0.85	1.12	1.41

资料来源: 东兴证券研究所

表 2: 盈利预测表 (2010A-2014E)

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	1,257.75	2,027.85	2,652.46	30.80%	3,392.68	27.91%	4,098.05	20.79%
营业成本	576.17	834.00	1,075.27	28.93%	1,375.35	27.91%	1,661.29	20.79%
营业费用	207.83	358.10	464.18	29.62%	603.90	30.10%	729.45	20.79%
管理费用	164.40	312.40	408.62	30.80%	522.66	27.91%	631.32	20.79%
财务费用	-6.44	11.52	15.31	32.90%	6.37	-58.39%	3.67	-42.38%
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	282.66	422.58	594.59	40.71%	780.30	31.23%	989.04	26.75%
利润总额	293.65	433.01	603.59	39.39%	789.30	30.77%	998.04	26.45%
所得税	51.03	73.56	102.61	39.50%	134.18	30.77%	169.67	26.45%
净利润	242.63	359.46	500.98	39.37%	655.12	30.77%	828.37	26.45%
归属母公司所有者的净利润	242.86	368.32	500.98	36.02%	655.12	30.77%	828.37	26.45%
NOPLAT	228.22	360.36	506.22	40.48%	652.94	28.98%	823.95	26.19%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	519.40	596.14	397.87	-33.26%	508.90	27.91%	708.49	39.22%
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	264.05	716.96	290.68	-59.46%	371.80	27.91%	449.10	20.79%
预付款项	487.85	600.62	708.14	17.90%	845.68	19.42%	1,011.81	19.64%
存货	360.01	511.08	589.19	15.28%	753.61	27.91%	910.30	20.79%
流动资产合计	1,686.07	2,576.28	2,184.16	-15.22%	2,733.61	25.16%	3,386.04	23.87%
非流动资产	892.60	1,509.91	1,112.99	-26.29%	1,141.76	2.59%	1,174.28	2.85%
资产总计	2,578.67	4,086.19	3,297.15	-19.31%	3,875.37	17.54%	4,560.32	17.67%
短期借款	95.00	355.00	74.50	-79.01%	52.59	-29.41%	0.00	N/A
应付帐款	183.49	183.03	176.76	-3.43%	226.08	27.91%	273.09	20.79%
预收款项	155.95	110.59	110.59	0.00%	110.59	0.00%	110.59	0.00%

流动负债合计	583.27	913.31	653.24	-28.48%	708.30	8.43%	731.45	3.27%
非流动负债	130.90	986.86	55.21	-94.41%	54.26	-1.71%	53.37	-1.65%
少数股东权益	14.47	22.23	22.23	0.00	22.23	0.00	22.23	0.00
母公司股东权益	1,850.03	2,163.79	2,564.58	18.52%	3,088.68	20.44%	3,751.37	21.46%
净营运资本	1,102.80	1,662.97	1,530.93	-7.94%	2,025.31	32.29%	2,654.59	31.07%
投入资本 IC	1,226.19	2,248.27	2,319.43	3.17%	2,710.59	16.86%	3,121.10	15.14%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	242.63	359.46	500.98	39.37%	655.12	30.77%	828.37	26.45%
折旧摊销	40.67	55.49	0.00	N/A	81.23	N/A	88.49	8.94%
净营运资金增加	14.12	560.17	-132.04	N/A	494.38	N/A	629.28	27.29%
经营活动产生现金流	300.32	-7.11	933.03	N/A	441.28	-52.70%	573.42	29.95%
投资活动产生现金流	-755.51	-759.99	189.36	N/A	-170.00	N/A	-151.00	N/A
融资活动产生现金流	17.79	832.73	-1,320.66	N/A	-160.25	N/A	-222.83	N/A
现金净增(减)	-437.40	65.63	-198.27	N/A	111.03	N/A	199.59	79.76%

资料来源：东兴证券研究所

表 3: 财务比率

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
盈利能力						
毛利率	51.13%	54.19%	58.87%	59.46%	59.46%	59.46%
营业利润率	19.36%	22.47%	20.84%	22.42%	23.00%	24.13%
净利率	16.94%	19.31%	18.16%	18.89%	19.31%	20.21%
净资产收益率	11.59%	13.13%	17.02%	19.53%	21.21%	22.08%
偿债能力						
流动比率	3.85	2.89	2.82	3.34	3.86	4.63
速动比率	3.06	2.27	2.26	2.44	2.80	3.38
资产负债率	19.83%	27.70%	46.50%	21.50%	19.69%	17.22%
成长能力						
营业收入增长率		15.19%	61.23%	30.80%	27.91%	20.79%
营业利润增长率		33.73%	49.50%	40.71%	31.23%	26.75%
净利润增长率		31.29%	51.66%	36.02%	30.77%	26.45%
净资产增长率		15.91%	16.96%	18.52%	20.44%	21.46%
营运能力						
应收帐款周转率		6.51	4.13	5.26	10.24	9.98
存货周转率		1.74	1.91	1.95	2.05	2.00
总资产周转率		0.55	0.61	0.72	0.95	0.97

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

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。

东兴证券