

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

报喜鸟(002154): 毛利率大幅提升, 现金流改善显著**事件:**

公司今日公布2012年半年报称, 报告期内, 实现营业收入9.16亿元, 同比增长25.02%; 营业利润1.54亿元, 同比增长40.39%; 净利润1.26亿元, 同比增长35.80%; 每股收益0.21元。

同时公司披露2012年前三季度业绩预增25%~45%, 归属于上市公司股东的净利润3.11亿元~3.61亿元。业绩变动的原因说明: 报喜鸟品牌业务稳健增长, 宝鸟业务明显回升, HAZZYS品牌业务网点拓展超预期, 法兰诗顿品牌业务整合顺利。

点评:**● 渠道拓展及整合、产品提价等因素推动收入持续增长 25.02%**

- 报告期内, 净增报喜鸟品牌网点数30家, 关闭圣捷罗网点数23家, 净增网点面积1.02万平方米。圣捷罗品牌由于在快速扩张中出现网点质量下降, 公司整合了圣捷罗已有网点。截止2012年6月30日, 报喜鸟品牌网点数为851家, 圣捷罗网点数222家, 网点面积共计约为18.30万平方米。
- 提价亦推动销售规模扩大, 公司2012年春夏产品提价约14%左右, 秋冬新品提价幅度约9%左右, 而新品订货额占全年销售约70%。
- 报告期内, 除风衣外, 各主要产品销售均获得稳定增长, 主要原因为通过产品提价, 调整营销政策, 通过区域巨人计划、整合并拓展网点资源, 突出品牌服务化、产品时尚化、管理精细化。其中, 上衣、西裤对主营收入贡献各达25.24%、23.26%, 收入增长分别为18.6%、23.28%; 衬衫和T恤对主营收入贡献分别为15.16%、14.73%, 收入增长分别为45.88%、23.45%; 羊毛衫占收入比9.04%, 收入增长9.78%; 风衣销售萎缩严重, 同比增长率-66.42%, 占收入比由去年同期的2.77%下降至本期的0.74%。

● 产品提价提升主营毛利率 7.18个百分点

- 报告期内, 主营销销售毛利率61.81%, 同比提升了7.18个百分点; 综合毛利率60.26%, 同比提升了6.5个百分点。毛利率提升的主要原因是公司继续提升品牌内涵, 走高附加值路线, 主品牌报喜鸟产品继续提价, 毛利率稳步提升。

● 期间费用率上升 1.93个百分点

- 报告期内, 销售费用同比增长28.18%, 销售费用率21.09%, 同比增长了0.52个百分点, 主要原因系公司继续加大对终端市场的投入所致; 管理费用同比增长27.13%, 管理费用率15.96%, 同比增长了0.27个百分点, 主要原因系公司人力成本投入增加、新建仓库投入使用等所致; 财务费用同比增加2108.61%, 财务费用率1.07%, 同比增长了1.14个百分点, 主要原因系计提了2011年发行的公司债在本报告期的利息费用所致。



● **应收账款较年初下降 23.42%**

- 报告期末，应收账款净额为 5.49 亿元，欠款催收力度加大是下降的主要原因；应收账款周转率 1.45 次，较年初增加 88.31%。

● **存货较年初增长 28.67%**

- 报告期末，存货净额 6.58 亿元，存货周转率 0.62 次，而年初为 1.91 次、去年同期为 0.83 次，铺货是存货增加的主要原因，其中库存商品净额达 5.28 亿元，占存货比达 80%。

● **经营活动现金流改善显著**

- 报告期内，经营活动现金流 9964.4 万元，同比增长 193.44%，主要是公司有效催收加盟商欠款，减少广告费支出等所致。经营活动现金流与营业收入比为 0.11、与经营活动净收益之比为 0.65，而去年同期分别为 -0.15、-0.97。

● **“报喜鸟”稳健增长，“宝鸟”团购明显回暖，“圣捷罗”扩张抑制，新推“凤凰尚品”体验品牌**

- 2012 年，公司确定了“3+1”多品牌战略布局，即高端商务装（巴达萨利、tombolini 和 solosali）、中高端商务装（报喜鸟、HAZZYS 和法兰诗顿）和年轻时尚商务装（圣捷罗和比路特）+职业装板块（宝鸟）。未来，公司将以报喜鸟为龙头，以小店（凤凰尚品）为基础，推动全品牌共同发展。
- 主品牌报喜鸟业务仍然保持稳健增长，主要原因：一是，在渠道建设方面，重视客户购物体验，继续推行巨人计划、小店计划，强化强势市场，重点突破弱势市场；二是，在品牌建设方面，深化品牌“喜文化”，提出“喜·阅人生”品牌新主张，丰富品牌精神文化内涵，提升报喜鸟品牌形象；在部分城市网点开展免费干洗服务，通过视频课堂、微电影等传播形式重点推广正装。三是，在研发方面，自主研发了“凉爽西装”和“零克重西服”，推行买手制、学习借鉴代理品牌的产品企划和研发优势。四是，在供应链系统建设方面，供应商结构进一步优化，有效提高供应商合作效率。五是，在运营健康方面，加强对应收账款的管理控制，增强加盟商的资金流动性，降低加盟商的欠款风险，公司于 2012 年 3 月起对加盟商收取资金占用费，针对加盟商欠款征收利息，利率不低于银行同期贷款利率上浮 20%。
- 宝鸟团购业务明显回升，实现高价大型亮点订单突破，在保持金融、电力等领域的优势外，还加大其他领域的开拓力度，大幅提升人均销售额和单笔订单额。
- 欧爵作为公司高端品牌运营平台，代理的巴达萨里品牌稳健发展，自有的 TOMBOLINI 品牌开店顺利，同时新代理了风格为优雅舒适的意大利高端品牌 SOLOSALI。
- 圣捷罗品牌受休闲装行业增速下滑影响，放缓扩张力度，并对网点进行整合。
- HAZZYS 代理品牌重点抓国内自行开发进度、品牌推广、建立绩效考核制度、搭建终端培训体系，业务进展顺利。
- 法兰诗顿品牌，由美格经营，上半年基本完成收购和切换，网点整合顺利，并明确新的品牌企划。
- 比路特受运动服装行业大幅下滑影响，目前仍处于控制亏损过程之中。
- 凤凰尚品作为公司推出的体验店品牌，除销售公司自有或原代理品牌外，还包含有新代理的高端女装品牌美国 MAXSTUDIO、FINITY、韩国 THE IZZAT、法国 IFIF 等。第一家



凤凰尚品体验店位于公司总部，已经开业。

● **维持“强烈推荐”评级**

- 维持 2012~2014 年 EPS 分别为 0.83、1.08、1.38 元，当前股价下的 PE 为 13 倍，处于同行业估值低端，且虑及未来公司将继续大力推动由要素驱动转向效率驱动，以供应链效率、内部营运与组织流程效率、渠道效率和零售效率等四大效率为中心，实施二次转型策略，推动业绩仍呈持续增长态势。维持“强烈推荐”投资评级。

● **风险提示：**渠道扩张所致的管理风险、新店经营低于预期、减持风险。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2576	3089	3914	4775
现金	596	776	970	1212
应收账款	717	728	1026	1210
其他应收款	151	153	216	255
预付账款	601	800	935	1163
存货	511	632	766	935
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1510	1365	1376	1308
长期投资	1	1	1	1
固定资产	935	861	786	709
无形资产	107	135	178	214
其他非流动资产	467	368	411	385
资产总计	4086	4454	5290	6083
流动负债	913	940	1166	1287
短期借款	355	222	385	337
应付账款	183	275	304	389
其他流动负债	375	444	477	562
非流动负债	987	937	1039	1066
长期借款	56	108	160	212
其他非流动负债	931	829	879	854
负债合计	1900	1877	2205	2353
少数股东权益	22	16	4	-8
股本	587	587	587	587
资本公积	634	634	634	634
留存收益	942	1340	1858	2517
归属母公司股东权益	2164	2561	3080	3739
负债和股东权益	4086	4454	5290	6083

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-7	341	207	451
净利润	359	479	624	799
折旧摊销	65	88	90	89
财务费用	12	19	23	28
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-474	-267	-556	-493
其他经营现金流	30	22	26	27
投资活动现金流	-760	29	-89	-30
资本支出	624	0	0	0
长期投资	-55	-68	34	-17
其他投资现金流	-191	-39	-56	-47
筹资活动现金流	833	-191	77	-178
短期借款	260	-133	163	-48
长期借款	56	52	52	52
普通股增加	294	0	0	0
资本公积增加	-290	0	0	0
其他筹资现金流	513	-110	-138	-182
现金净增加额	66	180	194	242

资料来源: 第一创业证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2028	2586	3232	4040
营业成本	834	1021	1244	1515
营业税金及附加	25	34	45	61
营业费用	358	473	598	759
管理费用	312	414	524	667
财务费用	12	19	23	28
资产减值损失	64	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	423	575	748	960
营业外收入	14	5	5	5
营业外支出	4	1	1	1
利润总额	433	579	752	964
所得税	74	99	129	165
净利润	359	479	624	799
少数股东损益	-9	-6	-12	-13
归属母公司净利润	368	485	636	811
EBITDA	499	682	861	1077
EPS (元)	0.63	0.83	1.08	1.38

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	61.2%	27.5%	25.0%	25.0%
营业利润	49.5%	36.0%	30.2%	28.3%
归属于母公司净利润	51.7%	31.8%	30.9%	27.7%
获利能力				
毛利率(%)	58.9%	60.5%	61.5%	62.5%
净利率(%)	18.2%	18.8%	19.7%	20.1%
ROE(%)	17.0%	19.0%	20.6%	21.7%
ROIC(%)	16.4%	20.3%	22.0%	24.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.5%	42.1%	41.7%	38.7%
净负债比率(%)	21.63%	17.59%	24.71%	23.31%
流动比率	2.82	3.28	3.36	3.71
速动比率	2.22	2.58	2.66	2.94
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.61	0.66	0.71
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	4.55	4.46	4.30	4.37
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.83	1.08	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.58	0.35	0.77
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.36	5.24	6.36
估值比率				
P/E	17.08	12.96	9.90	7.76
P/B	2.91	2.46	2.04	1.68
EV/EBITDA	13	9	7	6

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135