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)：提价推动毛利率显著提升

事件：

公司 2012 年三季报显示，前三季度，公司实现营业收入 17.14 亿元，同比增长 28.77%；营业利润 3.94 亿元，同比增长 22.99%；净利润 3.41 亿元，同比增长 36.78%；每股收益 0.58 元。

同时，公司披露 2012 年全年业绩预增 20%～50%，归属于上市公司股东的净利润 4.42 亿元～5.52 亿元，即 EPS 为 0.74 元～0.93 元。

点评：

- **提价推动毛利率持续提升 5.26 个百分点：**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%，这亦推动毛利率同比大幅提升了 5.26 个百分点，达 63.07%。分第 1、2、3 季度看，各季毛利率依次为 57.49%、64.48%、66.29%，呈逐季上升趋势。
- **期间费用率同比上升 3.26 个百分点：**前三季度，销售费用同比增长 56.49%，销售费用率 20.83%，同比增长了 3.69 个百分点，主要原因系公司继续加大对终端市场的投入，例如主品牌报喜鸟为配合网点扩张、大店开业增加了广告宣传投入，凤凰尚品大店项目、新品牌推广期投入等；管理费用同比增长 25.06%，管理费用率 13.86%，同比减少了 0.41 个百分点，尤其是第三季度管理费用率相比上半年下降 4.51 个百分点，同比下降 1.08 个百分点，反映公司费控有所增强。
- **应收账款较年初增长 41.46%：**报告期末，应收账款净额为 9.86 亿元，应收账款周转率由年初的 4.13 下降至报告期末的 2.01 次，比第一、二季度末的情况略有好转，经营规模扩大及新品牌开始运营是推动其上升的主因。
- **存货较年初增长 45.74%：**报告期末，存货净额 7.45 亿元，存货周转率由年初的 1.91 次下降至报告期末的 1.01 次，铺货是存货增加的主要原因，诸如 HAZZYS 品牌、法兰诗顿品牌及其他品牌增加采购，其中截止报告期末在母公司的 HAZZYS 和法兰诗顿及其他品牌合计存货 1.40 亿元；按扣除存货跌价准备前口径，如扣除 HAZZYS 品牌 7407 万元（母公司计价口径）、法兰诗顿品牌 5242 万元（母公司计价口径）及其他代理品牌 1342 万元后，母公司库存金额为 54453 万元。
- **经营活动现金流量净额同比增长 179.32%：**前三季度，经营活动现金流 4788.46 万元，主要是有效催收加盟商欠款，减少广告费支出等所致，其中，母公司销售增长回款拉动其增长 99.3%，子公司宝鸟的现金流量大幅好转；但子公司上海美格、上海迪睿为新开始运营公司，上海比路特、上海欧爵尚处投入期。
- **公开增发规模缩减至 3000 万股：**日前公司调整了公开增发计划，增发数量上限由原 1 亿股缩减至 3000 万股，缩减幅度达 70%，一定程度上反映目前消费环境不乐观，终端销售放缓短期

内难以扭转，亦将减缓公司拓展大店的速度。

- **维持"强烈推荐"评级:** 基于前三季度业绩表现及 2013 年春夏订货会情况(订货额增速约 15%)，维持 2012～2014 年 EPS 分别为 0.83、1.08、1.38 元，当前股价下对应下 2012 年、2013 年 PE 为 13 倍、9.9 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:** 新店经营低于预期、行业景气持续下滑等。

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

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

资料来源：第一创业证券研究所

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