

报喜鸟：稳健谋发展

报喜鸟 2009 年报和 2010 年一季报点评

报告关键点：

- 2009 年报和 2010 年 1 季报净利润同比增速均在 50% 以上
- 2010 年加大投入，成本费用或将进一步上升
- 维持“增持-A”投资评级

报告摘要：

- 2009 年报和 2010 年 1 季报净利润同比增速均在 50% 以上：**2009 年报显示，公司营业总收入和归属于上市公司股东的净利润同比分别增长 16.41% 和 50.51%，EPS 为 0.64 元，2010 年 1 季报显示，公司营业总收入和归属于上市公司股东的净利润同比分别增长 15.08% 和 56.94%，EPS 为 0.07 元。同时，公司预计 2010 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润将同比增长 10%-40%，我们预计今年中报 EPS 约为 0.18 元。业绩相当靓丽。
- 2009 年报利润分配方案为：**以 2009 年末总股本 28968 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 1.50 元（含税）。
- 内生性增长和所得税率降低是净利润远快于收入增长的主因：**2009 年在国内终端市场前景不明朗的情况下，公司加强渠道整合、丰富产品系列，产品的综合毛利率进一步提升。同时，公司本部 15% 的优惠所得税率的实施增厚了公司业绩。
- 2010 年加大投入，成本费用率或将进一步上升：**今年公司将全面实施营销网络升级项目，同时将新建现代化物流中心，并进一步整合渠道，加大对经销商支持力度，劳动力成本将进一步提升，成本费用率或将进一步上升，而目前公司期间费用率在 30% 以上的较高位置，我们认为公司 1 季度有可能是全年业绩增速最快的季度，2 季度开始业绩增速或将下来，我们预计 2010 年净利润同比增速在 25% 左右。
- 维持“增持-A”投资评级：**今年的投入将改善公司终端渠道质量，提高公司供应链快速反应能力和营销管理团队的稳定性，短期的业绩压力不改变我们对公司业绩长期稳健增长的判断，但考虑到公司 2010 年投入较大，今年业绩上难以体现，我们下调公司 2010-2012 年的 EPS 至 0.80 元、1.05 元和 1.26 元，目前股价对应的 PE 分别为 29.70 倍、22.63 倍和 18.86 倍，维持“增持-A”的投资评级，维持 6 个月的目标价 24 元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 24.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 24.00 元

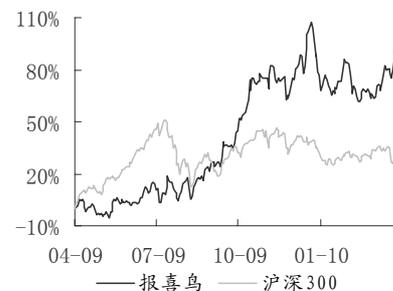
现价： 23.76 元

报告日期： 2010-04-27

市场数据

总市值(百万元)	7,068.19
流通市值(百万元)	2,500.51
总股本(百万股)	289.68
流通股本(百万股)	102.48
12 个月最高/最低	11.66/25.74 元
十大流通股股东(%)	37.49%
股东户数	13,145

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.59	15.97	70.25
绝对收益	18.44	15.14	96.46

研究员

赵梅玲 行业分析师

 021-68765110 zhaoml@essence.com.cn
 执业证书编号 S1450209090278

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	937.9	1,091.9	1,331.6	1,667.8	2,091.8
Growth(%)	100.2%	16.4%	22.0%	25.2%	25.4%
净利润	122.9	185.0	231.9	304.8	364.5
Growth(%)	48.2%	50.5%	25.4%	31.4%	19.6%
毛利率(%)	48.7%	51.1%	52.0%	53.3%	54.3%
净利润率(%)	13.1%	16.9%	17.4%	18.3%	17.4%
每股收益(元)	0.42	0.64	0.80	1.05	1.26
每股净资产(元)	2.29	5.51	6.15	6.99	8.00
市盈率	56.0	37.2	29.7	22.6	18.9
市净率	10.4	4.3	3.9	3.4	3.0
净资产收益率(%)	18.6%	11.6%	13.0%	15.1%	15.7%
ROIC(%)	44.0%	38.6%	41.4%	33.0%	31.6%
EV/EBITDA	21.6	23.0	19.7	15.0	11.4
股息收益率	0.1%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%

前期研究成果

报喜鸟：公开增发促扩张	2009-12-16
报喜鸟：业绩再超预期	2009-10-28
报喜鸟：中报增长平稳，所得税率下降增厚全年业绩	2009-08-26

1. 2009 年报业绩保持较快增长

2009 年报显示, 公司实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为 10.92 亿元和 1.85 亿元, 同比分别增长 16.41% 和 50.51%, 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 1.77 亿元, 同比分别增长 42.98%, EPS 为 0.64 元, 基本符合我们之前 0.67 元的预期。

其中, 4 季度单季实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为 3.84 亿元和 8240.26 万元, 同比分别增长 1.45% 和 23.99%, 单季 EPS 为 0.28 元。

公司同时公布了 2009 年利润分配方案为: 以 2009 年末总股本 28968 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 1.50 元 (含税)。

表 1: 公司 2009 年报主要财务数据

主要财务数据	金额 (元)	同比增速
营业总收入	1,091,850,484.32	16.41%
营业利润	211,365,521.21	26.44%
利润总额	221,082,208.27	33.27%
归属于母公司所有者的净利润	184,983,974.74	50.51%
归属于母公司所有者的净利润(扣除非经常性损益)	177,442,854.98	42.98%
销售费用	192,754,254.31	14.09%
管理费用	130,112,941.07	21.92%
财务费用	6,366,927.05	-16.55%
EPS	0.64	-

数据来源: 公司 2009 年报, 安信证券研究中心

表 2: 公司 2009 年报主要财务比率

主要财务比率	2009 年	2008 年	增减(+/-)
综合毛利率	51.13%	48.69%	2.44%
销售净利率	16.94%	13.12%	3.82%
销售费用率	17.65%	18.01%	-0.36%
管理费用率	11.92%	11.38%	0.54%
财务费用率	0.58%	0.81%	-0.23%
期间费用率	30.15%	30.20%	-0.05%
实际所得税率	16.33%	25.82%	-9.49%

数据来源: 公司 2009 年报, 安信证券研究中心

2. 内生性增长和所得税率降低推动 2009 年业绩的快速增长

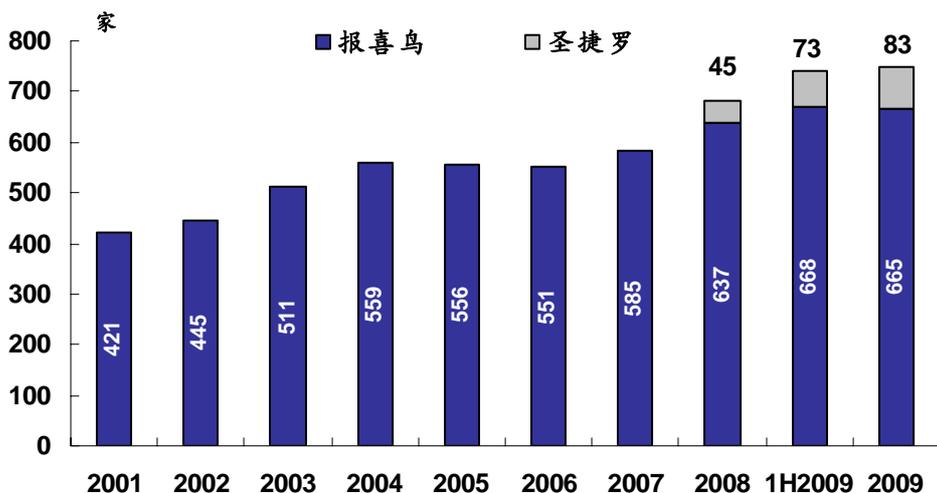
公司 2009 年报有如下特点:

2.1. 店铺稳健扩张, 收入平稳增长

2009 年公司营业总收入同比增长 16.41%, 增长比较平稳。2009 年在国内终端消费前景不明朗的情况下, 公司采取稳健的扩张策略, 注重渠道整顿, 适当增加直营比重, 截至 2009 年 12 月 31 日, 公司共有各类店铺 748 家, 净增加 66 家; 其中报喜鸟店铺 637 家, 净增加 28 家; 圣捷罗店铺 83 家, 净增加 28 家。

2009 年下半年, 国内终端消费明显恢复, 特别是 4 季度冬装消费异常火爆, 加盟商补单积极, 超出公司预期, 公司对外采购和外协满足不了加盟商的补单要求, 一定程度上影响了公司 4 季度的收入。整体而言, 2009 年收入保持平稳增长。

图 1: 2001-2009 年公司店铺数量



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

2.2. 渠道整合带动平效提高和毛利提升

公司通过关闭、整改经营不善的店铺, 提高渠道整体的运营效率, 带动终端平效的提升; 同时公司稳健开设直营店铺, 加强直营店铺管理, 直营比例稳步提高, 使得整个产品的毛利率进一步提升。

此外, 公司进一步丰富产品系列, 增加了皮具、领带等配饰产品, 同时开始运营女装品牌, 也对提升产品的毛利率作出贡献。

表 3: 公司主要产品的毛利率

主要产品毛利率	2009 年	2008 年	增减(+/-)
上衣	53.50%	53.02%	0.47%
西裤	47.74%	46.27%	1.47%
衬衫	53.98%	53.52%	0.46%
T 恤	52.96%	54.08%	-1.12%
夹克衫	52.24%	49.55%	2.69%
羊毛衫	53.72%	43.17%	10.56%
皮衣	52.94%	43.85%	9.09%
领带	86.79%	70.69%	16.10%
产品综合毛利率	51.13%	48.69%	2.44%

数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

2.3. 实际所得税率下降对业绩贡献大

公司本部获得高新技术企业称号, 2009-2011 年按 15% 缴纳所得税。公司本部占公司 2009 年营业总收入的比重在 70% 左右, 使得公司 2009 年实际所得税率仅为 16.33%, 比 2008 年下降了 9.49 个百分点, 增厚 2009 年 EPS 约 0.07 元 (详见表 2)。

2.4. 宝鸟受累团购和出口, 业绩下滑 30% 以上

公司 2008 年并购的全资子公司上海宝鸟服饰有限公司 2009 年实现营业总收入和净利润分别为 3.24 亿元和 2307.94 万元, 同比分别下降 21.49% 和 32.37%, 主要是团购业务和出口加工业务下滑明显, 目前上述业务稳步恢复。

3. 2010 年 1 季度或将是全年业绩增速高点

公司同时公布 2010 年 1 季报, 1 季报延续 2009 年业绩的较快增长, 1-3 月公司实现营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分别为 2.49 亿元和 2055.96 万元, 同比分别增长 15.08% 和 56.94%, EPS 为 0.07 元。

从 2009 年 4 季度开始, 团购业务开始恢复, 今年一季度该业务处于稳步恢复阶段,

而前期建设的直营店也开始释放业绩,使得收入稳步增长,同时一季度费用同比未有明显增长,加上实际所得税率的下降和 2009 年 1 季度净利润基数较低,使得今年一季度净利润依然保持 50%以上的快速增长。

同时公司预计 2010 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润将同比增长 10%-40%,我们预计今年中报 EPS 约为 0.18 元。

表 4: 公司 2010 年 1 季报主要财务数据

主要财务数据	金额(元)	同比增速
营业总收入	248,661,713.60	15.08%
营业利润	25,874,857.88	50.78%
利润总额	26,864,269.61	49.64%
归属于母公司所有者的净利润	20,559,568.36	56.94%
销售费用	62,221,382.40	17.66%
管理费用	32,242,578.43	4.38%
财务费用	-153,506.95	-109.34%
EPS	0.07	-

数据来源: 公司 2010 年 1 季报, 安信证券研究中心

表 5: 公司 2010 年 1 季报主要财务比率

主要财务比率	1Q2010	1Q2009	增减(+/-)
综合毛利率	51.25%	49.15%	2.10%
销售净利率	8.27%	6.06%	2.21%
销售费用率	25.02%	24.47%	0.55%
管理费用率	12.97%	14.30%	-1.33%
财务费用率	-0.06%	0.76%	-0.82%
期间费用率	37.93%	39.53%	-1.60%
实际所得税率	23.47%	27.03%	-3.56%

数据来源: 公司 2010 年 1 季报, 安信证券研究中心

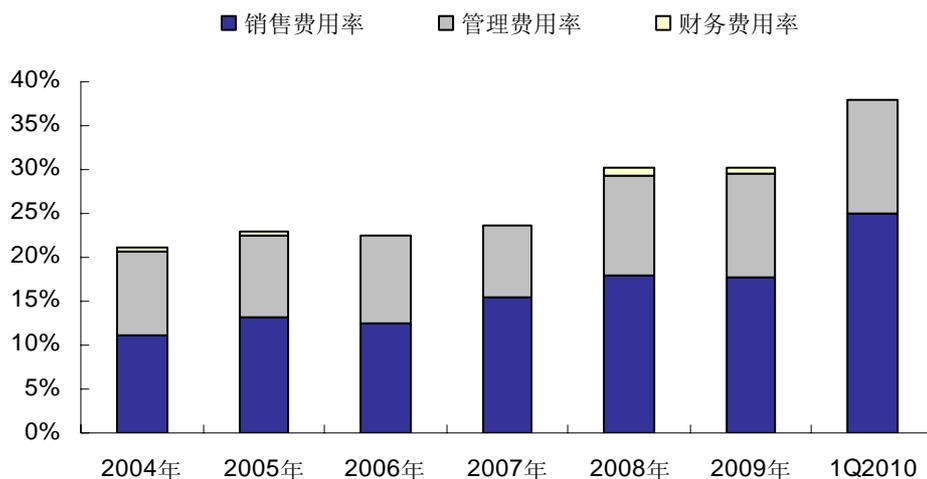
4. 今年加大投入, 成本费用或将进一步上升

2010 年公司将在以下方面加大投入:

- (1) 全面实施募投项目: 公司于 2009 年 11 月份公开增发 4008 万股, 实际募集资金 7.82 亿元主要用于国内营销网络建设, 计划新开 98 家报喜鸟品牌店和 80 家圣捷罗品牌店, 该项目计划在 18 个月内建成, 并且在 2009 年未实施。2010 年将是该募投项目实施的重要一年, 公司将加快店铺开设速度, 相应的开店成本和费用将增加。
- (2) 建设现代化物流中心: 公司将于 2010 年在公司总部所在地的永嘉县瓯北镇河田工业区新建现代化物流中心, 以克服规模不断扩张带来的供应链瓶颈。该项目预计总投资 4500 万元, 2010 年将投资 3000 万元。
- (3) 整合渠道, 加大对加盟商支持: 公司今年将继续整合渠道, 对加盟店铺进行整改, 并辅之装修和广告方面的支持, 帮助加盟商改善终端店铺形象, 这也将增加公司的销售和管理费用。
- (4) 提高劳动力薪酬: 2008 年以来工厂工人和外购订单中的劳动力成本都在逐年提升, 而公司总部 2008 年金融危机以来一直未涨工资, 今年也将建立新的员工薪酬方案, 提高总部员工的薪酬待遇, 稳定总部营销管理团队, 避免优秀人才的流失。

总的看来, 2010 年公司投入较大, 成本费用或将进一步上升, 目前较高的费用率水平今年很有可能将进一步提升, 而我们认为国内终端市场在 2009 年下半年快速恢复后, 今年会保持稳步增长, 公司刚刚开完的 2010 年秋冬订货会增速也较平稳, 因此, 我们认为 2010 年公司业绩增速的最高点是在 1 季度, 2 季度开始业绩增速会下来, 全年将面临一定的业绩压力。

图 2: 公司期间费用率情况图



数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

5. 维持“增持-A”投资评级

尽管短期来看, 2010 年公司投入较大, 成本费用或将进一步上升, 但我们认为长期而言今年的投入将改善公司终端渠道质量, 提高公司供应链快速反应能力和营销管理团队的稳定性, 这些良性效应将在 2011 年体现, 鉴于公司 2010 年投入较大, 今年业绩上难以体现, 我们下调公司 2010-2012 年的 EPS 至 0.80 元、1.05 元和 1.26 元, 目前股价对应的 PE 分别为 29.70 倍、22.63 倍和 18.86 倍, 维持“增持-A”的投资评级, 维持 6 个月的目标价 24 元。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-27

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	937.9	1,091.9	1,331.6	1,667.8	2,091.8	成长性					
减: 营业成本	481.2	533.6	638.8	779.6	955.6	营业收入增长率	100.2%	16.4%	22.0%	25.2%	25.4%
营业税费	7.0	11.1	9.9	12.3	15.5	营业利润增长率	60.4%	26.4%	31.3%	32.1%	31.9%
销售费用	168.9	192.8	239.7	300.2	376.5	净利润增长率	48.2%	50.5%	25.4%	31.4%	19.6%
管理费用	106.7	130.1	159.8	200.1	251.0	EBITDA 增长率	84.6%	25.6%	20.2%	31.1%	30.3%
财务费用	7.6	6.4	5.3	6.7	6.7	EBIT 增长率	69.0%	24.6%	29.9%	32.0%	31.4%
资产减值损失	-0.7	6.6	0.7	2.3	2.9	NOPLAT 增长率	59.1%	46.4%	23.4%	31.3%	19.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	66.9%	15.2%	64.5%	24.5%	22.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.4%	140.8%	11.6%	13.7%	14.4%
营业利润	167.2	211.4	277.5	366.5	483.6	利润率					
加: 营业外净收支	-1.3	9.7	3.0	2.0	3.0	毛利率	48.7%	51.1%	52.0%	53.3%	54.3%
利润总额	165.9	221.1	280.5	368.5	486.6	营业利润率	17.8%	19.4%	20.8%	22.0%	23.1%
减: 所得税	42.8	36.1	48.2	63.4	121.7	净利润率	13.1%	16.9%	17.4%	18.3%	17.4%
净利润	122.9	185.0	231.9	304.8	364.5	EBITDA/营业收入	21.7%	23.4%	23.0%	24.1%	25.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	18.6%	19.9%	21.2%	22.4%	23.4%
货币资金	196.2	953.4	793.8	774.1	789.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	92	103	95	99	93
应收帐款	140.4	137.1	175.1	219.3	275.1	流动营业资本周转天数	44	54	93	115	120
应收票据	-	0.3	0.7	0.9	1.1	流动资产周转天数	244	354	391	321	287
预付帐款	48.8	78.9	110.8	149.8	197.6	应收帐款周转天数	38	40	36	35	35
存货	293.6	300.7	339.5	414.4	507.9	存货周转天数	79	100	89	84	82
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	385	531	558	492	446
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	152	176	204	228	223
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	18.6%	11.6%	13.0%	15.1%	15.7%
投资性房地产	121.2	155.6	202.3	252.9	316.1	ROA	10.0%	9.3%	10.9%	12.6%	13.2%
固定资产	343.4	283.7	416.3	499.6	576.4	ROIC	44.0%	38.6%	41.4%	33.0%	31.6%
在建工程	9.7	0.3	12.2	13.3	11.0	费用率					
无形资产	39.7	46.0	43.0	40.2	37.6	销售费用率	18.0%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
其他非流动资产	34.4	34.9	44.9	55.2	45.4	管理费用率	11.4%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%
资产总额	1,227.4	1,990.9	2,138.7	2,419.8	2,758.1	财务费用率	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
短期债务	165.0	94.5	66.5	66.8	67.2	三费/营业收入	30.2%	30.2%	30.4%	30.4%	30.3%
应付帐款	123.6	106.3	140.0	170.9	209.4	偿债能力					
应付票据	42.9	15.0	26.3	32.0	39.3	资产负债率	46.0%	19.8%	16.7%	16.3%	15.9%
其他流动负债	218.2	165.7	187.6	187.6	187.6	负债权益比	85.1%	24.7%	20.0%	19.4%	19.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.23	3.85	4.17	4.13	4.18
其他非流动负债	12.9	13.1	16.2	16.2	16.2	速动比率	0.69	3.04	3.14	3.00	2.95
负债总额	564.5	394.8	356.8	393.7	439.9	利息保障倍数	22.91	34.20	53.26	56.04	73.18
少数股东权益	-	-	0.3	0.7	1.2	分红指标					
股本	192.0	289.7	289.7	289.7	289.7	DPS(元)	0.03	-	0.16	0.21	0.25
留存收益	470.9	1,306.4	1,492.0	1,735.8	2,027.3	分红比率	7.8%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	662.9	1,596.1	1,781.9	2,026.1	2,318.2	股息收益率	0.1%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	123.1	185.0	231.9	304.8	364.5	EPS(元)	0.42	0.64	0.80	1.05	1.26
加: 折旧和摊销	34.6	49.9	24.1	29.1	34.0	BVPS(元)	2.29	5.51	6.15	6.99	8.00
资产减值准备	-0.7	6.6	0.7	2.3	2.9	PE(X)	56.0	37.2	29.7	22.6	18.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.4	4.3	3.9	3.4	3.0
财务费用	0.4	8.9	6.4	5.3	6.7	P/FCF	356.5	175.3	-41.9	92.4	64.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	7.3	6.3	5.2	4.1	3.3
少数股东损益	0.2	-	0.3	0.4	0.5	EV/EBITDA	21.6	23.0	19.7	15.0	11.4
营运资金的变动	7.6	-72.3	-44.8	-133.9	-144.4	CAGR(%)	35.4%	25.4%	26.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	172.1	175.8	217.5	209.3	264.2	PEG	1.6	1.5	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-283.3	-76.6	-171.1	-111.1	-106.1	ROIC/WACC	4.4	3.9	4.2	3.3	3.2
融资活动产生现金流量	-8.4	670.2	-79.7	-67.4	-79.2	REP	2.0	2.6	1.5	1.6	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034