

09 年业绩良好增长依然可期

研究结论

- 公司 08 年营业收入和净利润同比分别增长了 100.22% 和 48.20%，08 年度每股收益为 0.64 元。随同年报公司推出了 10 派 2 元转 3 股的分配预案。
- 08 年度公司营业收入的增长除了品牌知名度持续提升、渠道持续扩张和产品系列日益丰富等因素外，从 08 年 4 月开始新合并上海宝鸟带来的收入增加也是一个重要原因。根据我们的测算，扣除上海宝鸟的合并影响，公司 08 年营业收入和净利润同比增长分别在 40% 和 36% 左右。报告期公司主业盈利能力保持持续上升态势，尽管新收购的上海宝鸟的毛利率低于公司原有主业，但公司 08 年综合的营业毛利率依然同比上升了 1.9 个百分点。08 年在主业盈利能力持续上升的情况下，公司盈利增速低于收入增速的主要原因是期间费用的快速增加和实际所得税率的明显提高。
- 年报显示，2008 年公司在品牌系列化和业务多元化方面取得了明显成果，原有报喜鸟品牌进一步系列化，分为经典系列、商务系列及时尚系列，特别上高毛利率的时尚系列目前进展顺利，该业务的后续放量对公司盈利增长具有十分积极的意义。业务多元化方面，通过收购上海宝鸟，公司在原有零售业务的基础上进一步增加了职业服团购、高级定制和电子商务业务。由于原有零售业务的良好基础，又进一步推动了新收购业务销售规模的增长。
- 09 年一季度公司营业收入和净利润同比分别增长 80.75% 和 62.94% 一季度每股收益为 0.07 元。一季度公司营业收入和盈利的高速增长主要来自于合并报表范围的增加（上海宝鸟 08 年 4 月份才开始合并报表）和原有主业的良好增长。我们判断，若剔除上海宝鸟的合并影响，公司一季度盈利增长在 20%—30% 左右。
- 根据我们的了解，宏观经济对消费的影响从 08 年 10 月份逐步体现到公司产品的终端销售中，但由于公司产品实行的是订货制，因此对 08 年业绩基本没有影响。市场原先对公司一季度经营存在一定担心，但 09 一季报也显示公司经营并没有 08 年底想象得悲观。而且公司最新的秋冬订货会接单情况在同行中也保持较高的水准。
- 我们认为公司 09 年公司销售收入和盈利的增长主要来自于 08 年新开渠道的逐步发挥效益、期间费用小幅减少和上海宝鸟合并期限的增长。2010 年随着国内品牌服装零售的逐步复苏，公司经营也将重新恢复景气。我们预计公司 2009 年和 2010 年的盈利增长分别为 22% 和 26% 左右，每股收益分别为 0.78 元和 0.98 元。对应目前股价，公司 2009 年的动态市盈率分别为 21 倍左右，目前对公司维持“增持”评级。
- 公司的投资风险主要来自于国内品牌服装消费增速下降及后续的波动影响。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业资深分析师

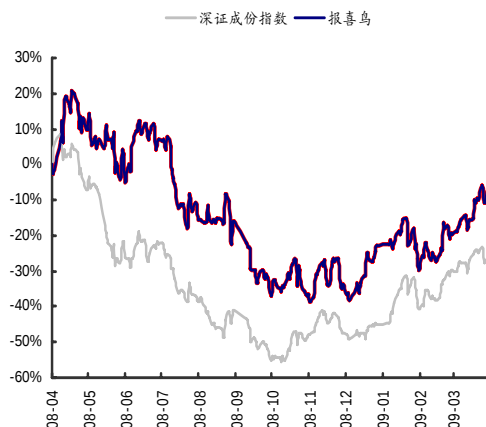
8621-63325888 × 6076

shihongei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2009 年 4 月 24 日)	16.47 元
目标价格 (6 个月)	19.5 元
总股本/A 股 (万股)	19200/4800
A 股市值 (百万元)	790.56
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告日期	2009 年 4 月 27 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	13.51	20.31	-8.50
相对表现 (%)	9.49	-12.48	19.37

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万)	468	938	1135	1351
营业利润 (百万)	104	167	201	252
净利润 (百万)	83	123	149	188
每股收益 (元)	0.86	0.64	0.78	0.98
市盈率(X)	15.15	25.73	21.12	16.81

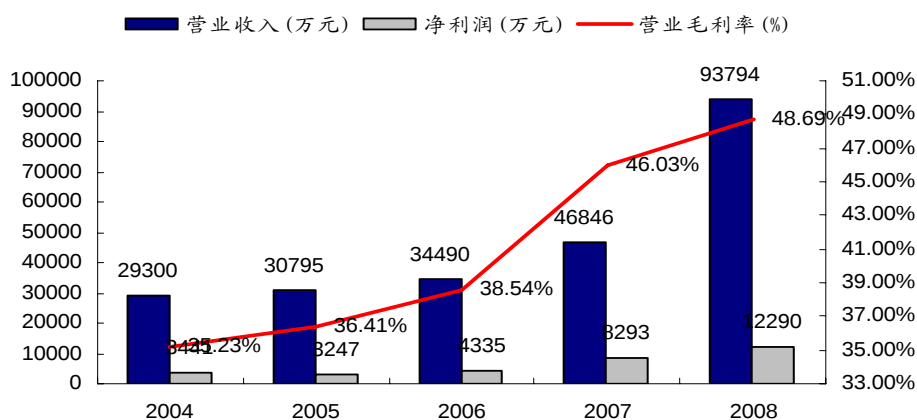
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

08 年报：主业盈利能力持续上升

公司 08 年营业收入和净利润同比分别增长了 100.22%和 48.20%，08 年度每股收益为 0.64 元。随同年报公司推出了 10 派 2 元转 3 股的分配预案。

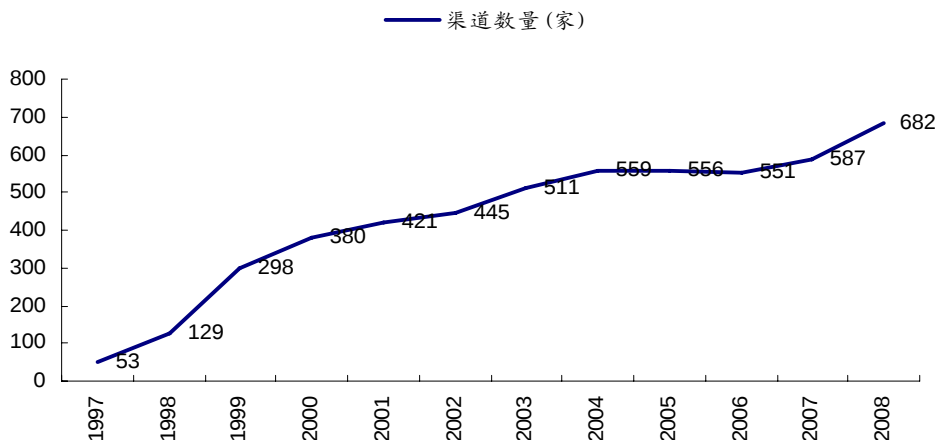
08 年度公司营业收入的增长除了品牌知名度持续提升、渠道持续扩张和产品系列日益丰富等因素外，从 08 年 4 月开始新合并上海宝鸟带来的收入增加也是一个重要原因。根据我们的测算，扣除上海宝鸟的合并影响，公司 08 年营业收入和净利润同比增长分别在 40%和 36%左右。报告期公司主业盈利能力保持持续上升态势，尽管新收购的上海宝鸟的毛利率低于公司原有主业，但公司 08 年综合的营业毛利率依然同比上升了 1.9 个百分点。

图 1：公司近年来经营业绩与毛利率变动情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 2：1997——2008 年公司渠道拓展情况



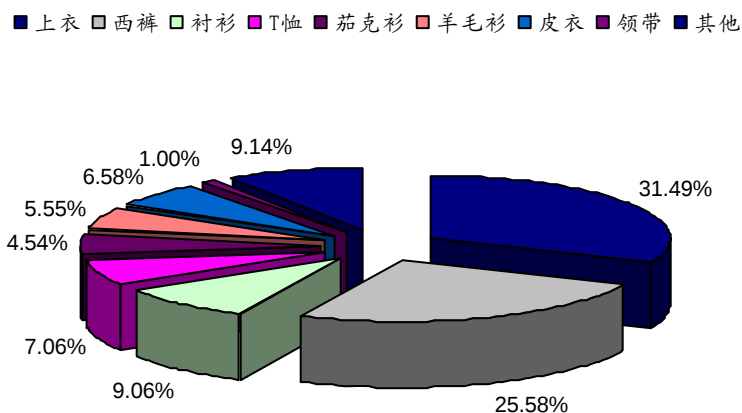
资料来源：公司年报、东方证券研究所

08 年在主业盈利能力持续上升的情况下，公司盈利增速低于收入增速的主要原因是期间费用的快速增加和实际所得税率的明显提高。08 年由于新合并上海宝鸟和自营店数量的增加，公司销售费用和管理费用同比 134.64%和 175.07%。而所得税税收政策的变化导致公司 08 年的实际所得税率同比增长了近 8 个百分点。

年报显示，2008 年公司作为一家中高档的品牌服饰公司在经营方面取得了不少成果，**（1）品牌系列化卓有成效。**原有报喜鸟品牌进一步系列化，分为经典系列、商务系列及时尚系列，满足不同人群的需求。其中经典系列对于提升品牌的形象和美誉度维护其高端定位具有积极的作用，商务系列是公司的成熟产品，也是当前收入和盈利的最主要来源。截止 08 年底商务系列网点达到 637 个，其中直营店在 10%左右。而 08 年下半年推出的时尚系列是新的系列，相对商务系列更多呈现个性、时尚和快速消费的特征，覆盖人群也更为年轻化。目前主要集中在东北地区为主，店铺形式也已加盟店为主。据悉，时尚系列自推出以来就取得了较快的发展，截止 08 年底该系列在国内的独立网点达到 45 家，由于产品的不同特性，该系列产品的毛利率还要高于原有的商务系列。时尚系列的后续放量对公司盈利增长具有十分积极的意义。**（2）品牌宣传得当。**通过任贤齐演唱会、VIP 俱乐部建设、慈善捐助等形式公司品牌知名度和忠诚度进一步提升，这也是公司在国内零售增速下降的情况下抗风险能力相对较强的一个重要原因。**（3）内部管理进一步提升。**通过推进管理的标准化、精细化，公司营销体系和供应链体系日益完善。信息化管理水平不断提高。**（4）业务多元化初具雏形。**通过收购上海宝鸟，公司在原有零售业务的基础上进一步增加了职业服团购、高级定制和电子商务业务。由于原有零售业务的良好基础，又进一步推动了新收购业务销售规模的的增长。2008 年上海宝鸟营业收入和净利润同比分别增长了 89%和 116%左右。

年报显示，从产品结构看，西服（包括上衣和西裤）仍是公司的支柱产品，占公司主营收入的 57%左右，且毛利率保持稳健上升态势。08 年公司上衣和西裤的毛利率同比分别增长了 9.82 和 3.28 个百分点。从地区结构看，内销仍是公司的最主要来源，08 年公司出口收入占主营收入的 10%左右。

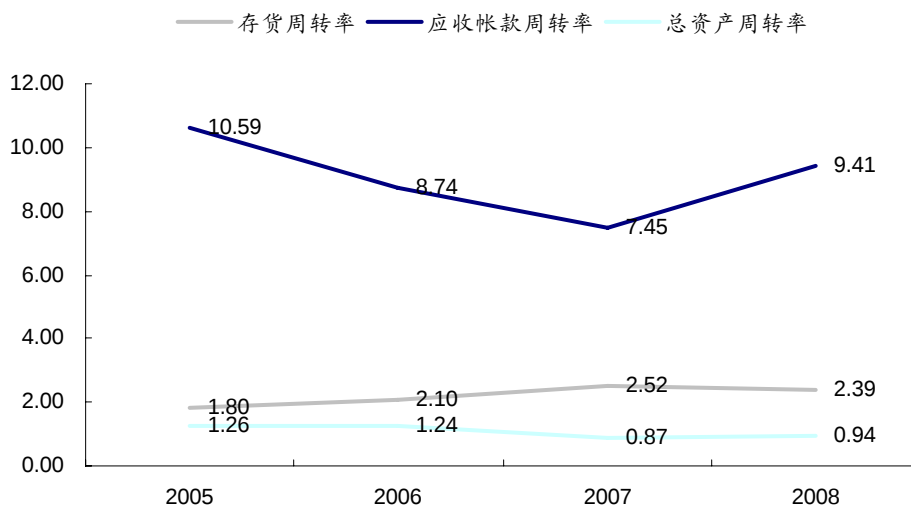
图 3：2008 年公司主营收入的产品构成



资料来源：公司年报、东方证券研究所

年报显示，公司资产运营能力总体良好，近年来变动不大。同时公司经营活动现金流十分充沛，08年经营活动净现金同比增长了140.79%，每股经营活动净现金高达0.90元，也显示了公司盈利高增长背后较高的含金量。

图4：公司近年来资产运营能力指标变动情况



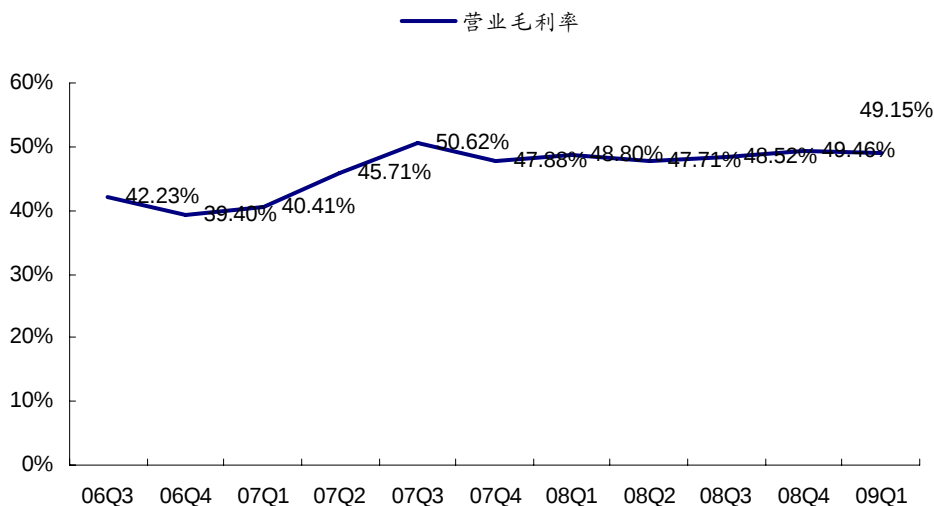
资料来源：公司年报、东方证券研究所

09年一季度报：原有主业增长良好 合并报表范围增加

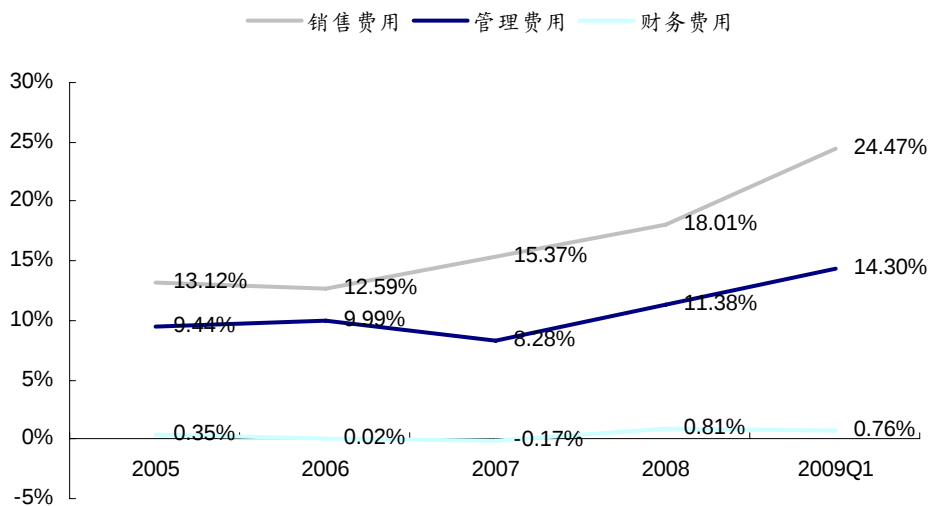
09年一季度公司营业收入和净利润同比分别增长80.75%和62.94%，一季度每股收益为0.07元。一季度公司营业收入和盈利的高速增长主要来自于合并报表范围的增加（上海宝鸟08年4月份才开始合并报表）和原有主业的良好增长。我们判断，若剔除上海宝鸟的合并影响，公司一季度盈利增长在20%——30%左右。

季报显示，公司综合毛利率依然保持较高的水平，环比基本稳定，同比上升了0.35个百分点。但由于合并上海宝鸟和短期借款的增加，公司一季度期间费用增长远远超过收入的增长。季报显示，公司销售费用、管理费用和财务费用同比分别增长了74.53%、92.62%和272.99%。在期间费用增长明显超过收入增长的情况下，公司盈利增长仍能保持较高水平的主要原因是实际所得税率的同比大幅下降。09年一季度公司实际所得税率同比下降了14个百分点（08年一季度实际所得税率较高有广告费和员工福利费纳税调增的因素）。

季报显示，公司经营活动现金流依然保持良好，一季度每股经营活动净现金为0.09元，依然高于每股收益的水平。

图 5：06 年以来公司各季度营业毛利率变动情况


资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 6：05 年以来公司期间费用比率变动情况


资料来源：公司年报、东方证券研究所

盈利预测及投资建议

根据我们的了解，宏观经济对消费的影响从 08 年 10 月份逐步体现到公司产品的终端销售中，但由于公司产品实行的是订货制，因此对 08 年业绩基本没有影响。市场原先对公司一季度经营存在

一定担心，但 09 一季报也显示公司经营并没有 08 年底想象得悲观。而且公司最新的秋冬订货会接单情况在同行中也保持较高的水准。

考虑到目前整体的国内消费环境依然存在一定压力和不确定性，我们判断公司 09 年的渠道扩张策略可能更趋谨慎和保守，不考虑时尚系列的渠道扩张，我们预计公司商务系列产品的渠道增长将控制在 5%—10%之间。但 09 年面料和成衣采购成本的下降对公司维持较高的毛利率水平具有积极作用，我们认为公司 09 年公司销售收入和盈利的增长主要来自于 08 年新开渠道的逐步发挥效益、期间费用小幅减少和上海宝鸟合并期限的增长。2010 年随着国内品牌服装零售的逐步复苏，公司经营也将重新恢复景气。

我们认为，相对于前些年的高增长，09 年公司将面临系统性风险带来的盈利增速下调，但鉴于其在业内的竞争力依然能明显超越国内服装内销的整体增速（预计在 10%以上）。从中长期看，我们看好公司稳健、精致的品牌经营作风、“多品牌经营和国际化发展”的战略以及较小销售规模基数上的发展空间，看好其走过行业冬天后的发展前景。

根据 08 年年报、09 年一季报和调研公司的信息，我们预计公司 2009 年和 2010 年的盈利增长分别为 22%和 26%左右，每股收益分别为 0.78 元和 0.98 元。对应目前股价，公司 2009 年的动态市盈率分别为 21 倍左右，目前对公司维持“增持”评级。

公司的投资风险主要来自于国内品牌服装消费增速下降及后续的波动影响。

表 1：公司盈利预测表（单位：万元）

	2006	2007	2008	2009	2010
营业总收入	34490	46846	93794	113451	135131
营业成本	21006	24929	48124	58861	69529
营业税金及附加	320	404	696	908	1081
销售费用	4342	7200	16894	20421	24324
管理费用	3445	3880	10672	12480	14189
财务费用	7	(79)	763	700	800
资产减值损失	33	314	(71)	0	0
投资净收益	208	224	0	0	0
营业利润	5546	10421	16716	20082	25208
营业外收入	88	219	600	450	450
营业外支出	247	545	726	600	600
利润总额	5388	10096	16590	19932	25058
所得税	1172	1803	4283	4983	6265
净利润	4216	8293	12291	14949	18794
每股收益(元)	0.59	1.04	0.64	0.78	0.98

资料来源：公司年报、东方证券研究所

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn