

报喜鸟(002154) 调研报告

——增发推动公司业绩高成长

谨慎推荐

维持评级

可选消费/纺织与服装

2009 年 7 月 14 日

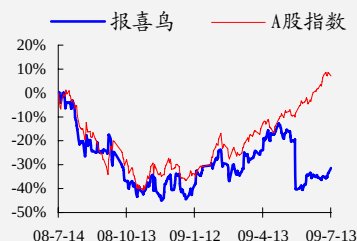
投资要点:

- 2008 年宝鸟对公司利润贡献 0.27 亿左右, 投资回报 18% 左右。通过收购宝鸟, 公司 2008 年新增每股收益(稀释) 0.11 元, 预计 2009 年新增每股收益(稀释) 0.14 元。公司在传统服装零售的基础上新增了团购、电子商务和高级定制业务。
- 目前公司共有商务系列店 637 家, 时尚系列店 45 家。据调研, 公司表示如果 2009 年 10 月左右增发成功, 公司将在今年新开商务系列店 50-60 家, 时尚系列店 55 家, 2010 年新开商务系列店 70 家, 时尚系列店 100 家。
- 未来公司收入高成长主要来自三个方面: 一是未来两年可遇见的新增店面数量(两年平均增长 20% 左右), 二是产品每年平均 7%-8% 的价格增长, 三是服装零售行业的内涵式增长。考虑到三部分增长和单店面积扩大综合因素, 我们认为公司未来三年的营业收入平均增长达到 30% 左右。
- 公司产品毛利率高达 49%, 净利率也在 10-20% 左右, 盈利能力非常好。服装产品的季节性非常强, 公司前半年的收入和后半年的收入比大约是 3: 7。随着 2009 年各项成本价格的大幅下滑, 预计公司今年下半年毛利率将有较大幅度提升, 全年毛利将超过 50%。
- 根据预测结果, 公司 2009 年每股收益 0.68 元, 2010 年每股收益 0.95 元, 目前股价 13.21 元, 对应 09PE 为 19 倍, 10PE 为 14 倍, 股价相对行业估值较低。考虑到公司在 2009 年下半年将增发总额不超过 8 亿元, 股本不超过 6500 万股, 首次评级给予“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	93,794	100.22	12,290	48.20	0.64		20.64	
2009E	117,242	25	17,084	39	0.68		19	
2010E	155,932	33	23,671	39	0.95		14	
2011E	205,831	32	33,056	40	1.32		10	

走势图



市场数据 2009-7-13

收盘价:	13.57 元
52 周最高价:	20.19 元
52 周最低价:	10.56 元
平均持仓成本:	13.02 元

基本数据 2009Q1

总股本(万股):	24,960
流通A股(万股):	24,960
每股收益(元):	0.05
每股净资产(元):	2.71
每股经营现金流(元):	0.07
市净率:	4.87

分析师: 刘枝花 周思立

TEL: (8621)6336 7000-264

FAX: (8621)6337 3209

Email: huacai998@tom.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

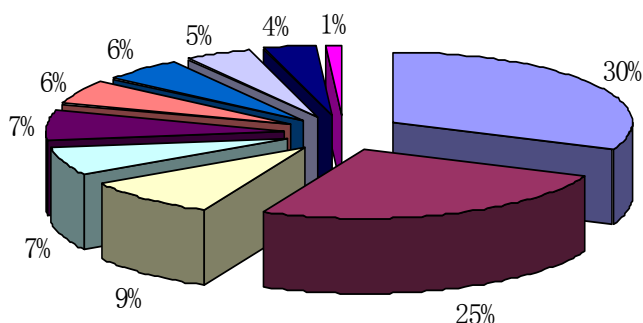
1、 公司简介

1.1 公司经营范围

公司主要从事“报喜鸟”品牌西服、衬衫等男士系列服饰产品的生产和销售。2008 年公司通过收购上海宝鸟，在零售业务的基础上新增了职业服团购、电子商务和高级定制业务，从而使公司业务模式不断多元化。截止到 2008 年底，公司上衣、西裤和衬衫收入占比 62.78%，毛利率高达 50%以上。T 恤、领带、及其他产品的毛利率分别达到了 54.08%、70.69%和 53.92%。通过调研获悉，公司未来准备增加皮具业务，丰富产品种类，以做好品牌延伸。

图 1 2008 年公司营业收入构成

■ 上衣(%) ■ 西裤(%) ■ 衬衫(%) ■ T恤(%) ■ 皮衣(%) ■ 羊毛衫(%)
■ 其他(%) ■ 夹克衫(%) ■ 加工费(%) ■ 领带(%)

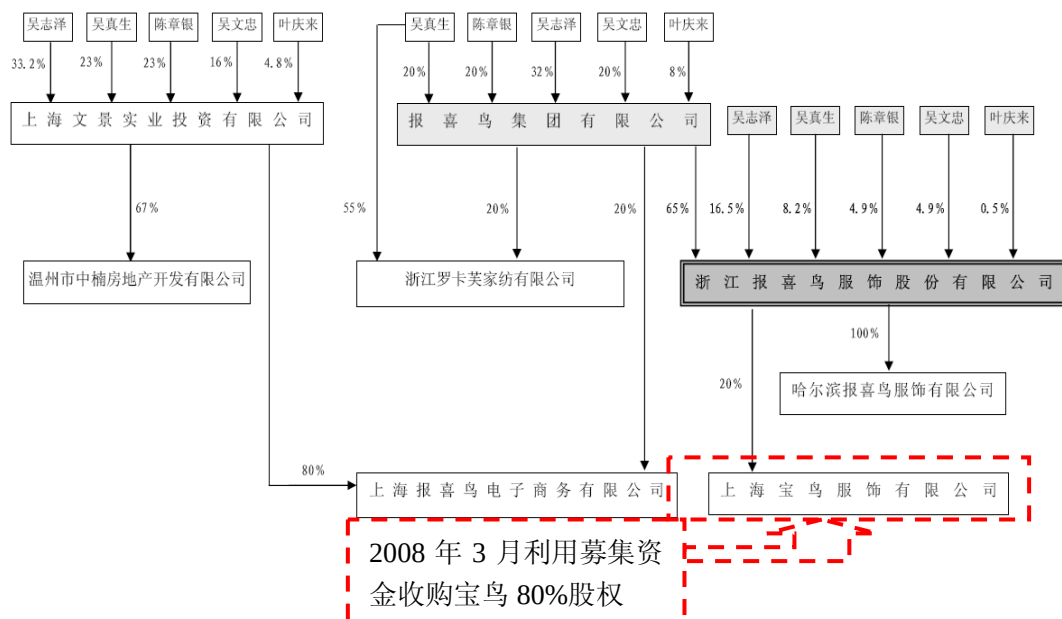


资料来源：公司公告 东北证券金融产业研究所

1.2 公司的股权结构及股权激励计划为业绩增长提供肥沃土壤

公司成立于 2001 年，由报喜鸟集团有限公司（主营纺织服装和房地产）作为主要发起人，以其与服装生产相关的生产经营性设备及产房作为出资，吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠和叶庆来五位自然人以现金作为出资，共同发起设立。公司控股股东为报喜鸟集团有限公司，公司股权较为分散，最终由多位自然人和自然人控制的法人共同持股。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

表格 1 公司股权激励方案情况

股权激励	第一行权期	第二行权期	第三行权期
行权比例	30%	30%	40%
行权日期	2009 年初-2010 年 6 月	2010 年 6 月-2012 年初	2012 年初-2013 年底
行权条件	08 年净利润≥9275 万， 加权平均净资产收益率 ≥10%	09 年净利润≥10118 万 元，净资产收益率≥10%	10 年净利润≥10962 万元，净资产收益率≥ 10%
EPS	0.37	0.41	0.44
EPS 增长	相比 06 年增长 120%	相比 06 年增长 140%	相比 06 年增长 160%

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司 2001 年开始实行职业经理人管理制度，包括董事长、总经理在内的公司高管均为职业经理人。2007 年底 2008 年初执行了股权激励计划，奖励对象为公司董事（不包括公司创始人股东吴志泽等及全体独立董事）、高级管理人员、核心技术人员共计 155 人，合计股票 2311.14 万股，行权价格 12.35 元，占公司总股本比例 9.26%。通过测算公司的行权条件可知公司 2008 年必须获得净利润 9275 万元，净资产收益率 10% 以上。而 2008 年归属母公司的实际净利润为 12290 万元，净资产收益率（加权）高达 20.75%，远远超过行权条件。我们认为公司的股权激励计划为公司业绩的稳定增长提供了保证，股权激励将公司管理层和股东利益紧紧捆绑

在一起。

1.3 募集资金效益情况

宝鸟自 2000 年创立至今已累计客户一万多家企业，2008 年 4 月公司收购宝鸟服饰有限公司 80% 股权，共使用资金 1.2 亿。2008 年宝鸟对公司利润贡献 0.27 亿左右，投资回报 18% 左右。通过收购宝鸟，公司 2008 年新增每股收益（稀释）0.11 元，预计 2009 年新增每股收益（稀释）0.14 元。通过收购宝鸟，公司在传统服装零售的基础上新增了团购、电子商务和高级定制业务。

图 3 2007 年公司 IPO 募集资金使用情况

项目投资		(单位：人民币万元)			
投资项目名称	工程项目投资				
	投资总额	募集资金投入进度与金额			非募集资金
		募集资金总额	第一年	第二年	
连锁营销网络建设项目	10,794.00	10,230.00	10,230.00	---	564.00
年产 10 万套中高档西服生产流水线技术改造项目	5,823.00	5,823.00	5,823.00	---	---
年产 60 万件中高档衬衫流水线技术改造项目	3,781.00	3,781.00	3,781.00	---	---
品牌设计研发中心技术改造项目	1,795.00	1,795.00	1,795.00	---	---

收购上海宝鸟服饰有限公司效益分析（单位：）

时间	收购	使用募集资金	自有资金	
	2008 年 4 月	7198.96	5000	
	营业收入	净利润	净利润贡献	Eps 贡献（稀释）
2008	41256	3413	2730	0.11
2009E	41500	3430	3430	0.14

资料来源：公司公告 东北证券金融产业研究所

1.4 拟增发募集资金用途

公司 2009 年 7 月临时股东大会通过了公司增发议案，拟增发总股份数不超过 6500 万股，募集资金总额不超过 8 亿人民币，发行价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一交易日的均价。

目前公司共有商务系列店 637 家，时尚系列店 45 家。据调研，公司表示如果 2009 年 10 月左右增发成功，公司将在今年新开商务系列店 50-60 家，时尚系列店 55 家，2010 年新开商务系列店 70 家，时尚系列店 100 家。

表格 2 未来两年拟新增店面数量

数量（家）	目前	新增 2009E	新增 2010E
商务系列	637	50-60	70
时尚系列	45	55	100
其中自营店	70-80	20	30
（购买自营店）		5	10
其中加盟店	602-612	85-95	140
总数	682	787-797	957-967

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2、公司经营分析

2.1 公司业绩的高成长来源

目前公司平均单店面积在 100 平米左右，面积超过 500 平米的店有 20 多家，公司已经在全国 30 个省、直辖市、自治区的 300 多个城市建立营销网络。未来两年公司将主要在未覆盖的一线城市建立面积较大的直营店，带动周边加盟店销售，并在二线城市开两百多家加盟店。新增店面的单店面积将明显大于已有店面面积。

未来公司收入高成长主要来自三个方面：一是未来两年可遇见的新增店面数量（两年平均增长 20%左右），二是产品每年平均 7%-8%的价格增长，三是服装零售行业的内涵式增长。考虑到三部分增长和单店面积扩大综合因素，我们认为公司未来三年的营业收入平均增长达到 30%左右。

2.2 公司发展脉络及未来发展方向

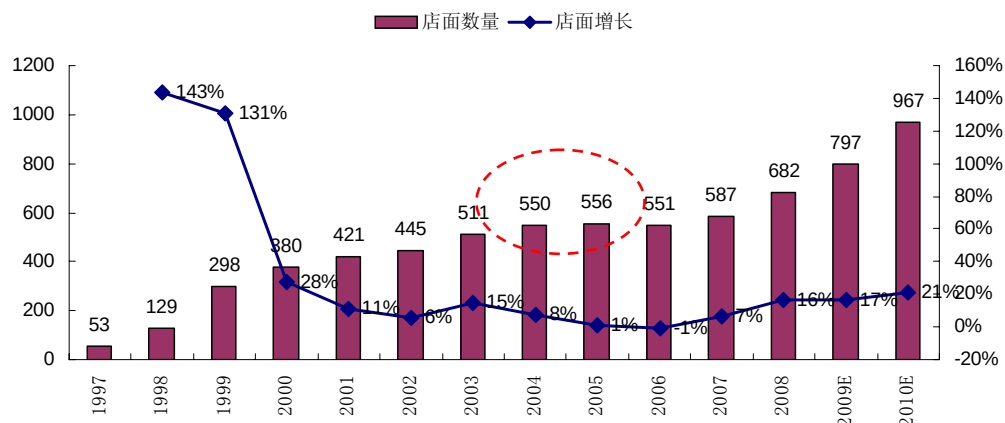
公司第一次飞跃式发展是从 1997 年起的十余年时间，公司以年均新增 60 家加盟店的速度形成了全国性加盟销售网络。截止到 53 家特许加盟店增加到 2008 年底的 600 多家，初步形成了全国性的销售网络，此期间的外延式扩张直接推动了公司收入和盈利的增长。公司扁平式特许加盟模式对资金需求量较少，使公司快速度过了发展初期的资金紧张和品牌成长期。

从 2004 年开始，公司将注意力集中到直营店的建设和加盟体系内部整合，不断扩大单店的面积，提升平销和客服上，此期间虽然外延式扩张有所放缓，但内涵式增长（单店收入）明显提升。

2007 年公司在深圳证券交易所上市，募集的 3 亿资金，其中部分资金用于收购上海宝鸟服饰有限公司，从而导致 2008 年公司业绩大幅度提升。

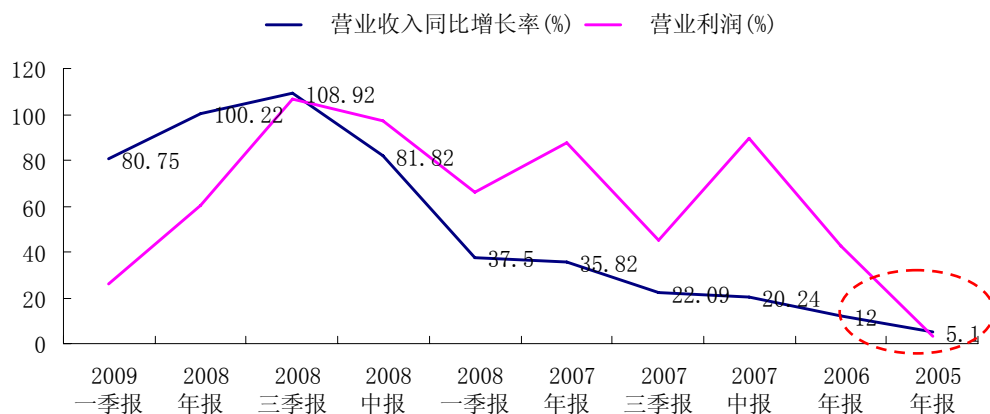
自 2009 年公司拟进入“强直营、开大店推时尚”的品牌发展战略阶段，这个阶段的品牌零售企业的特点是需要大量的资金来保证直营店的开店速度，同时毛利率不断提高，收入增长仍处于高速增长期。

图4 公司营销网络系统建设情况



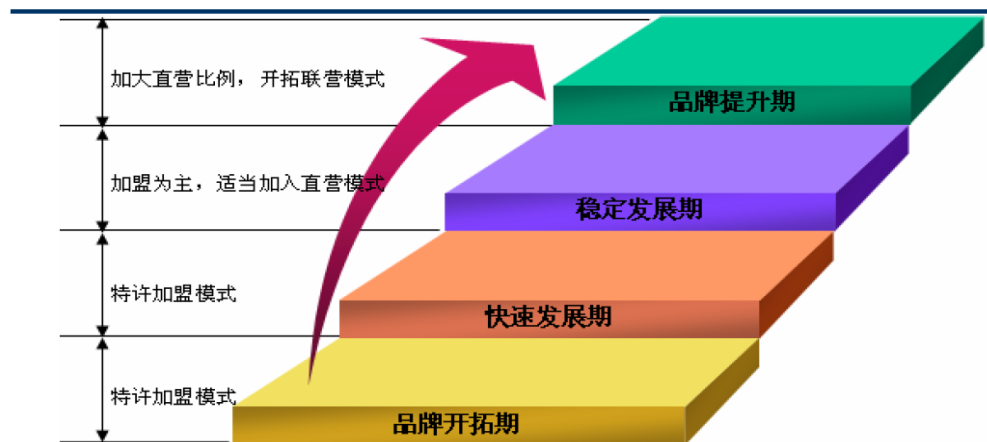
资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

图5 公司营业收入和营业利润同比增长情况



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

图6 公司的发展脉络



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2.3 细分客户群，进行差异化服务

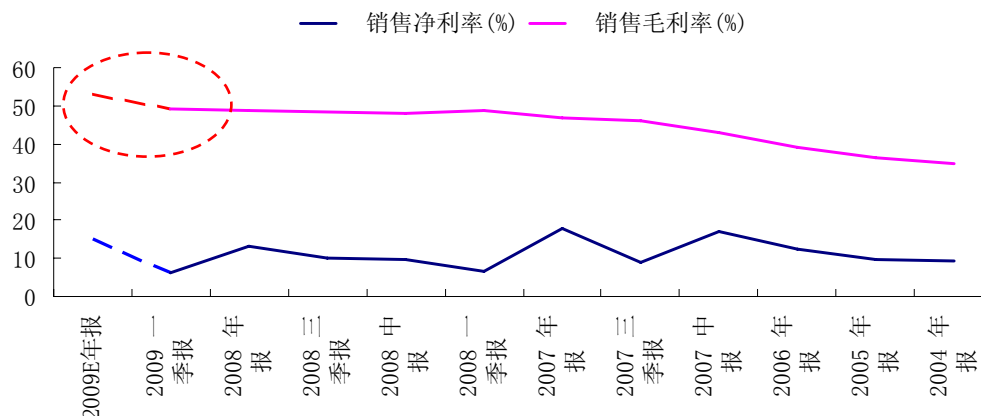
公司收购宝鸟后，形成了成熟业务和发展业务两大块。其中成熟业务包括商务系列（毛利率在 50% 以上），bono（团购）和外贸服装加工业务。发展业务包括时尚系列，量身定制经典业务（毛利率高达 60%），电子商务，高端定制和楼宇定制业务。不同品牌和营销模式针对不同客户群体，实行差别化服务。目前 car-bono 高级定制业务产品最贵高达 16 万一套，该品牌收入占比仍比较小，主要起到品牌宣传效果。

2.4 不一样的 VIP——营销、收入两不误

公司实行了特殊的 VIP 服务体系，通过设定比较高的一次性消费门槛和年均消费门槛，培养客户的忠诚度。并每年投入 1000 万左右的费用，为 VIP 客户提供各种增值服务，如体检、旅游、酒会、高尔夫活动等。和国内一般零售企业 VIP 不同之处在于：一方面公司每年确实组织了多次 VIP 客户活动，确实使客户收益，起到了营销广告的作用。另一方面，公司的 VIP 申请门槛比较高，这些稳定的客户将为公司的收入提供非常好的保障。

目前公司有稳定 VIP 客户 7 万人，每年人均消费 7 千到 8 千元。VIP 业务收入占总收入比逐年提升，已达到总收入的 40% 左右。

图 7 公司的毛利率和净利率趋势



资料来源：公司公告 东北证券金融产业研究所

3. 公司经营效率分析

3.1 毛利率逐步上升，盈利能力非常不错

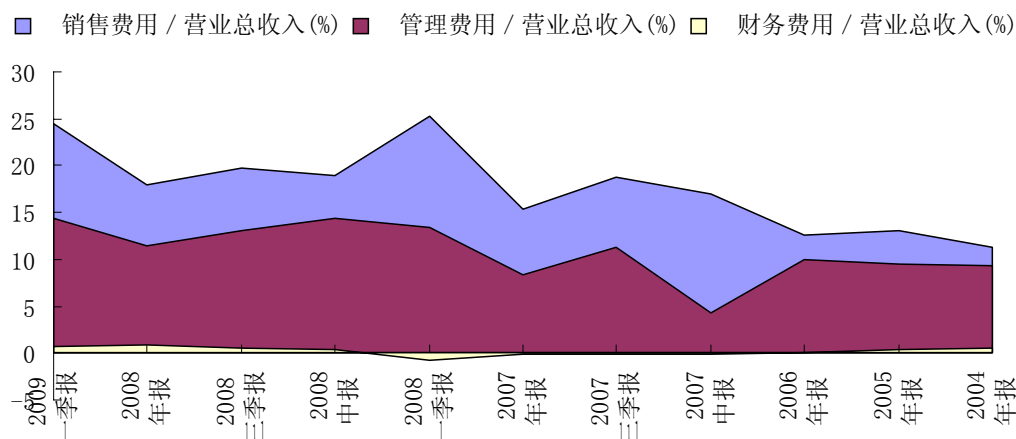
公司产品毛利率高达 49%，净利率也在 10-20% 左右，盈利能力非常好。服装产品的季节性非常强，公司前半年的收入和后半年的收入比大约是 3: 7。随着 2009 年各项成本价格的大幅度下滑，预计公司今年下半年毛利率将有较大幅度提升，全

年毛利将超过 50%。

3.2 三费占成本比重高，注定以加盟为主，自营为辅

2008 年公司财务费用、销售费用、管理费用三费占营业收入比重上升，总占比 30.2%，2009 年一季度三费占比上升到 39.53%。主要原因是上海宝鸟纳入合并范围以及公司 2008 年几十家直营店建设所致。由于公司的三费占成本比重比较高，开设加盟店对公司产生的利润贡献要略高于自营店，所以公司渠道建设仍将以加盟为主，自营为辅。预计增发后 2009 和 2010 年公司仍将新开 50 家左右的自营店，开办费导致公司净利润率将下降 2-3%，考虑到公司原料成本等的下降，预计总体上今年净利润率将基本维持不变。

图 8 公司三项期间费用趋势



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

3.3 偿债能力分析

公司 2008 年资产负债率 45.9%，流动负债/资产比是 44.9%，负债比率正常。但公司 2008 年短期借款比例大幅度增加，值得关注。流动负债中预付账款占到销售收入的 16%，公司的销售情况非常好。流动负债现金流量方面经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益为 1.03，公司的销售净利润和现金流匹配很好，销售非常扎实。

3.4 订货会+加货+追单，信用风险控制得当，存货周转率有待提高

公司通过春夏和秋冬两季订货会提前销售产品 40%左右，并根据当季终端销售情况以加盟商加货和追单的形式销售货物 60%。公司一直采取非常严格的信用审核机制，一般要求款到发货，并要求加盟商预定货物支付预付款 10-20%左右，所以公司的应收账款周转非常迅速，2008 年应收账款平均周转天数仅 38 天，周转次数大 9.4 次之多。公司应收账款占流动资产比例较低，帐龄短，信用风险控制得当。

与良好的应收账款周转形成鲜明对比的是公司存货周转率一直不高。公司的存货周期比较长，主要原因有两点：一是正装（西服西裤等）相对于休闲服等销售周期本身就比较长，二是公司需要库存货物应对加盟商的加货和追单。我们认为公司的存货管理体系已经具体到各家店，公司已经具备时时跟踪终端销售量情况的能力，但公司的存货周转速度仍有待提高。

5 盈利预测和合理估值

盈利预测假设：

公司 2009 年新增店面 16%左右，2010 年新增店面 21%左右。

- 1、新增店面在开办后 1 年销售进入正常期。
- 2、公司毛利率随着零售价格的增长稳定上升。
- 3、目前所得税率仍用 25%计算。

表 3、报喜鸟盈利预测

	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
营业收入	46,846.44	93,794.18	117,242.73	155,932.82	205,831.33
增长	0.36	1.00	0.25	0.33	0.32
营业成本	24,929.38	48,124.30	58,621.36	76,407.08	99,828.19
增长	0.19	0.93	0.22	0.30	0.31
营业税金及附加	404.42	695.81	869.76	1,156.78	1,561.65
占营业收入百分比	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
销售费用	7,200.18	16,894.22	21,103.69	28,083.50	37,470.66
占营业收入百分比	0.15	0.18	0.18	0.18	0.18
管理费用	3,879.63	10,671.62	12,896.70	18,400.07	22,641.45
占营业收入百分比	0.08	0.11	0.11	0.12	0.11
财务费用	-79.00	763.00	700.00	-20.00	0.00
资产减值损失	313.98	-70.72	0.00	0.00	0.00
投资收益	224.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前经营利润	10,421.85	16,715.95	23,051.21	31,905.39	44,329.38
营业外收入	219.00	600.00	600.00	400.00	500.00
营业外支出	545.00	726.00	850.00	720.00	730.00
利润总额	10,095.85	16,589.95	22,801.21	31,585.39	44,099.38
所得税	1,803.00	4,283.00	5,700.30	7,896.35	11,024.84
净利润	8,292.85	12,306.95	17,100.91	23,689.04	33,074.53
少数股东权益		15.60	16.00	17.20	18.20
归属于母公司净利润		12,291.35	17,084.91	23,671.84	33,056.33
每股收益（稀释）	0.33	0.49	0.68	0.95	1.32
每股收益增长	0.97	0.48	0.39	0.39	0.40

根据预测结果，公司 2009 年每股收益 0.68 元，2010 年每股收益 0.95 元，目前股价 13.21 元，对应 09PE 为 19 倍，10PE 为 14 倍，股价相对行业估值较低。考虑到公司在 2009 年下半年将增发总额不超过 8 亿元，股本不超过 6500 万股，首次评级给予“谨慎推荐”评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209