

短期关注成本费用上升压力 长期依然看好

研究结论

- 作为一家定位中高档的品牌服饰企业,公司多年来一直坚持精耕细作的经营作风,公司前些年的增长与其他同行业公司略有不同,更多地来自于提价带来的内生增长,渠道扩张的步伐明显低于同行。经过多年的品牌运营和内部业务结构日益完善、品牌逐步丰富的情况下,公司未来的增长将更多地通过渠道适度加快扩张和多品牌多业务发展获取更多的外生和增量增长。
- 据悉目前公司增发的投资项目正处于有序推进之中,我们预计未来3年公司渠道总量的增长速度将保持年均增长15%以上,其中圣捷罗品牌的扩张速度将超过报喜鸟品牌。除了渠道的适度加快扩张外,公司多品牌和业务多元的发展战略也将是其长期的核心思路。宝鸟团购业务同比明显好转,后续圣捷罗品牌和皮具业务都将逐步进入放量盈利期,而酝酿中的女装业务也可能是公司2-3年后的一个盈利增长点。
- 据悉,目前公司产品的终端需求保持良好增长态势。但2010年度开始的成本和费用上升值得关注。民工荒引发的外包成本上升和补货不及时以及公司本部人力成本的可能上升、新品牌新业务的短期集中投入等都将使得公司2010年的业绩增长面临一定下调的可能。但不会改变公司的长期发展趋势。
- 我们认可公司的发展战略,认为在目前较小规模基数和较高品牌定位基础上的渠道的适度加快扩张、各品牌的梯度成长和各业务的相互补充有利于公司从一家小而精致的品牌公司成长一家更规模化和更具影响力的服饰零售企业。
- 我们认为公司未来的盈利增长主要来自于报喜鸟品牌渠道扩张的适度加快、上海宝鸟团购业务的做强做大以及圣捷罗子品牌、皮具业务、女装业务的逐步成熟。根据跟踪调研获得的信息,我们小幅下调了公司2010年和2011年的盈利预测,预计公司2009—2011年的每股收益分别为0.66元、0.84元和1.09元,盈利增速分别为56%、27%和29%。相对于公司的目前股价,2010年的动态市盈率为25倍左右,维持“增持”评级。
- 提示:进入股权激励行权期对短期股价会有一定影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

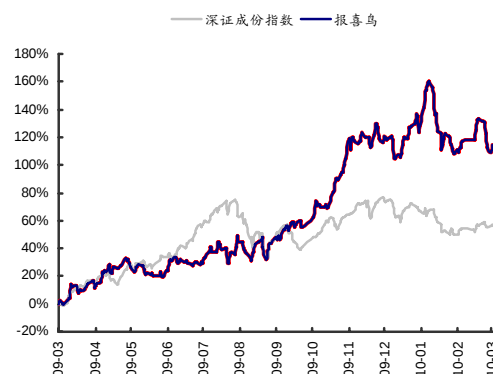
8621-63325888×6076

shihongei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价(2010年3月9日) 21.20元
目标价格(6个月) 25.2元
总股本/A股(万股) 24960/6240
A股市值(百万元) 1322.88
国家/地区 中国
行业 纺织服装
报告日期 2010年3月9日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	2.56	-2.62	110.95
相对表现(%)	-1.93	6.56	53.55

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万)	938	1120	1336	1671
营业利润(百万)	167	225	292	378
净利润(百万)	123	191	244	314
EBITDA(百万)	209	263	333	458
每股收益(元)	0.64	0.66	0.84	1.09
净资产收益率(%)	18.5	12.1	13.4	14.7
每股经营现金流(元)	0.59	0.54	0.87	1.15
市盈率(X)	33.12	32.09	25.21	19.54
EV/EBITDA(X)	24	20	15	11

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

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。

渠道适度加快扩张和多品牌业务多元发展是长期趋势

作为一家定位中高档的品牌服饰企业，公司多年来一直坚持精耕细作的经营作风，公司前些年的增长与其他同行业公司略有不同，更多地来自于提价带来的内生增长，渠道扩张的步伐明显低于同行。经过多年的品牌运营和内部业务结构日益完善、品牌逐步丰富的情况下，公司未来的增长将更多地通过渠道适度加快扩张和多品牌多业务发展获取更多的外生和增量增长。

公司于 09 年 11 月通过增发募集资金近 8 亿元，主要用于 178 家新销售网点的开设，从本次增发开始公司基本明确了未来适度加快渠道扩张的发展策略。据悉目前公司增发项目正处于有序推进之中，已开店数量超过 10 家，根据行业销售的淡旺季特征，我们判断大规模集中开店会在 5/6 月份以后。总体而言，我们维持此前的判断，预计未来 3 年公司渠道总量的增长速度保持 15% 以上，其中圣捷罗品牌的扩张速度将超过报喜鸟品牌。

除了渠道的适度加快扩张外，公司多品牌和业务多元的发展战略也将是其长期的核心思路。目前公司拥有报喜鸟品牌（SAINT ANGELO）及其子品牌圣捷罗时尚品牌（S.ANGELO），2008 年公司收购的宝鸟公司拥有职业服团购宝鸟品牌（BONO）、高级定制品牌卡尔博诺（CARL BONO）、楼宇定制品牌（BONO TAILOR）和电子商务品牌（E-BONO）。而报喜鸟品牌（SAINTANGELO）按目标消费群体的不同着装需求进一步细分为尊贵（经典）系列（SAINTANGELO CLASSIC）、高贵（商务）系列（SAINT ANGELO BUSINESS）、休闲系列和皮具系列。

目前报喜鸟品牌高贵（商务）系列（SAINT ANGELO BUSINESS）是公司收入和盈利的主要来源（未来该业务的增长主要来自于渠道扩张和结构的优化），我们预计未来 2—3 年都保持这一态势，但随着其他品牌和业务的崛起，公司收入和盈利构成将更为丰富，增长速度也将进一步加快。以圣捷罗时尚品牌为例，预计 2009 年的销售收入在 6000 万元左右，亏损在 800 万元左右，但 2010 年开始随着渠道扩张的加快和产品定位的进一步完善，该品牌将从一个培育期逐步进入一个快速扩张并放量的阶段，预计 2010 年该业务可实现盈亏平衡，2011 年开始将为公司贡献新的盈利。上海宝鸟服装业务方面，2010 年开始也在逐步回升。据悉从 09 年第四季度开始到 2010 年 1 月份团购订单骤增，2 月份开始增速虽有所放缓，但总体仍保持良好的增长，该子公司的外贸业务也在逐步回升。而宝鸟旗下的楼宇定制品牌（BONO TAILOR）和电子商务业务（E-BONO）2010 年也将进一步减亏，总体我们认为上海宝鸟 2010 年的经营业绩会明显好于 2009 年，但达到 2008 年 4000 多万的盈利水平存在一定挑战，具体要看 5—7 月的淡季开工情况。除了上海宝鸟和圣捷罗外，公司的皮具业务也是潜在的看点。皮具整体的市场容量很大，温州本身就有很好的产业基础，而公司又有服装业务方面的品牌支撑。目前公司也在该业务方面倾注了较大的投入和期望，从 2009 年开始皮具已经被单独列出一年召开四次订货会。我们觉得未来皮具发展值得重点跟踪和关注。而酝酿中的女装业务也可能是公司 2-3 年后的一个盈利增长点。

我们认可公司的发展战略，认为在目前较小规模基数和较高品牌定位基础上的渠道的适度加快扩张、各品牌的梯度成长和各业务的相互补充有利于公司从一家小而精致的品牌公司成长一家更规模化和更具影响力的服饰零售企业。

终端销售保持良好 成本和短期费用上升值得关注

根据我们对公司的跟踪调研，公司目前经营情况整体良好，从 09 年四季度截止目前的终端销售情况良好，春节黄金周终端销售增长 22% 以上，目前终端需求仍保持良好态势。但 2010 年度开始的成本和费用上升压力值得关注。

我们认为成本压力包括原料和成衣采购的上升成本以及人力成本的上升压力。目前公司产品中西服基本全部自己生产，其余产品绝大部分外包生产（除了少量衬衣外），据悉 2009 年年底开始到 2010 年一季度愈演愈烈的民工荒对公司外包生产的交工产生了较为明显的压力，对公司财务指标的直接影响是 2010 年的春夏产品补货收入可能低于原先的市场预期（公司补货收入占全部收入的 40%——50% 之间）。而民工荒最后的传导也将表现为劳动力成本的上升和公司成衣采购成本的上升。据悉，公司目前自身的招工情况还可以，但 2010 年也面临人力成本上升的压力，我们粗略估计公司本部人力成本至少上升 10%——15% 左右。

除了生产和人力成本上升外，2010 年公司在期间费用方面的投入也较为集中，一方面是圣捷罗休闲品牌在渠道方面会有大的扩张（预计新开店至少 100 家），相关投入费用较多，另一方面公司有可能启动女装事业部，相关组织结构和人员也将陆续到位，由此也会有一个集中的投入。另外公司的高级定制业务方面也会有进一步的人员增加。

综上，2010 年尽管公司销售收入会有稳健的增长，但受成本上升和费用短期提高的影响，我们预计公司全年的盈利增长可能略低于此前的市场预期。

我们认为生产成本（特别是人力成本）的上升对公司包括国内纺织服装行业整体而言都是一个挑战，但随着行业整体特别是像公司这样的一批品牌服饰企业向产业链下游盈利更丰厚的品牌和渠道环节转移，产能外包比重的进一步提高和产能分布的进一步全球化，成本的上升将被逐步覆盖。而 2010 年由于新品牌和新业务集中投入产生的期间费用增长也只是一个短期因素，不会改变品牌服装行业及优秀企业的长期增长态势。

盈利预测与投资建议

我们认为公司未来的盈利增长主要来自于报喜鸟品牌渠道扩张的适度加快、上海宝鸟团购业务的做强做大以及圣捷罗子品牌、皮具业务、女装业务的逐步成熟。根据跟踪调研获得的信息，我们小幅下调了公司 2010 年和 2011 年的盈利预测，预计公司 2009——2011 年的每股收益分别为 0.66 元、0.84 元和 1.09 元，盈利增速分别为 56%、27% 和 29%。相对于公司的目前股价，2010 年的动态市盈率为 25 倍左右，维持“增持”评级。

财务报表预测与比率分析（报喜鸟（002154））

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	679	1530	1469	1613	营业收入	938	1120	1336	1671	营业成本	481	560	668	827	营业税金及附加	7	9	11	13
现金	196	1005	830	817	营业费用	169	202	235	284	管理费用	107	118	138	167	财务费用	8	7	-8	2
应收账款	120	159	190	234	资产减值损失	-1	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
其它应收款	20	18	23	29	营业利润	167	225	292	378	营业外收入	6	7	6	6	营业外支出	7	1	7	7
预付账款	49	56	67	83	利润总额	166	231	291	377	所得税	43	39	48	62	净利润	123	191	244	314
存货	294	292	360	451	少数股东损益	0	0	0	0	归属母公司净利润	123	191	244	314	EBITDA	209	263	333	458
其他	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.66	0.84	1.09	主要财务比率									
非流动资产	548	568	973	1266	成长能力					会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	营业收入	100.2%	19.4%	19.3%	25.1%
长期投资	0	0	0	0	营业收入					营业利润	60.4%	34.4%	30.2%	29.1%	归属于母公司净利润	48.2%	55.7%	27.3%	29.0%
固定资产	343	369	698	978	获利能力					毛利率	48.7%	50.0%	50.0%	50.5%	净利率	13.1%	17.1%	18.2%	18.8%
无形资产	40	40	40	40	毛利率					ROE	18.5%	12.1%	13.4%	14.7%	偿债能力				
其他	165	160	235	248	净利率					资产负债率	46.0%	24.9%	25.5%	25.9%	净负债比率	29.23%	28.72%	26.52%	25.47%
资产总计	1227	2098	2442	2879	ROE					流动比率	1.23	2.93	2.36	2.17	速动比率	0.69	2.36	1.78	1.55
流动负债	552	522	622	745	营运能力					总资产周转率	0.94	0.67	0.59	0.63	每股指标 (元)				
短期借款	165	150	165	190	总资产周转率					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.66	0.84	1.09	每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.54	0.87	1.15
应付账款	111	133	166	200	应收账款周转率	9	8	7	7	每股净资产(最新摊薄)	2.29	5.44	6.28	7.37	估值比率				
其他	275	239	291	355	应付账款周转率	5.08	4.58	4.46	4.52	P/E	33.12	32.09	25.21	19.54	P/B	6.14	3.90	3.38	2.88
非流动负债	13	0	0	0	每股指标 (元)					EV/EBITDA	25	20	15	11					
长期借款	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)														
其他	13	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)														
负债合计	564	522	622	745	每股净资产(最新摊薄)														
少数股东权益	0	0	0	0	估值比率														
股本	192	290	290	290															
资本公积	184	846	846	846															
留存收益	287	440	683	998															
归属母公司股东权益	663	1576	1820	2134															
负债和股东权益	1227	2098	2442	2879															
现金流量表					单位:百万元														
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	经营活动现金流	172	156	252	334	投资活动现金流	-283	-47	-450	-370	筹资活动现金流	-8	699	23	23
经营活动现金流	172	156	252	334	净利润	123	191	244	314	资本支出	106	52	450	370	短期借款	95	-15	15	25
折旧摊销	35	31	49	79	折旧摊销	35	31	49	79	长期投资	-120	9	0	0	长期借款	0	0	0	0
财务费用	8	7	-8	2	财务费用	8	7	-8	2	其他	-297	14	0	0	普通股增加	96	98	0	0
投资损失	0	0	0	0	投资损失	0	0	0	0	资本公积增加	-88	662	0	0	其他	-111	-46	8	-2
营运资金变动	7	-58	-32	-63	营运资金变动	7	-58	-32	-63	现金净增加额	-120	808	-175	-13					
其它	-1	-15	-0	2	其它	-1	-15	-0	2										
投资活动现金流	-283	-47	-450	-370	投资活动现金流	-283	-47	-450	-370										
资本支出	106	52	450	370	资本支出	106	52	450	370										
长期投资	-120	9	0	0	长期投资	-120	9	0	0										
其他	-297	14	0	0	其他	-297	14	0	0										
筹资活动现金流	-8	699	23	23	筹资活动现金流	-8	699	23	23										
短期借款	95	-15	15	25	短期借款	95	-15	15	25										
长期借款	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0										
普通股增加	96	98	0	0	普通股增加	96	98	0	0										
资本公积增加	-88	662	0	0	资本公积增加	-88	662	0	0										
其他	-111	-46	8	-2	其他	-111	-46	8	-2										
现金净增加额	-120	808	-175	-13	现金净增加额	-120	808	-175	-13										

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业首席分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn