

审慎推荐-B (维持)

报喜鸟 002154.SZ

目标估值: NA
当前股价: 23.76 元
2010 年 4 月 27 日

毛利率继续提升带来快速增长 短期注意成本压力

基础数据

上证综指	2970
总股本(万股)	28968
已上市流通股(万股)	10248
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	25
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	11.9
资产负债率	20.1%
主要股东	报喜鸟集团有限公司
主要股东持股比例	42.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	43	101
相对表现	23	50	78



相关报告

- 1、《报喜鸟—商务系列稳步前行 时尚系列整装上路》2009/04/20
- 2、《报喜鸟—渠道拓展、并购宝鸟和管理提升使业绩继续快速增长》2009/8/26
- 3、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6
- 4、《关注一季度业绩超预期或快速增长的公司》2010/4/12

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090208070223

- **一季度利润状况超过市场预期。**一季度公司实现营业收入 2.49 亿，同比增长了 15.08%，实现营业利润和净利润分别为 2600 万和 2056 万元，同比分别增长了 50.75% 和 56.94%；每股收益 0.07 元。收入状况与我们的预期基本相符，利润增速比市场普遍预期的高，主要是毛利率的提升所致，同时去年的基数也较低。
- **商务系列稳步发展，宝鸟业务有所改善。**一季度公司的终端需求基本保持了 20% 左右增长的良好态势，增发项目已开店数量超过 10 家。宝鸟的团购业务从四季度开始有所改善，1 月份订单不错，2 月开始增速略有放缓，外贸业务比之去年逐步回升，总体看宝鸟处于改善当中。
- **毛利率继续提高，综合费用率略有下降，现金流状况良好。**一季度的综合毛利率达到 51.25%，同比提高了 2.1 个百分点，这与公司的提价策略密切相关。营业费用和管理费用分别增长了 17.65% 和 4.37%，营业费用增长基本与收入增长匹配，管理费用控制得力。经营性现金流达到 3396.68 万元，同比增长了 89.81%。
- **2010 年展望：**伴随再融资项目的推进，预计商务系列可保持 10% 左右的扩张速度，对加盟商的补贴与其他形式的支持可巩固公司扩张的步伐，同时对品牌附加值的持续建设可带来 5-10% 的内生增长；时尚系列尚处于培育期，扩张步伐会加快，最关键的是公司原有加盟商的强势地区，如东北、浙江的发展状况，但同时也要注意带来的相关费用的增长；宝鸟业务伴随需求复苏，可实现一定的改善。
- **盈利预测与投资建议：**10 年主基调是商务系列稳步增长、宝鸟的业务回升，我们基本维持 10-12 年 0.84、1.07 和 1.33 元/股的盈利预测，公司可维持相对快速的发展，但新品牌建设的费用、直营体系建设的费用以及生产和人工成本上升的费用可能给公司短期经营带来一定压力，维持“审慎推荐-B”的投资评级。目前估值为 10 年的 28 倍，有一定的估值优势。
- **风险提示：**经济复苏对需求的影响低于预期；成本费用高于预期；扩张低于预期，新品牌运营低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	938	1092	1263	1495	1792
同比增长	100%	16%	16%	18%	20%
营业利润(百万元)	167	211	282	357	441
同比增长	60%	26%	33%	27%	24%
净利润(百万元)	123	185	244	309	384
同比增长	48%	51%	32%	27%	24%
每股收益(元)	0.64	0.64	0.84	1.07	1.33
PE	37.1	37.2	28.2	22.2	17.9
PB	6.9	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源：招商证券

表 1: 10 年一季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q4	10Q1	同比	环比
营业收入	216	386	249	15%	-36%
营业毛利	106	201	127	20%	-37%
营业费用	53	61	62	18%	2%
管理费用	31	34	32	4%	-5%
财务费用	2	1	0	-109%	-110%
投资收益	0	0	0	-	-
营业利润	17	95	26	51%	-73%
所得税	5	16	6	30%	-60%
归属母公司净利润	13	82	21	57%	-75%
EPS (元)	0.05	0.28	0.07		

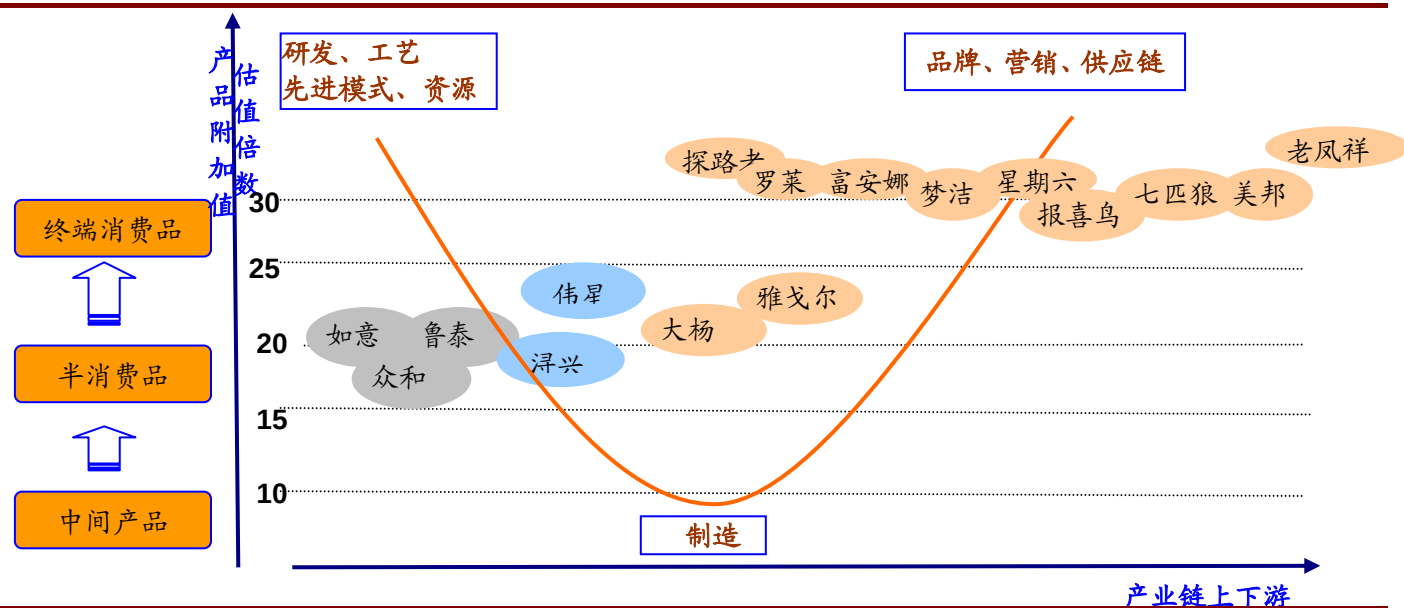
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入	120	171	267	380	216	176	314	386	249
营业毛利	58	81	130	187	106	87	164	201	127
营业费用	30	25	56	58	53	30	49	61	62
管理费用	16	26	32	33	31	26	39	34	32
财务费用	-1	2	2	5	2	1	2	1	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	14	28	41	86	17	30	69	95	26
归属母公司净利润	8	19	31	66	13	26	63	82	21
EPS (元)	0.04	0.10	0.16	0.35	0.07	0.14	0.33	0.43	0.11
主要比率									
毛利率	48.8%	47.7%	48.5%	49.2%	49.1%	49.4%	52.2%	52.1%	51.3%
营业费用率	25.3%	14.4%	20.8%	15.4%	24.5%	17.1%	15.5%	15.9%	25.0%
管理费用率	13.4%	14.9%	11.9%	8.8%	14.3%	15.0%	12.4%	8.8%	13.0%
营业利润率	11.4%	16.5%	15.2%	22.7%	7.9%	17.3%	22.0%	24.5%	10.4%
有效税率	40.8%	25.2%	23.6%	24.2%	27.0%	25.3%	9.3%	16.2%	23.5%
净利率	4.6%	3.7%	3.6%	5.6%	2.2%	5.1%	2.0%	4.1%	2.5%
YoY									
收入	38%	135%	149%	89%	81%	3%	17%	1%	15%
归属母公司净利润	61%	98%	251%	13%	63%	38%	103%	24%	57%

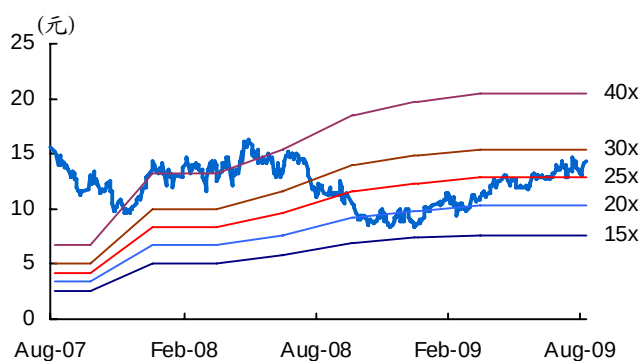
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

图 1: V式估值法 (根据10年EPS)



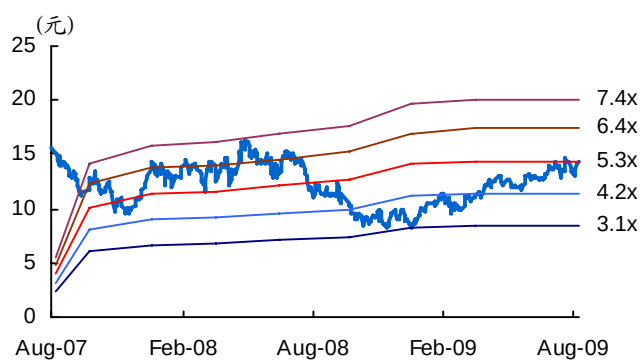
资料来源: 招商证券

图 2: 报喜鸟历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 报喜鸟历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《报喜鸟—专注的中档男装品牌运营商》2008/04/15:

在业内首位引入阶段论,阐述了中低档男正装行业品牌之间的竞争占主导的特点,并详尽的分析了报喜鸟的主要竞争者情况。通过对公司品牌建设、品牌战略和渠道策略三方面详尽的阐述,对公司品牌发展前景进行了系统性的分析。

2、《报喜鸟—快速增长势头得以延续》2008/04/28

3、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨—通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上,提出了品牌评价系统的初步模型,以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析,结合国内品牌公司进行阐述。

4、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第二卷):时尚产业图谱,品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱,将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类,借助我们构建的完整品牌评价系统,清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

5、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第三卷):时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发,对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司,总结出危机中的品牌公司分化表现,并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱,归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

6、《报喜鸟—商务系列稳步前行 时尚系列整装上路》2009/04/20:

结合公司的品牌系统与竞争状况,详细分析各业务的未来发展思路。

7、《报喜鸟—维持快速增长,渠道拓展和并购宝鸟是主因》2009/04/20

8、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略(服饰品牌研究第三卷下):突围与出局:时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版,结合国际案例,证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析,并结合发展弹性框架把握投资机会。

9、《报喜鸟—渠道拓展、并购宝鸟和管理提升使业绩继续快速增长》2009/8/26

10、《服饰品牌研究第四卷:迎风起舞:结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱,并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图,深刻剖析了各品牌企业的价值。

11、《关注一季度业绩超预期或快速成长的公司—纺织服装业 2010 年一季报前瞻分析》2010/4/12

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	679	1470	1796	1890	2195
现金	196	953	1277	1282	1468
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	120	122	145	179	215
其它应收款	0	15	6	7	9
存货	294	301	326	379	449
其他	69	79	42	42	54
非流动资产	548	521	359	559	619
长期股权投资	0	0	17	17	17
固定资产	343	284	272	478	543
无形资产	40	46	41	37	34
其他	165	191	29	27	26
资产总计	1227	1991	2155	2448	2814
流动负债	552	382	352	382	422
短期借款	165	95	62	75	85
应付账款	111	94	120	126	150
预收账款	151	108	120	126	125
其他	124	86	50	55	62
长期负债	13	13	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	13	0	0	0
负债合计	564	395	352	382	422
股本	192	290	290	290	290
资本公积金	184	873	873	873	873
留存收益	287	433	641	904	1230
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	663	1596	1803	2066	2393
负债及权益合计	1227	1991	2155	2448	2814

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	172	176	279	278	333
净利润	123	185	244	309	384
折旧摊销	0	0	35	36	38
财务费用	0	0	(1)	(1)	(1)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	4	(73)	(93)
其它	49	(9)	(1)	6	5
投资活动现金流	(283)	(77)	113	(240)	(100)
资本支出	0	0	(20)	(240)	(100)
其他投资	(283)	(77)	133	0	0
筹资活动现金流	(8)	670	(69)	(32)	(47)
借款变动	0	0	(33)	13	10
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(37)	(46)	(58)
其他	(8)	670	(0)	1	1
现金净增加额	(120)	769	323	5	186

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	938	1092	1263	1495	1792
营业成本	481	534	600	700	833
营业税金及附加	7	11	13	10	13
营业费用	169	193	225	265	314
管理费用	107	130	145	164	192
财务费用	8	6	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	(1)	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	167	211	282	357	441
营业外收入	6	11	8	9	11
营业外支出	7	1	3	1	1
利润总额	166	221	287	364	452
所得税	43	36	43	55	68
净利润	123	185	244	309	384
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	123	185	244	309	384
EPS (元)	0.64	0.64	0.84	1.07	1.33

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	100%	16%	16%	18%	20%
营业利润	60%	26%	33%	27%	24%
净利润	48%	51%	32%	27%	24%
获利能力					
毛利率	48.7%	51.1%	52.5%	53.2%	53.5%
净利率	13.1%	16.9%	19.3%	20.7%	21.4%
ROE	18.5%	11.6%	13.5%	15.0%	16.0%
ROIC	15.7%	10.8%	12.8%	14.1%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	19.8%	16.3%	15.6%	15.0%
净负债比率	13.4%	4.7%	2.9%	3.1%	3.0%
流动比率	1.2	3.9	5.1	4.9	5.2
速动比率	0.7	3.1	4.2	4.0	4.1
营运能力					
资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.4	1.8	1.9	2.0	2.0
应收帐款周转率	9.4	9.0	9.4	9.2	9.1
应付帐款周转率	5.1	5.2	5.6	5.7	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.64	0.64	0.84	1.07	1.33
每股经营现金	0.90	0.61	0.96	0.96	1.15
每股净资产	3.45	5.51	6.22	7.13	8.26
每股股利	1.10	2.10	0.13	0.16	0.20
估值比率					
PE	37.1	37.2	28.2	22.2	17.9
PB	6.9	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	19.9	15.9	12.8	10.3	8.5

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的时尚产业图谱与品牌竞争阶段图谱。并结合对国际服饰行业与优秀公司的实证研究，提升出图谱的财务量化版，完善了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。同时根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析品牌企业的价值。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。