

审慎推荐-B (维持)

报喜鸟 002154.SZ

目标估值: NA
当前股价: 25.68 元
2010 年 8 月 24 日

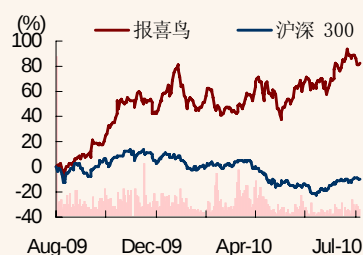
商务与时尚系列较为稳定，团购业务回升势头较好

基础数据

上证综指	2639
总股本(万股)	29375
已上市流通股(万股)	23441
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	12.1
资产负债率	20.7%
主要股东	报喜鸟集团有限公司
主要股东持股比例	41.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	20	90
相对表现	4	29	100



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、《报喜鸟—毛利率继续提升带来快速增长 短期注意成本压力》2010/4/27
- 4、《关注中报快速增长的公司，等待旺季的催化》2010/7/18

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090208070223

- **收入与利润状况基本符合市场预期。**2010 年 1-6 月，公司实现营业收入 4.68 亿，同比增长了 19.43%，实现营业利润和净利润分别为 6357.95 万和 5614.39 万元，同比分别增长了 33.61%和 42.16%。伴随零售回暖，以及职业装团购业务的较好回升，收入保持了稳定增长。毛利率小幅提升，与费用率的有效下降使得利润增幅高于收入增速，而比去年同期更低的税率则使得净利润增速继续高于利润总额的增幅。
- **商务与时尚系列发展较为稳定，团购业务回升势头较好。**公司上半年重点在通过渠道整合提高营销网络的质量，卖场总面积增长 0.7 万平米，达到 10.9 万平米。渠道增长较为平缓，低于预期，商务系列与时尚系列分别新增了 14 家和 26 家门店，我们认为这一方面反映公司在整合更高效率的渠道，同时也体现出我们一直强调的正装行业已经在国内发展的很成熟，拓展空间不像休闲装那么广阔。两品牌收入共达到 2.87 亿左右，预计与去年同期比保持相对稳。预计宝鸟团购业务回升良好，业务接单量和国内成衣加工订单量均超预期，实现了约 1.57 亿元，同比增长了约 51%，成为公司上半年收入增长的最大支撑。外贸业务达到 2300 万左右，但同比仍有约 15%的下降。
- **毛利率继续提升，综合费用率下降是利润高于收入增幅的主因。**现金流状况良好。综合毛利率达到 50.45%，同比提高了 1.23 个百分点，这与公司的提价策略密切相关。营业费用率和管理费用率分别达到 19.9%和 13.97%，分别有 1.25 和 0.66 个百分点的下降，费用控制得力。经营性现金流同比减少 88.68%，主要是薪酬以及各项税费增加所致。
- **盈利预测与投资建议：**10 年主基调是商务系列稳步增长、时尚系列加大培育，宝鸟业务持续回升。其中三季度由于提前发货会使得业绩增速较高，我们基本维持 10-12 年 0.84、1.06 和 1.31 元/股的盈利预测。公司的发展策略较为稳妥，风险控制较为充分，因此未来将可维持稳步相对较快的发展，目前估值为 10、11 年的 31 和 24 倍，在品牌公司中有一定的估值优势。维持“审慎推荐-B”的评级。
- **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；大股东减持的风险。

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	1292	1517	1817
同比增长	100%	16%	18%	17%	20%
营业利润(百万元)	167	211	280	353	435
同比增长	60%	26%	33%	26%	23%
净利润(百万元)	123	185	243	306	378
同比增长	48%	51%	31%	26%	23%
每股收益(元)	0.64	0.64	0.84	1.06	1.31
PE	40.1	40.2	30.7	24.3	19.7
PB	7.4	4.7	4.1	3.6	3.1

资料来源：招商证券

表 1: 10 年二季度业绩回顾

(百万元)	09Q2	10Q1	10Q2	同比	环比
营业收入	176	249	219	25%	-12%
营业毛利	87	127	102	17%	-20%
营业费用	30	61	62	107%	2%
管理费用	26	34	32	22%	-5%
财务费用	1	1	0	-110%	-110%
投资收益	0	0	0	-	-
营业利润	30	95	26	-15%	-73%
所得税	9	16	6	-29%	-60%
归属母公司净利润	26	82	21	-22%	-75%
EPS (元)	0.09	0.28	0.07		

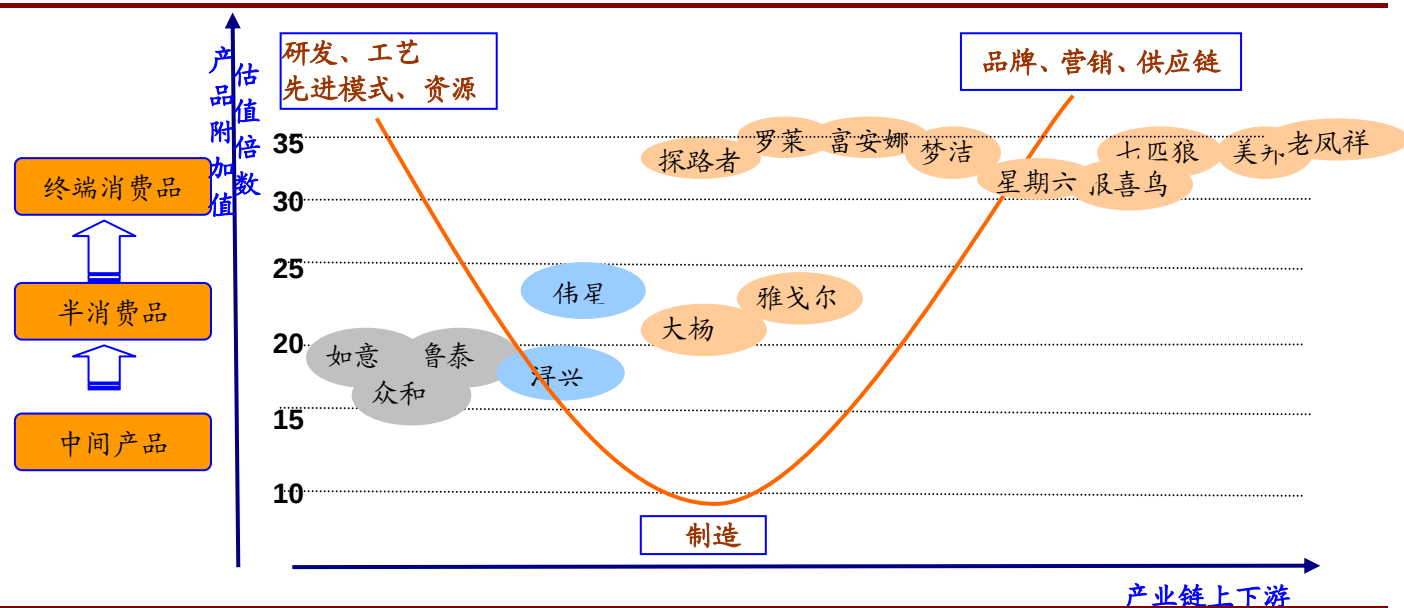
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	120	171	267	380	216	176	314	386	249	219
营业毛利	58	81	130	187	106	87	164	201	127	102
营业费用	30	25	56	58	53	30	49	61	62	31
管理费用	16	26	32	33	31	26	39	34	32	33
财务费用	-1	2	2	5	2	1	2	1	0	-2
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	14	28	41	86	17	30	69	95	26	38
归属母公司净利润	8	19	31	66	13	26	63	82	21	36
EPS (元)	0.04	0.10	0.16	0.35	0.07	0.14	0.33	0.43	0.11	0.19
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%	46.4%
营业费用率	25.3%	14.4%	20.8%	15.4%	24.5%	17.1%	15.5%	15.9%	25.0%	14.1%
管理费用率	13.4%	14.9%	11.9%	8.8%	14.3%	15.0%	12.4%	8.8%	13.0%	15.1%
营业利润率	11.4%	16.5%	15.2%	22.7%	7.9%	17.3%	22.0%	24.5%	10.4%	17.2%
有效税率	40.8%	25.2%	23.6%	24.2%	27.0%	25.3%	9.3%	16.2%	23.5%	20.1%
净利率	4.6%	3.7%	3.6%	5.6%	2.2%	5.1%	2.0%	4.1%	2.5%	4.1%
YoY										
收入	38%	135%	149%	89%	81%	3%	17%	1%	15%	25%
归属母公司净利润	61%	98%	251%	13%	63%	38%	103%	24%	57%	35%

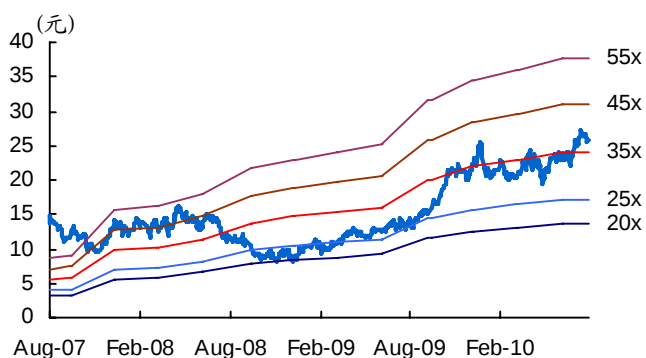
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

图 1: V 式估值法 (根据 10 年 EPS)



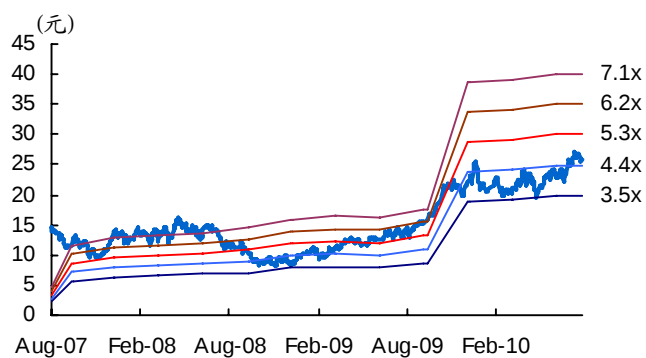
资料来源: 招商证券

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

表 3: 香港同类可比公司估值表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
女装	思捷环球	45.3	58357	3.4	31.3	4.02	3.56	3.96	11.3	12.7	11.4	11.3%
	宝姿	20.55	11637	7.5	37.9	0.70	1.10	1.31	29.3	18.7	15.7	19.2%
	安莉芳	4.43	1792	1.8	12.0	0.30	0.37	0.49	14.6	12.0	9.0	32.4%
休闲装	利丰	37.7	143756	8.0	21.6	0.80	1.31	1.68	47.0	28.7	22.5	27.7%
	波斯登	2.36	18343	2.4	16.1	0.08	0.18	0.21	29.7	13.0	11.3	15.8%
	班尼路	7.8	10412	2.3	23.1	0.47	0.87	1.01	16.7	9.0	7.7	16.0%
	真维斯	2.92	3093	1.5	13.3	0.49	0.29	0.32	6.0	10.1	9.1	10.3%
	佐丹奴	4.13	6146	2.9	14.5	0.20	0.22	0.25	20.9	18.5	16.5	11.7%
运动装	李宁	25	26268	8.5	41.3	0.45	1.25	1.52	55.5	19.9	16.4	21.3%
	中国动向	4.32	24479	2.9	20.7	0.13	0.34	0.39	33.4	12.8	11.0	15.9%
	安踏体育	14.5	36155	6.2	26.2	0.22	0.67	0.81	67.2	21.6	18.0	20.5%
	特步	5.6	12178	3.6	23.0	0.10	0.42	0.50	54.9	13.4	11.2	20.3%
	鸿星尔克	0.145	406	0.5	3.2	0.15	0.01	0.01	1.0	19.0	14.4	31.6%
	宝胜国际	1.04	4462	0.8	-0.5	0.01	0.07	0.09	139.8	14.9	12.2	22.2%
女鞋	百丽国际	12.38	104416	5.9	17.7	0.23	0.43	0.50	52.8	28.9	24.7	17.1%
	永恩国际	7.34	12022	5.5	19.4	0.23	0.41	0.53	31.3	17.7	14.0	27.1%
	盈进集团	1.42	884	1.2	0.4	0.13	0.01	0.01	10.6	236.7	177.5	33.3%
	九兴控股	14.6	11598	1.9	13.4	0.14	1.13	1.29	101.1	12.9	11.3	13.7%
配饰/ 化妆品	周生生	15.82	10709	2.4	16.1	0.76	-	-	20.7	-	-	-
	霸王	4.36	12707	5.4	31.0	0.06	0.20	0.26	69.9	22.2	16.9	31.4%
	莎莎	6.02	8378	7.0	32.9	0.16	0.32	0.39	37.8	18.7	15.6	19.6%
生产	新宇亨得利	3.7	15055	4.6	14.7	0.10	0.17	0.21	36.1	22.3	17.9	24.1%
	魏桥	5.4	6450	0.4	6.5	4.52	0.74	0.82	1.2	7.3	6.5	10.8%
	裕元	25.05	41223	1.7	16.0	0.22	2.14	2.47	114.9	11.7	10.2	15.3%

资料来源: 招商证券

表 4：国际同类可比公司估值表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
运动	NIKE	72.08	34662	3.6	20.7	3.80	4.23	4.77	19.0	17.0	15.1	11.32%
	ADS	41.605	8704	1.8	6.8	1.17	2.58	3.14	35.5	16.1	13.3	21.32%
	Puma	217.91	3287	2.2	10.6	8.50	15.48	18.03	25.6	14.1	12.1	16.46%
奢侈品 /高档 品	LVMH	93.18	45672	3.0	13.1	3.58	4.98	5.72	26.0	18.7	16.3	14.71%
	HERMES	136	14357	8.0	17.1	2.74	3.51	3.94	49.7	38.7	34.5	12.18%
	COACH	37.71	11506	7.5	45.9	2.04	2.64	2.94	18.5	14.3	12.8	11.54%
	POLO	81.77	7839	2.6	16.4	6.24	4.86	5.60	13.1	16.8	14.6	15.26%
	TOD'S	57.34	1755	2.7	13.7	2.80	3.20	3.58	20.5	17.9	16.0	12.08%
	BOSS	28.26	2201	9.1	51.8	2.90	2.20	2.45	9.7	12.9	11.5	11.75%
	BURBERRY	832.5	3624	6.1	14.4	-0.01	40.80	48.60	-	20.4	17.1	19.12%
	Perry Ellis	20.12	284	1.2	5.1	-0.91	1.59	1.88	-22.0	12.7	10.7	18.61%
	Phillips-Van	50.24	3332	1.9	14.9	1.38	3.62	4.58	36.3	13.9	11.0	26.27%
	PPR	103.1	13058	1.3	10.2	7.77	7.39	8.63	13.3	14.0	12.0	16.71%
大众品	UNIQLO	12620	1337589	4.2	19.1	469.46	636.90	617.99	26.9	19.8	20.4	-2.97%
	H&M	50.24	3332	1.9	14.9	1.38	3.62	4.58	36.3	13.9	11.0	26.27%
	INDITEX	5.33	974	0.6	8.7	0.67	0.63	0.67	8.0	8.5	7.9	7.34%
	GAP	77.86	8573	2.3	12.5	5.47	6.16	6.70	14.2	12.6	11.6	8.72%
	VF	17.87	11626	2.4	23.8	1.49	1.79	1.89	12.0	10.0	9.5	5.47%
	LTD US	25.12	8169	4.1	22.1	0.68	1.80	2.03	37.1	13.9	12.4	12.37%
	NEXT	1950	3589	27.9	265.6	1.64	209.40	225.40	1186.8	9.3	8.7	7.64%
	GUESS	36.6	3412	3.2	27.1	2.29	2.89	3.30	16.0	12.6	11.1	13.93%
	Benetton	5.33	974	0.6	8.7	0.67	0.63	0.67	8.0	8.5	7.9	7.34%
	Abercrombie&	37.6	3317	1.8	0.0	3.09	1.80	2.53	12.2	20.9	14.8	40.57%
	American Eagle	12.29	2525	1.7	11.3	0.87	0.97	1.12	14.1	12.6	10.9	15.53%
	Aeropostale	23.99	2244	5.0	58.1	1.60	2.76	2.96	15.0	8.7	8.1	7.27%
配饰/ 化妆品	Bulgari	233	362984	10.1	42.2	11.22	11.68	12.85	-	19.9	18.1	10.02%
	RICHEMONT	12620	1337589	4.2	19.1	469.46	636.90	617.99	26.9	19.8	20.4	-2.97%
	Fossil	50.08	31216	5.8	26.2	2.01	2.59	2.88	24.9	19.3	17.4	11.11%
	Tiffany	37.6	3317	1.8	0.0	3.09	1.80	2.53	12.2	20.9	14.8	40.57%
	Estee Lauder	48.63	14974	1.8	13.6	2.87	3.76	4.26	16.9	12.9	11.4	13.16%
	Swatch	12.29	2525	1.7	11.3	0.87	0.97	1.12	14.10	12.64	10.94	15.53%

资料来源：招商证券

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、《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。

3、《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。

4、《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。

5、《报喜鸟—维持快速增长,渠道拓展和并购宝鸟是主因》2009/04/20

6、《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。

7、《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

8、《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。

9、《报喜鸟—毛利率持续提升带来快速增长 短期注意成本压力》2010/4/27

10、《服饰品牌研究第五卷-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端,从价值链的角度切入,将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心,并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键,从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

11、《关注中报快速增长的公司,等待旺季的催化—纺织服装业 2010 年中报前瞻分析》2010/7/18

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	1807	1897	2199
现金	196	953	1268	1270	1448
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	149	182	218
其它应收款	0	15	6	8	9
存货	294	301	340	394	467
其他	69	79	44	44	56
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	2166	2455	2818
流动负债	552	382	363	393	434
短期借款	165	95	62	75	85
应付账款	111	94	125	131	156
预收账款	151	108	125	131	130
其他	124	86	51	56	63
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	363	393	434
股本	192	290	290	290	290
资本公积金	184	873	873	873	873
留存收益	287	433	640	900	1221
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	663	1596	1802	2063	2384
负债及权益合计	1227	1991	2166	2456	2818

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	172	176	271	274	325
净利润	123	185	243	306	378
折旧摊销	0	0	35	36	38
财务费用	0	0	(1)	(1)	(0)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(4)	(74)	(96)
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)	(46)
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	(36)	(46)	(57)
其他	(8)	670	(0)	1	0
现金净增加额	(120)	769	315	2	178

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	1292	1517	1817
营业成本	481	534	625	727	867
营业税金及附加	7	11	13	11	13
营业费用	169	193	226	261	309
管理费用	107	130	149	167	194
财务费用	8	6	(1)	(1)	(0)
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	280	353	435
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	285	360	445
所得税	43	36	43	54	67
净利润	123	185	243	306	378
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	123	185	243	306	378
EPS (元)	0.64	0.64	0.84	1.06	1.31

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	100%	16%	18%	17%	20%
营业利润	60%	26%	33%	26%	23%
净利润	48%	51%	31%	26%	23%
获利能力					
毛利率	48.7%	51.1%	51.6%	52.1%	52.3%
净利率	13.1%	16.9%	18.8%	20.2%	20.8%
ROE	18.5%	11.6%	13.5%	14.8%	15.9%
ROIC	15.7%	10.8%	12.7%	14.0%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	19.8%	16.8%	16.0%	15.4%
净负债比率	13.4%	4.7%	2.9%	3.1%	3.0%
流动比率	1.2	3.9	5.0	4.8	5.1
速动比率	0.7	3.1	4.0	3.8	4.0
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	2.0	2.0	2.0
应收帐款周转率	9.4	9.0	9.5	9.2	9.1
应付帐款周转率	5.1	5.2	5.7	5.7	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.64	0.64	0.84	1.06	1.31
每股经营现金	0.90	0.61	0.93	0.95	1.12
每股净资产	3.45	5.51	6.22	7.12	8.23
每股股利	1.10	2.10	0.13	0.16	0.20
估值比率					
PE	40.1	40.2	30.7	24.3	19.7
PB	7.4	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	20.1	16.0	13.0	10.5	8.7

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”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依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队图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

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。