

报喜鸟(002154.sz)

稳健中扩张提速，逐步转向综合性品牌服饰

李燕华 分析师

电话: 020-87555888-636

eMail: lyh9@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070019

盈利预测与估值评级

根据公司开店计划，我们预计公司 10-12 年收入增速分别约为 22%、25% 和 25%。调整 10-12 年公司 EPS 分别为 0.83、1.09 和 1.40 元（原先为 0.88、1.15 和 1.41 元）。公司内生增长能力强，多品牌成功运营，未来随着门店增长提速，主营业务逐步转向综合性品牌服饰，长期增长潜力大。给予公司 11 年 30-35 倍 PE，目标价 35 元，维持“买入”评级。

成本持续上涨，三季度提前发货，全年业绩预计增长稳定

公司面临工人薪水上涨、原材料价格和终端店铺租金上升等行业性的成本与费用持续上涨，长期来看公司产品提价对毛利率的边际效用将逐步递减，未来毛利率水平难以继续实现大幅提升。

公司今年前三季度收入和净利润实现同比增长 26.44% 和 56.29%，主要由于三季度根据终端销售预测等因素将部分四季度产品提前发货，预计四季度同比增长将放缓，全年业绩将实现稳定增长。

稳健经营中扩张将提速，未来业绩高增长可期

公司近三年一直坚持精细化管理策略，门店扩张速度较保守，内生增长每年以两位数增长。截止 10 年中期，报喜鸟品牌拥有门店 679 家，圣捷罗品牌门店 109 家，今年门店扩张增速稍有提升，新开门店平均单店面积增长 28%，预计全年报喜鸟品牌门店总数约为 700 家出头，圣捷罗品牌约 130 家左右，未来两年门店扩张将提速，预计每年门店增长 15%-20%，未来两年收入稳定，业绩高增长确定性较高。

风险提示

公司主要风险来自国内经济复苏情况。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	937.94	1,091.85	1335.00	1668.75	2085.94
增长率(%)	100.22%	16.41%	22.27%	25.00%	25.00%
EBITDA(百万元)	203.17	266.54	329.51	432.46	552.68
净利润(百万元)	122.90	184.98	245.21	321.19	412.66
增长率(%)	48.20%	50.51%	32.56%	30.99%	28.48%
每股收益(元)	0.640	0.639	0.83	1.09	1.40
市盈率	17.18	35.33	37.51	28.63	22.29
市净率	3.19	4.09	4.98	4.25	3.57
EV/EBITDA	10.24	21.30	24.48	18.21	13.71

数据来源: 浙江报喜鸟服饰股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

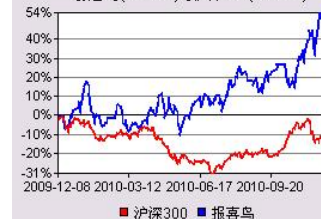
公司评级

买入

当前价格(元)	31.00
目标价格(元)	35.00
前次评级	买入

股价走势

报喜鸟(002154)与沪深300(000300)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	5.07%	25.30%	46.56%
沪深300	-9.81%	7.36%	-11.69%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

293.75/102.48

主要股东:

报喜鸟集团有限公司

主要股东持股比例

37.17%

财务比率

ROE	11.59%
ROA	14.13%
资产负债率	19.83%
每股净资产(元)	5.51

2009 年报数据

成本持续上升、三季度提前发货、全年业绩稳定增长

目前公司面临行业性的成本上升，虽然产品提价可以转移部分成本上升，公司近几年也一直持续进行产品提价，但长期来看公司产品提价策略对毛利率的边际效用将逐步递减，未来毛利率水平难以继续实现大幅提升。同时终端店铺租金成本大幅上升，工人工资持续上涨等也推动生产成本和费用的提升。

公司今年前三季度收入和净利润实现同比增长26.44%和56.29%；其中单季度分别同比增长35.2%和65.13%。主要由于三季度根据终端销售预测等因素将部分四季度产品提前发货，因此，四季度同比增长将放缓，预计全年业绩将实现稳定增长。

稳健经营中扩张将提速，未来业绩高增长可期

历史上门店扩张较保守，主要依靠内生增长

由于公司近年来一直坚持精细化管理策略，公司单店销售过去几年一直以两位数增速攀升，门店扩张速度一直比较保守，主要依靠内生增长。

截止2009年底，报喜鸟品牌在全国拥有665家门店，总经营面积10.2万平方米，单店面积136.4平米。10年中期，报喜鸟品牌拥有门店679家，圣捷罗品牌门店109家，总卖场面积10.9万平方米，新开门店单店面积175平米，新开门店面积较大，相比10年之前单店面积增长28%。预计到2010年底，报喜鸟品牌门店总数约为700家出头，圣捷罗品牌约为130家左右。

门店增长将加速

整体上公司渠道目前数量仍偏少，很多的二、三线城市尚未覆盖，未来增长的空间还很大。同时区域间的发展不均衡。强势区域华东和东北两地的销售收入占比合计超过60%；西北、华北、西南占比均只有10%，中南地区不超过5%。强势地区的成功经验如何在弱势区域复制是公司正在努力的方向。

公司去年增发募集资金将在500个城市开设178家门店，其中报喜鸟98家，圣捷罗品牌80家，未来2年公司门店扩张将提速，预计门店增速15%-20%之间。

图 1：公司门店数量变化情况

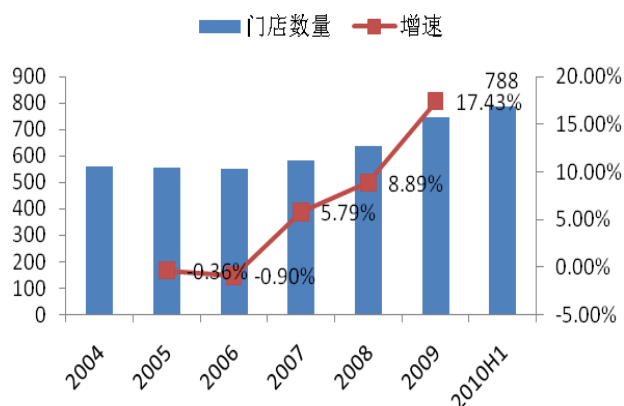
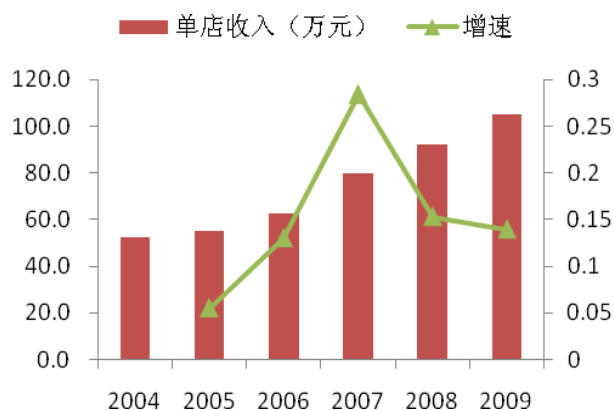


图 2：公司报喜鸟品牌单店收入（万元）变化



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

主营逐步转变为综合性品牌服饰

公司目前主要业务为主品牌报喜鸟的商务系列、休闲系列和子公司宝鸟的职业装团购业务，每年稳定贡献利润，其他业务还处于培育或萌芽阶段。从2004年至2009年的收入复合增长率为30%，净利润复合增长率为47%。

未来公司计划继续对报喜鸟品牌成熟的商务和休闲系列实行精细化管理，稳健经营中寻求适当加快扩张；宝鸟品牌作为团购成熟业务，继续打造职业装团购品牌；快速成长的时尚品牌圣捷罗将加快发展，希望快速增长，尽快进入规模化；报喜鸟品牌的皮具系列将走出试水阶段，进入萌芽发展期；女装系列2010年秋冬第一季货品开始销售，处于试水阶段；同时公司还在规划运动时尚业务。未来公司主营将逐步转变为综合性品牌服饰。

图 3：公司近几年收入（百万元）增长情况

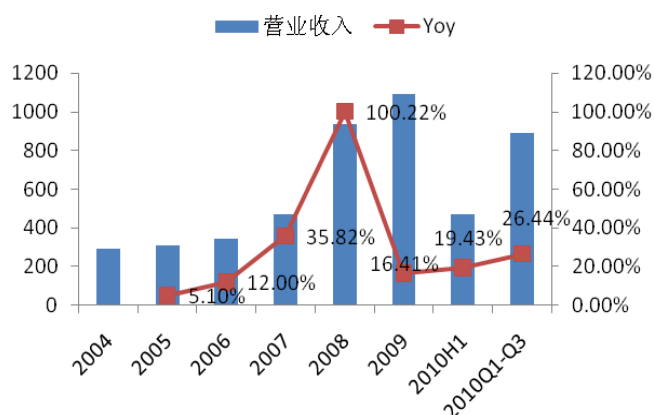
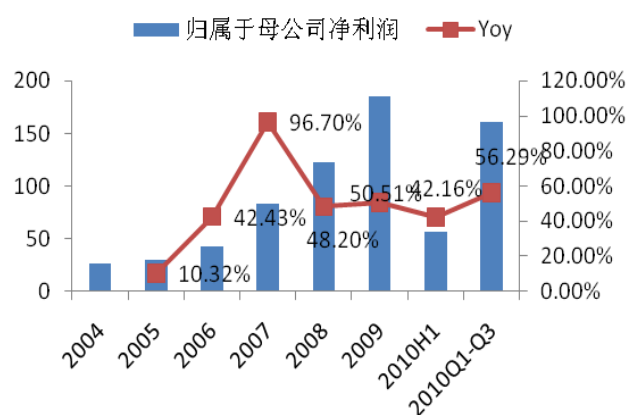


图 4：公司近几年利润（百万元）增长情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

我们假设公司新开门店三年成熟，第一年门店经营效果为成熟门店的50%，第二年经营效果为成熟门店的80%，根据公司开店计划，我们预计公司10-12年收入增速分别约为22%、25%和25%。调整10-12年公司EPS分别为0.83、1.09和1.40元（原先为0.88、1.15和1.41元）。公司内生增长能力显著，多品牌成功运营，未来随着门店增长提速，长期增长潜力较大。给予11年30-35倍PE，目标价35元，维持“买入”评级。

风险提示

国内经济复苏情况

资产负债表

单位：百万元

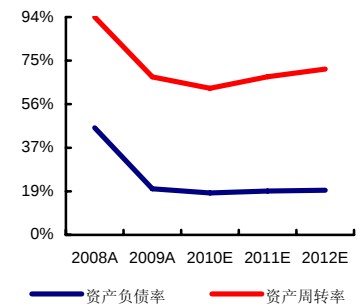
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	679	1,470	1,697	2,039	2,503
货币资金	196	953	1,131	1,320	1,618
应收及预付	189	216	249	315	390
存货	294	301	317	404	495
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	548	521	551	626	686
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	343	284	308	361	404
在建工程	10	0	5	11	17
无形资产	68	71	82	98	109
其他长期资产	127	166	156	156	156
资产总计	1,227	1,991	2,248	2,665	3,188
流动负债	552	382	406	503	613
短期借款	165	95	0	0	0
应付及预收	385	287	406	503	613
其他流动负债	2	0	0	0	0
非流动负债	13	13	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	13	0	0	0
负债合计	564	395	406	503	613
股本	192	290	294	294	294
资本公积	184	873	873	873	873
留存收益	287	433	679	1,000	1,412
归属母公司股东权益	663	1,596	1,845	2,167	2,579
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,227	1,991	2,252	2,670	3,192

利润表

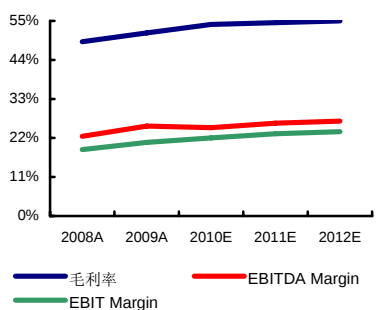
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	938	1092	1335	1669	2086
营业成本	481	534	621	768	949
营业税金及附加	7	11	12	15	19
销售费用	169	193	251	310	386
管理费用	107	130	160	192	240
财务费用	8	6	-1	2	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
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	167	211	292	382	492
营业外收入	6	11	4	5	5
营业外支出	7	1	0	0	0
利润总额	166	221	295	387	497
所得税	43	36	50	66	85
净利润	123	185	245	321	413
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	123	185	245	321	413
EBITDA	209	274	330	432	553
EPS (元)	0.64	0.64	0.83	1.09	1.40

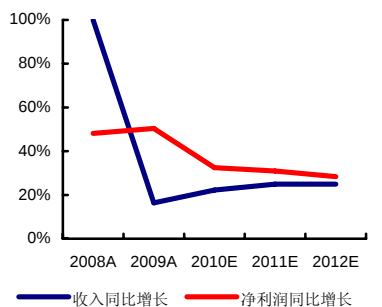
资产负债率趋势



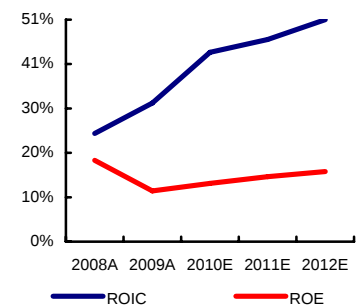
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

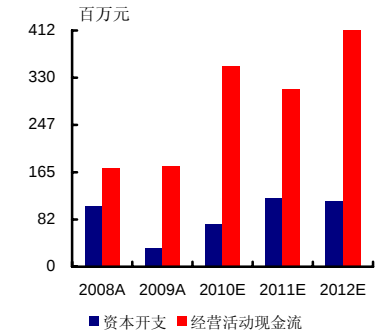
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	172	176	350	309	412
净利润	123	185	245	321	413
折旧摊销	35	50	38	49	61
营运资金变动	7	-67	70	-56	-56
其它	7	8	-3	-5	-5
投资活动现金流	-283	-77	-75	-120	-115
资本支出	-105	-32	-75	-120	-115
投资变动	-173	-48	0	0	0
其他	-5	4	0	0	0
筹资活动现金流	-8	670	-98	0	0
银行借款	165	225	-95	0	0
债券融资	-155	-295	-1	0	0
股权融资	0	786	0	0	0
其他	-18	-45	-2	0	0
现金净增加额	-120	769	177	190	297
期初现金余额	289	196	953	1,131	1,320
期末现金余额	169	966	1,131	1,320	1,618

主要财务比率

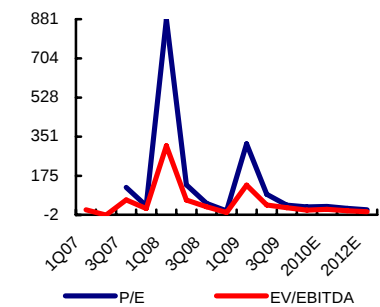
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	100.2%	16.4%	22.3%	25.0%	25.0%
营业利润	60.4%	26.4%	37.9%	31.0%	28.7%
归属于母公司净利润	48.2%	50.5%	32.6%	31.0%	28.5%
获利能力					
毛利率	48.7%	51.1%	53.5%	54.0%	54.5%
净利率	13.1%	16.9%	18.4%	19.2%	19.8%
ROE	18.5%	11.6%	13.3%	14.8%	16.0%
ROIC	24.7%	31.6%	43.2%	46.1%	50.6%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	19.8%	18.0%	18.8%	19.2%
净负债比率	-4.7%	-53.8%	-61.3%	-60.9%	-62.7%
流动比率	1.23	3.85	4.18	4.05	4.08
速动比率	0.61	2.86	3.19	3.04	3.06
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.68	0.63	0.68	0.71
应收账款周转率	9.41	9.01	9.13	9.13	9.13
存货周转率	2.39	1.80	1.96	1.90	1.92
每股指标 (元)					
每股收益	0.64	0.64	0.83	1.09	1.40
每股经营现金流	0.90	0.61	1.19	1.05	1.40
每股净资产	3.45	5.51	6.28	7.38	8.78
估值比率					
P/E	17.2	35.3	37.5	28.6	22.3
P/B	3.2	4.1	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	10.0	20.7	24.5	18.2	13.7

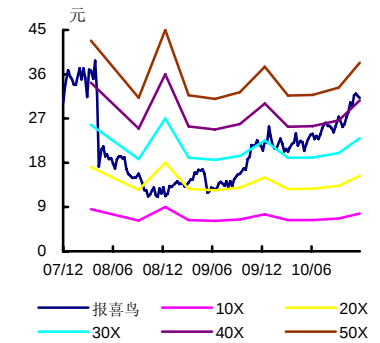
资本支出与经营活动现金流



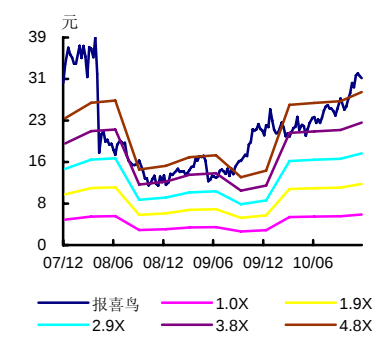
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

李燕华，分析师，西安交通大学数量经济学硕士，2008 年进入广发证券。

相关研究报告

报喜鸟(002154.sz)_季报点评	李燕华	2010-10-29
报喜鸟(002154.sz)_年报点评	李燕华	2010-04-27
报喜鸟(002154.sz)_公告点评	李燕华	2010-03-01

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。