

西服市场回暖，公司业绩增长加速

报喜鸟 (002154.SZ)

推荐

分析师：马 莉 ☎：(8610) 6656 8489 ✉：mali_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130210060022

联系人：李佳嘉 ☎：(8610) 6656 8098 ✉：lijiajia@chinastock.com.cn

1. 事件

报喜鸟披露增发信息及一季报后，市场对其关注较多，我们对公司基本面进行跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一) 西服市场回暖，公司进入加速发展期

近来西服再次登上时尚舞台，西服时尚化成为潮流。在此背景下，公司 2011 年 3 月份以来终端零售实现高增长，而终端零售作为先行指标，必然会影响到下一季订货；与此同时，公司计划加快渠道开设步伐，预计报喜鸟品牌 2011 年终端渠道增速在 15% 以上，SANGELO 终端渠道增速在 70% 以上。

为应对成本上涨压力，预计 2011 年秋冬季零售均价提高 26%，相对于约 15% 的成本提高，秋冬季毛利率有望维持甚至超过春夏季水平。在此背景下，考虑到订货会及终端零售增速，我们推测 2011 年公司全年净利润增速有望超过 40%。

(二) 独特的竞争优势为加速发展奠定基础

- 零售价不打折策略。高效库存管理体系是公司零售价不打折的基础，而库存管理体系受先进信息系统支撑，先进信息系统受扁平渠道支撑。公司的渠道是完全点对点扁平化的，由此也使得公司的信息系统业内领先；除此以外，公司有 60-70 人的货品配送员，负责管理加盟商的库存。
- 先进信息系统使得快速补单占比可以做到 20%。
- 高档正装定位与二流商圈开大店结合，比较低的租售比保证了加盟商具有 15%-20% 的销售净利润率。
- 高客户粘性。公司 40% 收入来自 vip 客户，20% 是婚庆需求，即每年 60% 是确定消费。
- 精细化管理。中国是个非常大的市场，必须实行差异化策略。公司在产品及市场差异化策略方面做得较好，比如产品按照不同地区进行版本的分类，按照市场成熟度、产销率对终端渠道进行分类等等。

(三) 大小非及高管减持基本被市场接受

2010 年 8 月限售股解禁后，集团及高管均通过二级市场及大宗交易减持了部分股权，市场认为未来公司小非解禁压力依然较大。对于公司大股东希望清理股权结构、高管减持收回资金进行二次行权等解释，目前市场基本认同；未来增发后集团+小非+高管持股占比 55% 以上的股权结构市场基本接受。

3、投资建议

在正装市场向好的大背景下，以公司独特的竞争优势为基础，随着公司渠道建设步伐的加快，报喜鸟业绩有望进入加速成长期。预计 2011-2013EPS0.58/0.78/0.96 元，对应 PE23.3/17.4/14 倍。结合公司增发需求，给予“推荐”评级。

表 1 报喜鸟 (002154.sz) 财务报表预测 (百万元、百分比)

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	953	519	760	782	937	营业收入	1,092	1,258	1,521	1,883	2,275
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	534	576	642	790	953
应收账款	122	264	319	395	478	营业税金及附加	11	17	21	28	35
预付款项	79	488	90	111	133	销售费用	193	208	249	270	301
其他应收款	15	55	66	82	99	管理费用	130	164	203	255	312
存货	301	360	184	226	273	财务费用	6	-6	-5	-10	-12
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	17	16	19	23
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	284	415	824	995	1,159	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	167	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	211	283	396	531	662
无形资产	46	44	79	143	192	营业外收支净额	10	11	5	5	5
长期待摊费用	11	7	107	173	206	税前利润	221	294	401	536	667
资产总计	1,991	2,579	2,656	3,133	3,704	减: 所得税	36	51	60	80	100
短期借款	95	95	0	0	0	净利润	185	243	341	456	567
应付票据	15	11	12	15	18	归属母公司净利润	185	243	341	456	567
应付账款	94	183	202	248	299	少数股东损益	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
预收款项	108	156	189	233	282	基本每股收益	0.64	0.83	0.58	0.78	0.96
应付职工薪酬	22	40	44	55	66	稀释每股收益	0.31	0.41	0.58	0.78	0.96
应交税费	36	76	76	76	76						
其他应付款	12	22	22	22	22	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	16.4%	15.2%	21.0%	23.8%	20.8%
预计负债	0	119	119	119	119	EBIT 增长率	28.9%	30.5%	38.8%	32.8%	24.7%
负债合计	395	714	676	780	894	净利润增长率	50.5%	31.3%	40.4%	33.7%	24.4%
股东权益合计	1,596	1,864	2,147	2,520	2,976	盈利性					
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售毛利率	51.1%	54.2%	57.8%	58.0%	58.1%
净利润	185	243	341	456	567	销售净利率	16.9%	19.3%	22.4%	24.2%	24.9%
折旧与摊销	0	0	43	92	147	ROE	16.4%	14.1%	17.1%	19.7%	20.7%
经营活动现金流	0	300	976	487	648	ROIC	33.6%	26.4%	28.5%	33.8%	33.9%
投资活动现金流	0	-756	-587	-393	-393	估值倍数					
融资活动现金流	0	18	-149	-72	-99	PE	42.9	32.7	23.3	17.4	14.0
现金净变动	0	-437	240	22	156	P/S	8.5	7.3	6.3	5.2	4.2
期初现金余额	196	953	519	760	782	P/B	12.0	5.0	4.3	3.7	3.1
期末现金余额	196	516	760	782	937	股息收益率	1.5%	1.1%	1.5%	1.0%	1.4%
						EV/EBITDA	14.0	12.9	11.4	15.5	11.0

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受任何形式的补偿。

纺织行业分析师覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908