

审慎推荐-A (维持)

报喜鸟 002154.SZ

目标估值: 16.62-18.47 元

当前股价: 14.67 元

2011 年 11 月 2 日

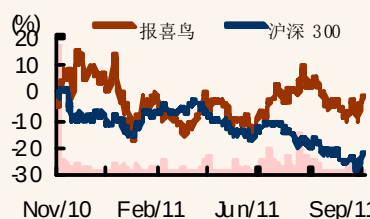
开店进程有所加快 业绩保持快速增势

基础数据

上证综指	2473
总股本(万股)	58750
已上市流通股(万股)	49189
总市值(亿元)	83
流通市值(亿元)	70
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	16.2
资产负债率	40.5%
主要股东	报喜鸟集团有限公司
主要股东持股比例	36.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	6	1
相对表现	-1	21	20



相关报告

- 1、《报喜鸟-商务与时尚系列较为稳定，团购业务回升势头较好》2010/8/24
- 2、《报喜鸟-收入增长略低预期 内涵增长依旧为主要引擎》2011/2/28
- 3、《报喜鸟-提前发货拉动一季度收入高增长 内生性增长仍为主动动力》2011/4/27
- 4、《报喜鸟-提价支撑业绩高增长 毛利率依旧大幅提升》2011/8/29

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

研究助理

孙好

0755-83295441
sunyu2@cmschina.com.cn

受提价、开店进程加快及部分秋冬货品提前发货推动，前三季度业绩延续了高速增长态势。但渠道的快速扩张和规模化的发展导致费用及赊销额度上涨较快，为现金流造成了一定压力。由于正装行业发展格局较为稳定，行业增长较为平稳，“报喜鸟”品牌在正装行业的地位较为稳固，我们认为公司可维持稳定快速的发展，而在此格局下，为了加大发展也需要进行更多的投入与赊销，这方面未来的状况也需要同步关注。后续再融资事件使公司动力充足或将对股价产生一定的催化作用。

- **正装行业格局稳定，主品牌快速增长。**11 年前三季度公司实现营业收入 13.31 亿元，同比增长 49.06%，营业利润和净利润分别为 2.80 和 2.43 亿元，同比分别增长 50.57%和 51.80%，基本每股收益为 0.42 元。前三季受提价、渠道扩张加速及部分货品提前发货等因素的共同推动，公司收入及利润维持了持续高速增长态势。
- **内生、外延同步增长，业绩增长趋势稳定。**公司把握住三季度传统开店旺季的时点，加大投入，提升开店速度；同时，利用精细化品类管理等措施，“报喜鸟”品牌单店质量稳步提升，初步统计，预计前三季度公司可比同店增长约为 10%几的水平。在内外两方面因素的驱动下，公司业绩延续了快速增长。
- **提价保证毛利率持续增长，但投入加大导致费用提升。**在公司品牌建设力度持续加强的背景下，同时价格提升明显，其中，特别是报喜鸟品牌的提价效应非常明显，拉动综合毛利率由 53.98%增至 57.81%，继中期后再度大幅提升 3.83 个百分点；费用方面，因公司加快渠道扩张步伐、宣传力度加大，人员支出及新购办公楼维护费用支出增加，直接导致销售费用及管理费用增长过快，同比增速分别达到 37.49%和 81.45%，尤其是管理费用率的大幅增加，拖累三项费用率同比增加 1.65 个百分点，达到 31.89%的水平。我们认为渠道规模化扩张对公司整个管理平台的运作提出了更高的要求，以加盟为主导的扩张模式在运营成本上升的年代会导致公司边际成本上升，费用的过快增长会在一定程度上削弱利润的增长。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1092	1258	1582	1959	2321
同比增长	16%	15%	26%	24%	18%
营业利润(百万元)	211	283	391	513	626
同比增长	26%	34%	38%	31%	22%
净利润(百万元)	185	243	334	434	520
同比增长	51%	31%	38%	30%	20%
每股收益(元)	0.64	0.83	0.57	0.74	0.89
PE	23.0	17.7	25.8	19.9	16.6
PB	2.7	2.3	3.6	3.1	2.7

资料来源：招商证券研发中心

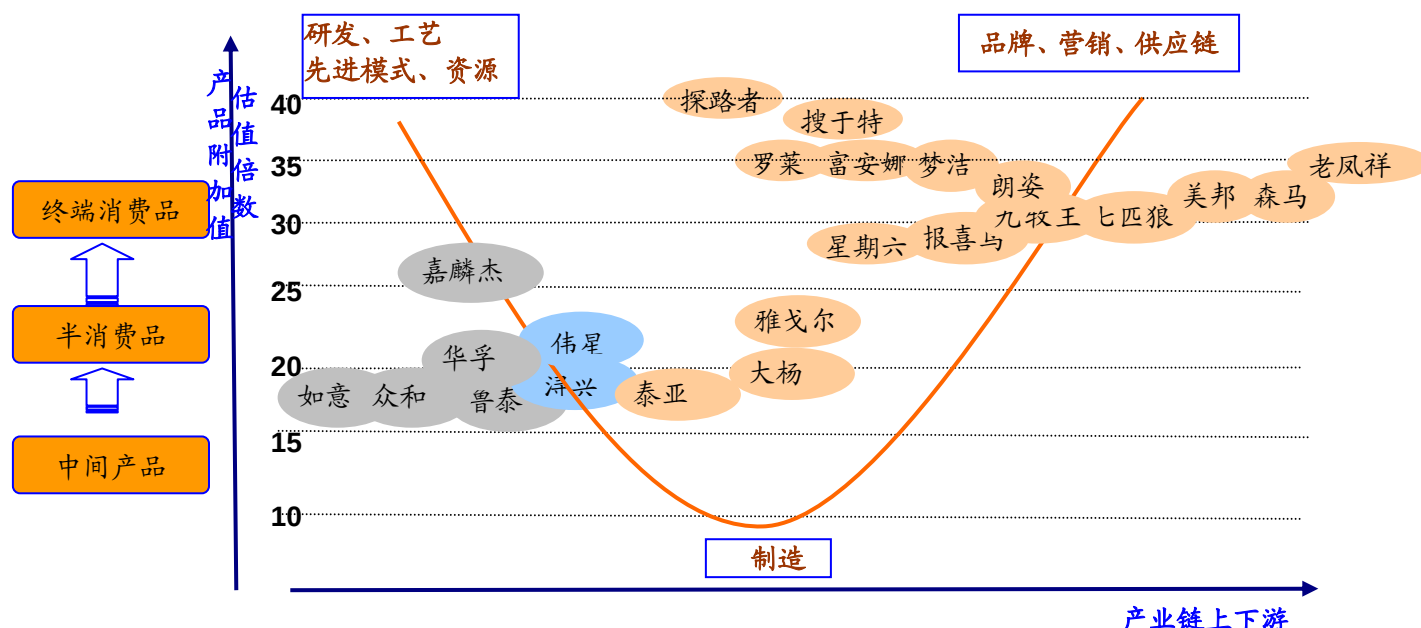
- **规模化发展引发应收账款增加，现金流承压；秋冬装提前入库推升库存规模。**随着经营规模的不断扩大，为缓解加盟商的成本压力，公司对优质加盟商进行了重点扶持，赊销信用额度的增加导致应收账款期末达到 6.97 亿元，同比增加 164.07%；同时，因赊销信用额度增加、人力、广告及税金等费用支出增加，直接导致经营活动现金流净额趋紧，期末仅为-0.60 亿元，尽管较中期情况有所好转，但比去年同期仍减少 2.40 亿元；库存方面，受益于公司供应链管理提升，因秋冬产品提前入库致使库存规模同比提升 36.36%；而应收账款及存货的增长直接导致公司加大了计提应收账款准备和库存跌价准备的额度，期末资产减值损失大幅提升 235.65%，达到 0.38 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**由于正装行业发展格局较为稳定，行业增长总体较为平稳，“报喜鸟”品牌在正装行业的地位较为稳固，我们认为公司可维持稳定快速的发展，而在此格局下，为了加大发展而需要进行更多的投入与赊销，这方面未来的状况也需要同步关注。

此外，公司先后进行数次投资，用于增加旗下品牌和业务的丰硕度。这可为公司未来增加拓展数量以及规模增长带来一定好处，但品牌及业务量的突增，对日后公司的管理运营能力提出了较为严格的考验，如何使各品牌间实现品牌协同效益实现最大化，得到均衡发展，是未来公司发展的重中之重。

考虑到再融资推进等事项，同时，**预计负债增加了业绩的弹性。**我们基本维持上次的盈利预测，预计 11-13 年 EPS 分别 0.57、0.74 和 0.88 元/股。目前 11、12 年市盈率分别为 25.8 和 19.9 倍，半年目标价可以给予 12 年 22.5-25 倍，目标价格为 16.62-18.47 元。维持“审慎推荐-A”的评级。后续再融资事件使公司动力充足或将对股价产生一定的催化作用，但长期发展的稳定性仍是判断投资机会的主要依据。

- **风险提示：**渠道扩张过快，加大管理难度；新品牌运营低于预期的风险。

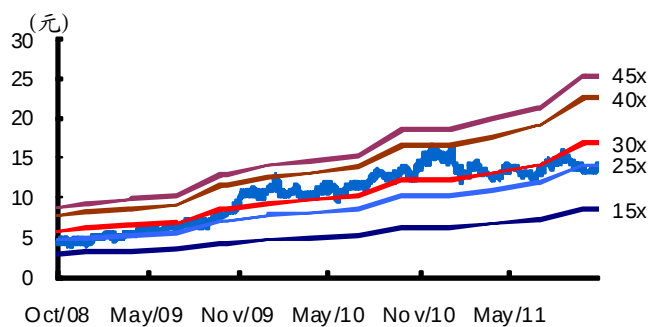
图 1：V式估值法（根据11年EPS）



资料来源：招商证券研发中心

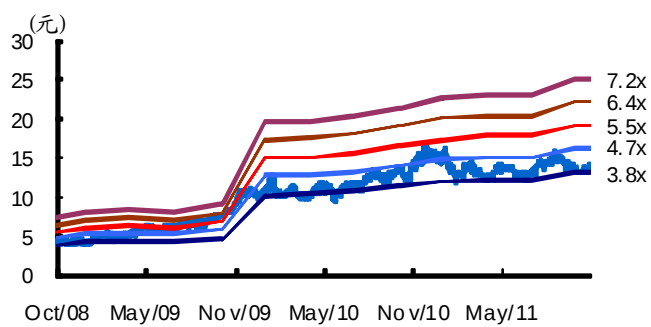
敬请阅读末页的重要说明

图 2: 报喜鸟历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

图 3: 报喜鸟历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

参考报告:

1、《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。

2、《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。

3、《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。

4、《报喜鸟—维持快速增长，渠道拓展和并购宝鸟是主因》2009/04/20

5、《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

6、《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。

7、《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

8、《报喜鸟-商务与时尚系列较为稳定，团购业务回升势头较好》2010/8/24

9、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此总结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

10、《报喜鸟-收入增长略低预期 内涵增长依旧为主要引擎》2011/2/28

11、《报喜鸟-提前发货拉动一季度收入高增长 内生性增长仍为主动力》2011/4/27

12、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11:

系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题，在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱，分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴；同时针对消费升级前端的行业，创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

13、《报喜鸟-提价支撑业绩高增长 毛利率依旧大幅提升》2011/8/29

14、《服装纺织行业近期投资机会与 2011 年三季度报前瞻分析-品牌公司销售总体坚挺 静待估值切换行情》2011/10/10

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1470	1686	1976	2333	2949
现金	953	519	883	1074	1567
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	122	264	396	451	464
其它应收款	15	55	8	10	12
存货	301	360	446	526	606
其他	79	488	244	273	299
非流动资产	521	893	847	908	1094
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	284	415	615	681	872
无形资产	46	44	40	36	32
其他	191	434	192	191	190
资产总计	1991	2579	2823	3240	4043
流动负债	382	583	380	429	789
短期借款	95	95	75	85	300
应付账款	94	183	125	153	200
预收账款	108	156	125	128	150
其他	86	149	55	63	140
长期负债	13	131	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	131	0	0	0
负债合计	395	714	380	429	789
股本	290	294	588	588	588
资本公积金	873	924	924	924	924
留存收益	433	633	917	1286	1728
少数股东权益	0	14	14	14	14
母公司所有者权益	1596	1850	2428	2797	3240
负债及权益合计	1991	2579	2823	3240	4043

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	176	300	296	348	610
净利润	185	243	334	434	520
折旧摊销	0	0	36	38	40
财务费用	0	0	3	2	23
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(107)	(132)	21
其它	(9)	57	29	5	6
投资活动现金流	(77)	(756)	(33)	(100)	(230)
资本支出	0	0	(240)	(100)	(230)
其他投资	(77)	(756)	207	0	0
筹资活动现金流	670	1	101	(57)	113
借款变动	0	0	(20)	10	215
普通股增加	0	0	294	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(50)	(65)	(78)
其他	670	1	(123)	(2)	(23)
现金净增加额	769	(454)	364	190	494

资料来源：公司报表、招商证券研发中心

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1092	1258	1582	1959	2321
营业成本	534	576	696	852	998
营业税金及附加	11	17	21	20	23
营业费用	193	208	263	317	360
管理费用	130	164	209	255	290
财务费用	6	(6)	3	2	23
资产减值损失	7	17	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	211	283	391	513	626
营业外收入	11	12	16	11	9
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	221	294	405	523	635
所得税	36	51	71	89	114
净利润	185	243	334	434	520
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	185	243	334	434	520
EPS (元)	0.64	0.83	0.57	0.74	0.89

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	16%	15%	26%	24%	18%
营业利润	26%	34%	38%	31%	22%
净利润	51%	31%	38%	30%	20%
获利能力					
毛利率	51.1%	54.2%	56.0%	56.5%	57.0%
净利率	16.9%	19.3%	21.1%	22.2%	22.4%
ROE	11.6%	13.1%	13.8%	15.5%	16.1%
ROIC	10.8%	11.6%	12.9%	14.8%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	19.8%	27.7%	13.5%	13.2%	19.5%
净负债比率	4.7%	3.7%	2.7%	2.6%	7.4%
流动比率	3.9	2.9	5.2	5.4	3.7
速动比率	3.1	2.3	4.0	4.2	3.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
应收帐款周转率	9.0	6.5	4.8	4.6	5.1
应付帐款周转率	5.2	4.2	4.5	6.1	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.64	0.83	0.57	0.74	0.89
每股经营现金	0.61	1.02	0.50	0.59	1.04
每股净资产	5.51	6.30	4.13	4.76	5.51
每股股利	2.10	0.20	0.09	0.11	0.13
估值比率					
PE	23.0	17.7	25.8	19.9	16.6
PB	2.7	2.3	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.3	12.2	7.9	6.1	4.9

分析师承诺

负责本研究报告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，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出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级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。