

行业公司研究部

王兵

执业证书编号: S0070511110001

电话: 021-61635658

邮箱: wangbing@rxzq.com.cn

联系人: 康净

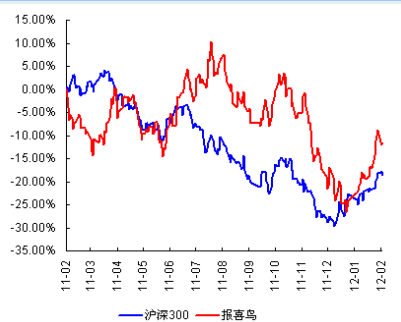
电话: 010-83991828

邮箱: kangjing@rxzq.com.cn

市场数据 :2012 年 02 月 29 日

收盘价 (元)	12.60
52 周内高 (元)	29.20
52 周内低 (元)	9.82
总市值 (百万元)	7482.07
流通市值 (百万元)	6306.54
总股本 (百万股)	593.82
A 股 (百万股)	593.82
一已流通 (百万股)	500.52
一限售股 (百万股)	93.30
B 股 (百万股)	0.00
H 股 (百万股)	0.00

公司和大盘走势对比图



数据来源: Wind

近期相关报告一览

报喜鸟 (002154)

推荐 (首次)

2011 年业绩超预期, 多品牌运作初显成效

——报喜鸟调研简报

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1092	1258	2023	2873	3735
增长率(%)	16%	15%	61%	42%	30%
归属母公司股东净利润	185	243	375	501	701
增长率(%)	50%	31%	55%	34%	40%
EPS (元)	0.31	0.41	0.64	0.84	1.18
毛利率	51.13%	54.19%		58.00%	59.00%
净利率	16.94%	19.31%	18.56%	17.44%	18.78%
PE	40.45	30.81	19.69	14.94	10.67
PS	6.85	5.95	3.70	2.60	2.00

数据来源: Wind, 日信证券研究所

近期,我们对报喜鸟进行了实地调研,与公司董秘方小波先生等高管就公司业绩快报及运营情况进行了沟通,主要观点如下:

- **2011 年净利润增长 54.58%, EPS 为 0.64 元, 业绩超市场预期。**公司最新业绩快报显示,2011 年公司实现营业收入 20.23 亿,同比增长 60.85%;归属于母公司股东的净利润为 3.75 亿,同比增长 54.58%,EPS 为 0.64 元,超出市场预期。四季度业绩超出市场预期的主要原因是:(1)加盟商人均店铺数量及大店数量提升较快,2011 年新开门店特别是大店在四季度开始贡献收入和利润;(2)不同行业内的普遍情况,公司受益于春节提前的季节性因素,旺季提前,因此向经销商和门店发货也提前显示在四季度;(3)圣捷罗初步形成符合自身发展阶段的营运模式,销售及利润均完成目标,在较小的基数上实现高速增长;(4)宝鸟公司虽在上半年受阶段性成本、费用较高影响,但下半年已扭亏为盈,业绩拐点显现;(5)欧爵服饰等小品牌于 2011 年下半年纳入合并报表,增厚下半年业绩。
- **多品牌运作初见成效, 未来持续增长空间广阔。**公司核心品牌“报喜鸟”主打中高端男式正装,毛利率稳步提升,取得销售收入及利润的高速增长,初步实现主要由单一毛利率驱动的模式向规模、毛利率双轮驱动模式的转变。“圣捷罗”(S.ANGELO)品牌定位时尚男装,目前已经初步形成符合自身发展阶段的营运模式,2011 年销售及利润均完成目标。公司的“宝鸟”品牌以团购为主打,虽在 2011 年上半年由于工厂搬迁、设立北京销售公司等造成阶段性成本、费用较高,但下半年已经有好转,2011 年全年实

现略微盈利。另外，公司设立或者引入了多个“小品牌”进一步丰富公司的多品牌体系。拟由控股子公司转变为全资子公司的上海融苑时装主营业务为代理运营年轻时尚的国际品牌服饰。设立全资子公司欧风时装运营法蘭·诗顿品牌服饰业务。全资子公司上海睿尚时装从事“RUNY（睿）”品牌服饰的销售，风格为偏运动风格的年轻时尚休闲装，但尚未实际运营。控股子公司欧爵服饰主要代理高端商务休闲品牌“maurizio baldassari（巴达萨利）”。全资子公司上海雅乐时装主要代理国际品牌在中国区的销售，重点方向为年轻时尚的日韩风格品牌。控股子公司比路特公司主要从事中低端时尚运动服饰的生产和销售。公司计划逐步整合旗下的多品牌，一方面构建类百丽模式的直营销售平台，发挥规模效应；另外一方面构建多元化的大品牌，一个大品牌融入更多的品牌，推进集合大店和多品牌运作。

- **品牌定位支撑毛利率空间，提价能力凸显品牌价值。**“报喜鸟”品牌的目标定位是二三线市场的最高定位品牌，追求的理念是高品质、高服务、高价格。通过不断提价实现持续上升的综合毛利率水平是公司品牌不断积累、运营管理水平不断提升的集中体现。公司 2011 年前三季度毛利率为 57.81%，较 2010 年同期上升 3.83 个百分点。公司 3-5 年的毛利率目标是 70%，现在是终端销售价格是成本的 7 倍左右，目标是能够达到 8-10 倍。2011 年冬季比 2010 冬季有 15%-20%的涨价幅度，2012 年一季度的春装也基本上能有超过 10%的涨价幅度。我们公司，公司在男正装领域精耕细作多年，持续提升的品牌价值是公司毛利率能够得到不断提升的保证。
- **积极推进大店假设，渠道扩张正当时。**截至 2011 年末，公司报喜鸟门店 820 家左右，圣捷罗超过 200 家，两个品牌未来三年计划分别保持 80 家的开店速度，包括部分拟增发项目以及“巨人计划”，仍是以加盟为主。开店策略上，不重点追求开店数量，而是重点推进大店建设以及小店改为大店，追求开店质量。就开店区域来看，仍以二线城市为主，三线城市为辅，一线城市开店规模则保持相对稳定。公司 2011 年开出 60-70 家超过 400 平米的大店，2012 年新开大店数量可能没有这么多，但仍以开大店为主要策略。巨人计划推出后，收到的效果不错，目前有 40 多个代理商实施，每个代理商经营 5-10 家店，鼓励地级开发县级代理。
- **立足长远加大加盟商的支持力度，财务风险可控。**公司从长期战略共赢的角度出发，加大了对加盟商的支持力度。一方面，向加盟商提供财务扶持用于购买商铺，1.8 亿中有 1.5 个亿已经支出，20 多个加盟商受益；单个店铺的扶持金额不超过店铺的 50%、必须用不动产抵押、必须经营报喜鸟品牌 15 年以上等条件很好地控制了风险；另外一方面，公司对优质加盟商提供了较多的授信支持，最高的可达 8 个月。季报显示公司应收账款

近 7 个亿，占比较大，但考虑到公司有预计负债 2.4 个亿以及计提了较为充分的减值准备，整体风险可控。

- **盈利预测及投资评级：首次“推荐”评级。**我们预计公司 2012 年和 2013 年营业收入分别达到 28.73 亿、37.35 亿，分别增长 42%和 30%；归属母公司股东的净利润分别为 5.01 亿和 7.01 亿，分别增长 34%和 40%；EPS 分别为 0.84 元和 1.18 元。根据最新股价，对应 2012 和 2013 年的预测市盈率分别为 15 倍和 11 倍，首次给予“推荐”评级。

表 1 公司损益表季度分解表

单位：万元	1Q2010	1H2010	3Q2010	FY2010	1Q2011	1H2011	3Q2011	FY2011	1Q2011 YOY	1H2011 YOY	3Q2011 YOY	FY2011 YOY
一、营业总收入	24,866.17	46,806.08	89,279.66	125,775.34	35,052.04	73,262.55	133,078.18	202,305.77	40.96%	56.52%	49.06%	60.85%
营业收入	24,866.17	46,806.08	89,279.66	125,775.34	35,052.04	73,262.55	133,078.18		40.96%	56.52%	49.06%	
二、营业总成本	22,278.69	40,448.12	70,668.82	97,508.91	30,290.43	62,291.14	105,056.73		35.96%	54.00%	48.66%	
营业成本	12,121.95	23,874.13	41,086.14	57,616.54	14,530.31	33,879.55	56,145.25		19.87%	41.91%	36.65%	
营业税金及附加	290.98	491.83	1,180.71	1,656.63	520.98	695.29	1,606.17		79.04%	41.37%	36.03%	
销售费用	6,222.14	9,315.28	16,587.72	20,782.94	8,923.58	15,073.22	22,805.86		43.42%	61.81%	37.49%	
管理费用	3,224.26	6,539.29	10,465.18	16,439.72	5,497.87	11,496.24	18,989.15		70.52%	75.80%	81.45%	
财务费用	-15.35	-251.48	-135.69	-644.38	10.43	-48.94	526.66		-167.91%	-80.54%	-488.14%	
资产减值损失	434.72	479.07	1,484.76	1,657.47	807.27	1,195.79	4,983.63		85.70%	149.61%	235.65%	
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
四、营业利润	2,587.49	6,357.95	18,610.84	28,266.42	4,761.60	10,971.42	28,021.45	42,368.91	84.02%	72.56%	50.57%	49.89%
加：营业外收入	107.27	818.41	940.93	1,248.11	160.73	417.17	897.59		49.84%	-49.03%	-4.61%	
减：营业外支出	8.33	37.78	79.48	149.46	33.77	19.54	267.42		305.55%	-48.28%	236.48%	
五、利润总额	2,686.43	7,138.58	19,472.29	29,365.08	4,888.56	11,369.04	28,651.62	43,288.84	81.97%	59.26%	47.14%	47.42%
减：所得税	630.47	1,524.19	3,440.27	5,102.54	1,398.98	2,439.48	4,314.64		121.90%	60.05%	25.42%	
六、净利润	2,055.96	5,614.39	16,032.02	24,262.53	3,489.58	8,929.57	24,336.98		69.73%	59.05%	51.80%	
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-23.47	-123.20	-335.56	-598.11					
归属母公司股东净利润	2,055.96	5,614.39	16,032.02	24,286.00	3,612.78	9,265.13	24,935.09	37,541.36	75.72%	65.02%	55.53%	54.58%
七、每股收益：	0.03	0.09	0.27	0.41	0.06	0.16	0.42	0.64	75.72%	65.02%	55.53%	54.58%
财务分析(1Q2010	1H2010	3Q2010	FY2010	1Q2011	1H2011	3Q2011	FY2011	1Q2011 YOY	1H2011 YOY	3Q2011 YOY	FY2011 YOY
毛利率	51.25%	48.99%	53.98%	54.19%	58.55%	53.76%	57.81%		7.30%	4.76%	3.83%	
销售费用率	25.02%	19.90%	18.58%	16.52%	25.46%	20.57%	17.14%		0.44%	0.67%	-1.44%	
管理费用率	12.97%	13.97%	11.72%	13.07%	15.68%	15.69%	14.27%		2.72%	1.72%	2.55%	
财务费用率	-0.06%	-0.54%	-0.15%	-0.51%	0.03%	-0.07%	0.40%		0.09%	0.47%	0.55%	
三项费用 / 营业收入	37.93%	33.34%	30.15%	29.08%	41.17%	36.20%	31.80%		3.25%	2.86%	1.65%	
营业利润 / 营业收入	10.41%	13.58%	20.85%	22.47%	13.58%	14.98%	21.06%		3.18%	1.39%	0.21%	
利润总额 / 营业收入	10.80%	15.25%	21.81%	23.35%	13.95%	15.52%	21.53%		3.14%	0.27%	-0.28%	
净利润 / 营业收入	8.27%	12.00%	17.96%	19.29%	9.96%	12.19%	18.29%		1.69%	0.19%	0.33%	

数据来源：Wind，日信证券研究所

表 2 盈利预测表

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1092	1258	2023	2873	3735
营业成本	534	576		1207	1531
营业税金及附加	11	17		35	45
营业费用	193	208		517	672
管理费用	130	164		431	560
财务费用	6	(6)		53	41
资产减值损失	7	17		41	60
投资收益	0	0		0	0
公允价值变动损益	0	0		0	0
其他经营损益	0	0		0	0
营业利润	211	283	424	589	825
其他非经营损益	10	11	8	0	0
利润总额	221	294	432	589	825
所得税	36	51		88	124
净利润	185	243		501	701
少数股东损益	0	(0)		0	0
归属母公司股东净利润	185	243	375	501	701
财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
毛利率	51.13%	54.19%		58.00%	59.00%
三费/销售收入	30.15%	29.08%		34.85%	34.09%
净利率	16.94%	19.31%	18.56%	17.44%	18.78%
增长率					
销售收入增长率	16%	15%	61%	42%	30%
净利润增长率	50%	31%	55%	34%	40%
估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标					
EPS	0.31	0.41	0.64	0.84	1.18
估值倍数					
PE	40.45	30.81	19.69	14.94	10.67
PS	6.85	5.95	3.70	2.60	2.00

数据来源：日信证券研究所

■ 投资评级说明

证券投资评级:

以报告日后的 6-12 个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

强烈推荐 (Buy): 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐 (Outperform): 相对强于市场表现 5%~20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动;

谨慎 (Underperform): 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业投资评级:

以报告日后的 6-12 个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (Overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (Underweight): 行业弱于整体市场表现。

■ 免责声明

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。