

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn
联系人：苏林洁
0755-23905229 sulj@ghzq.com.cn

终端销售恢复较好 股价压制因素减少

——报喜鸟（002154）调研报告

事件：

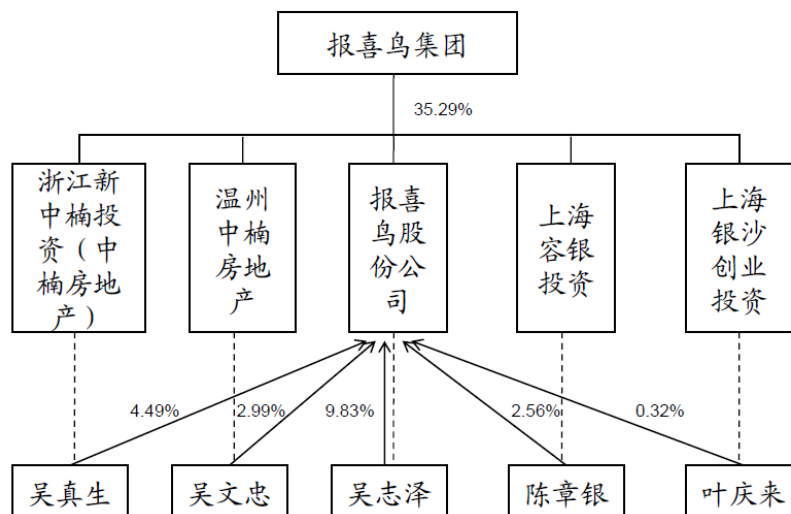
近日我们调研了报喜鸟，就市场关心的企业战略、股东减持和近期经营状况等问题与公司高管进行了沟通。

评论：

一、股东减持问题：

- 由于对集团股权结构的梳理，按照约定五位创始人各自选择一家分公司经营，并增持其选择的分公司，其他创始股东逐步退出。由于2011年报喜鸟集团、其余四位创始人股东及公司高管对上市公司进行了较大规模减持，造成公司股价低迷，2012年减持风险减小，具体约定情况如下：
 - ◇ 四位创始人股东（吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来）在12年减持不能超过2000万股，约定2012年减持部分需在7月底前完成；13年减持不能超过2000万股，12年和13年合计减持不能超过5000万股；
 - ◇ 报喜鸟集团今年不减持，明年和后年也不会减持超过1000万股；
 - ◇ 大股东吴志泽在未来5年内会逐步增持。

图 1、股权结构图



资料来源：国海证券研究所调研

注：虚线代表创始人实际分管的公司，实线代表创始人对报喜鸟公司的直接持股比例，另吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来分别持有报喜鸟集团 32%、20%、20%、20%、8% 的股权。

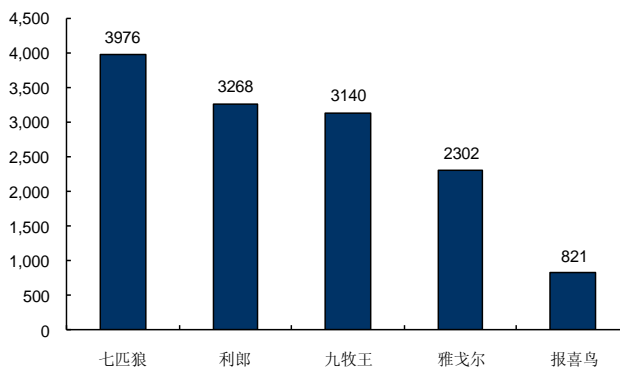
二：终端销售情况

- 与大多数服装公司受到天气、宏观经济影响类似，报喜鸟12年终端销售也呈现一季度前高后底，二季度前低后中高的曲线回升趋势，1月初终端销售较好，春节后增速下降，3、4月份逐渐恢复，5、6月份则平稳回升至20%-30%的增速。
- 售罄率和折扣：春季售罄率60%左右，折扣95%（正价率95），保持公司以往的正常水平。

三、巨人计划及大店开店情况：

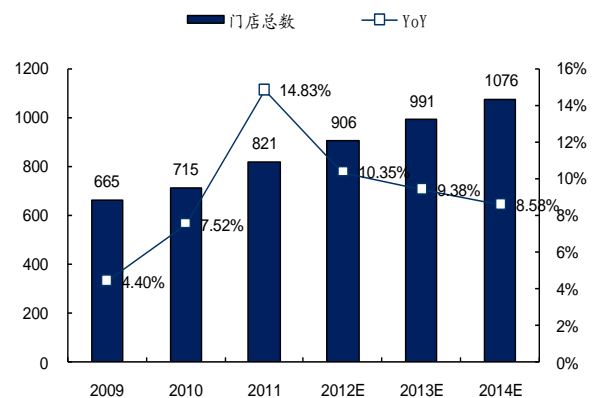
- **巨人计划：**自10年起，报喜鸟品牌开始实施“巨人计划”，2011年底公司共有35个“巨人”（拥有3个店铺以上的加盟商，且其中最大店铺面积超过400平），开店约200家，平均一个“巨人”开店5-6家。
- 根据公司规划，未来3-5年巨人计划将增至60个经销商，单个加盟商开店数量约为10个，按此计算“巨人计划”店铺不超过600个。目前公司拥有经销商共300个左右（除去巨人），实行巨人计划及A类经销商收购C类经销商后，预计公司B类、C类经销商合计将缩减至150-200个，按照每个经销商开店3个，直营店占比20%计算，报喜鸟品牌未来总店铺数量将增加至1300-1500个。按公司目前1000家左右门店计算（截止2012年6月），未来还有1.5倍开店空间，相较其它男装企业公司的空间确定性较高。

图 2、2011 年底男装企业门店情况



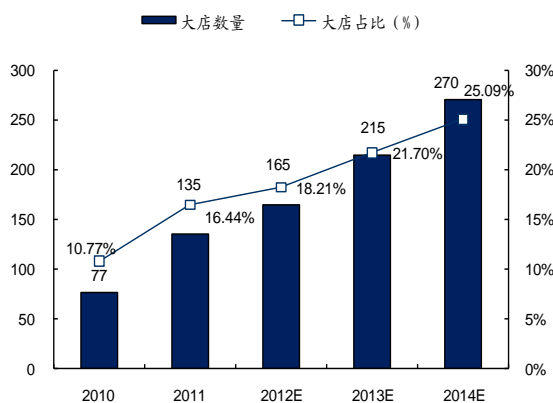
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、报喜鸟门店及增速情况



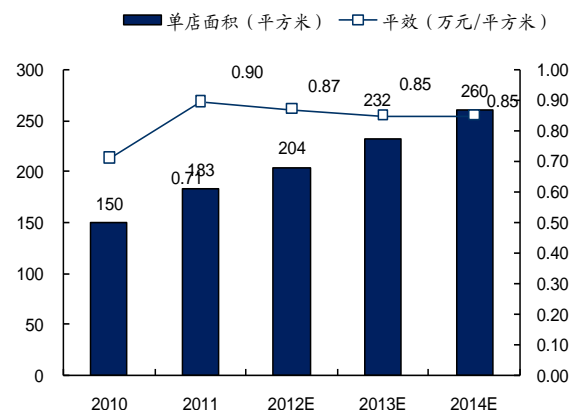
资料来源：公司公告、国海证券研究所测算

图 4、大店数量及占比变化



资料来源：公司公告、国海证券研究所测算

图 5、单店面积及平效变化



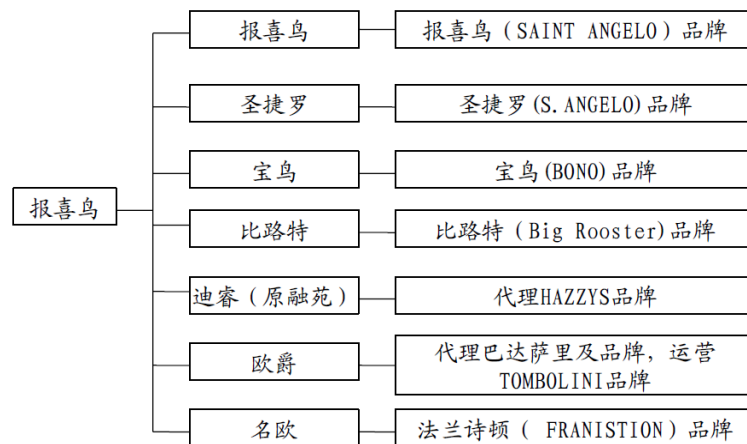
资料来源：公司公告、国海证券研究所测算

- **大店开店情况:** 公司2011年底共有135家400平方米以上的大店, 未来400平米以上大店要开到200多家, 形成以地级市的大店带动周边小店的“伞状”结构。公司400平方米以上的大店占比超过16%, 在国内服装企业中处于领先地位, 我们认为这与公司看重店铺面积而不是数量的开店策略有关, 未来随着增发项目的180家大店完成, 公司大店占比将有望达到25%。但同时, 公司在未来两年的单位平效也可能随着大店的店铺培育期较为集中而有所下降, 报表平效有可能呈现阶段性下滑趋势。

四、多品牌建设情况:

- 公司通过自建和收购的方式, 目前已形成以主品牌“报喜鸟”为主力, 多个子品牌为补充的多品牌构架。公司子品牌包括“圣捷罗”、“宝鸟”、“比路特”、“法兰诗顿”、“HAZZYS”、“TOMBOLINI”, 并代理意大利“巴达萨里”品牌, 按照公司规划, 未来报喜鸟将发展成为拥有20个左右的多品牌公司。
- “报喜鸟”为核心品牌, 目前拥有近1000家店铺, 2011年底收入达到13亿元。从产品上看, 报喜鸟产品发展较为城市, 目前已将产品系列化, 细分为经典系列、商务系列、休闲系列、皮具系列和女装系列, 12年又推出了华服系列和户外系列。
- “圣捷罗”拥有200多家门店, 11年底收入约为1.3亿, 定位为时尚年轻及婚庆群体, 定价比报喜鸟低30%左右, 11年转盈500-1000万元, 12年有望实现收入2亿元, 盈利比11年增长近一倍;
- “宝鸟”定位职业装团购, 12年1季度的盈利超过11年全年(约300万元), 预计12年全年盈利2000万左右;
- “比路特”定位中低档运动休闲, 11年亏损约900万元, 12年亏损额度会有缩小(约500万), 但品牌仍需培育, 公司认为期限为2-3年;
- “法兰诗顿”和“HAZZYS”定位二线城市奢侈品品牌, 今年分别预计利润分别为500万和800万。

图 6、报喜鸟各子公司及品牌分布

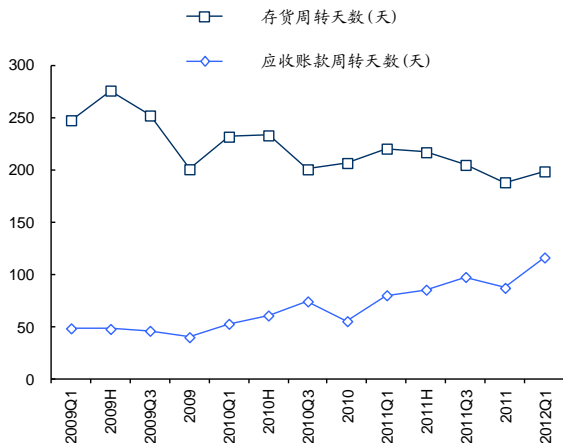


资料来源: 国海证券研究所整理

五: 应收账款、预计负债、现金流及费用情况:

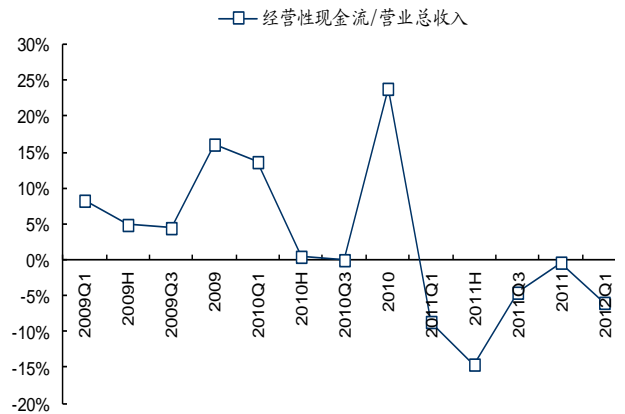
- 2011年, 公司由于加快扩张及经销商扶持政策导致公司应收账款激增, 同时经营性现金流为负。
 - ◇ 2010年来, 公司应收账款周转天数逐渐增加, 应收账款大幅增加主要由于公司加大了对加盟商的支持力度, 给予加盟商1-6个月的信贷期, 目前公司应收账款中3-6个月的授信占比较高, 应收账款结构较为健康, 风险较低。
 - ◇ 2011年公司经营性现金流持续为负, 这与公司处于扩张期及其加强对加盟商资金扶持的政策(赊销)有关, 我们认为这是企业扩张发展阶段的正常现象, 预计中报中母公司现金流情况将有所改善。

图 7、公司存货周转天数和应收账款周转天数情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

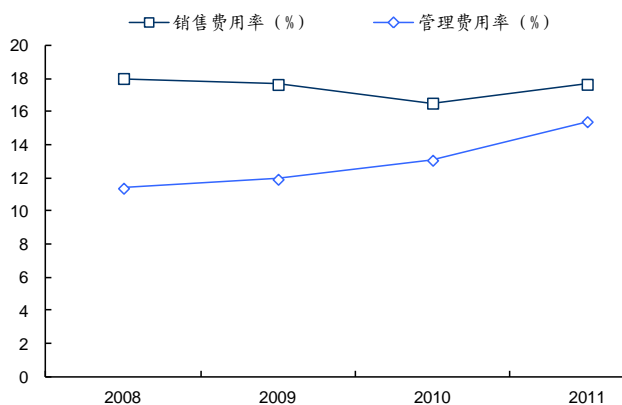
图 8、公司经营性现金流/营业总收入 2011 年后变差



资料来源：公司公告、国海证券研究所

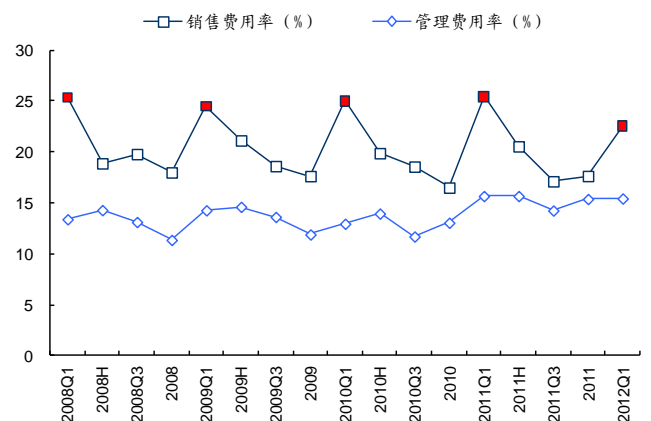
- 预计负债：公司按照与加盟商签订的协议计提一定比例退货计入预计负债（30%），这体现了公司对扩张经营的谨慎性态度。根据历年退货情况，公司通常在5、6月份冲回秋冬季货品，9、10月份冲回春夏季货品。今年7月前已冲回11年秋冬季货品，预计负债冲回情况正常。
- 期间费用方面，公司销售费用率及管理费用率在2011年均有所上升：
 - ◇ 销售费用中上升较快的主要为广告费用，较10年提升87%，预计公司12年广告费用与11年持平或略减，我们认为随着公司规模效应的体现，2012年公司销售费用率将会有所下降。
 - ◇ 管理费用中增长明显的为工资及研发费用，11年增幅分别为104%和88%，全服装行业的人力成本都在2011年受到考验，而公司处于扩张期，2011年人员增加及薪酬提升双重因素导致公司人力成本增加较快，我们认为未来随着人工薪酬的稳定和收入规模效应，公司管理费用率将稳定或小幅下降。

图 9、公司 2008 年-2011 年费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 10、公司 2008 年-2011 年分季度费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、国海证券研究所

六：盈利预测

我们看好公司未来毛利率及面积和店铺数量扩张的双轮驱动，公司今年的增发在三季度实现概率较大，在不考虑增发摊薄的情况下，预测公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.85 元、1.07 元和 1.36 元，CAGR 为 30%。目前股价对应 12-14 年 PE 分别为 15 倍、12 倍和 9.47 倍，基于公司外延扩张的明确性和男装行业处于景气上行周期，给予公司 2012 年底 20 倍 PE，合理价位为 17 元，公司目前股价安全边际较高，首次给予“买入”评级。

| 预测指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 2028 | 2557 | 3200 | 3972 |
| 增长率(%) | 61% | 26% | 25% | 24% |
| 净利润（百万元） | 368 | 503 | 634 | 807 |
| 增长率(%) | 52% | 37% | 26% | 27% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.63 | 0.85 | 1.07 | 1.36 |
| ROE(%) | 16.8% | 19.6% | 20.7% | 21.9% |

表 1、报喜鸟盈利预测

| 证券代码: | 002154.SZ | 股票价格: | 12.870 | 投资评级: | 增持 | 日期: | 2012-7-17 | | |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 每股指标与估值 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 17% | 20% | 21% | 22% | EPS | 0.63 | 0.85 | 1.07 | 1.36 |
| 毛利率 | 59% | 60% | 60% | 60% | BVPS | 3.68 | 4.32 | 5.18 | 6.27 |
| 期间费率 | 35% | 35% | 35% | 34% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 18% | 20% | 20% | 20% | P/E | 20.53 | 15.18 | 12.04 | 9.47 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 3.49 | 2.98 | 2.48 | 2.05 |
| 收入增长率 | 61% | 26% | 25% | 24% | P/S | 3.73 | 2.99 | 2.39 | 1.92 |
| 利润增长率 | 52% | 37% | 26% | 27% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.56 | 0.62 | 0.67 | 营业收入 | 2028 | 2557 | 3200 | 3972 |
| 应收账款周转率 | 4.19 | 3.41 | 3.76 | 4.19 | 营业成本 | 834 | 1032 | 1284 | 1593 |
| 存货周转率 | 2.00 | 1.98 | 2.03 | 2.09 | 营业税金及附加 | 25 | 33 | 42 | 52 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 358 | 448 | 560 | 695 |
| 资产负债率 | 47% | 44% | 40% | 38% | 管理费用 | 312 | 394 | 490 | 596 |
| 流动比 | 2.82 | 2.64 | 2.85 | 2.94 | 财务费用 | 12 | 15 | 20 | 25 |
| 速动比 | 2.26 | 2.09 | 2.17 | 2.27 | 其他费用/(-收入) | (64) | (58) | (74) | (85) |
| 资产负债表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 营业利润 | 423 | 578 | 730 | 926 |
| 现金及现金等价物 | 580 | 416 | 233 | 363 | 营业外净收支 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应收款项 | 717 | 804 | 921 | 1000 | 利润总额 | 433 | 588 | 740 | 936 |
| 存货净额 | 511 | 580 | 742 | 853 | 所得税费用 | 74 | 100 | 126 | 159 |
| 其他流动资产 | 768 | 968 | 1212 | 1504 | 净利润 | 359 | 488 | 614 | 777 |
| 流动资产合计 | 2576 | 2770 | 3107 | 3720 | 少数股东损益 | (9) | (15) | (20) | (30) |
| 固定资产 | 935 | 1251 | 1436 | 1602 | 归属于母公司净利润 | 368 | 503 | 634 | 807 |
| 在建工程 | 8 | 23 | 33 | 43 | 现金流量表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 无形资产及其他 | 107 | 103 | 102 | 102 | 经营活动现金流 | (7) | 86 | 165 | 245 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 净利润 | 359 | 488 | 614 | 777 |
| 资产总计 | 4086 | 4607 | 5139 | 5928 | 少数股东权益 | (9) | (15) | (20) | (30) |
| 短期借款 | 355 | 355 | 355 | 355 | 折旧摊销 | 55 | 104 | 135 | 154 |
| 应付款项 | 199 | 304 | 322 | 454 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 111 | 139 | 166 | 206 | 营运资金变动 | (413) | (491) | (565) | (655) |
| 其他流动负债 | 249 | 249 | 249 | 249 | 投资活动现金流 | (760) | (332) | (195) | (176) |
| 流动负债合计 | 913 | 1047 | 1091 | 1264 | 资本支出 | (361) | (332) | (195) | (176) |
| 长期借款及应付债券 | 651 | 651 | 651 | 651 | 长期投资 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 335 | 335 | 335 | 335 | 其他 | (398) | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 987 | 987 | 987 | 987 | 筹资活动现金流 | 833 | (101) | (127) | (161) |
| 负债合计 | 1900 | 2034 | 2078 | 2251 | 债务融资 | 911 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 587 | 593 | 593 | 593 | 权益融资 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2186 | 2574 | 3061 | 3677 | 其它 | (93) | (101) | (127) | (161) |
| 负债和股东权益总计 | 4086 | 4608 | 5139 | 5927 | 现金净增加额 | 66 | (346) | (157) | (93) |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

刘金沪，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------------------|-------------|-------------------------|
| 林莉 | 010-88576898-836 | 13824397011 | linl@ghzq.com.cn |
| 张志鹏 | 010-88576898-832 | 13552580746 | zhangzhipeng@ruc.edu.cn |
| 刘盛宇 | 010-88576898-832 | 13581912759 | liushengyu1@163.com |

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------------|-------------|--------------------|
| 郭强 | 021-20281098 | 13381965719 | guoq01@ghzq.com.cn |
| 陈蓉 | 021-20281099 | 13801605631 | chenr@ghzq.com.cn |
| 曹莹 | 021-20281095 | 15013819353 | caoy01@ghzq.com.cn |
| 胡超 | 021-20281096 | 13761102952 | huc@ghzq.com.cn |
| 颜彦 | 0771- 5536202 | 15978141626 | yany@ghzq.com.cn |

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 徐伟平 | 0755-83705955 | 15012898363 | xuwp@ghzq.com.cn |
| 张亦潇 | 0755-83702462 | 13725559855 | zhangyx01@ghzq.com.cn |
| 程一天 | 0755-83702072 | 13684915160 | chengyt@ghzq.com.cn |
| 王帆 | 0755-83025049 | 13509639899 | wangf01@ghzq.com.cn |
| 张宇松 | 0755-83700919 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |