

降代理商压力、加盟收直营导致主品牌收入下滑；HAZZYS 发展迅猛

报喜鸟 (002154.SZ)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **公司披露半年报，低于市场预期。**(1) 上半年收入 10.4 亿、同比增 13.3%；EBIT1.19 亿、同比下滑 27%；营业利润 1.08 亿，同比下滑 29.6%；受所得税率上调至 25% 影响，净利润 0.82 亿、同比下滑 35%；扣非后净利润 0.53 亿，同比下滑 55%。(2) 二季度收入 4.84 亿、同比增 33.4%；营业利润 0.42 亿，同比下滑 50.8%；归属于母公司所有者净利润 0.3 亿，同比下滑 58%。(3) 公司对 2013 年 1-9 月预计为：净利润下降 20% 至 50%；预判依据在于：① 宏观经济弱势，服装零售市场持续不景气；② 部分品牌还处于投入期，圣捷罗品牌处于调整期；③ 为应对不利的外部环境加大零售终端支持力度；④ 由于不享受高新优惠企业所得税率，母公司适用的上期 15% 上调至 25%。
- **HAZZYS 快发展、部分店铺出售导致收入增速尚好，主品牌我们推测财务口径下滑幅度 20% (终端零售 10%+)。**2012 年 6 月份并表的 HAZZYS 上半年收入 1.4 亿、法兰诗顿 0.5 亿、出售店铺形成收入 0.98 亿，是公司收入增量的来源；主品牌收入 5 亿，我们估计其报表口径收入下滑幅度 20% 上下；宝鸟同样也出现下滑，上年同期利润 1417 万，而 13 上半年仅为 476 万。对于主品牌，从渠道角度看，公司报喜鸟主品牌 13 年中期末 887 家，较上年同期增加 36 家，根据公司披露，其终端零售依然有所提升，我们估计整体终端零售同比增 10%+；导致主品牌报表收入下滑原因，一方面是代理商提货的下滑（我们估计下滑 10%+），另一方面是公司在上半年部分市场（沈阳、承德等）加盟收归直营对冲了部分收入。
- **HAZZYS、特销增加导致毛利率略有下滑；小品牌并表、给予加盟商补贴等导致销售费用大幅提升。**报告期内公司综合毛利率为 61.38%，较上年同期下降 0.43%，主要系因毛利率较高的报喜鸟品牌本期收入减少，而毛利率较低的法兰诗顿、哈吉斯两品牌的本期收入增长，而且报告期内公司加大了库存处理力度增加特销收入所致。受小品牌（HAZZYS、法兰诗顿等）并表等因素影响、以及公司对加盟商补贴部分放到上半年影响（估计 2000 万），公司销售费用从上年同期 1.93 亿提高至 3.08 亿，销售费用率从 21% 提高至 30%；与此同时，公司对管理费用控制严格，与上年同期基本持平。
- **现金流依然不佳。**公司上半年经营性现金流净额-3.02 亿、更多的是季节性的特征原因，给予经销商授信并未进一步增加。其中，预付款较期末增加 0.7 亿、存货增加 0.8 亿、应付账款减少 1 亿、应付职工薪酬减少 0.6 亿、应付税费减少 1.9 亿；应收款较期末减少 2.24 亿（较上年同期增 0.5 亿）、预售款增加 0.5 亿。
- **我们预计下半年仍有下滑、但下滑幅度会略有缩小。**在环境不佳的背景下，公司在努力理顺其终端、提高经营质量；经销商

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112030156

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112090085

对本报告的编制提供信息

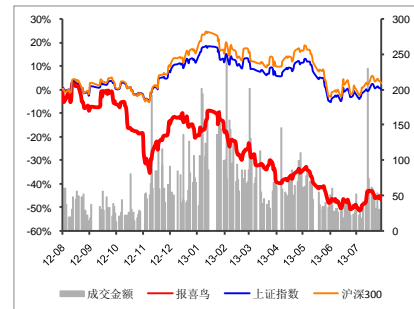
市场数据

2013.8.23

A 股收盘价 (元)	6.01
A 股一年内最高价 (元)	10.43
A 股一年内最低价 (元)	5.31
上证指数	2057.00
市净率	1.39
总股本 (万股)	59882
实际流通 A 股 (万股)	54260
限售 A 股 (万股)	5622
流通 A 股市值 (亿元)	32.61

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

不给予压力的大背景会使 13 年下半年主品牌出库依然负增长, 另还存在个别地区加盟收归直营可能。由于所得税率因素 (上半年存在基数差异)、以及加盟商补贴部分放在上半年, 我们估计下半年下滑幅度会略有缩小。

- **投资建议: 维持谨慎推荐评级, 投资时点仍需等待。**我们预计公司 2013 年净利润约下滑 35%, 2014 年主要依赖于终端需求环境变化, 毕竟终端库存已经良性, 初步预测利润增幅分别为 10%; 对应 2013、2014EPS 分别为 0.52、0.57, 当前股价对应 PE11.5、10 倍。我们认为公司投资时点仍需等待, 一方面是业绩下滑风险的充分释放, 另一方面等待终端需求环境的变化。

表 1: 报喜鸟 (002154.SZ) 逐季业绩增速 (百万元)

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业总收入	382.1	598.2	697.1	552.9	363.0	797.8	539.8	553.2	484.4
同比	74.16%	40.83%	91.00%	57.75%	-5.00%	33.37%	-22.55%	0.06%	33.44%
营业成本	193.5	222.7	272.5	235.0	128.9	269.0	220.3	235.5	200.0
同比	64.64%	29.36%	64.88%	61.75%	-33.36%	20.80%	-19.17%	0.19%	55.09%
销售费用	61.5	77.3	130.0	124.6	68.6	163.7	116.4	159.9	149.0
同比	98.82%	6.33%	209.98%	39.59%	11.62%	111.66%	-10.47%	28.33%	117.09%
管理费用	60.0	74.9	122.5	85.4	60.7	91.3	109.9	80.4	68.2
同比	80.94%	90.86%	105.05%	55.40%	1.22%	21.89%	-10.25%	-5.85%	12.30%
财务费用	-0.6	5.8	6.3	13.1	-3.3	-3.4	-18.7	-1.8	-1.7
资产减值损失	3.9	37.9	14.0	20.2	18.0	26.0	9.5	7.1	18.2
营业利润	62.1	170.5	142.4	67.5	86.5	240.0	92.6	66.0	42.6
同比	64.70%	39.15%	47.44%	41.80%	39.31%	40.77%	-34.96%	-2.31%	-50.81%
加: 营业外收入	2.6	4.8	5.3	1.6	3.2	4.5	0.7	2.2	4.9
减: 营业外支出	-0.1	2.5	1.2	0.0	0.6	0.7	0.1	1.8	1.1
利润总额	64.8	172.8	146.5	69.1	89.1	243.9	93.1	66.4	46.3
同比	45.56%	40.12%	48.09%	41.36%	37.49%	41.10%	-36.42%	-3.90%	-48.08%
减: 所得税	10	19	30	17	16	31	-38	16	18
净利润	54.4	154.1	116.1	51.8	73.3	213.0	130.8	50.5	27.8
同比	52.88%	47.90%	41.04%	48.45%	34.74%	38.27%	12.69%	-2.57%	-62.02%
母公司所有者净利润	56.5	156.7	119.0	53.0	72.8	215.2	136.6	51.2	30.6
同比	58.84%	50.42%	44.13%	46.70%	28.84%	37.36%	14.81%	-3.30%	-58.00%
完全摊薄 EPS	0.03	0.26	0.20	0.09	0.12	0.36	0.23	0.08	0.06
盈利能力									
毛利率	49.36%	62.78%	60.90%	57.49%	64.48%	66.29%	59.19%	57.44%	58.72%
营业利润率	16.25%	28.50%	20.42%	12.21%	23.83%	30.09%	17.15%	11.92%	8.79%
销售净利润率	14.24%	25.76%	16.65%	9.37%	20.19%	26.70%	24.23%	9.12%	5.75%
所得税率	16.06%	10.85%	20.76%	25.04%	17.74%	12.64%	-40.44%	24.00%	39.83%
费用控制能力									
销售费用率	16.09%	12.93%	18.66%	22.53%	18.91%	20.52%	21.57%	28.90%	30.76%

管理费用率	15.70%	12.53%	17.57%	15.45%	16.73%	11.45%	20.37%	14.54%	14.08%
-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 报喜鸟 (002154.SZ) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	519	596	554	593	682	营业收入	1,258	2,028	2,254	2,410	2,775
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	576	834	853	933	1,068
应收账款	264	717	828	885	1,019	营业税金及附加	17	25	32	34	39
预付款项	488	601	74	74	74	销售费用	208	358	473	603	717
其他应收款	55	151	239	256	295	管理费用	164	312	347	376	433
存货	360	511	784	632	989	财务费用	-6	12	-12	-12	-12
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	17	64	74	81	91
长期股权投资	0	1	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	415	935	1,216	1,211	1,205	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	167	8	13	12	11	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	214	348	503	503	503	营业利润	283	423	487	396	438
无形资产	44	107	101	99	96	营业外收支净额	11	10	9	9	9
长期待摊费用	7	19	49	44	33	税前利润	294	433	495	405	447
资产总计	2,579	4,086	4,770	4,476	5,075	减: 所得税	51	74	26	101	112
短期借款	95	355	355	140	429	净利润	243	359	469	304	335
应付票据	11	16	20	22	25	归属于母公司净利润	243	368	478	311	343
应付账款	183	183	251	270	309	少数股东损益	0	-9	-9	-7	-8
预收款项	156	111	126	126	126	基本每股收益	0.83	0.63	0.80	0.52	0.57
应付职工薪酬	40	76	103	103	103	稀释每股收益	0.83	0.63	0.80	0.52	0.57
应交税费	76	119	135	135	135	财务指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
其他应付款	22	49	64	64	64	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	15.2%	61.2%	11.1%	7.0%	15.1%
长期借款	0	56	42	42	42	EBIT 增长率	30.5%	70.1%	10.0%	-15.1%	11.2%
预计负债	119	323	402	347	400	净利润增长率	31.3%	51.7%	29.7%	-34.9%	10.3%
负债合计	714	1,900	2,134	1,860	2,243	盈利性					
股东权益合计	1,864	2,186	2,635	2,819	3,034	销售毛利率	54.2%	58.9%	62.1%	61.3%	61.5%
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	19.3%	18.2%	21.2%	12.9%	12.4%
净利润	243	359	469	304	335	ROE	13.1%	17.0%	18.1%	11.0%	11.2%
折旧与摊销	0	57	39	44	51	ROIC	12.3%	12.9%	14.3%	9.7%	9.4%
经营活动现金流	-117	-158	687	391	-61	估值倍数					
投资活动现金流	-58	-135	-373	-30	-30	PE	7.3	9.6	7.5	11.6	10.5
融资活动现金流	-77	371	-319	-322	181	P/S	1.4	1.7	1.6	1.5	1.3
现金净变动	-252	77	-6	39	90	P/B	0.9	1.6	1.4	1.3	1.2
期初现金余额	953	519	596	554	593	股息收益率	1.6%	1.6%	3.3%	3.3%	3.3%
期末现金余额	701	596	591	593	682	EV/EBITDA	4.6	7.1	6.9	7.4	7.0

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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)、希努尔 (002485.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证券投资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。

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

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn