

彻底甩清包袱，维持推荐评级

报喜鸟 (002154.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- 近期我们对报喜鸟进行了调研跟踪，再次强调对公司推荐评级。我们估计公司 2014 年净利润约 2.8 亿，对应 EPS0.48 元，较上年同期增 90%，总市值 35 亿，对应 PE12.5 倍。导致 2014 年业绩大幅增长原因：
 - (1) 主品牌彻底甩清包袱。假定终端零售依然维持个位数增长基础上，考虑到 2013 年已有 30 亿的终端零售额，我们估计主品牌收入将会恢复至 14 亿+ (2013 年主品牌收入确认只有 11 亿、2012 年 14.7 亿，2013 年下降一方面是经销商自主订货、不给任何压力，另一方面是收回加盟商库存冲减收入约 2 亿)，由于这部分业务毛利率 65% 附近，至少带来营业利润 1.5 亿增加。
 - (2) HAZZYS 发展势头依然良好，加盟商的引入我们估计会带来 30% 以上零售增速，有望带来 2000 万左右的营业利润增加。除此以外，其他子品牌 (法兰诗顿、圣捷罗) 包袱较 2013 年有所减轻。
- 结合以上分析，估计公司总体收入有望达到 23.5 亿，营业利润有望增加 1.7 亿左右，分别较上年增加 16%、85%。在此基础上，公司 2014 年有望享受 15% 高新技术优惠税率、及 2013 年未实现销售对应税收在 2014 年抵减，估计净利润的增速在 80%-120%。除业绩高弹性基础上，股价催化剂：O2O 推进，我们认为公司具有先天性优势，终端零售价基本统一、不打折；在定制领域也有先天性优势；除此外，行业存在集中度提升的过程。详细调研纪要请见正文。

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

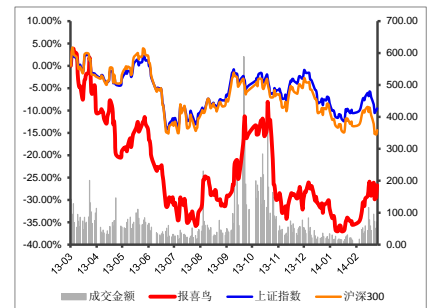
市场数据

2014.2.28

A 股收盘价 (元)	6.28
A 股一年内最高价 (元)	6.85
A 股一年内最低价 (元)	5.35
上证指数	2056
市净率	1.41
总股本 (万股)	58601
实际流通 A 股 (万股)	53071
限售 A 股 (万股)	5530
流通 A 股市值 (亿元)	33.33

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

一、13 年业绩情况

收入拆分：去年终端消费疲软，主品牌发货量下降，并不意味着终端零售下降，是在去库存。去年回购经销商货品，在年末前已经完成，终端库存进入可控范围之内。收入中包括 1、2 亿出售商铺收入（大部分是其他业务收入，一小部分是营业外收入），母公司大概 14 亿销售，要扣减圣洁罗等。**报喜鸟品牌大概是 10-11 亿。**（母公司收入包括报喜鸟、圣洁罗、商铺出售、商铺出租。3-4 年以前只有报喜鸟和圣洁罗。）多品牌中，Hazzys 13 年零售 3.5 亿，单店将近 300 万/年，13 年店数增了 20%，对公司的利润贡献 1、2 千万，目前处于高速增长阶段，其他子品牌还处于培育期。

渠道：13 年门店净增 20 多家，关了 20 多家，开了 40 多家。14 年渠道计划报喜鸟增 30-50 家，hazzys 增 30-40 家，主要在原有市场加密。圣洁罗新增 20-30 家。

同店：13 年同店个位数增长，去年重点在于提升连带率，导购提成和连带率挂钩。绩效考核也落实到个人，从前年就开始了。量体定制业务也增长，而且没库存。

人工成本：去年人工成本上升，前两年的判断是人工成本每年有 10% 的增长，有些年会更高些，营销骨干类的成本会更高，因为稀缺性，另外，基层技术工人也比较紧俏。

毛利率：去年单价下降，成本也下降，倍率会维持。今年维持毛利率的措施包括：加大对战略供应商的采购量；hazzys 的国产化生产；各品牌的协同采购，目前已经成立供应商采购小组；还会考虑东南亚、土耳其的生产。

税率：当期所得税增加意味着以后会返还，退一部分。

二、加盟商合作模式

加盟商：委托代销的加盟商出货价 55 折，目前委托代销形式占总体代理商出货份额不到 50%。对于产销率不高的门店，公司鼓励代销。**去年是无指标订货，对于代理商而言是轻装上阵。**公司备货要根据实际订货会结果，下周末开始秋冬订货会，三月中旬结束。从目前看，**经销商库存压力相对其他品牌而言较小，今年经销商有补库存的需求。**

采用代销模式的原因：产销率低，经营能力弱的门店需要公司的帮助，所以公司进行扶持，会相应提高出货价（从以前的 49 折提高至 55 折），会针对门店做一盘货，也有配发一部分老货。对于经销商来说，库存压力小了，但经营压力大了，成本提高了 10%。商务装一般能销售两季，终端不能打折。所以公司收回，进行统一处理，二次发货，这样存货处理的效率提高，单个代理商压力也会减少。**现在最重要的是库存处理能力，去年库存的处理能力相当于前年的两倍，特消（等外品）前年 9000 万，去年解决了 2 个亿。主要是前两年终端消费疲软超出公司预期。**

三、14 年规划

1-2 月份销售情况：和去年年底增速差不多，同比增 7-8%。

14 年收入预期: 公司认为 14 年终端零售缓慢复苏, 相对 13 年会乐观一些。原因主要是, 一、消费者度过了心理恐慌期, 类似于 08 年; 二、内部控制费用, 效率提高等也会有帮助。**预计 14 年终端零售有 10% 的增长**, 因为费用刚性, 对利润的影响不好判断。hazzys 预计终端零售有 30-40% 增长, 去年 1、2 千万利润, 今年翻翻; 法兰诗顿去年略亏, 今年能维持, 并做电商系列尝试; 圣捷罗去年亏损, 今年大幅减亏; 欧爵控制费用, 限亏; 宝鸟控制费用, 今年盈利略有增长; 今年商铺出售还有一些, 和 13 年规模差不多。

O2O: 今年会重点抓, 都在探索。强大的物流系统是互联网企业不具备的, 公司是有优势的。微信合作也在积极的关注。去年电商做了几千万, 都是以去库存为主。

四、其他

商铺出售: 有 80 多个店铺, 有些选址不是很好, 或者商圈有变化, 所以一小部分作为处理。出租给代理商是按照出租收入计入。今年还会有出售, 规模大概和 13 年保持一致。商铺原始成本价 20 亿(从 07 年开始, 集中在 10、11 年), 按照租金回报率倒推价值, **能增值 60-70% (含税), 税费占到毛利额的 40-50%**。

男装行业: 现在的形势对品牌服装是有利的, 很多小厂子已经倒掉了。男装最近 5-10 年以来, 新进入的在减少, 陆续有品牌出局, 集中度在提高。今年一些没有自己渠道的品牌会加速推出。最近压力大的主要是男装休闲, GXG, 太平鸟等。未来产品的竞争力是核心, 必须有原创设计。需要有产品品质, 所以需要柔性的供应商体系。

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn