



买入

38% ↑

目标价格: 人民币 8.01

原目标价格: 人民币 8.05

002154.CH

价格: 人民币 5.82

目标价格基础: 16倍 2014年市盈率

板块评级: 增持

报喜鸟

轻装上阵, 14年业绩弹性较高

报喜鸟 2013 年实现营业收入 20.18 亿元, 同比下滑 10.5%; 实现归属上市公司股东净利 1.61 亿元, 同比下滑 66.3%, 合每股收益 0.27 元。公司 14 年 1 季度实现收入 6.25 亿元, 同比增长 13%; 实现归属上市公司股东净利 5,400 万元, 同比增长 5.6%。公司预计 14 年 1-6 月业绩增长范围为 0%-30%, 公司 13 年业绩符合预期, 而因确认卖店收入和经销商罚息入账, 公司 1 季度业绩超出我们预期。我们调整公司 14-16 年每股盈利预测至 0.50、0.45 和 0.48 元, 基于 16 倍 2014 年市盈率, 下调目标价至 8.01 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2013 年公司集中对各个品牌进行了梳理和调整, 导致门店增长显著放缓。其中报喜鸟品牌净增门店 27 家至 902 家; Hazzys 净增门店 32 家至 176 家; 其他品牌门店数则基本持平。而在收入端上, 因回收渠道存货影响, 我们预计报喜鸟主品牌 13 年收入约 12.3 亿元, 同比下滑 16.4%; Hazzys 品牌终端收入则维持 30% 以上的增长, 13 年报表收入约 2.4 亿元, 同比增速超过 100%。
- 2013 年公司销售费用率大幅上升 11.0 个百分点至 32.0%。主要原因是上半年对欧爵等高端品牌门店调整较多, 导致人工、租金、商场费用等相关成本大幅上升。随着公司 14 年的开店重点重归报喜鸟和 Hazzys 两大强势品牌, 我们认为公司 14 年费用绝对额的增长压力将趋于缓和, 以 1 季度的情况看, 公司销售费用的增速已回落至 16.2% 的水平。
- 公司 13 年现金周转天数较上年同期上升 33.3 天至 151.3 天, 主要原因是公司回收渠道库存导致存货周转天数大幅上涨 68.8 天至 173.7 天。若以应收账款和账面存货计, 我们估算公司 13 年全渠道存货周转天数约为 685 天, 但因采用可退货制度, 经销商存货水平相对可控。
- 根据现金流量表数据, 我们估计门店出售为公司贡献 13 年收入 1.29 亿元, 贡献税前利润 5,578 万元, 排除该因素后, 公司收入同比下滑 16.2%; 息税前利润同比下滑 64.1%。考虑公司 14 年计划出售门店数量与 13 年相当 (不超过 20 家店铺, 成本不超过 3 亿元), 我们认为公司在 14 年仍具备较高的业绩弹性。

评级面临的主要风险

- 终端零售低于预期。

估值

- 尽管存货水平仍然较高, 回收存货、新品牌提升和出售门店等要素给予公司 14 年极高的业绩弹性。我们调整公司 14-16 年每股盈利预测至 0.50、0.45 和 0.48 元, 基于 16 倍 2014 年市盈率, 将目标价由 8.05 元下调至 8.01 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,254	2,018	2,174	2,340	2,516
变动 (%)	11	(10)	8	8	8
净利润(人民币 百万)	478	161	300	271	285
全面摊薄每股收益(人民币)	0.798	0.268	0.501	0.453	0.476
变动 (%)	29.7	(66.3)	86.6	(9.6)	5.2
市场预期每股收益(人民币)		0.312	0.433	0.581	
先前预测每股收益(人民币)			0.447	0.528	
调整幅度 (%)			12.0	(14.2)	
核心每股收益(人民币)	0.900	0.306	0.430	12.9	12.2
变动 (%)	30.6	(66.0)	40.5	12.9	12.2
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	21.7	11.6	0.77	0.72
核心市盈率(倍)	6.5	19.0	13.5	7.6	8.1
每股现金流量(人民币)	0.72	(0.20)	0.23	11.0	10.3
价格/每股现金流量(倍)	8.1	(28.7)	25.8	0.091	0.095
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	12.9	11.5	1.6	1.6
每股股息(人民币)	0.170	0.055	0.100	0.581	
股息率 (%)	2.9	0.9	1.7	0.453	0.476

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 纺织品及服装

陈作佳

(8621) 2032 8517

zuojia.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010001

图表 1. 报喜鸟业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动 (%)	12年4季度	13年4季度	同比变动 (%)	13年1季度	14年1季度	同比变动 (%)
营业收入	2,254	2,018	(10.5)	540	466	(13.7)	553	625	13.0
营业成本	853	743	(12.9)	220	135	(38.5)	235	270	14.6
毛利润	1,400	1,275	(9.0)	320	330	3.4	318	355	11.8
营业税及附加	32	31	(2.9)	10	7	(28.3)	6	4	(36.5)
销售费用	473	645	36.3	116	193	66.1	160	186	16.2
管理费用	347	347	(0.2)	110	117	6.7	80	76	(5.9)
息税前利润	548	252	(53.9)	83	13	(84.9)	71	89.76	25.9
财务费用	(12)	(15)	21.9	(19)	(10)	(44.6)	-2	2	(215.2)
资产减值	74	49	(33.6)	9	10	5.1	7	14	96.1
资产处置利得	0	0		0	0				
营业外收入	10	20	98.2	1	11	1,490.0	2	2	(28.7)
营业外支出	1	4	201.0	0	1	473.5	2	1	(18.9)
利润总额	495	234	(52.7)	93	23	(75.2)	66	74	11.2
所得税	26	75	185.5	(38)	16	(143.1)	16	20	23.8
净利润	469	159	(66.0)	131	7	(94.8)	50	54	7.2
少数股东权益	(9)	(1)	(84.5)	(6)	3	(145.1)	(1)	0	(102.2)
归属上市公司股东净利润	478	161	(66.3)	137	4	(96.9)	51	54	5.6

资料来源: 公司数据

图表 2. 报喜鸟各品牌门店情况

	2009	2010	2011	2012	2013
门店数					
报喜鸟	665	715	821	875	902
同比增速(%)		7.5	14.8	6.6	3.1
圣捷罗	83	141	247	219	176.00
同比增速(%)		69.9	75.2	(11.3)	(19.6)
欧爵				51	45
同比增速(%)					(11.8)
法兰诗顿				133	132
同比增速(%)					(0.8)
Hazzys				144	176
同比增速(%)					22.2
合计	748	856	1,068	1,094	1,078
同比增速(%)		14.4	24.8	2.4	(1.5)
销售面积(千平米)					
报喜鸟	93	104	151	187	199
同比增速(%)		12.1	44.2	24.3	6.4
圣捷罗	9	14	22	21	17
同比增速(%)		52.9	63.9	(5.8)	(19.0)
欧爵				5.5	5
同比增速(%)					(9.1)
法兰诗顿				11	10
同比增速(%)					(9.1)
Hazzys				14	17
同比增速(%)					21.4
合计	102	118	173	208	216
同比增速(%)		15.7	46.4	20.4	3.8

资料来源: 公司数据

图表 3.大幅开关店导致门店相关费用上升

(人民币, 百万)	2010	2011	2012	2013
广告费用	54	101	106	88
费用率(%)	4.3	5.0	4.7	4.3
人员工资	48	66	109	158
费用率(%)	3.8	3.2	4.8	7.8
低值易耗品摊销	13	41	34	47
费用率(%)	1.0	2.0	1.5	2.3
房租	22	26	40	65
费用率(%)	1.8	1.3	1.8	3.2
会议活动费	4	13	10	17
费用率(%)	0.4	0.7	0.4	0.8
产品包装费	11	13	15	12
费用率(%)	0.9	0.6	0.6	0.6
运输费	10	11	14	22
费用率(%)	0.8	0.5	0.6	1.1
装修费	6	10	19	29
费用率(%)	0.5	0.5	0.8	1.5
差旅费	6	8	10	10
费用率(%)	0.5	0.4	0.4	0.5
商场费用		8	20	46
费用率(%)		0.4	0.9	2.3
托管费		4	14	42
费用率(%)		0.2	0.6	2.1
其他	34	71	84	108
费用率(%)	2.7	3.5	3.7	5.4
合计	208	358	473	645
费用率(%)	16.5	17.7	21.0	32.0

资料来源: 公司数据

图表 4.回收存货导致现金周转天数上升

	2010	2011	2012	2013
应收账款周转天数	56.0	88.3	125.1	122.7
存货周转天数	95.9	78.4	104.8	173.7
应付账款周转天数	(87.9)	(80.2)	(92.7)	(103.4)
预收账款周转天数	(38.2)	(24.0)	(19.2)	(41.7)
现金周转天数	25.8	62.5	118.0	151.3

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,254	2,018	2,174	2,340	2,516
销售成本	(853)	(743)	(817)	(879)	(945)
经营费用	(788)	(958)	(997)	(1,072)	(1,155)
息税折旧前利润	613	317	361	389	416
折旧及摊销	(65)	(65)	(84)	(91)	(98)
经营利润(息税前利润)	548	252	277	298	318
净利息收入/(费用)	12	15	26	21	17
其他收益/(损失)	(65)	(33)	50	0	0
税前利润	495	234	353	319	335
所得税	(26)	(75)	(53)	(48)	(50)
少数股东权益	9	1	0	0	0
净利润	478	161	300	271	285
核心净利润	539	183	257	271	285
每股收益(人民币)	0.798	0.268	0.501	0.453	0.476
核心每股收益(人民币)	0.9	0.306	0.43	0.453	0.476
每股股息(人民币)	0.17	0.055	0.1	0.091	0.095
收入增长(%)	11	(10)	8	8	8
息税前利润增长(%)	10	(54)	10	8	7
息税折旧前利润增长(%)	9	(48)	14	8	7
每股收益增长(%)	30	(66)	87	(10)	5
核心每股收益增长(%)	31	(66)	41	5	5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	495	234	353	319	335
折旧与摊销	65	65	84	91	98
净利息费用	(12)	(15)	(26)	(21)	(17)
运营资本变动	(145)	(322)	(194)	118	59
税金	(113)	(62)	(55)	(39)	(42)
其他经营现金流	143	(22)	(27)	(8)	0
经营活动产生的现金流	432	(121)	135	460	432
购买固定资产净值	(415)	(172)	(330)	(330)	(330)
投资减少/增加	66	216	0	0	0
其他投资现金流	(96)	14	252	(181)	(85)
投资活动产生的现金流	(445)	58	(78)	(511)	(415)
净增权益	79	10	9	0	0
净增债务	(14)	118	(217)	136	27
支付股息	(156)	(169)	(60)	(54)	(57)
其他融资现金流	12	(110)	(9)	0	0
融资活动产生的现金流	(79)	(151)	(276)	82	(30)
现金变动	(92)	(215)	(219)	31	(13)
期初现金	646	637	435	201	262
公司自由现金流	(13)	(64)	57	(51)	17
权益自由现金流	(27)	54	(160)	85	44

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	554	422	215	232	249
应收帐款	828	529	560	603	648
库存	784	1,136	1,021	967	945
其他流动资产	313	258	289	311	334
流动资产总计	2,479	2,346	2,086	2,112	2,177
固定资产	1,732	1,708	1,954	2,188	2,412
无形资产	163	186	168	151	134
其他长期资产	395	347	353	338	345
长期资产总计	2,290	2,241	2,475	2,677	2,892
总资产	4,770	4,586	4,561	4,789	5,069
应付帐款	270	221	219	235	253
短期债务	355	487	270	407	434
其他流动负债	835	610	637	671	720
流动负债总计	1,460	1,318	1,127	1,313	1,407
长期借款	638	625	625	625	625
其他长期负债	36	18	0	0	0
股本	599	586	599	599	599
储备	2,036	2,036	2,211	2,253	2,439
股东权益	2,635	2,622	2,810	2,851	3,037
少数股东权益	0	4	0	0	0
总负债及权益	4,770	4,586	4,561	4,789	5,069
每股帐面价值(人民币)	4.40	4.47	4.69	4.76	5.07
每股有形资产(人民币)	4.13	4.16	4.41	4.51	4.85
每股净负债/(现金)(人民币)	0.73	1.18	1.14	1.34	1.35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.2	15.7	16.6	16.6	16.5
息税前利润率(%)	24.3	12.5	12.7	12.7	12.6
税前利润率(%)	22.0	11.6	16.2	13.6	13.3
净利率(%)	21.2	8.0	13.8	11.6	11.3
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	1.9	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	16.7	26.3	24.2	28.0	26.6
速动比率(倍)	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	7.3	21.7	11.6	12.9	12.2
核心业务市盈率(倍)	6.5	19.0	13.5	12.9	12.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.9	26.2	18.6	17.7	16.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	8.1	(28.7)	25.8	7.6	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	12.9	11.5	11.0	10.3
周转率					
存货周转天数	276.9	471.7	482.0	412.8	369.1
应收帐款周转天数	125.1	122.7	91.4	90.7	90.7
应付帐款周转天数	38.0	44.5	36.9	35.4	35.4
回报率					
股息支付率(%)	21.3	20.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	19.9	6.1	11.0	9.6	9.7
资产收益率(%)	11.7	3.7	5.1	5.4	5.5
已运用资本收益率(%)	16.4	7.3	8.1	8.4	8.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371