

设立报喜鸟投资公司，打开并购空间

公司简报

◆公司发布对外投资暨关联交易公告

公司拟出资5000万元设立浙江报喜鸟创业投资有限公司，开展股权投资业务，主要投资于大时尚产业，及有助于推动公司品牌服装主营业务转型升级的互联网企业，与互联网和移动互联网有关的大数据营销、互联网金融、电商平台、O2O、社交平台、新媒体等新兴产业，以及健康、教育等其他领域。公司未来2年通过报喜鸟投资对外投资可能达20000万。

公司委托关联方上海容银投资负责具体项目的管理。容银投资的控股股东是报喜鸟集团（集团持股60%、陈章银和陈一帆各持股20%），是一家战略投资和社会财富管理的综合性投资平台，旗下有上海融银股权投资合伙企业 and 上海越银股权投资合伙企业2家股权投资产业基金，管理资金近十亿元，投资项目涉及农业、新媒体、保险、航空、影视、教育、网络安全等行业，2014年收入和净利分别为6472.50万元和2213.39万元。

◆投资大时尚领域利于提升客户粘性，私人订制O2O有望带动线上整合

报喜鸟投资的投资策略将采取2种方式：（1）参股、并逐步加大投资；（2）报喜鸟投资入股的股权通过上市后卖出或其他方式转让给其他机构或个人，获取投资收益。对于上市公司来说，一方面将通过全资子公司报喜鸟投资合并报表获取利润；另一方面不排除项目注入上市公司、或上市公司并购的可能。

我们分析：（1）公司投资大时尚领域将针对于与中产阶级品味提升相关的领域，这与公司主品牌定位也是相匹配的；公司目前有40多万VIP，围绕核心的中产阶级客户群做行业拓展延伸，有利于进一步提升客户粘性；

（2）公司未来将发展私人订制O2O模式，目前公司在线下已有900多家渠道，在线上采取官网营销的方式，公司此前线上发展力度不大，也有望通过第三方并购或参股合作的方式展开线上运营。

◆14年全面调整，15年有望在低基数基础上复苏

公司三季报预计14年净利下降0-20%，我们判断，公司13-14年进行了全面调整，包括回收代理商库存、整合多品牌（剔除了3个亏损的小品牌）、调整运营思路和组织架构等，未来将从原有的高倍率、低产销率、低周转率、低平效模式转型到高性价比（倍率从8倍降到5-6倍）、参照国际品牌目标的高产销率（目前HAZZYS产销率已达68%、报喜鸟仍在52%，未来仍有提升空间）、高周转率和高平效模式。预计模式转变将于16年在报表有所体现，15年则有望在低基数基础上复苏。

未来私人订制将成为公司发展的重点，由单品类拓展到多品类。目前公司线下定制已做到3.5亿，已有十几年运营基础和大规模的量体师队伍、线下渠道，优势明显。

考虑公司前期调整较大、基本面有望逐步好转，调整14-16年EPS至0.22、0.3和0.36元。尽管目前估值偏高，但考虑公司有望在低基数基础上复苏、公告对外投资打开未来并购空间，上调至“买入”评级。

买入（调升）

当前价/目标价：10.91/12.6元

目标期限：6个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

唐爽爽 (执业证书编号：S0930513090002)

021-22169103

tangshuangshuang@ebsecn.com

市场数据

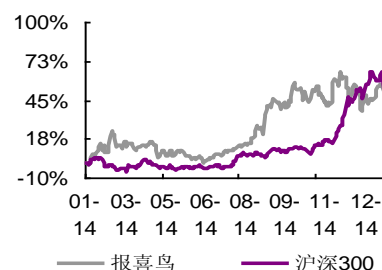
总股本(亿股)：5.86

总市值(亿元)：63.93

一年最低/最高(元)：5.47/11.10

近3月换手率：133.38%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	28.98	-12.47	35.22
绝对	32.73	37.06	94.41

相关研报

报喜鸟：全年仍处于调整之中，尝试C2B个性化定制模式

..... 2014-10-28

报喜鸟：净利主要来自非经常性损益贡献，Q4业绩有望改善

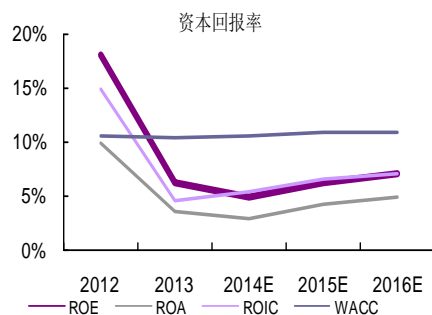
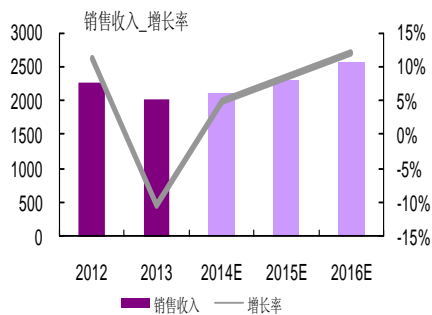
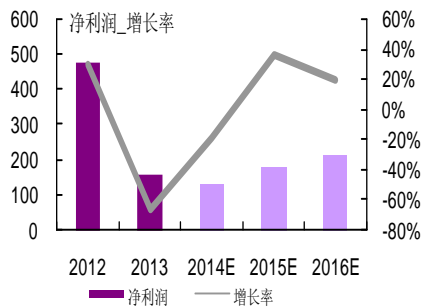
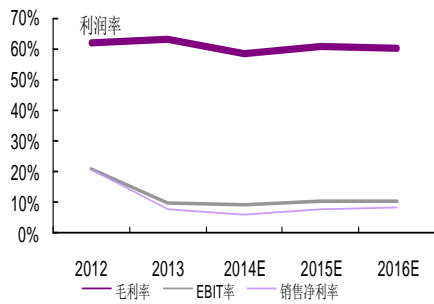
..... 2014-08-27

回购库存、增加代销降低加盟商压力，14年轻装上阵

..... 2014-04-29

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2,254	2,018	2,118	2,299	2,577
营业收入增长率	11.13%	-10.46%	4.94%	8.57%	12.08%
净利润 (百万元)	478	161	131	178	212
净利润增长率	29.68%	-66.35%	-18.74%	36.00%	19.26%
EPS (元)	0.82	0.27	0.22	0.30	0.36
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.13%	6.13%	4.80%	6.18%	6.94%
P/E	13	40	49	36	30
P/B	2	2	2	2	2



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,254	2,018	2,118	2,299	2,577
营业成本	853	743	877	904	1,023
折旧和摊销	97	127	95	99	103
营业税费	32	31	29	31	35
销售费用	473	645	703	724	799
管理费用	347	347	392	393	446
财务费用	-12	-15	46	44	26
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	487	219	150	199	244
利润总额	495	234	154	207	248
少数股东损益	-9	-1	-7	-7	-7
归属母公司净利润	477.65	160.74	130.61	177.64	211.85

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	4,770	4,586	4,288	4,008	4,258
流动资产	2,479	2,346	2,063	2,193	2,473
货币资金	554	422	424	460	515
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	828	529	623	676	758
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	239	190	191	207	232
存货	784	1,136	651	670	763
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	51	51	51	51
固定资产	1,216	1,098	1,071	1,048	1,014
无形资产	101	94	89	85	80
总负债	2,134	1,961	1,568	1,142	1,222
无息负债	1,141	849	648	698	812
有息负债	993	1,112	921	444	410
股东权益	2,635	2,625	2,720	2,866	3,036
股本	599	586	586	586	586
公积金	865	813	826	844	865
未分配利润	1,171	1,222	1,311	1,446	1,602
少数股东权益	0	4	-3	-10	-17

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	477	-45	314	212	138
净利润	478	161	131	178	212
折旧摊销	97	127	95	99	103
净营运资金增加	-155	-24	-42	134	248
其他	56	-308	129	-199	-426
投资活动产生现金流	-443	58	-75	315	-70
净资本支出	-414	-42	-75	-80	-70
长期投资变化	0	51	0	0	0
其他资产变化	-30	48	0	395	0
融资活动现金流	-79	-151	-237	-490	-12
股本变化	11	-13	0	0	0
债务净变化	-13	119	-191	-476	-35
无息负债变化	248	-292	-202	50	115
净现金流	-46	-138	2	36	56

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.13%	-10.46%	4.94%	8.57%	12.08%
净利润增长率	29.68%	-66.35%	-18.74%	36.00%	19.26%
EBITDA/EBITDA 增长率	14.50%	-42.21%	-11.78%	17.45%	9.22%
EBIT/EBIT 增长率	9.24%	-57.08%	-3.69%	24.00%	11.40%
估值指标					
PE	13	40	49	36	30
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	21	23	19	17
EV/EBIT	15	34	34	27	24
EV/NOPLAT	15	49	42	33	29
EV/Sales	3	3	3	3	3
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	62.14%	63.18%	58.60%	60.70%	60.30%
EBITDA 率	25.36%	16.37%	13.76%	14.89%	14.51%
EBIT 率	21.04%	10.09%	9.26%	10.57%	10.51%
税前净利润率	21.97%	11.61%	7.25%	9.00%	9.64%
税后净利润率 (归属母公司)	21.20%	7.97%	6.17%	7.73%	8.22%
ROA	9.83%	3.48%	2.88%	4.26%	4.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.13%	6.13%	4.80%	6.18%	6.94%
经营性 ROIC	14.86%	4.53%	5.30%	6.59%	7.02%
偿债能力					
流动比率	2.34	2.01	1.53	2.53	2.86
速动比率	1.60	1.04	1.05	1.75	1.98
归属母公司权益/有息债务	2.65	2.36	2.96	6.47	7.46
有形资产/有息债务	4.47	3.82	4.29	8.26	9.58
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.82	0.27	0.22	0.30	0.36
每股红利	0.16	0.05	0.04	0.06	0.07
每股经营现金流	0.81	-0.08	0.54	0.36	0.23
每股自由现金流(FCFF)	0.62	0.50	0.24	0.15	0.02
每股净资产	4.50	4.47	4.65	4.91	5.21
每股销售收入	3.85	3.44	3.61	3.92	4.40

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

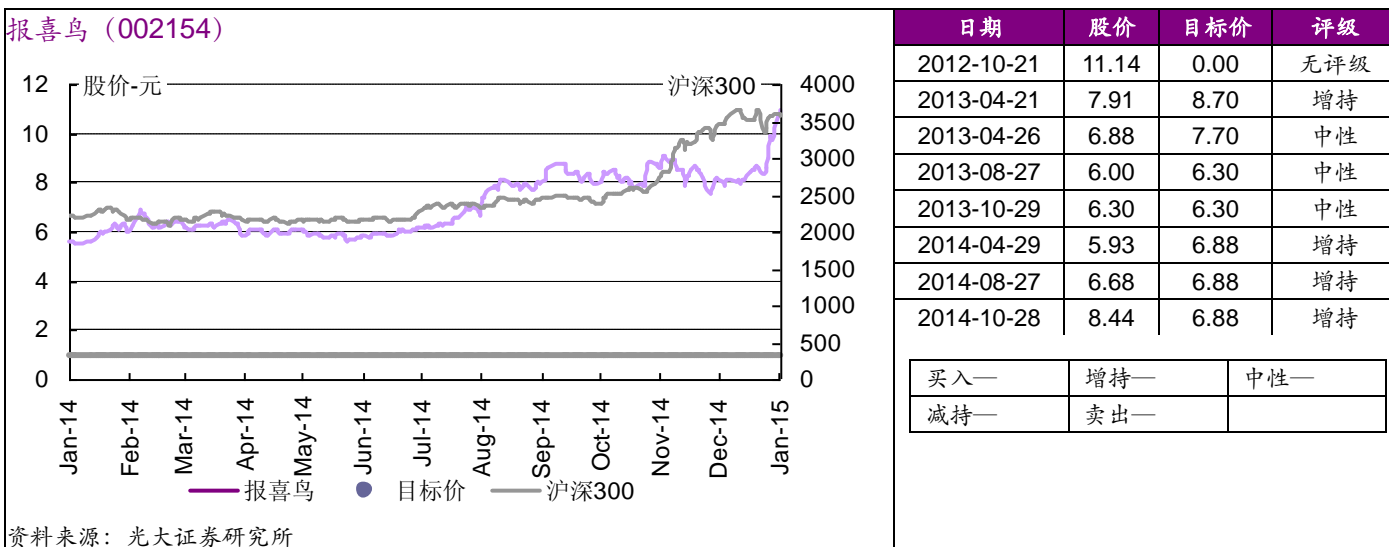
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2014 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1 名。

唐爽爽，中国人民大学经济学硕士，海通证券研究所、华创证券研究所 4 年从业经验，2011、2012 年新财富第 4、5 名团队，2013 年 9 月加入光大证券研究所，负责纺织服装行业及公司研究。作为团队核心成员 2013、2014 年分别获得新财富纺织服装行业第 3、1 名。熟悉上市公司：中银绒业、富安娜、探路者、卡奴迪路。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixiao1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com