

报喜鸟 (002154)

买入/维持评级

股价: RMB12.83

分析师

程远

SAC 执业证书编号: S1000511080001

chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

丰婧

SAC 执业证书编号: S1000511080003

fengjing@mail.htlhsc.com.cn

张蕾

SAC 执业证书编号: s1000511120001

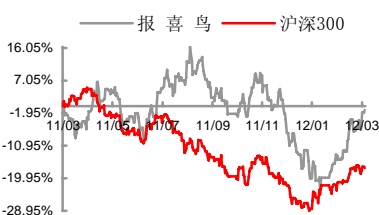
zhanglei9014@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	594
流通 A 股 (百万股)	501
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,527

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

从精耕细作到加速发展 从男装名品到服装王国

- 15 年精耕细作管理成熟, 品牌提升实现业内毛利巅峰。**公司从经营中高档男正装报喜鸟品牌起家, 经过三个五年计划发展, 精细化管理运营成熟, 成功打造国内中高档男装名品并进行多品牌运作。2008 年-2011 年, 公司收入和净利润复合增长率分别为 42%、55%。扣除收购宝鸟因素影响, 2008-2010 年收入和净利润复合增速分别为 25%、41%。毛利率持续上升, 2011 年三季度达到了 56.6%的业内较高水平。
- 二次创业加速发展, 内外因素推动成功。**四五计划以加速发展为核心, 加大对加盟商的支持力度, 实行巨人计划、退货率定折扣率等政策, 鼓励加盟商开大店, 多开店, 跨区域发展整合资源, 加快渠道扩张步伐。我们认为在宏观调控、成本上升、消费升级下具有较强转嫁能力的中高档名品服饰公司显著受益; 伴随服装市场细分化, 系统运营竞争时代的到来, 具有精细化运营能力的多品牌公司扩张力较强; 公司经过多年精耕细作, 具备快速复制扩张能力; 增发加强资金实力, 助力二次腾飞。
- 多品牌运营雏形已成, 强弓上箭蓄势待发。**未来公司在加速发展现有品牌情况下, 将不断进行并购或代理, 成为运营 20 个品牌左右的服装集团。我们认为中短期看会带来收入、净利润的高成长, 长期看关键在于整合管理。圣捷罗的成功说明公司具有多品牌运作能力, 在外购品牌还未调整稳定时, 放慢脚步推进新品牌的并购更有利于公司长期发展。
- 小非减持压力持续减缓, 高管增持彰显信心, 股权结构梳理有利长期发展。**2010 年 8 月至今, 集团已经减持 1466 万股, 预计 2012 年将不再减持; 创始股东中已不参与经营的其他 4 人减持离开, 大股东及公司高管集体增持有利于公司长期发展。
- 盈利预测:** 中国服装行业正处于高速发展阶段, 未来三年增速将保持在 15%以上。我们认为行业环境和公司内部资源和管理运营水平能够支持加速发展战略的成功施行。预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.64、0.90、1.21 元, 目前估值仅 12 年 14 倍, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 小非减持、外购品牌运营低于预期、开店低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1258	2025	2857	3836
(+/-%)	15%	61%	41%	34%
归属母公司净利润(百万元)	243	376	528	712
(+/-%)	31%	55%	40%	35%
EPS(元)	0.41	0.64	0.90	1.21
P/E(倍)	31.04	20.04	14.29	10.59

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

总论	4
本文的独特之处	4
我们的观点	4
关于报喜鸟的误解释疑	5
公司介绍：快速发展的中高档服装公司	6
外扩—内生—毛利外扩双轮驱动的历史发展路径	6
多年来保持了较快发展，近三年增长主要是毛利提升推动	7
看点一：二次创业，加速发展	9
加速发展具体规划	9
加速发展的计划能够成功施行吗？	11
看点二：多品牌王国雏形已成，强弓上箭蓄势待发	13
多方面因素促使公司必须实行多品牌战略	13
多品牌战略实施基础已然具备	14
计划成为运营 20 个左右服装品牌的公司	15
股东减持因素减缓，高管增持彰显信心	17
股东减持压力降低	17
高管增持彰显信心	19
管理运营成熟，竞争力突出	20
产品达国际水平，运营管理国内男装一线阵营	20
报喜鸟与同类国内品牌比有六大特点	22
盈利预测与估值	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 公司增长性分析	4
图 2: 主品牌报喜鸟代言人及门店、产品展示	6
图 3: 毛利率增长情况 (%)	7
图 4: 收入及净利润增长情况 (%)	7
图 5: 剔除宝鸟后收入及净利润增速	8
图 6: 同行业上市公司收入对比	8
图 7: 渠道数量增长情况	8
图 8: 2010 年同行业上市公司渠道数量对比	9
图 9: 强化竞争优势措施	9
图 10: 提升产销率措施	10
图 11: 提高倍率措施	11
图 12: 快速扩张条件分析	13
图 13: 男装子行业占比趋势	13
图 14: 行业概览	14
图 15: 公司股权结构	18
图 16: 产品达国际一流水平, 供应链及终端管理国内第一阵营水平	21
图 17: 市场划分	22
图 18: 打造代表中国文化的服装品牌	23
表格 1: 全面提升盈利水平并进行合理分配	10
表格 2: 增发拓展渠道计划	11
表格 3: 自创品牌概览	15
表格 4: 自创品牌发展规划概览	16
表格 5: 外购品牌概览	16
表格 6: 外购品牌业务规划	17
表格 7: 控股股东及创始人团队持股情况	18
表格 8: 股权激励情况	19
表格 9: 第二次股权激励行权情况	19
表格 10: 2010 年 11 月 22 日大宗交易情况	20
表格 11: 2011 年 12 月 22 日通过上海金莎增持 847732 股公司股票	20
表格 12: 收入预测	23

总论

本文的独特之处

- 首次介绍了报喜鸟集团三个五年计划的发展历程，并评价分析了各阶段发展情况；
- 首次详解报喜鸟集团四五战略，并从宏观、行业、公司三方面分析其战略的可行性；
- 从研发设计、品牌、渠道、供应链、人力资源等角度全面解析并评价公司运营质量，并剖析了目前多品牌多系列运作的必要性、可行性、现状及发展规划。

我们的观点

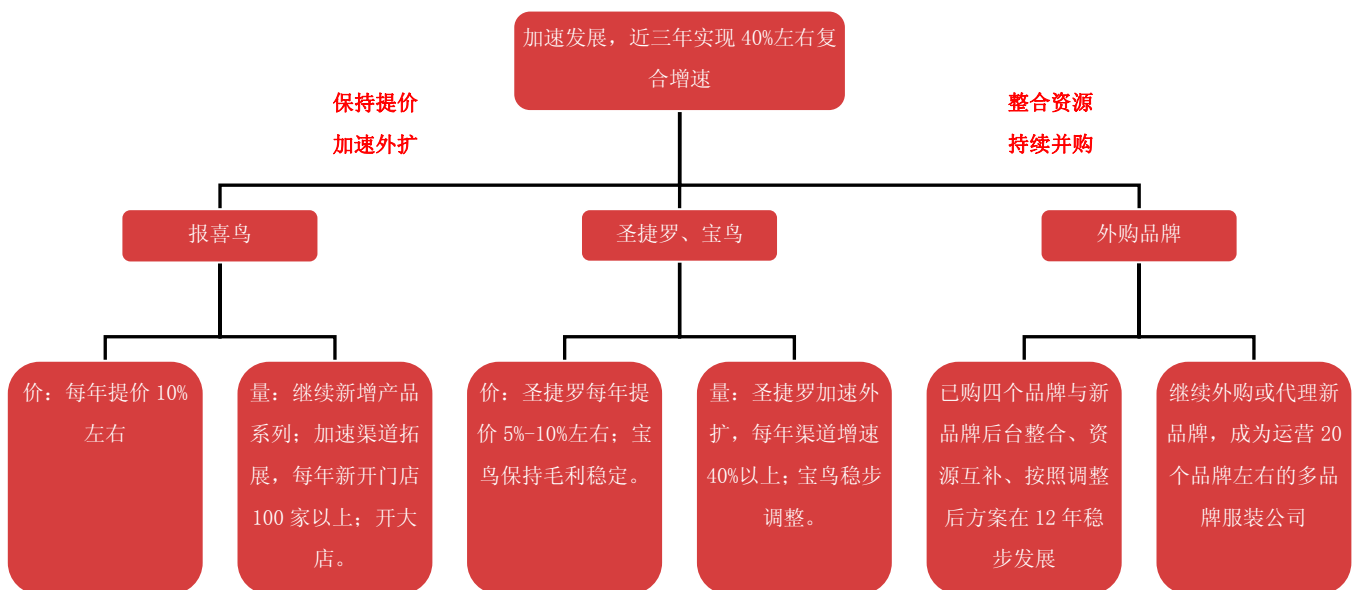
有能力 1、剔除收购宝鸟因素，08-10年公司收入复合增长率为25%，07-10年净利润复合增长率为41%；2、多年经营确立了报喜鸟中高档男装旗舰形象。毛利率是国内上市服装公司最高之一，平效在1.6-2万左右，在强势区域为仅次于阿玛尼以下一线品牌，VIP会员贡献50%以上收入，客户忠诚度较高；3、成功进行多品牌运营，08年推出圣捷罗时尚休闲品牌，10年即实现该品牌的盈亏平衡。外购品牌调整中逐步发展。4、多年精耕细作，公司后台运营管理皆为国内一流水平，具有快速复制、多品牌整合运营能力。

想干事 1、其他小股东逐步退出后，大股东更加深入经营管理，专心将主业做大做强。2、从2011年起的第四个五年计划的核心是加快发展，二次创业计划可行性强。

能干成 1、随着人口高峰期人群进入25-50岁男装消费市场，消费者人数增加，男装消费更加时尚、休闲、品质化，消费频次提升，行业保持高速增长；2、成本上升下，有提价能力的中高端品牌更具优势。报喜鸟过去平均每年提价5%-10%，2011年提价15%-20%，2012年春夏产品提价15%左右，秋冬产品提价10%以上，受众对提价接受度高。3、经过多年铺垫，运营管理成熟，已经具备快速复制扩张能力。4、股票增发增强公司资金实力。

股价压制因素减弱 减持因素减弱，2010年8月解禁以后集团已减持1466万股，集团目前基本没有减持计划。上市公司高管增持彰显对公司长期发展信心。

图 1：公司增长性分析



资料来源：华泰联合证券研究所

关于报喜鸟的误解释疑

1、是一家经营正装的品牌服饰公司吗？

---公司从正装向休闲装拓展，从男装向女装、运动装、内衣、皮具等多个细分方向进行系列拓展；目前正装所占比例已经下降到 40%左右，预计未来这一比例将继续下降。

2、报喜鸟设计很“土”？

---公司专业设计师团队平均从业时间超过 7 年，在温州、上海、广州、意大利米兰均有研发中心，与欧洲知名设计师合作，设计结合国内外流行趋势。产品已经实现一款多版---经典版和修身版。宝鸟出口曾为阿玛尼、杰尼亚顶级品牌代工，工艺师是意大利知名工艺师，服装品质已经达到世界一流水平。

3、报喜鸟的外扩速度很慢？

---报喜鸟属于中高档品牌，由于产品定位不同，故而采用了与七匹狼粗放型发展不同的发展模式，坚持精耕细作，提升品牌档次从而提高毛利、平效。虽然盈利增速低于七匹狼这种快速扩张型发展的企业，但是发展质量高，客户的品牌忠诚度和公司对终端控制力（信息系统基本覆盖）也好于七匹狼。而且公司新设门店在精不在多，虽然开店数量较少，但是大店较多，总营业面积每年有 20%左右的增长。2011 年开始加速外扩，报喜鸟、圣捷罗每年新增门店 100 家以上。

4、报喜鸟品牌影响力弱？

---报喜鸟由于门店数量较少，在一线城市影响力较弱，但是在其传统强势区域如东北、四川区域一些二三线城市，可以说是阿玛尼之下一线高档品牌。目前 VIP 客户贡献其 40%以上收入，婚庆礼服占 20%销售收入，客户忠诚度较高。

5、报喜鸟 08 年至今的增速主要来自于收购宝鸟品牌？

---抛开收购宝鸟因素影响，08 年-10 年收入复合增长率为 25%，07 年-10 年净利润复合增长率为 41.25%。2010 年净利润 2.4 亿，其中报喜鸟品牌贡献 90%以上收益。

6、不断提高价格带来毛利率的上升可持续吗？

---目前报喜鸟产品均价在 3000 元左右，距离国内顶级男装 5000-8000 元的价格还有一定空间。以每年提价 10%计算，连续提价五年才能到达 5000。服装行业中低端品牌企业毛利率一般在 30%-45%之间，中高端在 40%-70%之间，高端或者奢侈品在 60%-80%之间。未来公司将进一步提升品牌档次和影响力以保持毛利的持续上升。

公司介绍：快速发展的中高档服装公司

报喜鸟集团成立于 1996 年，以主营中高档男装品牌报喜鸟起家，经过多年发展，目前主营服装、房地产、投资三项业务。其控股公司报喜鸟股份 2007 年上市，专注服装领域，已发展成为经营包括报喜鸟、圣捷罗、宝鸟在内多个品牌，涵盖正装、商务休闲、时尚运动等多服装领域的品牌服饰公司。2011 年公司实现营业收入 20.23 亿元，净利润 3.75 亿元，报喜鸟品牌网点 820 多家，圣捷罗 200 多家。

图 2：主品牌报喜鸟代言人及门店、产品展示



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

外扩—内生---毛利外扩双轮驱动的历史发展路径

1996 年到 2000 年一五计划期间，成功把报喜鸟打造为全国知名品牌。当时正处于服装品牌发展初级阶段—杂牌横立，品牌微露尖尖角。报喜鸟实施名牌发展战略，获得了巨大成功。报喜鸟将中国文化与创新精神融入到品牌和产品，形成东情西韵、古风新律的品牌文化，西服综合市场占有率进入全国前三名，成为全国著名的男装领军品牌之一。如果以 ABCD 四档评价，可以给予评级 A+。

2001 年到 2005 年二五计划期间，跨行业发展精力分散主业增速缓慢。行业内已经出现多家有实力的品牌男装公司。公司实施多品牌经营、跨行业发展的战略，控股中楠房地产开发公司进入了房地产业，文景创业投资公司努力抓住资本市场机会，优化产业结构。主业维持了稳定发展，但是未完成既定目标。在经营自有品牌报喜鸟（SAINT ANGELO）商务男装、宝鸟（BONO）职业装、圣捷罗（S. ANGELO）休闲服的基础上，积极与国际一流服装企业开展合作，先后代理了意大利、韩国等多个知名服饰品牌，虽然跨行业跨出去了，但是国际品牌代理没有运作得很理想。多品牌进展较慢，跨行业遇到较多困难，而且精力分散导致主业增长缓慢，低于同行业水平。给予评级 B。

2006 年至 2010 年三五计划期间，多品牌国际化雏形已成。国际品牌陆续登陆，与国内品牌进行激烈的竞争，倒逼报喜鸟等国内领军品牌必须要在运营等方面进行改善。公司实施多品牌国际化战略，不断强化品牌整体运营管理能力。2007 年公司成功登陆资本市场，08 年推出圣捷罗品牌，收购宝鸟，至 10 年精细化管理、营销已见成效，平效、毛利率、品牌影响力均有大幅提升，圣捷罗品牌也实现了盈亏平衡。10 年年底至 2011 年初，公司开始为四五计划加速发展做准备，收购比路特、融苑、名欧、欧爵（未控股）四家公司。至此，多品牌

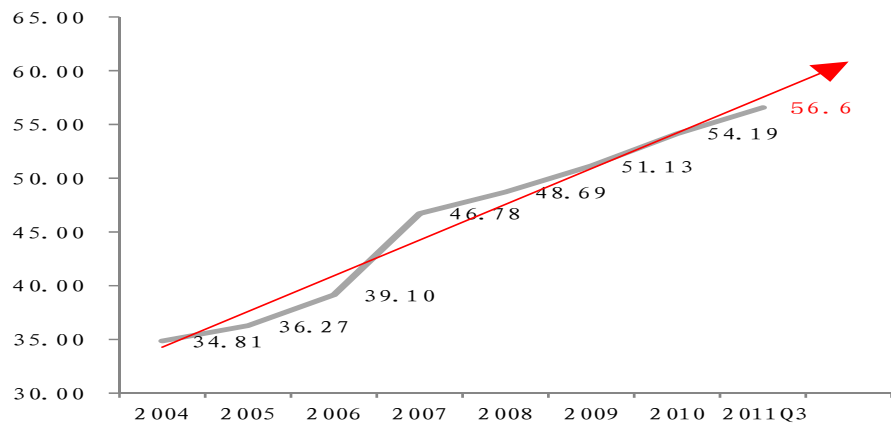
国际化架构已成，加速发展的管理、人员等基础已经成熟。考虑到较为成功应对了金融危机的挑战，给予评级 A-。

2011 年至 2015 年四五计划期间，公司将以加快发展为核心，打造多品牌服饰王国。我们认为服装行业快速发展、运营成本上升的环境下，规模较小的名品公司谋求体量增长以抓住机遇抵御风险是必然之路。且公司经过多年精耕细作已经具备了快速扩张的能力，因而加速发展计划的成功实施概率较大，这点我们将在本文第二部分进行详细分析。

多年来保持了较快发展，近三年增长主要是毛利提升推动

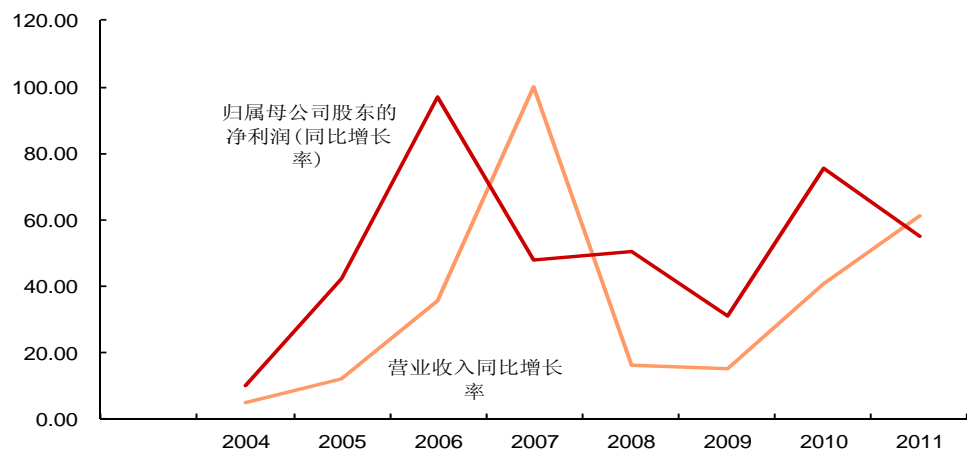
2008 年-2011 年，公司收入和净利润复合增长率分别为 42%、55%。即使扣掉宝鸟的影响，08 年-10 年收入增速为 25%，07-10 年净利润增速为 41%。毛利率持续快速上升，自 2009 年起就超越了 50%，至 2011 年三季度达到了 56.6%。报喜鸟终端平效目前在 1.6-2 万元/平方米左右，相对男装类处于领先水平（七匹狼约在 1 万左右）。

图 3：毛利率增长情况（%）



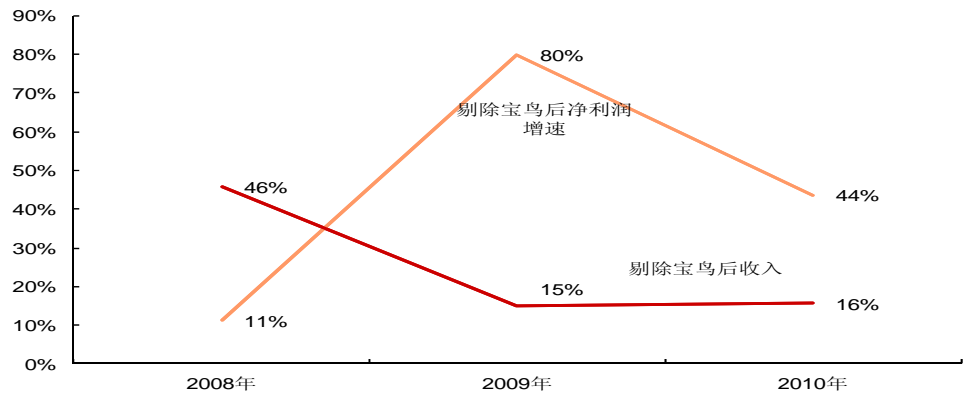
资料来源：华泰联合证券研究所

图 4：收入及净利润增长情况（%）



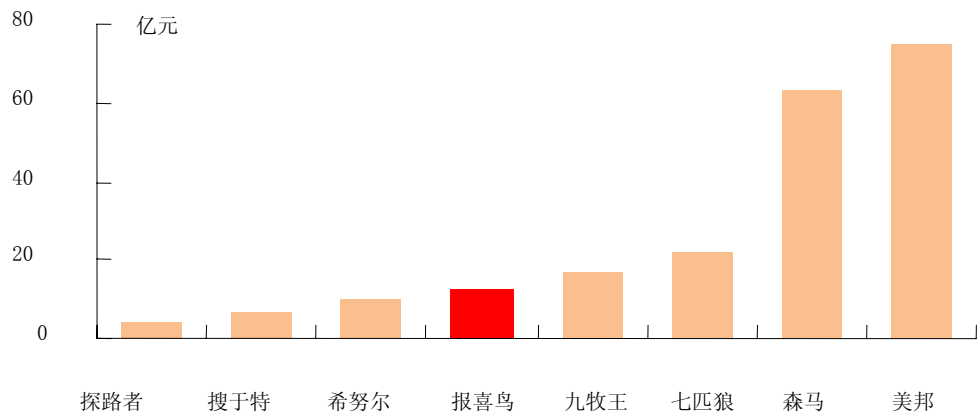
资料来源：华泰联合证券研究所

图 5: 剔除宝鸟后收入及净利润增速



资料来源: 华泰联合证券研究所

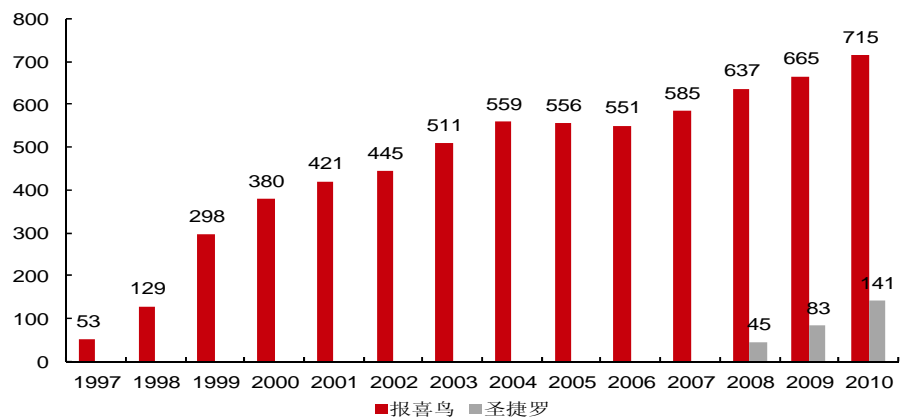
图 6: 同行业上市公司收入对比



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

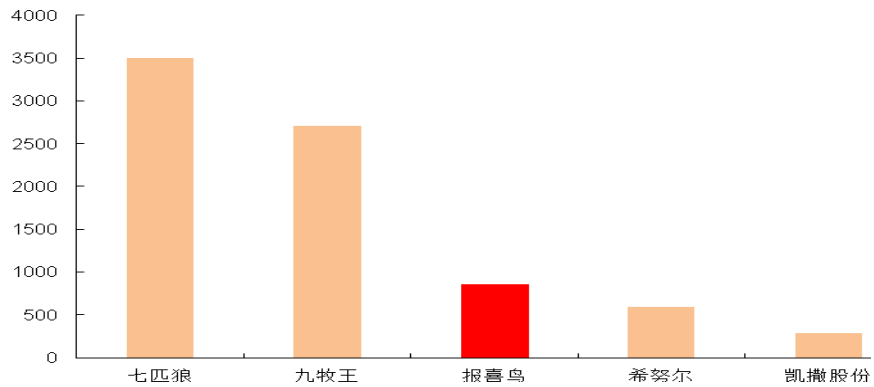
公司以加盟为主, 直营为辅。2010 年直营收入占比约 10%左右, 加盟收入占比 90%左右。公司从 1997 年的 53 家增加到 2010 年的 856 家, 复合增长率为 23.9%。其中圣捷罗品牌显示了其快速发展的潜力, 2008 年至 2010 年门店数量共增长 313%, 复合增长率为 77%。但是从全行业来看, 渠道数量还有很大的增长空间。未来公司将进一步倚靠加盟商推行巨人计划, 鼓励开大店, 跨区域开店, 整合不合格加盟商资源。

图 7: 渠道数量增长情况



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 8：2010 年同行业上市公司渠道数量对比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

看点一：二次创业，加速发展

加速发展具体规划

四五战略规划的制定继续围绕“多品牌、推系列、国际化”的发展思路，科学论证经营策略，系统筹划品牌资源，以加快发展为核心，从精耕细作转向快速扩张，强化竞争优势，全面提高盈利水平。

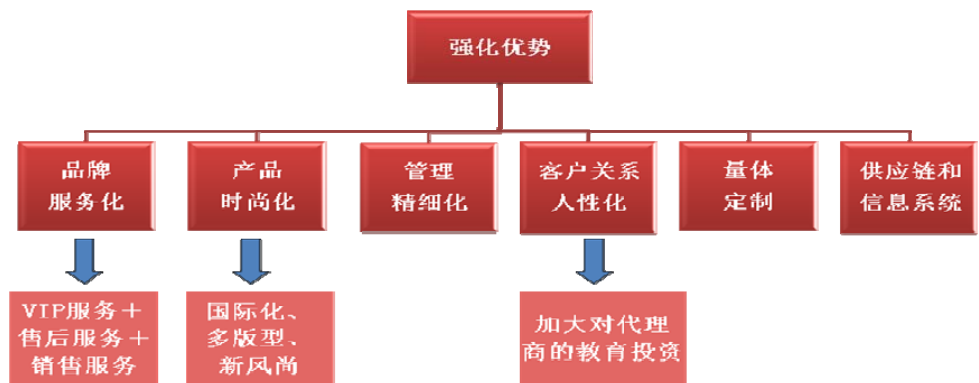
从强化竞争优势看，重点是提高品牌运营，产品研发和客户管理能力。

从提升盈利水平看，主要是加快渠道拓展扩大规模、提升产销率、产品价格倍率。

从门店拓展看，以“巨人计划（大店、一人多店、整合）”为核心，加大渠道支持。公司计划对外资助总额到 1.8 亿，对单一加盟商资助不超过 2000 万元。主要方向包括：

- A、不超过 50% 的买店资助，要求提供房产抵押、有效担保等，年利率 10 个点的利息。
- B、根据店铺面积大小、租金高低、所在区域的市场成熟度，给予相应的渠道补贴，主要包括货柜造价 10%-80% 的补贴、加盟费减免优惠等，要求店面至少存在 1 年后打款给加盟商。
- C、根据所在区域市场情况，给予相应的开业广告补贴，通常为广告费支出的 50% 左右；
- D、根据加盟商资信情况，给予 1-9 个月的信贷期，先发货，后收钱。

图 9：强化竞争优势措施



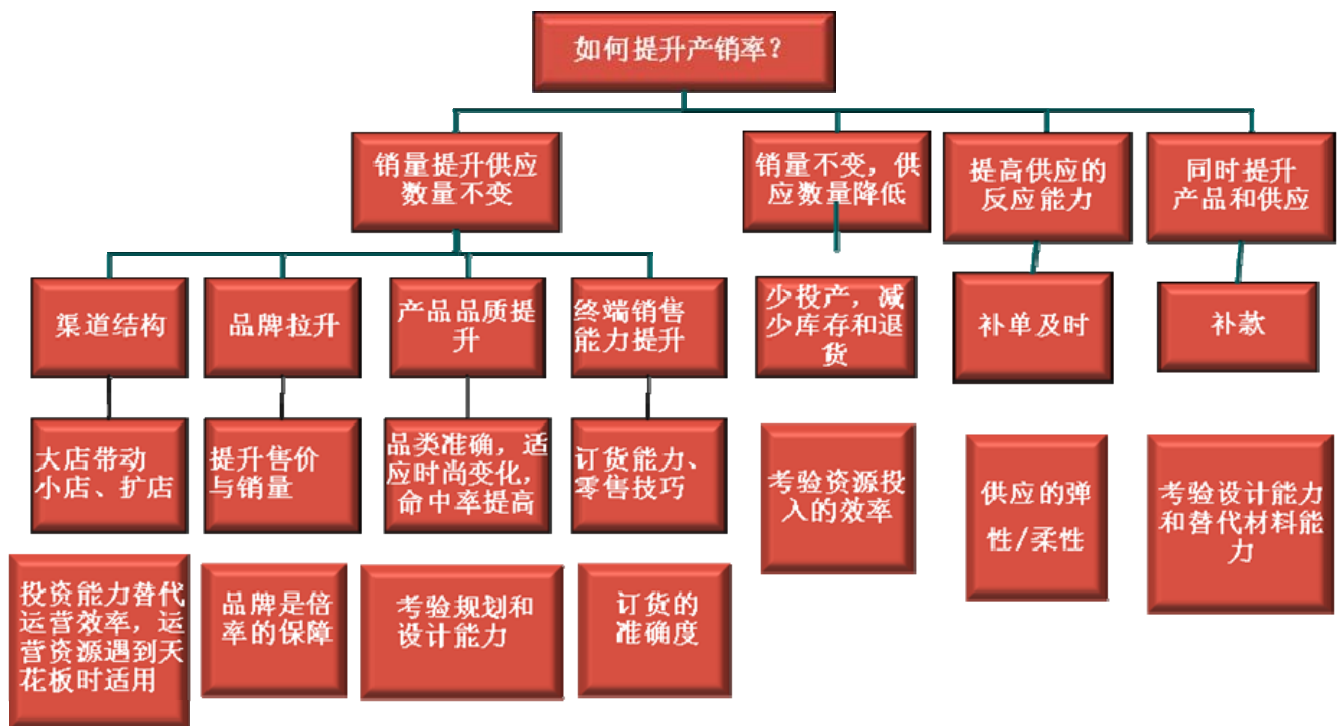
资料来源：华泰联合证券研究所

表格 1：全面提升盈利水平并进行合理分配

盈利指标	具体措施	合理分配
公司规模	系列化运作	新系列扶持政策
	巨人计划、加快直营店步伐	巨人计划扶持政策
	信息化提升营运效率	公司利益
经销商	巨人计划	增量返点、渠道政策
规模	终端精细化管理	增量返点
倍率	不断提高品牌影响力，稳步提升产品价格，提高售价相对成本倍率	各种补贴支持政策的资金来源
产销率	加强研发和提高订货准确率	经销商利益
	快速补单补款	合理双向分配
折扣率	退货率定折扣率	公司承担退货风险越大则经销商折扣率越高
费用率	通过规模效应和多品牌协同效应降低费用率	公司利益

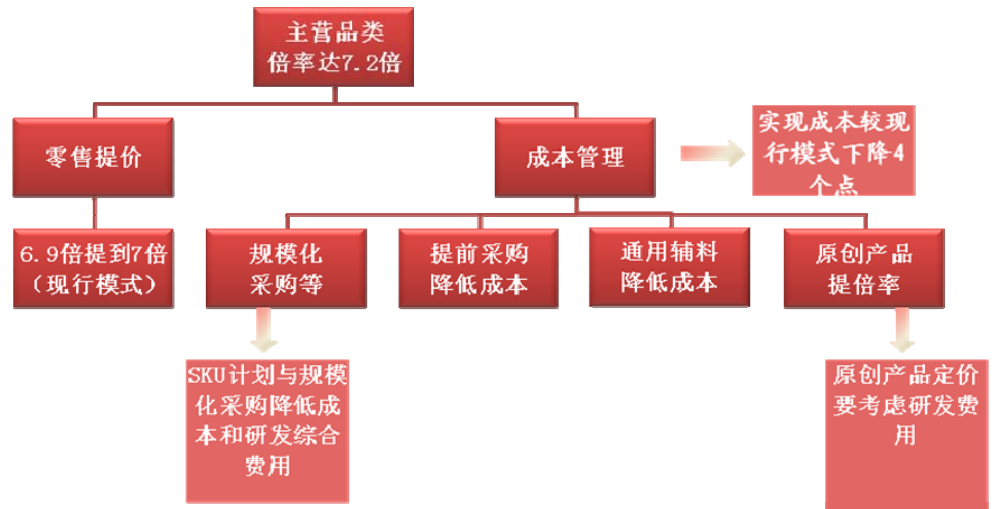
资料来源：华泰联合证券研究所

图 10：提升产销率措施



资料来源：华泰联合证券研究所

图 11：提高倍率措施



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：增发拓展渠道计划

品牌	覆盖区域	数量
报喜鸟	直营 强势、成熟、潜力市场的未覆盖大店的一级城市	直营店（400m ² ）12家
	加盟 成熟、潜力、弱势市场的未覆盖大店的二级城市	合作经营（400m ² ）23家 加盟（400m ² ）145家
圣捷罗	直营 报喜鸟品牌强势、成熟市场未覆盖大店的一级城市	直营店（200m ² ）12家
	加盟 报喜鸟品牌强势、部分成熟市场未覆盖大店的二级城市	加盟店（200m ² ）88家

资料来源：增发公告，华泰联合研究所

加速发展的计划能够成功施行吗？

我们认为外部环境及内在资源和管理水平能够支持公司进行快速扩张

从经济形势看：

- **鼓励内需，成本提升。**国家宏观调控鼓励内需，支持国产消费品品牌发展，调整产业结构、原材料和人工成本价格上涨、汇率、新劳动法、资金短缺等因素导致大部分小规模企业逐渐倒闭，具有较强转嫁能力的规模企业则能从中收益。
- **消费升级，收入倍增。**消费者的消费需求从简单的功能需求逐渐朝时尚需求、个性需求转变。同时随着人们收入的提高，奢侈品、高档优质品牌商品受到欢迎。人们更加关注品牌和质量。

从行业看：

- **服装行业增速有所回落，但仍快速发展。**服装行业自 2005 年起高速发展，预计未来三年将保持 15%以上增速。根据国家统计局数据，2011 年限额以上批发零售业服装类商品零售额同比增长 25.1%，与去年增幅基本持平。中华全国商业信息中心的统计，全国

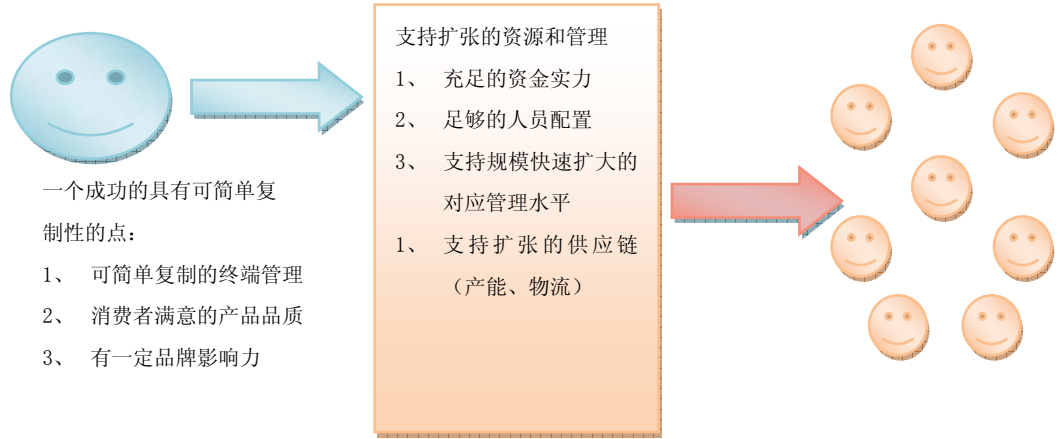
重点大型零售企业服装商品零售额均有所回落 2.19 个百分点，但仍高速增长 20.39%；各类服装零售量同比增长 4.88%，比上年低 6.04 个百分点。

- **多元消费和市场细分。**随着收入的提高和社会消费意识的提升,人们的消费更加多元化,在不同的场合穿着不同服饰甚至将服装成为个性、心情的表达成为趋势,从而推动正装、休闲、运动等市场不断细分,多个子行业均蓬勃发展。
- **高档服装增速略缓,但仍高速发展。**根据中华全国商业信息中心统计,2010 年高档大型零售企业服装类商品零售额同比增速超过 30%,达到 31.2%,明显高于中档零售企业的 19.2%和低档零售企业的 18.4%,比整体水平高出 10 个百分点;价格在 2000 元以上的高档女装零售额在近三年的年均增速达到 50.6%,明显高于女装整体市场年均 24.2%的增速水平;价格在 2000 元以上的男西装 2010 年零售量所占比重为 5.8%,零售额所占比重为 23.2%,均比上年有显著提升。2011 年高档服装增速回落明显,但仍显著高于行业增速。随着国际大牌不断加强在中国的布点,服装行业竞争进入国际竞争阶段,我们认为融合中国文化具有自己独特特色的服装品牌能够获得消费者更多的青睐。
- **30-50 岁中高档男装消费人群增加,并且新增消费者更注重品牌、设计、休闲化,消费频次提升。**随着婴儿潮时期出生的 80 后进入职场,正装、商务装迎来了新一轮春天。而 80 后的男装消费者更加注重品牌、更时尚、休闲化,价格敏感度较低,因而中高端时尚男装品牌将因此受益,获得成长契机。同时与运动、休闲品牌相比,男装上市公司渠道数量较少,少则几百家,多则三千家,空间较大。

从公司自身看:

- **快速发展动力强劲。**报喜鸟在今天中国服装行业的大环境和发展趋势下机遇大于挑战,不能顺势加速就可能被上涨的成本和加剧的竞争压垮。抓住机遇增大体量应对挑战已经成为当务之急。
- **经过多年精耕细作和铺垫,运营基础已经打好。**研发分系列,人力、财力、物流方面准备较为充分。能够满足快速扩张的需要。
- **成功可简单复制的点:**报喜鸟品牌已经形成一定知名度,产品受到消费者认可,终端门店营运手册、光碟均已推出,第八代货柜门店设计即将推出,具有简单可复制性。
- **支持扩张的资源和管理:**多年精耕细作已经做好了铺垫,管理层基本都是专业的职业经理人,供应链和信息系统均达到国内领先水平。并且在扩张上,公司采用巨人计划等政策,鼓励加盟商开大店或者跨区域发展,从而充分利用加盟商资源,加强对加盟商的培训,解决快速扩张中的人员配置和管理问题。
- **增发融资解决资金问题。**公司计划 2011 年增发不超过 15 个亿的资金用于开设新门店。
- **规模扩张降低风险,促进品牌提升及产品升级。**门店数量的快速发展又反过来促进了品牌影响力、档次的提升和覆盖区域的扩大,从而带动产品价格进一步提升,保持毛利率、平效的增长趋势。

图 12：快速扩张条件分析



资料来源：华泰联合证券研究所

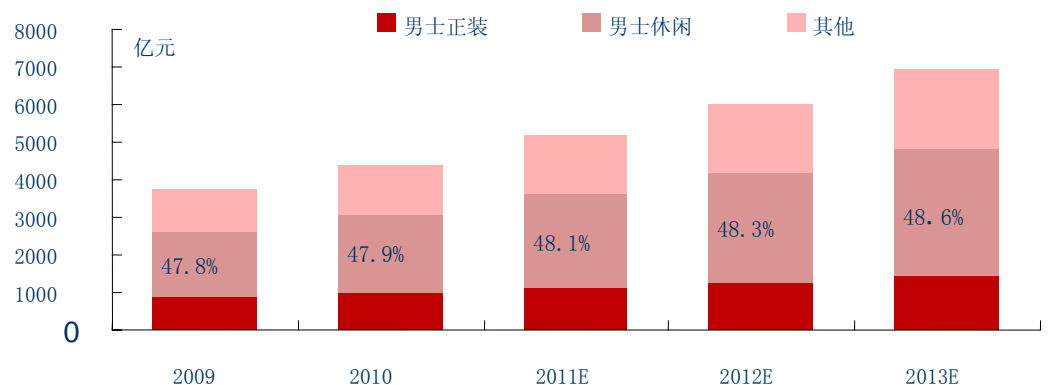
看点二：多品牌王国雏形已成，强弓上箭蓄势待发

多方面因素促使公司必须实行多品牌战略

从行业看：

- **服装行业蓬勃发展，未来 3-5 年宏观都会面临较好的发展机遇，单一品牌会容易遇到瓶颈。**服装行业从 2005 年至今保持高速发展，5 年来限额以上服装零售额复合增长 25%。2008 年中国人均 GDP 超过 3000 美元，根据国际经验，人均 GDP 超过 3000 美元以上，服装消费将步入高速增长阶段，在未来 30 年内保持 GDP 增速 2-3 倍水平。单个品牌的发展容易遇到天花板，多品牌运作畅享服装行业整体高速发展，并且能产生协同效应。
- **正装增速放缓，休闲化成为大势所趋，其他多个服装子行业如时尚运动、配件等快速发展。**正装行业增速较缓，占比持续下降，休闲装持续高增速，占比逐年上升。时尚运动、高档服装等子行业蓬勃发展。利用报喜鸟品牌多年运作经验和资源发展其他细分行业品牌能获得更为快速的成长。

图 13：男装子行业占比趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

图 14：行业概览

	男式正装	女正装	商务休闲	时尚休闲
行业周期	中低档处于成熟期，高档处于成长期	成长期	成长期	成长期中后期，竞争激烈
增长速度	高档近年10%左右增速，中低档男西装5-10%左右，衬衫和西裤10%-15%。	增速为10%-15%左右	近年行业增速15%-20%左右，夹克较慢	近期行业增速15%-20%左右
市场规模	中低档规模500多亿，高档不详	国内市场预计800亿以上，纯女正装品牌较少	与时尚休闲服装一起合计的休闲服市场容量约6000亿元	与商务休闲一起合计休闲市场容量6000亿元，时尚休闲市场容量大于商务休闲
竞争格局	高档领域国际品牌强大，中低档国内品牌为主	国际品牌数量多，知名度高，直接竞争激烈	高档品牌不多，以中档竞争为主，国际品牌不占优势	以中档竞争为主，国际品牌数量多且品牌影响力大，竞争激烈
集中度	高档集中度很低，中低档相对较高，第一名雅戈尔占比12%，前十大约45%	集中度很低，龙头企业宝姿10年收入15亿，占比不到2%	集中度较低，第一名七匹狼占有率约5%	集中度低，龙头企业美邦、森马市场占有率均低于2%
利润水平	毛利率30%-80%，中低档30%-50%	毛利率40%-80%	毛利率30%-60%之间	毛利率30%-50%
管理能力	最早开始品牌建设，精细化程度较高	国际企业多，管理能力较高	一般是较为粗放的管理模式，供应链等水平一般	国际品牌影响力大管理能力高，带动国内公司不断提
渠道策略	直营占比较高或者控制力较强的一级代理制	高档品牌直营占比高，中低档加盟占比高	以加盟为主	国际基本都是直营，国内同时使用直营和加盟，开大店成为趋势
进入壁垒	壁垒较高，品牌为王	壁垒中等偏高	品牌认可度较高，壁垒较高	竞争状况激烈，进入壁垒较高

资料来源：华泰联合研究所

从公司自身看，

- 发展思路有所变化，未来加速发展为核心。以前自己投资培养运营团队速度太慢，直接吸收有经验并购使用现成的团队更为快速；
- 多品牌运作有助于降低单一品牌风险性；
- 实现多品牌协同效应，提高公司知名度和影响力，不断提高品牌运营、研发设计能力，发挥规模效益降低成本。

多品牌战略实施基础已然具备

- 经过十几年发展，公司内部运营体系已经较为成熟，成功运作圣捷罗品牌。2008年公司推出了子品牌圣捷罗后，仅用了两年半的时间就在2010年实现了盈亏平衡。美邦亦于2008年推出ME&CITY品牌，2012年才能实现盈亏平衡。
- 公司上市发展多年，相对有一定的资本实力。

计划成为运营 20 个左右服装品牌的公司，关键在于整合管理

2007 年上市融资以后，公司资本实力得到较大提高。2008 年公司收购宝鸟，推出圣捷罗品牌，2010 年底至 2011 年初，连续收购比路特、融苑、名欧、欧爵四家服装公司股份，至此，多品牌战略图谱雏形已成。

未来公司计划将不断进行收购、代理新品牌，走整合化、细分化路线，成为运营 20 个品牌左右的服装集团公司，中短期看会带来收入、净利润的高成长，长期看关键在于整合管理。我们认为在外购品牌还未调整稳定进入良性循环道路时，放慢脚步稳步推进新品牌的并购更有利于公司长期发展。报喜鸟依然是主要盈利来源，继续推行系列化，扩大规模；圣捷罗品牌大力推进品牌与渠道拓展，渠道保持 40%以上增速；宝鸟稳健发展，柔性生产；外购品牌与原有品牌协同发展，资源整合，优势互补，逐步贡献收益，目前均在不同程度的调整中。

表格 3：自创品牌概览

系列/品牌	定位	成熟度	现状概述
报喜鸟	商务	针对 30-45 岁精英的中档男正装	最早推出的系列，最为成熟，收入占比最高，达 60%-70%
	经典	针对 30-50 岁名流的高档男正装	在商务系列上提高品质档次，处于培育期，利润最高，量体裁衣占 10%左右
	休闲	针对 30-45 岁精英的时尚休闲装	成熟，占比 10%-20%
	皮具/皮鞋	搭配报喜鸟品牌其他服饰系列	处于培育期，2011 年尝试推出独立店
	女装	针对 30-45 岁女性，较为商务	2009 年在几家大融入店中尝试推出，2012 年改为代理其他女装品牌融入
	运动	针对 30-45 岁人士	2011 年推出，有融入店
	内衣		2011 年推出，已有几家独立店，未来融入店为主
	华服（偏中式）		2012 年新推出系列
	户外		2012 年新推出系列
圣捷罗	针对 25-35 岁追求时尚人士的时尚休闲服	2008 年推出，2010 年实现盈亏平衡，2011 年盈利近 1000 万。	完全独立于报喜鸟品牌运营，重新确立品牌定位、产品风格、市场策略，聘请周渝民为代言人。预计 2011 年收入 1.2-1.3 亿，盈利近 1000 万。
宝鸟	宝鸟 (BONO)	职业装团购	较为成熟，2011 年基本无增长
	卡尔博诺 (CARL BONO)	国内顶级服装定制	培育—2011 年处于收缩状态中
	楼宇定制 (BONO TAILOR)	国内中高档服装定制	至 2012 年基本撤掉
	电子商务 (E-BONO)	网上直销	培育期—淘宝、京东商城

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 4: 自创品牌发展规划概览

品牌	总发展思路	系列	系列发展思路	具体规划
报喜鸟	系列化延伸, 严格按照“同一目标客户群体”“不伤害融入店”原则, 遵循“产品多系列发展三部曲”推进系列化延伸, 实现“内部管理系列化, 外部运作品牌化”。	商务	在原有优势上稳健发展	保持提价及高速渠道外扩。春夏产品提价 15%左右, 秋冬产品提价 10%左右。预计 2012 年新增 100 家左右, 与 2011 年持平。新推出华服、户外系列。
		经典	借力巴达萨里和 TOMBOLINI 资源, 提升融入店专区形象和销售业绩	
		新锐 (时尚休闲)	借力报喜鸟年度新锐人物评选, 表达时尚个性化、新潮、高品质特质, 以融入店为主, 适当发展独立店	
		皮具/皮鞋	以研发为源头分别规划融入店、独立专厅、独立专卖店不同货品需求, 提升融入点卖场形象和业绩, 大力发展独立店或厅	
		女装	融入男装店铺为主, 适当发展独立店	
		运动	2011 年推出。融入为主, 适当发展独立店	
		内衣	2011 年新推出。融入为主, 加大力度发展独立店	
		华服	从几家大店开始推广, 针对高收入人群	
户外	从几家大店开始推广, 针对高收入人群			
圣捷罗	加大研发投入, 加快扩张速度, 尤其是区域加盟商的拓展	前两年半共建立 140 个网点, 11 年新开设 100 家左右, 预计 12 年新增 100 家以上, 收入达到 2 个亿。		
宝鸟	“一轴两翼”: 以松江工厂职业团购为轴, 北京宝鸟高级定制和纺织科技电子商务为翼, 稳健发展。	宝鸟 (BONO)	提高效率, 控制成本, 实现小批量、多品种、快速反应的柔性生产, 建成市场导向性加工基地, 从 OEM 向 ODM 转变	08 年巅峰, 09 年降价, 10 年恢复一些, 11 年稳健发展, 生产基地向内地转移, 降低成本, 12 年保持宝鸟同时, 着力发展电子商务。
		卡尔博诺 (CARL BONO)	提高接单数量, 卡尔博诺为职业装业务提升形象, 努力实现扭亏为盈	
		楼宇定制 (BONO TAILOR)	基本取消	
		电子商务 (E-BONO)	加强弱势行业推广, 提高单价水平, 努力实现均衡接单	

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 5: 外购品牌概览

系列/品牌	定位	2011 年初	运作一年后即 2012 年初	
比路特	大公鸡 Big Rooster	中低端时尚休闲品牌	2010 年 10 月成立, 持有 51% 股权。定位三四线市场时尚运动品牌, 2010 年略亏损 47.9 万。	2011 年业绩低于预期, 调整为时尚休闲风格, 加盟代理商、渠道数量随之调整。预计 2011 年亏损 700 万左右。
融苑	代理 HAZZYS 等 尚日韩品牌	代理中高档年轻时尚日韩品牌	2011 年 1 月成立, 持有 51% 股权, 主要发展一二线市场。	收购其为全资子公司, Hazzys 代理权于 2012 年 1 月 1 日生效, 有效期十年。现有门店 40-50 家。预计 2011 年实现利润 500 万左右。
欧爵	代理巴达萨里 (maurizio baldassari) 品牌	高档商务服饰, 进驻顶级商场	2011 年 2 月收购, 持股 65%。主要发展一线市场顶级商场专柜, 2010 年有 5 个网点, 处于亏损状态。	2011 年新增 5 个网点, 处于亏损调整状态, 主要是学习运作高档服装。
欧风	男士时尚休闲 法兰. 诗顿品牌	中高档时尚商务休闲服	2011 年 2 月收购, 持有 19% 股份。强势区域在西南、江苏, 有现有团队运作, 已经盈利。	因与上海名欧战略规划出现冲突, 新设全资子公司欧风无偿受让上海名欧的法兰诗顿品牌商标及网点运营。现有门店 130 家左右。

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 6：外购品牌业务规划

外购公司	战略作用	总发展思路	具体规划
比路特	扩充公司原有产品品类	加快引进人才，规范流程制度，建立运动时尚品牌运作体系，快速占领市场，扩大销售规模。（花费 100 多万）	小股东就是代理商，以规模扩张为目标，预计 2011 年新开 100 多家家店，总数达到 260 家左右，预计 2012 年实现盈利。
融苑(原雅乐)	扩充公司原有产品品类，进驻一线市场，填补空白区域	整合后台资源，稳步拓展渠道	预计 2012 年在调整原有门店基础上新增 80 家。
欧风	商场渠道资源丰富，该细分市场容量增长较快，潜力巨大；学习广东品牌运营模式	整合后台资源，调整品牌运营战略。主要是通过学习名欧运作法兰诗顿品牌（广东品牌运作模式）来研究公司竞争对手。	预计 12 年整合 20 家左右，新开设 20 多家门店，实现净利润 800 万以上。更加注重销售和成本控制。
欧爵	填补在高端服饰品牌业务上的空白	调整品牌定位，扩大规模，加大研发投入，降低采购成本，提高盈利能力，积极运作 TOMBOLINII 品牌（意大利前五名贵族品牌，花费 7000 万买下来的），巴拉萨蒂是代理的（30 多家店，盈利几百万），加强人才队伍和管理制度	定位做高端，进驻顶级商场。未来有可能会通过欧爵去并购意大利的品牌。目前公司可以使用欧爵的设计，未来生产逐渐放在国内。

资料来源：华泰联合证券研究所

股东减持因素减缓，高管增持彰显信心

公司 5 位创始人除大股东吴志泽外均将逐步退出公司，股份退出方式不定，既有可能是大宗交易也有可能是竞价交易，因此对公司股价形成极大的压制。但是随着 2010 年 8 月解禁后逐步的减持，可减持股份数量减少，而大股东承诺未来只会增持不会减持，公司高管集体于 2010 年年底以 27.32 元共增持 200 万股，2011 年年底以 11.6 元增持 84.77 万股，彰显对公司发展的信心。且股东结构的梳理有利于公司长期发展。

股东减持压力降低

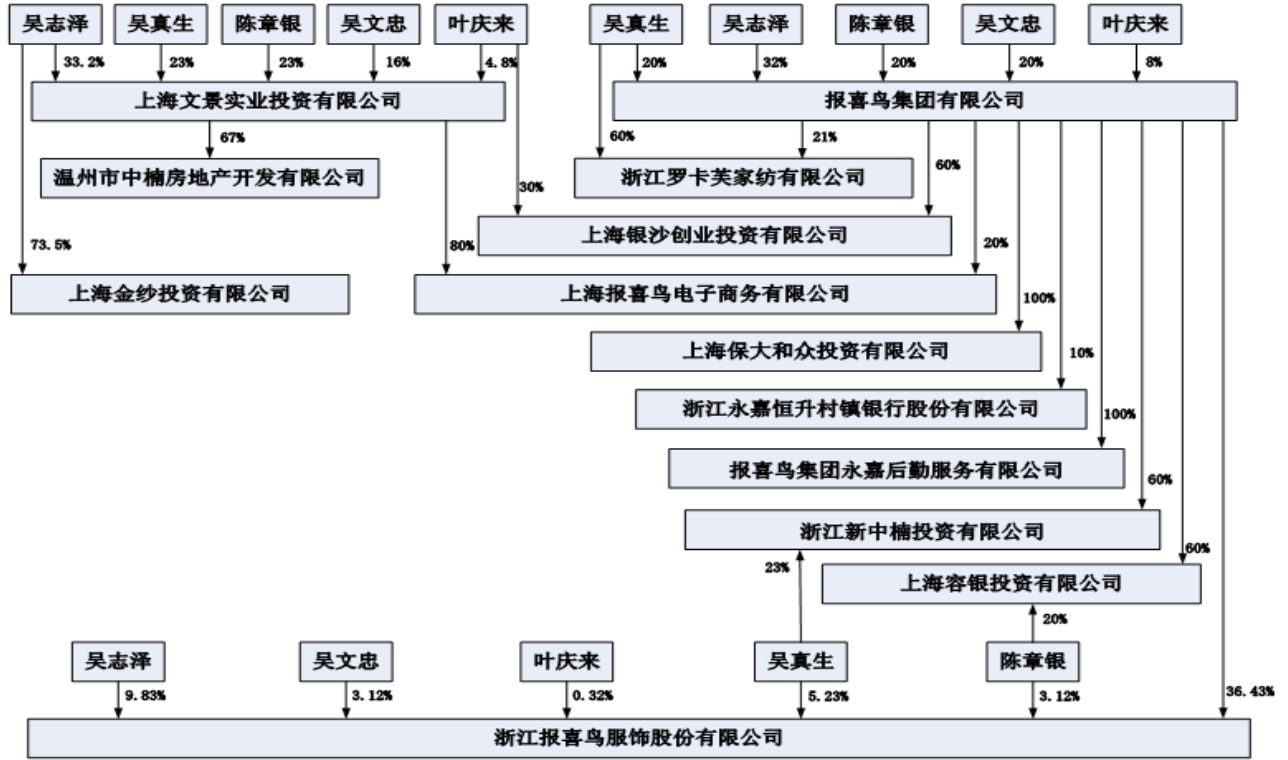
根据公司招股说明书规定：锁定期期满后，若仍担任公司董事、监事或高管，在任职期间内，每年转让的股份不超过其所持有公司股份总数的 25%；离职后半年内，不转让其所持有的公司股份。承诺期限届满后，股份可以上市流通和转让。

2010 年 8 月 4 日，原董事及高管吴真生先生、陈章银先生退出董事会，并不再担任相应高管职务，所持股份在 2011 年 2 月 4 日锁定期满。2011 年 2 月 25 日，公司监事会主席吴文忠辞去公司监事会主席、监事职务，不再担任公司任何职务，所持股份于 2011 年 8 月 25 日锁定期满。

根据深圳交易所披露，截止 2012 年 12 月 30 日，公司控股股东报喜鸟集团（吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来，占有股份比例分别为 32%、20%、20%、20%、8%）已通过大宗交易和竞价交易共减持股份数量 1465.6547 万股，减持后控股股东持有上市公司股份数量减少为 1.0702 亿，占股比例 36.4%。大股东承诺未来只会增持不会减持，几位小股东也不会离开母集团，预计 2012 年母集团不会再进行减持。

我们认为，公司控股股东和创始人团队减持的风险在短期内会给公司的股价带来压力，但对于公司的长期发展，影响不大。因为随着部分早已不任实职的股东的退出后，公司大股东更加深入公司运营，高管基本由专业的职业经理人担任，或有利于公司品牌的发展和做大做强。

图 15：公司股权结构



资料来源：公开发行公司债券募集说明书，华泰联合证券研究所

表格 7：控股股东及创始人团队持股情况

股东	2012 年股权预计变化	2007 年 8 月上市时			截止 2011 年 12 月 30 日			持有无限售条件流通股比例
		直接持有	间接持有	共计持有	直接持有	间接持有	共计持有	
集团	预计 2012 年内不再减持	48.75%	-	48.75%	35.29%	-	35.29%	
吴志泽	控股股东，更深入参与报喜鸟发展，不减持	12.375%	15.6%	27.98%	9.83%	11.4%	21.23%	2.92%
吴真生	已离职，将持续减持	6.15%	9.75%	15.9%	4.69%	6.85%	11.54%	2.22%
吴文忠	已离职，将持续减持	3.675%	9.75%	13.43%	3.12%	7.06%	10.18%	1.85%
陈章银	已离职，将持续减持	3.675%	9.75%	13.43%	3.12%	7.06%	10.18%	1.85%
叶庆来	公司会董事、上海宝鸟董事长，将持续减持	0.375%	3.9%	4.28%	0.32%	2.82%	3.14%	0.09%

注：陈章银离职后出售股票不需要信息披露，且非十大流通股东，因此实际持股数应小于本表。

资料来源：公司招股书、2012 年三季报及债券募集说明书，华泰联合证券研究所

高管增持彰显信心

截止 2010 年 4 月 26 日，公司股票期权激励计划实际授予激励对象 1954.16 万份股票期权，占公司目前总股本 28968 万股的 6.75%，授予的激励对象为公司董事（不包括公司创始人股东吴志泽先生、吴真生先生、陈章银先生、叶庆来先生及全体独立董事）、高级管理人员和核心技术（业务）人员共 120 人，行权价格调整为 12.20 元。2010 年 6 月 10 日，公司各高管首次行权了 406.75 万股，2012 年高管第二次行权 632 万股。公司股票期权行权安排如下表：

表格 8：股权激励情况

行权期	行权时间	行权具体时间	可行权比例	实际可行权数(万)	剩余行权数(万)
第一个行权期	自本激励计划授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 30 个月内的最后一个交易日当日	2009 年 12 月 15 日 - 2011 年 6 月 15 日	30%	586.25	179.50
第二个行权期	自本激励计划授权日起 30 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日	2011 年 6 月 15 日 - 2012 年 12 月 15 日	30%	586.25	586.25
第三个行权期	自本激励计划授权日起 48 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日	2012 年 12 月 15 日 - 2013 年 12 月 15 日	40%	781.66	781.66

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 9：第二次股权激励行权情况

姓名	职位	行权持有期权数(万)	本次行权数(万)	变动比例(%)
周信忠	董事长、总经理	349.44	149.76	3.0639
骆飞	董事、北京、上海宝鸟服饰总经理	200.2	22	0.6809
陆昊	董事、副总经理	200.2	46.80	1.97%
李悌逵	董事、副总经理	145.6	23.40	0.98%
方小波	副总经理、董秘	152.88	65.52	2.75%
邓腊梅	副总经理、生产总监	36.4	15.60	0.66%
张袖元	财务总监	152.88	31.20	1.31%
董事、高管人员小计		1237.6	354.28	14.88
核心技术人员		1044.052	277.75	11.66%
合计		2381.652	632.03	26.54%

资料来源：深交所，华泰联合证券研究所

2010 年 11 月，公司 5 个高管通过大宗交易购买了公司股票 200 万股，锁定期为半年。剩余核心人员持股数量约为 280 万股，目前持有这些股票的高管基本在职，每年可抛售股票比例不高于 25%。2011 年 12 月，公司高管层通过上海金莎再次增持 84.77 万股。两次大规模增持在一定程度上说明公司高管对公司未来发展有一定信心。

表格 10：2010 年 11 月 22 日大宗交易情况

姓名	职位	变动股份数（万）	成交均价（元）	变动比例（%）
周信忠	董事长、总经理	+90	27.23	3.0639
胡昱	上海宝鸟纺织科技总经理	+20	27.23	0.6809
李悌逵	董事、副总经理	+40	27.23	1.3617
陆昊	董事、副总经理	+20	27.23	0.6809
骆飞	董事、上海宝鸟服饰总经理	+30	27.23	1.0213
吴志泽	董事、报喜鸟集团董事长	-200	27.23	6.8086

资料来源：深交所、华泰联合证券研究所

表格 11：2011 年 12 月 22 日通过上海金莎增持 847732 股公司股票

股东	职位	原有股份			通过金莎增持后			
		直接持有	间接持有	共计持有	持有金莎股份	增持股数（百万）	总持有股数（百万）	总持有股数占比
吴志泽	董事，报喜鸟集团董事长	9.83%	11.29%	48.75%	74%	0.62	124.75	21.23%
周信忠	董事长兼总经理	4.21%	-	4.21%	10%	0.08	24.82	4.2%
骆飞	董事、上海宝鸟服饰总经理、上海宝鸟纺织科技法人、北京宝鸟服饰法人	0.16%	-	0.16%	3%	0.03	0.95	0.2%
李悌逵	董事、副总经理	0.18%	-	0.18%	2%	0.02	1.08	0.2%
方小波	董秘、副总经理	0.06%	-	0.06%	2%	0.02	0.39	0.1%
张袖元	财务总监	0.02%	-	0.02%	2%	0.02	0.11	0.0%
胡昱	上海宝鸟纺织科技总经理	0.14%	-	0.14%	2%	0.02	0.83	0.1%
刘华军	总经理助理、营销中心总经理	0	-	0	1%	0.01	0.01	0.0%
方艳云	直营中心总经理	0	-	0	1%	0.01	0.03	0.0%
王刚	上海宝鸟纺织科技副总经理	0.07%	-	0.07%	1%	0.01	0.41	0.1%
姜蓉芬	上海欧爵服饰法人、执董	0	-	0	1%	0.01	0.01	0.0%
卢嘉喜	上海比路特时装总经理	0	-	0	1%	0.01	0.01	0.0%
陆昊	董事、副总经理	0.16%	-	0.16%	0.5%	0.00	0.95	0.2%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

管理运营成熟，竞争力突出

产品达国际水平，运营管理国内男装一线阵营

随着行业竞争日益激烈，原材料、人工、租金等成本不断上升，出口形势日益严峻，服装行业的全面繁荣和数量竞争时代已经一去不复返了。中国服装业进入了整合、调整、提升阶段，未来的竞争更趋向于运营管理能力的竞争，尤其是品牌运营能力的竞争。公司经过多年精耕细作，产品品质和设计与国际接轨，信息系统、终端管理处于国内领先水平，品牌管理、供应链管理处于男装行业领先水平。

产品管理：产品品质方面已经达到国际领先水平，西装基本自产，在上海和温州有两个生产园区，基本实现“小批量，多批次”的柔性生产，特别是具备了“同版多款”的生产技术；在意大利米兰设立的研发中心与欧洲知名设计师联手，及时把握国际流行趋势，实现中西文化交融。

品牌管理水平：横向服装行业来看，比之美邦还有一定差距，品牌推广力度还有加强空间，但是在男装行业内属于领先水平；自身纵向比较不断在提高，推广方式较以往更为丰富，VIP客户管理较为成熟；从品牌影响力看，区域性较强，强势区域如辽宁鞍山可谓阿玛尼以下一线高端品牌，弱势区域则知名度较差。

终端管理：终端管理水平在男装行业内领先水平，建设高复制性的销售平台初见成效。通过推广《报喜鸟终端营运手册》，编制各季度、各系列《产品陈列手册》、《产品推广手册》，推动所有网点进行标准化运营，信息系统基本覆盖所有终端网络，销售数据当晚即可汇集总部，初步建成强复制能力、高扩张性的销售平台，为公司未来营销网络快速扩张奠定基础。主品牌报喜鸟的一级代理制也强化了对于终端的管控力度。未来重点推进大店建设，通过新拓、深拓、扩店、整合等渠道开发手段提高单店面积。

供应链管理：信息系统国内领先，供应链管理男装行业内较强，能够进行快速补货。

人力资源管理：成立之初就坚持去家族化，解禁后除大股东外其他股东相继退出，基本由职业经理人负责管理运营。

图 16：产品达国际一流水平，供应链及终端管理国内第一阵营水平

品牌管理	产品管理	终端管理	供应链管理	人力资源管理
<ul style="list-style-type: none"> • 品牌定位（主品牌报喜鸟）：品牌文化为“东情西韵，古风新律”，品牌风格为“高贵、儒雅、精致”，目标消费群是30-35岁中产阶级。 • 品牌推广：强调系统全面的以中华文化为根源的品牌推广策略，使用各种广告媒体、活动赞助、针对目标群体的活动组织等方式 • VIP管理：公司每年投入2000万左右做VIP，做俱乐部、工艺师巡店等活动，现在收入占比从40%上升到了50%。 	<ul style="list-style-type: none"> • 产品规划：多品牌雏形已成，主品牌报喜鸟下七大系列现在已经基本都开始运作了。 • 设计：设计中心将更偏重的放在意大利，小规模外招人员。 • 产品品质及工艺水准：首席工艺师为意大利著名工艺师，曾在多个奢侈品服装公司工作。品质已达到国际一流水平，曾为阿玛尼、杰尼亚等顶级品牌代工，一直积极进行工艺改进和新品开发，每年都会推出一款新产品。 • 生产管理：西服和部分衬衫、休闲装自产，其他均外包 	<ul style="list-style-type: none"> • 渠道方式：1总体保持加盟为主，直营为辅的渠道策略。报喜鸟品牌坚持渠道扁平化管理一级代理商制度，其他品牌如圣捷罗则灵活处理。2明确划分了一级、二级、三级市场，A类、B类、C类区域，高中低档商场，形象店、销售店、特供店，相应制定不同的、有针对性的拓展、促销、管理。加大对于加盟商的培训，派出人员进行指导。 • 店面管理：1信息系统覆盖所有终端；2第八代的货柜马上要推出，营运手册、光碟，具有可简单复制性。 	<ul style="list-style-type: none"> • 物流：物流中心继续建设中，信息系统国内领先，已经可以做到当天所有门店数据晚上能到。 • 供应商管理：注重与供应商之间的共赢关系培养。多数供应商均是长期合作伙伴，并持续对其品质进行监督。 	<ul style="list-style-type: none"> • 股东分析：大股东强化了对公司的控制力和管理深度，其他股东相继将退出公司经营，管理层进一步去家族化。 • 高管分析：高管基本都是年富力强的职业经理人。2010出现了一定的人员变动。

资料来源：华泰联合证券研究所

报喜鸟与同类国内品牌比有六大特点

- **淡化家族企业色彩，治理结构清晰。**1996年报喜鸟公司成立之时，集团董事长吴志泽要求所有创始人股东的夫人不能在公司任职并且不能经商，股东的直系亲属也不能在公司主要岗位任职，不能与公司进行关联交易。如今，报喜鸟股份“50%以上的中高级管理人员和技术人员系从外地引进”，“包括董事长、总经理在内的公司高管均为职业经理人”。吴志泽以外的其他创始股东也多数离职，未来逐步退出后，公司治理更加清晰。
- **坚持永不打折且库存管理优秀。**1999年开始推广的“全国统一价、永不打折”政策维护了品牌形象，而且难能可贵的是同时能够管理好库存。公司产品周期为四年：第一年正价出售，第二年退货后重新上市，第三年退货后进入奥特莱斯折价销售，第四年倾销出口中东和非洲。公司建立了强大的信息系统管理支持库存管理，有60-70个货品管理员帮助加盟商分析库存。公司还将引入智能化分析系统，分析客户需求。
- **渠道策略差异化，选择在二线商圈开大店。**经过多年努力提升品牌实力，公司中高档男装定位深入人心，产品平均价位目前在3200元左右。但是与国际一线品牌尚有差距。近年来租金、人工费用等不断上升，推高一流商圈运营成本。在二线商圈开大店一方面降低了运营成本，一方面大店又较好的维护了品牌形象。公司80%消费者都是有车族，二线商圈停车方便。09年开始推出大店策略，当年开设400平米大店40家，11年共130多家，2012年预计达到180-200家。
- **VIP管理较为成功，客户忠诚度较高。**公司通过工艺师、形象代言人巡店，举办新锐人物评选等活动提高品牌知名度和美誉度。通过定期举办VIP俱乐部活动，组建高端量体裁衣服务团队为客户提供高品质服务提升顾客忠诚度。目前VIP客户销售收入占总收入40%以上，婚庆产品收入占总收入约20%，因此60%客户较为稳定，客户忠诚度较高。
- **精细化的分类管理，包括产品品类/版型/市场/产销率。**中国市场广阔，区域差异性极大，唯有精细化分类管理才能获得较高的消费者满意度，而公司点对点的销售渠道管理和国内领先的信息系统能够较好的进行分类管理。目前公司产品分全国通用版、浙江版、东北版、内蒙古版；市场划分为强势市场、强力市场、成熟市场、弱势市场；产品流行度依次划分为：东北、浙江江西、内蒙古陕西；按产销率分为：高产效率店、低产效率店。

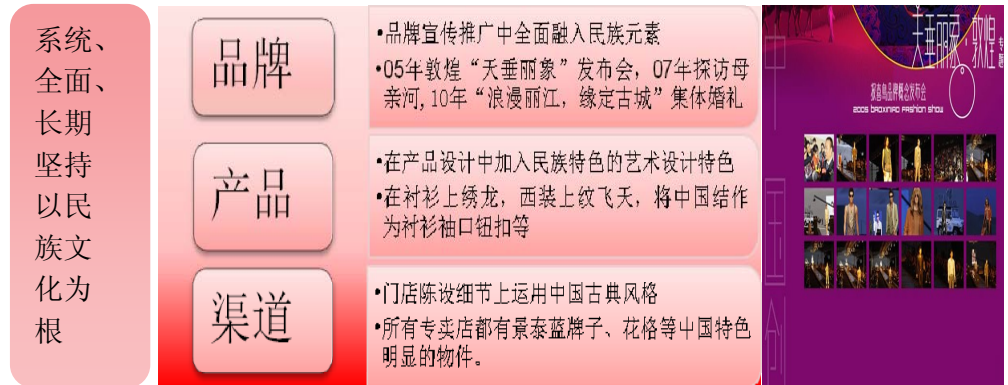
图 17：市场划分



资料来源：华泰联合证券研究所

- **从一开始就坚持以民族文化为根。**公司认为任何一个著名的品牌必定代表着一种文化，如 LV 代表法国的高贵、奢华文化，阿玛尼代表意大利简约、浪漫文化，报喜鸟代表中国儒雅的文化，以此为根基，将之在产品、品牌推广、终端上全面、系统的融入，使消费者产生一个立体一致的感觉——报喜鸟是民族品牌，融入了中国的文化和艺术风情。

图 18：打造代表中国文化的服装品牌



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

核心假设:

- (1) 门店数量：根据公司增发计划，预计公司报喜鸟品牌 2011 年-2013 年分别新开门店 100 家左右。圣捷罗品牌 2011 年-2013 年新增门店分别为 99 家、108 家、104 家。
- (2) 单店收入：2011-2013 年增速分别为 10%、5%、5%。公司 2005 年至 2009 年平均单店收入增长为 15%左右，每年均在 6%以上，2010 年报表表现欠佳主要是因为公司调整政策，让利于加盟商，长期发展将获益；公司 2011 秋冬产品已提价 20%左右，2012 年公司春夏产品提价 15%以上，秋冬产品预计提价 10%以上，因此 2011 年单店收入增速最高，12 年预计实现 15%的增速。同时假设门店成熟期为两年，第一年店效为成熟门店的 40%。
- (3) 宝鸟 2011-2013 年收入增速假设为 3%、10%、10%。
- (4) 假设公司综合毛利率随着提价，逐年上升。2011-2013 年分别为 56.08%、57.75%、58.33%。
- (5) 管理费用和销售费用：假设公司 2011-2013 年管理费用分别为 13.5%、13.9%、14%，销售费用分别为 17.8%、18.2%、18.2%。上升趋势源于快速扩张开设新门店费用增加。
- (6) 母公司持续被认定为高新科技公司，税率保持稳定。

表格 12：收入预测

项目	2010	2011	2012	2013
报喜鸟				
数量 (家)	715	822	921	1022
YOY	7.52%	15.00%	12.00%	11.00%
新增店铺	50	107	99	101
销售收入 (百万元)	751	1076	1455	1873
店效 (万元/家)	110.31	143.40	172.09	197.90

	YOY	-0.22%	30.00%	20.00%	15.00%
圣捷罗		141	240	348	487
数量(家)		69.88%	70.00%	45.00%	40.00%
	YOY	58	99	108	139
新增店铺		84	179	322	535
销售收入(百万元)		83.58	104.48	120.15	138.17
店效(万元/家)		-25.54%	25.00%	15.00%	15.00%
	YOY				
BONO					
销售收入(百万元)		423	435	479	527
	YOY	30.52%	3.00%	10.00%	10.00%
主营营业收入		1258	1691	2256	2935
其他业务收入		67	334	600	901
YOY		57.30%	400.00%	80.00%	50.00%
综合业务收入		1324	2025	2857	3836

资料来源：华泰联合证券研究所

鉴于公司的未来成长性和盈利能力,并结合公司净利润增长情况以及可比公司的估值实际情况,给予公司 25 倍市盈率估值;预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.64、0.90、1.21 元,目前估值仅 12 年 14 倍,给予“买入”评级。

风险提示

减持风险: 除吴志泽和报喜鸟集团外其他自然人股东依然存在减持风险

管理风险: 战略从精耕细作到快速扩张的改变挑战管理层的管控能力和资源配置能力

经营风险: 销售情况低于预期,开店速度低于预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1686	2434	3532	4761	营业收入	1258	2025	2857	3836
现金	519	1042	1501	2015	营业成本	576	889	1213	1608
应收账款	264	360	538	709	营业税金及附加	17	25	36	48
其他应收款	55	62	93	129	营业费用	208	360	520	698
预付账款	488	435	669	933	管理费用	164	273	397	537
存货	360	535	732	975	财务费用	-6	13	44	77
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	17	13	14	14
非流动资产	893	1032	1171	1241	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	415	577	692	777	营业利润	283	450	633	854
无形资产	44	44	44	44	营业外收入	12	6	8	9
其他非流动资产	434	411	435	420	营业外支出	1	4	4	3
资产总计	2579	3466	4704	6002	利润总额	294	453	637	859
流动负债	583	1153	1959	2674	所得税	51	77	109	147
短期借款	95	472	1039	1504	净利润	243	376	528	712
应付账款	183	228	320	435	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	305	453	600	735	归属母公司净利	243	376	528	712
非流动负债	131	131	130	130	EBITDA	323	510	741	1010
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	0.64	0.90	1.21
其他非流动负	131	131	130	130					
负债合计	714	1284	2089	2805	主要财务比率				
少数股东权益	14	14	14	14	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	294	587	587	587	成长能力				
资本公积	924	630	630	630	营业收入	15.2%	61.0%	41.1%	34.3%
留存收益	633	950	1383	1966	营业利润	33.7%	59.3%	40.5%	34.9%
归属母公司股	1850	2167	2600	3183	归属母公司净利	31.3%	54.9%	40.3%	34.9%
负债和股东权	2579	3466	4704	6002	获利能力				
					毛利率(%)	54.2%	56.1%	57.5%	58.1%
					净利率(%)	10.1%	11.6%	12.2%	19.3%
					ROE(%)	13.1%	17.4%	20.3%	22.4%
					ROIC(%)	18.8%	28.5%	30.5%	32.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.7%	37.0%	44.4%	46.7%
					净负债比率(%)	13.30%	36.77%	49.73%	53.63%
					流动比率	2.89	2.11	1.80	1.78
					速动比率	2.27	1.65	1.43	1.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.67	0.70	0.72
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	4.15	4.32	4.43	4.26
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.41	0.64	0.90	1.21
					每股经营现金流	0.51	0.70	0.39	0.69
					每股净资产(最	3.15	3.69	4.43	5.42
					估值比率				
					P/E	31.04	20.04	14.29	10.59
					P/B	4.07	3.48	2.90	2.37
					EV/EBITDA	22	14	9	7

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。