



东兴证券
DONGXING SECURITIES

以小店战略推进外延 精细化管理提升店效

——报喜鸟（002154）调研快报

2012 年 5 月 14 日

强烈推荐/维持

报喜鸟

调研快报

谭可

纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

近日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 贯彻巨人大店战略，提升加盟商规模效应。

公司注重大店的开设，2012 年拟公开增发 15 亿元用于在国内 12 个省会城市、计划单列市或直辖市以及 168 个二线城市，以直营、合作经营或加盟经营模式建立 180 家 400 平米的报喜鸟品牌主力店；在国内 12 个省会城市、计划单列市或直辖市以及 88 个二线城市以直营或加盟经营模式建立 100 家 200 平米的圣捷罗品牌主力店。

公司将目前进驻的市场按照品牌影响力、网点数量及增速划分为强势、成熟、潜力和弱势市场，强势市场即指网点密度较高且增速较快的市场，成熟市场则是网点密度较高但增速较慢，潜力市场网点密度偏低但增速较快，弱势市场密度偏低且增速较慢。

按照以上划分，公司报喜鸟和圣捷罗两品牌将在尚未开设大店的不同市场中以不同方式开设大店：报喜鸟品牌，将在强势、成熟及潜力省会等一级市场，以直营模式开设大店；在强势的非省会等二线城市，以合作方式开设大店，即公司购买店铺由管理水平高的加盟商经营；在成熟、潜力及弱势的二线城市，以加盟方式开设大店。圣捷罗品牌，在强势、成熟的一级市场直接开设直营店；在强势、成熟的二线城市，由加盟商自己开设大店。主力店建设周期两年，预计第三、四年将达到正常运营水平的 60%和 100%。

2. 加强精细化管理，进一步提升店效。

公司加强精细化管理，表现在以下方面：1）由原来的“卖价格”向“卖服务”转变，公司 VIP 客户消费占到 50%，将加强针对 VIP 的客户服务如免费干洗、量身、免费补扣、钉扣等服务，进一步增强消费粘性；目前主要在公司做得比较大和代理商服务意识比较强的地区推广，如总部和大的代理商所在地区，公司支付一点费用支持加盟商；2）2011 年下半年到 2012 年公司加强终端店长、店员培训，并计划地提升代理商企业家意识，配合低固定高浮动的考核机制。近年公司积极学习女装终端精细化管理，自身试水女装的最重要因素之一正是为了把整体精细化管理嫁接过来；3）2012 年重启 ERP 改造，目前加盟终端 ERP 覆盖率达到 97-98%，实现以货品、客户为中心，精准化客户行为、消费特点和客户服务。

3. 多品牌运作稳步推进。

圣捷罗：公司从 08 年开始尝试多品牌战略，新创品牌圣捷罗就是由公司的休闲系列起源。目前圣捷罗已经

成为独立于公司的全新品牌，市场定位差异于主品牌报喜鸟，覆盖主品牌未涉足的中偏低端休闲市场。2011年实现盈利500万元左右。目前圣捷罗商场专柜比例40%左右，平效1万2左右。

宝鸟：B2B业务，解决报喜鸟不做团购业务的问题，2012年1季度的盈利已经超过2011年全年。

比路特：运动休闲定位，11年亏损900万元左右，12年业绩会改善，走向盈利还需要时间。

法兰诗顿和 HAZZYS：2012年预计总计达到150-200家店，实现收入2000万左右，未来规划1个多亿，主要是商场直营专柜。

4. 毛利率稳中有升，费用率维持稳定。

在提价推动下，公司2011年综合毛利率较2010年上升近5个百分点。2012年提价幅度将明显下降，预计秋冬提价较春夏季幅度也有所下降，全年综合毛利率将较去年同期稳中略升。

费用方面，广告投入占收入比重将较去年略降，总体费用率将基本稳定。

结论：

公司回归服装主业，加速发展进度，而支撑这一进取发展战略的是自2010年开始的股权及管理架构的再梳理。部分创始人兑现股权，淡出公司实际运营，董事会成员调整，两位创始人辞任公司副董事长，新晋三位董事成员均为服装企业职业经理人。

公司主品牌报喜鸟店面增速将提至每年15-20%，圣捷罗由于基数较小，每年将保证至少100家新店的开店数。2012年拟公开增发用于在国内12个省会城市、计划单列市或直辖市以及168个二线城市，以直营、合作经营或加盟经营模式建立180家400平米的报喜鸟品牌主力店；在国内12个省会城市、计划单列市或直辖市以及88个二线城市以直营或加盟经营模式建立100家200平米的圣捷罗品牌主力店。

公司的外延式发展还体现在主品牌的多系列延伸及多品牌延伸，报喜鸟已由之前的经典、商务系列延伸至休闲、皮鞋、皮具、内衣、运动、女装系列。从2010年第四季度开始，公司在多品牌战略不断有新动作，截至目前，除主品牌报喜鸟和圣捷罗，还拥有五个品牌，覆盖产品品类从低端休闲到高端精品男正装，充分填补未覆盖市场。

公司2012年经营风格仍然积极，订货会、1季报以及后续经营数据有望不断强化较快增长预期。对应2012-2014年动态PE分别为14.78、11.16和8.87倍，相对其他男装品牌有明显折价，简单按当前男装2012年20倍普遍市盈率测算，6个月目标价距离当前仍有35%的空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

1. 公司退货较多造成库存压力；
2. 积极开大店策略下造成现金流恶化。

表 1：公司 2012-2014 年盈利预测结果

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,257.75	2,027.85	2,652.46	3,392.68	4,098.05
营业收入增长率	15.19%	61.23%	30.80%	27.91%	20.79%
EBITDA（百万元）	316.89	489.59	679.26	879.77	1,091.44
EBITDA 增长率	23.39%	54.50%	38.74%	29.52%	24.06%
净利润（百万元）	242.86	368.32	502.12	665.29	837.16
净利润增长率	31.29%	51.66%	36.33%	32.49%	25.83%
ROE	13.13%	17.02%	19.57%	21.48%	22.22%
EPS（元）	0.83	0.63	0.85	1.12	1.41
P/E	15.06	19.84	14.78	11.16	8.87
P/B	1.98	3.39	2.86	2.37	1.95
EV/EBITDA	10.25	15.84	10.42	7.88	6.11

资料来源：东兴证券研究所

表 2：盈利预测表（2010A-2014E）

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	559.15	836.23	1,109.43	32.67%	1,595.69	43.83%	2,120.65	32.90%
营业成本	242.04	334.82	437.55	30.68%	624.50	42.73%	829.95	32.90%
营业费用	82.76	147.86	188.60	27.55%	287.22	52.29%	360.51	25.52%
管理费用	56.60	115.27	138.68	20.31%	210.63	51.88%	279.93	32.90%
财务费用	-1.39	-19.78	1.00	N/A	-3.83	N/A	-4.23	N/A
投资收益	0.00	0.03	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	175.91	246.98	338.77	37.17%	470.88	39.00%	646.63	37.32%
利润总额	176.37	247.44	347.77	40.55%	479.88	37.99%	655.63	36.62%
所得税	24.25	38.78	52.17	34.51%	71.98	37.99%	98.34	36.62%
净利润	152.12	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
归属母公司所有者的净利润	123.29	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
NOPLAT	150.52	191.59	288.80	50.74%	396.99	37.46%	546.04	37.54%
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	145.33	159.17	1,233.68	675.07%	1,321.83	7.15%	1,495.82	13.16%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	27.03	58.55	60.79	3.83%	87.43	43.83%	116.20	32.90%
预付款项	30.54	151.95	195.71	28.80%	258.16	31.91%	341.15	32.15%
存货	105.69	268.72	239.76	-10.78%	342.19	42.73%	454.77	32.90%
流动资产合计	323.10	2,271.26	3,353.39	47.64%	3,636.94	8.46%	4,039.46	11.07%
非流动资产	98.22	116.71	190.31	63.06%	265.98	39.76%	345.39	29.86%
资产总计	421.32	2,387.97	3,543.70	48.40%	3,902.92	10.14%	4,384.84	12.35%

短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	30.18	40.75	59.94	47.08%	85.55	42.73%	113.69	32.90%
预收款项	63.76	163.98	163.98	0.00%	163.98	0.00%	163.98	0.00%
流动负债合计	149.51	247.39	270.33	9.28%	303.24	12.17%	339.34	11.90%
非流动负债	0.00	2.91	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	271.81	2,137.67	3,273.36	53.13%	3,599.68	9.97%	4,045.51	12.39%
净营运资本	173.59	2,023.87	3,083.05	52.33%	3,333.70	8.13%	3,700.12	10.99%
投入资本 IC	126.48	1,978.50	2,039.68	3.09%	2,277.85	11.68%	2,549.69	11.93%
现金表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	152.12	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
折旧摊销	3.30	7.13	0.00	N/A	34.33	N/A	41.59	21.15%
净营运资金增加	11.78	1,850.28	1,059.18	-42.76%	250.65	-76.34%	366.42	46.19%
经营活动产生现金流	157.21	64.67	325.28	403.00%	277.40	-14.72%	403.72	45.54%
投资活动产生现金流	-81.72	-1,696.08	-89.86	N/A	-111.50	N/A	-122.50	N/A
融资活动产生现金流	-54.60	1,644.53	839.09	-48.98%	-77.75	N/A	-107.23	N/A
现金净增（减）	20.89	13.12	1,074.51	8088.72%	88.15	-91.80%	173.99	97.38%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。