

报喜鸟 (002154.SZ)

服装行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

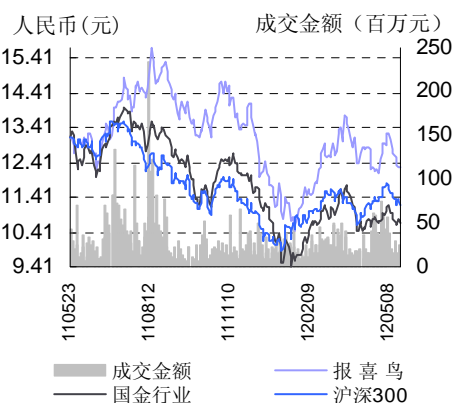
市价(人民币): 12.25元
 目标(人民币): 13.09-14.83元

做大企业规模, 提高品牌知名度

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	494.70
总市值(百万元)	7,274.24
年内股价最高最低(元)	15.70/10.45
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《一季度业绩保持高速增长》, 2012.4.25
2. 《公司扶持加盟商实现快速增长》, 2012.4.17
3. 《毛利率提升是净利润增速较高的原因》, 2011.8.28

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
 (8621)61038278
 jiaoj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.827	0.627	0.873	1.097	1.294
每股净资产(元)	6.30	3.68	4.37	5.27	6.38
每股经营性现金流(元)	1.02	-0.01	0.71	0.65	0.78
市盈率(倍)	38.46	18.89	14.84	11.81	10.01
行业优化市盈率(倍)	26.61	26.41	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	31.29%	51.66%	40.69%	25.67%	17.97%
净资产收益率(%)	13.13%	17.02%	20.21%	21.02%	20.49%
总股本(百万股)	293.75	587.50	593.82	593.82	593.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **扶持经销商, 谋规模化发展的男装企业:** 公司定位于中高档商务男装的生产与销售, 为顺应细分化的市场趋势, 继续促进主品牌报喜鸟的品牌影响力提升; 同时公司谋求企业规模的不断扩大, 通过扶持大经销商, 支持经销商多开店, 积极拓展终端渠道; 此外还通过探索其他品牌的经营, 补充主品牌的空白市场。
- **未来发展核心在于做大规模的同时, 提升品牌知名度:** 公司由批发商转向零售商, 其核心在于, 调整产品策略、整合资源, 在与加盟商共同做大规模的同时, 提升品牌知名度。
 - **顺应消费趋势, 调整产品策略:** 在产品细分定位上, 以二三线市场为核心, 主供高价位产品、新货, 在一线市场则主供低价位产品、老货, 并调整价格策略、推进产品系列化。
 - **与加盟商共同做大规模:** 公司选择以加盟为主的渠道模式, 未来的发展方向, 在于扩大企业规模, 反映到渠道选择上, 公司将与加盟商共同做大规模。具体而言, 在公司层面, 重点关注产品策略优化、品牌附加值的提升、资源整合及重点配置上; 在加盟商层面, 公司支持并激励加盟商做大做强, 实现区域性规模优势, 培养加盟商职业化团队的建设, 通过培训改善终端的营销能力, 提高店铺整体的零售能力。
 - **资源重点配置在终端服务上, 提升品牌附加值:** 公司坚持加盟为主的渠道建设, 但对加盟店的管理强调“加盟店直营化”, 帮助代理商建立职业化的经营团队, 在终端激励机制的建立、终端导购员管理及培训上帮助加盟商, 以迎合消费者对多元化服务偏好提高的转变。

投资建议

- **外延式扩张将带来较快的业绩增长潜力, 同时带来一定的经营风险; 未来业绩增长的持续性, 则取决于公司品牌知名度的提升幅度。** 未来公司将与加盟商共同做大市场规模, 业绩驱动因素来源于对加盟商的激励与扶持、门店终端运营效率的提高、终端服务带来的品牌附加值提升。
- **估值:** 我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.873、1.097 和 1.294 元, 复合增速 22%。考虑到 12-14 年公司加速外延式扩张, 在快速发展的同时, 将带来一定的业绩波动风险, 给予公司未来 6-12 个月 13.09-14.83 元目标价位, 对应 2012 年 15-17 倍的估值水平。
- **风险:** 对加盟商扶持带来财务指标恶化、过快规模扩张带来的经营风险。

内容目录

报喜鸟：携多品牌，谋规模化发展的男装企业	3
多品牌策略围绕主品牌报喜鸟的发展.....	3
外延式扩张实现规模化发展.....	5
未来发展核心：在与加盟商共同做大规模的同时，提升品牌知名度	6
顺应消费趋势，调整产品策略.....	7
与加盟商共同做大规模.....	7
资源重点配置在终端服务上，提升品牌附加值.....	8
认同公司的发展战略，关注规模化发展带来的运营风险	8
盈利预测	9
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	12

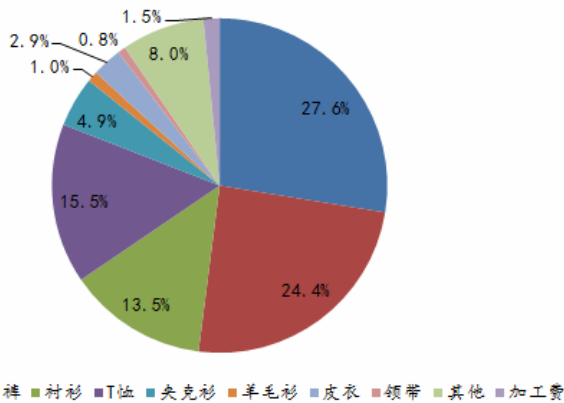
图表目录

图表 1：2011 年核心产品西服与衬衫占比 62%.....	3
图表 2：核心产品收入占比呈现小幅下滑的趋势.....	3
图表 3：公司竞争对手分析.....	3
图表 4：2005-2009 年公司收入、净利润及其增速.....	3
图表 5：主品牌报喜鸟及其子品牌圣捷罗的基本情况.....	4
图表 6：收购宝鸟同时也丰富了公司的业务构成.....	5
图表 7：外购模式填补公司在细分服装市场的空白.....	5
图表 8：2002-2011 年公司渠道数量变动情况.....	6
图表 9：公司外延式扩张的空间相对较大.....	6
图表 10：可比公司估值水平.....	10
图表 11：销售预测.....	11

报喜鸟：扶持经销商，谋规模化发展的男装企业

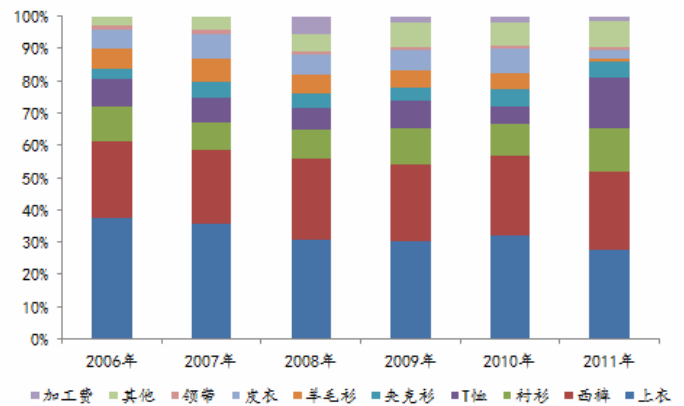
- 公司定位于中高档商务男装的生产与销售，产品主要为西服、衬衫、羊毛衫、T恤、夹克衫、皮衣等服饰，同时包括领带、皮带、皮包等配饰，2011年核心产品西服与衬衫两类产品的营业额占销售总收入的比例约为62%，呈现小幅下滑的趋势。公司核心产品自产，拥有西服年产能为90万套、衬衫60万套。
- 产品定位30-50岁中产阶级为目标消费群，主打西服价位在3000元左右；公司主要竞争对手为同样定位于二三线市场、价位在3000元左右的西装品牌。
- 在价格策略上，公司坚持“全国统一价、永不打折”的理念，通过塑造品牌内涵来定价；在品牌形象提升方面，通过广告宣传提高品牌知名度，每年开展意大利工艺师巡店、代言人巡店等活动，为客户量身定制服装，维护品牌形象。
- 2011年公司实现营业收入、净利润分别为20.28亿元、3.68亿元。2009-2011年公司营业收入、净利润复合增长率分别为36.28%、41.11%。

图表1：2011年核心产品西服与衬衫占比62%



来源：国金证券研究所、公司年报

图表2：核心产品收入占比呈现小幅下滑的趋势

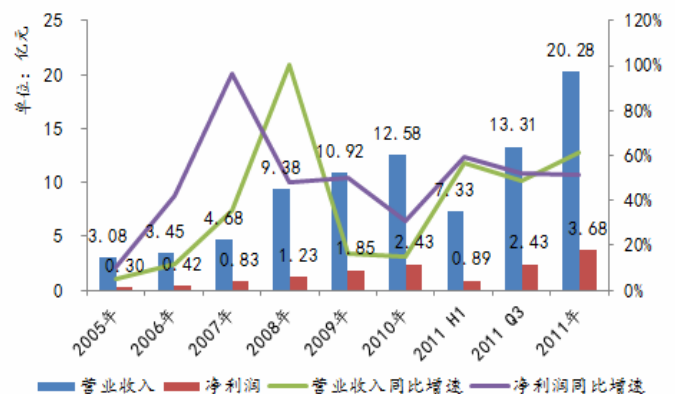


图表3：公司竞争对手分析

价位	公司	特征	经营模式	竞争关系
1000元以下	红豆 希努尔	占据中低档市场	利用价格优势进入二三线市场	不构成竞争关系
1000-2000元	雅戈尔 罗蒙 杉杉	中端，覆盖面广	以直营模式为主，利用广告、促销等营销方式	与公司2000元以下产品构成竞争关系
2000-3000元	威可多 庄吉 法派 夏蒙 顺美	主要占据中高档市场	加盟与直营的模式相结合，主要以加盟为主，网络体系相对健全	是公司最直接的竞争对手
5000元以上	HUGOBOSS DUNHILLARMANI ZEGNA CERRUT11881	高端，知名度高	利用国际品牌压倒性的优势，在大型城市黄金地段开店	渠道数量稀少，以高端客户为主，品牌效应更明显，尚无直面竞争

来源：国金证券研究所、公司年报

图表4：2005-2011年公司收入、净利润及其增速



全方位促进主品牌报喜鸟的发展

- 顺应细分化的市场趋势，实施多品牌战略，促进主品牌报喜鸟的品牌影响力提升：在具有核心优势的中高档商务装板块，公司以报喜鸟品牌为龙头，通过将资源重点配置在产业链整合、客服能力提升上，带动其他品牌共同发展。公司已初步建设成以主品牌报喜鸟为主的多品牌架构，产品系列包括经典系列、商务系列、休闲系列、皮具系列；公司在培育自有品牌的同时，通过外购模式，先后收购了比路特时装（51%）、迪睿服饰

(100%)、欧爵(65%)、名欧服饰(19%)，不同的风格定位、目标消费群定位、价格定位，有助于强化主品牌报喜鸟的竞争优势，提升品牌影响力。

- **报喜鸟:** 1) 作为核心品牌，报喜鸟定位于二三线城市的中高档男士正装，主打产品价格约在 3000-5000 元；2) 产品系列化延伸，按目标消费群体的不同着装需求进一步细分为经典系列 (SAINT ANGELO CLASSIC)、商务系列 (SAINT ANGELO BUSINESS)、休闲系列、皮具系列、女装系列，并于 2011 年推出内衣系列、运动系列，公司未来继续推进产品系列化，将推出华服系列和户外系列；3) 针对时尚化趋势，培育子品牌圣捷罗 (S.ANGELO)。

图表5: 主品牌报喜鸟及其子品牌圣捷罗的基本情况

	品牌系列	品牌成熟度	定位	目标消费群	风格
报喜鸟	经典系列	培育	男士正装	35-50岁社会名流和企业新贵	欧式着装风格，整体外观低调中见华丽
	商务系列	成熟	男装正装	30-45岁文人雅士、精英人群等	不呆板、不张扬、不保守、不极端的新绅士形象
	休闲系列	成熟	男士休闲装	30-45岁有品位、享受生活的时尚成功人士	包括商务和时尚两类休闲风格，兼具时尚、活泼、高贵、优雅及精致
	皮具系列	培育	搭配商务和休闲	25-50岁商界精英、高级白领、都市时尚人士	对“商务”和“休闲”两类风格进行搭配
	女装系列	培育			
	内衣系列	筹备			
	运动系列	筹备			
	子品牌圣捷罗	培育	男士休闲装品牌	25-35岁自信、进取、个性化的时尚敏锐人群	走时尚路线，外观设计贴近潮流变化

来源: 国金证券研究所、公司年报

- **圣捷罗:** 1) 2008 年下半年新推出的子品牌，圣捷罗时尚品牌主要定位于中高档时尚休闲男装，目标消费人群为 25-35 岁的自信、进取、个性化的时尚敏锐人士；2) 与报喜鸟品牌休闲系列相比，圣捷罗的内涵更着重于时尚，并且在价格、年龄层等方面定位不同，该品牌的推出对公司主品牌的既有覆盖人群，起到了补充性作用；3) 依托报喜鸟品牌良好的渠道布局，与同等价位的国际和国内中高档品牌的销售终端以一线城市为主不同，圣捷罗时尚品牌将在全国一、二、三线城市全面推广，为公司在细分市场做大做强奠定了基础。
- **宝鸟:** 1) 宝鸟丰富了公司业务构成，在报喜鸟品牌服装批发和零售业务的基础上新增加了职业服团购、服装出口加工、服装定制 (高级量身定制、楼宇定制)、电子商务在内的多项业务；2) 宝鸟拥有职业服团购宝鸟品牌 (BONO)、高级定制品牌卡尔博诺 (CARL BONO)、电子商务品牌 (E-BONO) 和楼宇定制品牌 (BONOTAILOR) 等；3) 相比其他品牌兼做职业服团购业务，宝鸟的优势在于，可以借助公司主品牌报喜鸟的品牌知名度、全国性的连锁营销网点，提高宝鸟品牌知名度；4) 宝鸟自身优势也较为明显，首先，规模、装备水平在同行业中领先，质量比较稳定，客户口碑较好；其次，在全国 30 个省、自治区、直辖市设有直营办事处，职业服团购网络相对健全；再次，售后服务已经形成了系统的支持职能，并进行了合理的分工，可有效支持前端业务的开拓。

图表6: 收购宝鸟同时也丰富了公司的业务构成

	品牌成熟度	定位	目标消费群体	品牌风格	运行模式
职业服团购业务 (BONO)	成熟	职业服团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织	时尚、简约、大气	直销, 为高端商务组织进行职业服定制
服装出口加工业务	成熟	主要客户为英国、澳大利亚、意大利等国外成衣采购商			
高级量身定制业务 (CARL BONO)	培育	国内顶级的定制品牌	30岁以上追求个性、品位、精致人生的都市精英人士	个性、品位、精致、低调、奢华	在全国大中型城市北京、上海、长春、沈阳、无锡等地的五星级酒店或顶级商场建设直营销售网点, 为高端客户提供量身定制的服饰产品
楼宇定制业务 (BONO TAILOR)	培育	中高档服装定制品牌	大众白领、商务楼宇内部	满足消费者个性化需求	在各大商务楼宇设立直营定制店, 为大众白领、商务楼宇内人员提供服饰定制服务
服装电子商务业务 (E-BONO)	培育	网上直销品牌	社会新鲜人、都市新贵和职场达人	满足消费者个性化需求	网上订购的直销模式

来源: 国金证券研究所、公司年报

- 外购模式继续推进多品牌战略, 覆盖细分市场: 1) 控股比路特时装, 将公司产品范围扩充至中低端时尚运动服饰领域, 负责“Big Rooster”品牌中低端运动服饰的运营, 目标市场为三四线, 拥有百余家终端店铺; 2) 全资子公司迪睿服饰(原控股公司融苑), 代理年轻时尚、日韩风格的国际服饰品牌, 已签约 HAZZYS 在中国区域的唯一代理权, 主要进驻一线城市的商场; 3) 控股欧爵服饰, 代理定位高档商务休闲的巴达萨里品牌, 同时运营 TOMBOLINI 品牌, 通过合作引入欧洲原创设计; 4) 入股名欧服饰, 运营定位中高档商务休闲的法兰诗顿品牌, 产品包括男士高档休闲西服、衬衣、茄克、大衣、T恤、牛仔裤、休闲裤等。这些品牌经营时间短, 仍处于品牌培育期, 未来盈利需要相当长时间。

图表7: 外购模式填补公司在细分服装市场的空白

公司名称	持股比例	品牌	定位	网点	对公司品牌战略的作用
比路特	51%	Big Rooster品牌	中低端时尚运动服饰	2011年底200家以上	扩充公司原有产品品类
迪睿	100%	代理年轻时尚的日韩风格品牌	美式休闲系列	—	扩充公司原有的产品品类。进驻一线市场, 填补原有品牌的空白区域
欧爵	65%	代理 maurizio baldassari	高端服饰品牌	26家	弥补了公司在高端服饰品牌业务上的空白
名欧	19%	FRANISTION (法兰·诗顿)	中高档时尚商务休闲品牌	140家, 2011年扩充到180家	商场渠道资源丰富。该细分市场容量增长较快, 潜力大

来源: 国金证券研究所、公司年报

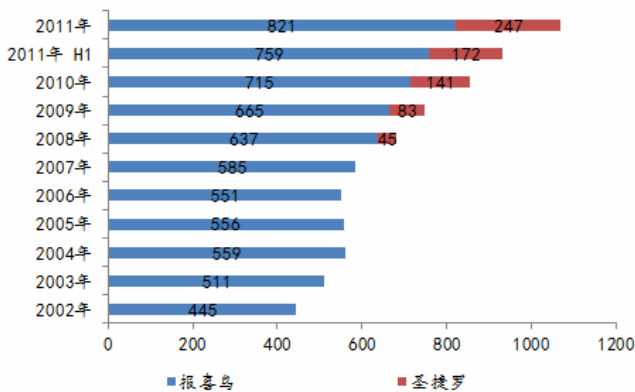
外延式扩张实现规模化发展

- 男士正装行业发展较为平稳, 公司谋求企业规模的不断扩大, 通过探索其他品牌的经营, 补充主品牌的空白市场; 同时积极拓展终端渠道的布局。
- 扶持大经销商, 支持经销商多开店: 1) 2004-2008年, 公司主动放慢了特许加盟店的扩张速度, 主要致力于营销网络内部的整合, 营销重点转向改善网络质量、关闭效益差运营差的店铺、扩大单店面积、改善陈列格局、提高单位面积的销售业绩和完善终端形象, 特别是从2007年开始, 公司借助首发上市引入直营模式, 进一步提升了公司的营销网络质量; 2) 公司自2011年开始, 启动区域巨人计划(巨人是指人均店铺数量3个及以上的代理商)、与加盟商共同二次创业, 鼓励加盟商继续做大做强, 帮助加盟商提升经营能力, 推进大店建设, 并带动和辐射周边网点的销

售；3) 公司扶持大经销商，支持经销商多开店，是出于强化竞争优势的考虑，从公司层面来讲，如果不做如此调整，公司短期内也有利润，但从长期来看，竞争压力会逐渐加大，公司通过与加盟商共同规模化发展，推动公司由批发商转变为零售商；4) 区域巨人由 2010 年的 23 个，提高到 2011 年的 35 个，预计 2012 年将达到 45 个；5) 外延式扩张主要针对成熟品牌报喜鸟、相对成熟的子品牌圣捷罗，截至 2011 年年底，报喜鸟品牌门店总数 821 家，营业面积达到 15.05 万平米；圣捷罗品牌网点数为 247 家，营业面积为 2.23 万平米；6) 公司通过对加盟商的支持与激励，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，提升营销网络质量，预计 2012 年超过 400 平米的大店将达到 185 个。

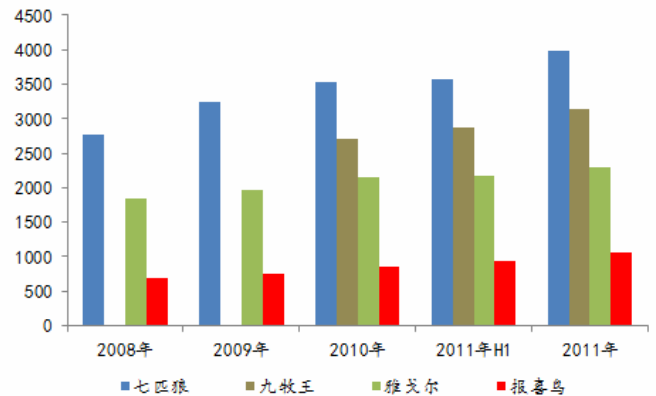
- **外延式扩张空间相对较大：**1) 相对于同类竞争对手而言，公司外延式扩张的空间相对较大，但从扩张节奏来看，公司一方面注重店铺数量的增加，另一方面则侧重于调整加盟体系，鼓励加盟商做大规模，做出区域性规模优势，提高店效，注重盈利能力的提升；2) 未来渠道布局以二三线城市为主，从定位来看，一线城市树形象，二线城市做业绩，三线城市试探性开店；3) 区域布局的侧重点各不同，华东地区作为强势区域，未来将以整合为主，将小店整合为大店；东北地区将重点加大二线城市的开店密度，积极发展三线城市；华北区、西北区将重点铺设二线城市的终端门店；西南区、中南区梳理代理机制。
- **对加盟商的扶持，发展机遇与运营风险兼具：**外延式扩张速度可以通过激励、支持加盟商而快速做到，但终端门店建设的本质在于对周围消费能力的吸纳，若终端店铺的建设速度超过了消费的吸纳能力，或门店选址不理想，与原有门店销售产生了分流客源的作用，将对企业的运营产生一定的风险，总体而言，公司对加盟商的扶持，兼具发展机遇与运营风险。

图表8：2002-2011 年公司渠道数量变动情况



来源：国金证券研究所、公司年报

图表9：公司外延式扩张的空间相对较大



未来发展核心：在与加盟商共同做大规模的同时，提升品牌知名度

- 从品牌服装的发展历史来看，上世纪 80-90 年度为服装工业时代，企业重点关注生产规模、质量与效率，规模化生产为主调；2001-2010 年为服装商业时代，企业重点关注外延扩张，谋求全国性渠道布局扩大品牌影响力，企业重点关注店铺数量、店铺面积等外延指标；随着消费者成熟度的提升，消费个性化时代的到来，可选范围的扩大带来消费细分时代的加速来临，2010 年以后将是服装服务业时代，作为品牌运营商，企业的一切市场行为，皆是在激烈的竞争中，不断提高品牌知名度，企业的竞争优势，将逐渐体现在终端门店的销售能力上，店效（平效）则成为这一时期企业重点关注的业绩指标。
- **品牌知名度的提高，需要经历由“产品”到“意识”升华这一阶段：**消费者首先关注产品的基本价值，如质量、性能、材料、尺寸等，来保证自己的需求；当一个产品的价值被市场认可后，才有资格讲究产品差异化，产品差异化是以企业的品牌文化、独特的产品设计理念、个性化的品牌形象

与时尚而充满活力的产品设计风格进行恰如其分的结合。在产品的基础上，“意识”的价值则是品牌表现出来的个性与形象，表现为消费者对品牌的感情、评价、眷恋、信赖等，这才是品牌知名度积累的核心，品牌生命力能否长久，则取决于此。

- 浙江男装板块以商务正装为代表，公司是浙江男装板块的典型代表，采用以生产、加工、批发、零售为一体的经营模式，主品牌报喜鸟与相对成熟的圣捷罗通过外延式扩张不断做大规模。公司由批发商转向零售商，努力提高服务能力以适应服装服务业时代的到来，其核心在于，调整产品策略、整合资源，在与加盟商共同做大规模的同时，提升品牌知名度。

顺应消费趋势，调整产品策略

- 《顾客要买什么》一书中得到一个结论：消费者正在进行趋优或者趋低消费，消费市场两极分化，这不仅仅是美国的市场状况，更是中国市场当前的发展趋势。
- 2010年，我国城镇居民人均收入 19109 元，农村居民人均纯收入仅为 5919 元，收入分配的金字塔最下方，普通消费者更趋于精打细算的消费，不管品牌如何，只要其品质和功能能满足基本需求，消费者就会选择便宜的买，这便是趋低消费；与此同时，消费者是有追求和喜好的，在生活压力下，消费者需要通过趋优消费来放松、犒劳自己，如旅游、高档餐厅用餐，消费者会选择高附加值的商品，而不会过多敏感于价格，此时消费的目的不在于产品功能，而在于消费体验。
- 与此同时，中国国民收入水平的两极分化，也加剧了消费者市场的两极分化。中低收入人群是中国国民的大多数，他们主要进行着趋低消费。而中国的高收入群体是趋优消费的主力军。
- 中国的消费市场已开始两极分化，人们开始渐渐去追求低价格高产品功能（趋低消费）或品牌感受（趋优消费），公司顺应此趋势，调整产品策略：**1）在产品细分定位上**，以二三线市场为核心，主供高价位产品、新货，在一线市场则主供低价位产品、老货；**2）在价格策略上**，公司将正装定位为入门级消费，在价格策略上，进行一定程度的降价，满足各类客户的需求，将商务休闲装定位为升级消费，定价较高，以二三线市场 VIP 客户为推广对象；**3）重视消费者潜在需求，推进产品系列化**，成立专业的系列研发团队，推出女装、运动、内衣等系列，并提升产品的创新能力，包括新材料、新流行、新西服版型的运用等。

与加盟商共同做大规模

- 渠道模式的选择并无最优，只有最适合公司现有的发展阶段，公司选择以加盟为主的渠道模式，未来的发展方向，在于扩大企业规模，反映到渠道选择上，公司将与加盟商共同做大规模。具体而言，在公司层面，重点关注产品策略优化、品牌附加值的提升、资源整合及重点配置上；在加盟商层面，公司支持并激励加盟商做大做强，实现区域性规模优势，培养加盟商职业化团队的建设，通过培训改善终端的营销能力，提高店铺整体的零售能力。
- **鼓励优质加盟商做大规模，发挥区域性规模优势：**拓展初期，公司主动选择有做大理念、潜力的加盟商，对其提供短期、较大的资金支持；公司加快整合力度促进加盟商成长，通过巨人计划提高加盟商人均店铺数量和大店数量，实现区域性的规模优势，并对重要代理商提供资金支持。
- **支持加盟商职业化发展，提高零售能力：**公司与加盟商共同建立全新合作加盟理念，并督促加盟商建立职业化经营团队，如提高货品配置的精准率、了解客群偏好、客户结构等，公司通过提供培训等方式，支持加盟商职业化团队的经营水平提升。同时，公司重新选择和筛选现有代理商，将逐步淘汰差的代理商，通过职业化加盟团队的打造，强化对终端门店的控制力度。

- 公司支持加盟商冲市场，一方面要考虑终端是否有足够的消化能力，另一方面要控制风险，如控制存货、应收账款等；公司对加盟商的扶持，本质上是希望通过帮助加盟商做大规模，培养其管理意识、提高抗风险能力，以此强化公司终端渠道的整体竞争力。

资源重点配置在终端服务上，提升品牌附加值

- **从历史发展趋势来看：**上世纪 80-90 年代是服装工业的时代，21 世纪第一个十年是服装商业的时代，业内企业以门店数量、广告营销等方式扩大品牌知名度及消费者覆盖率；而 2010 年之后是服装服务业的时代，终端服务带来的附加值更为关键；反映在企业行为上，企业的资源配置，90 年代投在产能上的效率是最高的，2000 年之后投在门店上的效率是最高的，而 2010 年之后，公司认为则要投在终端服务上。
- **公司提高服务能力以适应服装服务业时代的到来：**服装一直被归入轻工业，但服装行业的价值主要体现在服务上，而不是制造环节。终端非常讲究服务能力，导购人员的专业性、着装顾问的角色演绎都非常重要。公司坚持加盟为主的渠道建设，但对加盟店的管理强调“加盟店直营化”，帮助代理商建立职业化的经营团队，在终端激励机制的建立、终端导购员管理及培训上帮助加盟商，以迎合消费者对多元化服务偏好提高的转变。
 - 从管理层面上，公司推动代理商层面树立零售商概念，代理商绩效考核按公司模板来推进。
 - 从激励制度上，实施薪酬体系改革，对店长和导购员进行分级激励，强调业绩至上的绩效管理理念。
 - 从终端培训上，通过商学院的建设，公司将对全国的店长、导购、公司中高层管理人员等做全方位的培训，包括职业心态及素质、管理能力（专业素质、搭配技巧）。
 - 此外，加大对 VIP 客户的服务力度：公司将 2012 年定为服务年，在终端门店提供免费干、水洗，改衣等服务，强化对 VIP 客户的服务力度，公司目前有效 VIP 客户近 9 万人左右，收入占比约 40%，VIP 客户的忠诚度很大程度上保证了收入的稳定性。
- **终端服务水平的提升是一个需要长期培育的投入过程：**提高服务能力，理论上讲最好的模式是直营，直营能更好地贯彻公司的想法。但公司综合考虑国内目前的运营环境，采用加盟模式，并通过商学院强化对终端的培训；与外延式扩张相比，以提高终端服务水平为代表的内生性增长将是一个需要长期培育的投入过程。公司将从薪酬制度、激励制度上帮助加盟商树立起精细化管理的理念，相对于粗放式的经营模式，短期内将对门店业绩的增长产生一定的刺激作用，但内生性增长的持续性需要较长时间的投入。

认同公司的发展战略，关注规模化发展带来的运营风险

- 公司报喜鸟主品牌市场地位相对较高，我们认同公司选择加盟为主的渠道模式，并积极发挥“类直营”的管理职能，品牌实物价值、表现价值是品牌知名度积蓄的基础，公司自身具备贴牌加工的产业链优势，未来发展的核心之一为规模化发展，并通过调整产品策略，提升品牌附加值，在与加盟商共同做大规模的同时，不断提升品牌知名度。
- **我们看好公司规模化发展带来的优势、品牌知名度拉升带来的盈利能力提高：**规模优势带来运营效率的提高；品牌知名度拉升，为产品提价构成了有力支撑，公司产品每年均提价幅度约为 10%，从终端销售反馈来看，品牌知名度的拉升，带来公司产品价格的顺利提高，产品提价并未明显冲击销量；通胀回落时代，成本驱动价增的作用逐渐弱化，我们更看好公司产品、服务方面的投入带来的品牌附加值提升，其拉升的品牌知名度将进一步带来盈利能力的提高。
- **与此同时，我们也注意到规模化发展将带来一定的运营风险：**渠道扩张直接带动收入增长，但对利润的影响，具备一定的波动性和滞后性：

- 2011 年受益于渠道扩张，报喜鸟品牌渠道数量增速分别为 14.83%、75.18%，带动当年收入同比增幅分别超过 70%、120%；预计 2012-2014 年，公司外延式扩张仍然保持相对较高的速度，将大幅带动收入增长。
- 渠道扩张直接带动收入增长，但对利润的影响幅度，将取决于公司的规模化发展所带来的规模经济效益，及其释放节奏；长远来看，消费升级等因素将利好公司的外延式扩张，但考虑到目前消费增速略有下滑，将以一定的力度和概率影响加盟商的终端销售增长；公司对加盟商的支持和补贴，也会带来一定滞后性的财务风险及运营风险，企业利润具备一定的波动风险。

盈利预测

- 根据我们对公司业绩增长的逻辑分析，公司的发展是以主品牌报喜鸟为主力，未来业绩增长更多来自于主品牌报喜鸟，宝鸟经过业务架构的调整，在收入规模 4.5 亿的基础上，预计未来发展相对稳健；圣捷罗品牌收入规模 1 亿，未来业绩波动的风险依然较大；其他品牌尚处于萌芽起步阶段，目前中国市场竞争相对激烈，预计培育期较长，加之公司对其定位更多是探索、学习国际品牌的运作经验，对其盈利性要求不高。
- 公司与加盟商共同做大做强，注重店铺数量兼质量的增长，追求大店的品牌提升效应：从收入增长的路径来看，我们认为公司未来一方面鼓励加盟商在各自区域多开店、开大店；另一方面，培育加盟商的终端管理能力，提高店铺的平效。
- 按照以上两条逻辑，综合考虑规模化发展带来的运营风险，我们对公司未来的业绩增长做如下假设：
 - 报喜鸟：作为公司业绩增长的主要来源，在 2011 年新增店铺 106 家的基础上，我们预计未来三年，报喜鸟店铺数量分别新增 120、140、100 家，皆来源于对加盟商规模性发展的鼓励和支持；店铺面积方面，公司通过买店转租、资金扶持、贷款授信等方式，鼓励加盟商开设大店，预计未来三年店铺平均面积分别为 230、240、250 平米；在平效方面，我们相对保守，认为外延式扩张的核心在于对消费需求的吸纳能力，店铺开拓只是第一步，未来的关键在于加盟商的运营能力，预计未来三年平效分别为 0.85、0.85、0.85 万元/平米。
 - 圣捷罗：作为报喜鸟的子品牌，我们认为 2 亿收入的规模（1 亿的批发价），对于一个新品牌而言，仍然具备生存风险，我们比较关注圣捷罗品牌的业绩波动风险。考虑到公司对圣捷罗品牌的要求仍然是做细分市场，建立并完善营运模式，在圣捷罗门店基数低的基础上，我们估计未来三年新增圣捷罗店铺分别为 100、80、50 家，主要源于新品牌扩大市场规模，提升品牌知名度；店铺面积方面，我们预期公司较为重视圣捷罗品牌的运营风险，店铺面积预计变动幅度不大，未来三年分别预计为 95、100、105 平米；从业绩波动风险角度的角度出发，我们保守预计未来三年圣捷罗品牌的终端平效分别为 0.45、0.45、0.45 万元/平米。
 - 宝鸟：作为专门定位职业装的品牌，公司未来将通过分公司的形式来做大市场，考虑到职业装订单的不稳定性，保守预计未来三年收入增速稳定在 15%的水平上。
 - 比路特、迪睿、欧爵、名欧：都处于培育期，我们认为它们未来收入不高。
 - 毛利率：公司实力较强，随着报喜鸟知名度进一步提高，预计未来综合毛利率稳步提高。
 - 费用率：扶持加盟商快速外延式扩张，预计未来三年销售费用率分别为 17.66%、17.66%、17.66%；管理费用率分别为 15.40%、15.40%、15.40%。

- **其他指标:** 外延式扩张的加速将带来存货的大规模增加, 预计未来三年存货周转天数分别为 210、220、230 天; 公司将对加盟商加大支持力度, 预计未来三年应收账款周转天数分别为 95、110、130 天。
- **投资建议和估值**
 - 预计公司 2012-2014 年的营业收入为 25.37、30.29 和 34.61 亿元, 增速分别为 25.11%、19.38%和 14.28%; 净利润分别为 5.18、6.51 和 7.68 亿元, 增速分别为 40.69%、25.67%和 17.97%; EPS 分别为 0.873、1.097 和 1.294 元。
 - 我们选取 A 股市场上 5 家可比男装企业, 以其 2012 年平均 PE 为参考标准, 考虑到 12-14 年公司加速外延式扩张, 在快速发展的同时, 将带来一定的业绩波动风险, 我们给予公司未来 6-12 个月 13.09-14.83 元目标价位, 对应 2012 年 15-17 倍的估值水平。

图表10: 可比公司估值水平

简称	最新股价	EPS			PE		
		2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
七匹猴	24.920	1.42	1.92	2.50	17.58	12.95	9.98
奥康国际	25.480	1.62	2.17	2.83	15.72	11.75	9.01
九牧王	24.450	1.18	1.53	1.98	20.72	15.98	12.35
希努尔	11.730	0.81	1.04	1.25	14.48	11.28	9.35
百圆祥业	24.590	1.37	1.76	2.16	17.95	13.96	11.39
平均估值					17.29	13.18	10.42

注: 股价对应5月18日收盘价

来源: 国金证券研究所、WIND

图表11: 销售预测

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	
报喜鸟								
新增门店数	52	28	50	106	120	140	100	
门店总数	637	665	715	821	941	1081	1181	
同比增长		4.40%	7.52%	14.83%	14.62%	14.88%	9.25%	
平均面积			149.65	183.31	230.00	240.00	250.00	
同比增长				22.49%	25.47%	4.35%	4.17%	
总面积(万平米)			10.70	15.05	21.64	25.94	29.53	
同比增长				40.65%	43.81%	19.87%	13.80%	
平均平效(万元/平米)			0.71	0.90	0.85	0.85	0.85	
同比增长				26.29%	-5.24%	0.00%	0.00%	
销售收入(亿元)			7.6	13.5	18.40	22.05	25.10	
同比增长				77.63%	36.27%	19.87%	13.80%	
圣捷罗								
新增门店数		38	58	106	100	80	50	
门店总数	45	83	141	247	347	427	477	
同比增长		84.44%	69.88%	75.18%	40.49%	23.05%	11.71%	
平均面积			78.01	90.28	95	100	105	
同比增长				15.73%	5.22%	5.26%	5.00%	
总面积(万平米)			1.10	2.23	3.30	4.27	5.01	
同比增长				102.73%	47.83%	29.53%	17.30%	
平均店效			0.55	0.45	0.45	0.45	0.45	
同比增长				-17.79%	0.35%	0.00%	0.00%	
销售收入(亿元)			0.6	1	1.48	1.92	2.25	
同比增长				66.67%	48.34%	29.53%	17.30%	
其他品牌								
								控股比例
宝鸟	4.13	3.24	3.72	4.46	5.13	5.90	6.78	100%
同比增长		-21.49%	14.70%	20.05%	15.00%	15.00%	15.00%	
比路特				0.32	0.35	0.38	0.42	51%
同比增长					10.00%	10.00%	10.00%	
迪睿(融苑)					0.1	0.12	0.14	100%
同比增长						20.00%	20.00%	
欧爵					0.1	0.12	0.14	65%
同比增长						20.00%	20.00%	
名欧					0.1	0.12	0.14	19%
同比增长						20.00%	20.00%	
收入总计			11.92	19.12	25.37	30.29	34.61	
综合毛利率	49.74%	51.50%	54.30%	59.47%	61.00%	61.50%	62.00%	
毛利总计			6.47	11.37	15.48	18.63	21.46	

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 对加盟商扶持效果不理想带来财务指标, 如存货、应收账款等恶化的风险;
- 西服市场整体平稳发展, 而且消费者主观购买意愿在相当程度上决定了店铺业绩, 因此西服品牌较多采取提升坪效、平稳外延式发展的策略, 过快外延式扩张可能适得其反, 对利润影响的波动性及滞后性风险。
- 新品牌建设不达预期、收购品牌整合效果不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,092	1,258	2,028	2,537	3,029	3,461	货币资金	953	519	596	600	800	1,000
增长率		15.2%	61.2%	25.1%	19.4%	14.3%	应收款项	137	319	868	814	1,084	1,414
主营业务成本	-534	-576	-834	-989	-1,166	-1,315	存货	301	360	511	541	657	775
%销售收入	48.9%	45.8%	41.1%	39.0%	38.5%	38.0%	其他流动资产	79	488	601	695	818	923
毛利	558	682	1,194	1,548	1,863	2,146	流动资产	1,470	1,686	2,576	2,650	3,359	4,112
%销售收入	51.1%	54.2%	58.9%	61.0%	61.5%	62.0%	%总资产	73.9%	65.4%	63.0%	60.4%	62.1%	63.6%
营业税金及附加	-11	-17	-25	-32	-38	-43	长期投资	156	214	349	550	749	949
%销售收入	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	284	582	942	1,071	1,184	1,284
营业费用	-193	-208	-358	-448	-535	-611	%总资产	14.3%	22.6%	23.1%	24.4%	21.9%	19.9%
%销售收入	17.7%	16.5%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	无形资产	71	64	139	112	116	120
管理费用	-130	-164	-312	-391	-466	-533	非流动资产	521	893	1,510	1,735	2,052	2,355
%销售收入	11.9%	13.1%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	%总资产	26.1%	34.6%	37.0%	39.6%	37.9%	36.4%
息税前利润 (EBIT)	224	293	498	677	824	958	资产总计	1,991	2,579	4,086	4,384	5,411	6,467
%销售收入	20.5%	23.3%	24.6%	26.7%	27.2%	27.7%	短期借款	95	95	355	342	707	1,002
财务费用	-6	6	-12	-15	-15	-16	应付款项	229	372	358	444	526	596
%销售收入	0.6%	-0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	其他流动负债	58	235	524	359	404	444
资产减值损失	-7	-17	-64	-48	-34	-27	流动负债	382	702	1,237	1,144	1,637	2,042
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	58	58	204	205
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	13	12	606	595	595	595
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	395	714	1,900	1,798	2,436	2,842
营业利润	211	283	423	614	775	916	普通股股东权益	1,596	1,850	2,164	2,564	3,098	3,749
营业利润率	19.4%	22.5%	20.8%	24.2%	25.6%	26.5%	少数股东权益	0	14	22	22	22	22
营业外收支	10	11	10	10	10	10	负债股东权益合计	1,991	2,579	4,086	4,384	5,410	6,468
税前利润	221	294	433	624	785	926							
利润率	20.2%	23.3%	21.4%	24.6%	25.9%	26.7%							
所得税	-36	-51	-74	-106	-133	-157							
所得税率	16.3%	17.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%							
净利润	185	243	359	518	651	768							
少数股东损益	0	0	-9	0	0	0							
归属于母公司的净利润	185	243	368	518	651	768							
净利率	16.9%	19.3%	18.2%	20.4%	21.5%	22.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	185	243	368	518	651	768	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.639	0.827	0.627	0.873	1.097	1.294
非现金支出	57	64	129	126	126	134	每股净资产	5.510	6.298	3.683	4.365	5.274	6.381
非经营收益	2	-19	-21	85	20	24	每股经营现金净流	0.607	1.022	-0.012	0.708	0.648	0.776
营运资金变动	-67	14	-474	-313	-416	-470	每股股利	0.150	0.200	0.000	0.200	0.200	0.200
经营活动现金净流	177	302	2	416	381	456	回报率						
资本开支	-32	-142	-620	-171	-199	-200	净资产收益率	11.59%	13.13%	17.02%	20.21%	21.02%	20.49%
投资	-48	-573	-55	-201	-200	-200	总资产收益率	9.29%	9.42%	9.01%	11.82%	11.72%	11.62%
其他	4	-40	-85	0	0	0	投入资本收益率	11.02%	12.28%	12.90%	15.69%	14.77%	14.27%
投资活动现金净流	-77	-756	-760	-372	-399	-400	增长率						
股权募资	786	64	15	0	0	0	主营业务收入增长率	16.41%	15.19%	61.23%	25.11%	19.38%	14.28%
债权募资	-70	0	896	-13	365	296	EBIT增长率	28.86%	30.53%	70.08%	35.98%	21.62%	16.38%
其他	-45	-47	-78	-27	-147	-152	净利润增长率	50.51%	31.29%	51.66%	40.69%	25.67%	17.97%
筹资活动现金净流	670	18	833	-40	218	144	总资产增长率	62.21%	29.52%	58.46%	7.30%	23.41%	19.52%
现金净流量	770	-436	75	4	200	200	资产管理能力						
							应收账款周转天数	40.5	56.0	88.3	95.0	110.0	130.0
							存货周转天数	203.3	209.3	190.6	210.0	220.0	230.0
							应付账款周转天数	70.2	87.9	80.2	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	94.8	120.4	168.2	152.8	141.7	134.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-53.81%	-22.76%	18.85%	15.28%	22.63%	21.27%
							EBIT利息保障倍数	35.2	-45.4	43.2	46.6	54.8	60.9
							资产负债率	19.83%	27.70%	46.50%	41.00%	43.84%	42.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	13	22	28	31
买入	0	5	11	15	18
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.33	1.36	1.37

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-06-21	买入	11.67	N/A
2 2010-07-30	买入	12.31	N/A
3 2011-04-27	买入	13.88	N/A
4 2011-08-28	买入	15.20	N/A
5 2012-04-17	买入	12.20	N/A
6 2012-04-25	买入	12.10	N/A

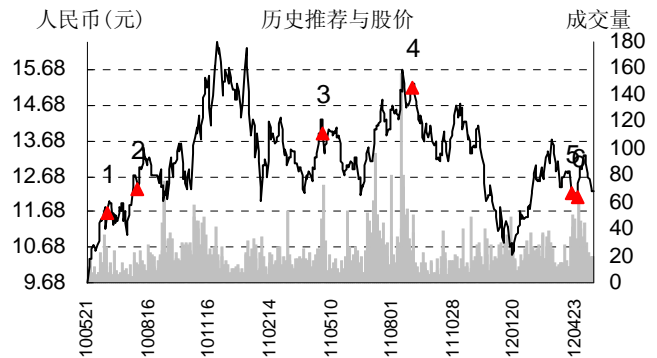
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B