

报喜鸟 (002154)

买入/维持评级

股价: RMB12.72

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

张蕾

SAC 执业证书编号:s1000511120001

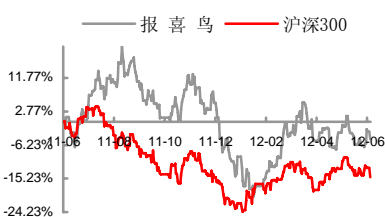
zhanglei9014@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	594
流通 A 股 (百万股)	594
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,399

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

业绩保持高速增长 股价制约因素减缓

- **2012 年 1-5 月公司终端销售情况良好, 预计终端收入增速在 25%-30%左右; 已经结束的全年订货会预计同比增速在 25%-30%左右。**今年一季度服装行业公司均受到春节提前、寒春、雨春、消费下滑等影响导致销售下滑, 其中男装公司增速最佳。我们认为主要因为男装在经济下滑初期敏感度较低, 今年上市男装公司均保持了一定的提价幅度, 男装行业仍然处于景气向上区间的原因。公司 2012 年订货额增速确保了全年基本业绩。
- **股价制约性因素减缓。**关于减持因素, 去年已经进行了大规模减持, 公司控股股东承诺 5 年内只增持不减持, 集团 2012 年不减持, 小股东可选择性两年内减持 4000 万股以内; 关于应收账款增加因素, 公司进一步加强了信贷管理, 提高对抵押担保要求, 并开始收取占款费。
- **细致的财务分析显示公司 2007-2010 年间保持业绩高增长及运营、现金流指标健康, 2011 年是公司“二次创业、加速发展”五年规划的元年, 政策上加大了终端投入和支持力度促进收入增速加快, 应收账款、现金流指标健康性下降。**我们认为经过多年精细化运营, 公司已经具备加速外扩的复制基础, 而加速外扩阶段, 公司加大投入, 现金流减少现象较为正常, 属于可控范畴; 应收账款问题则如前文所述, 是公司主动、公开、控制性的阶段性政策推动收入增长所致, 从经营十几年历史看, 账款回收情况良好。
- **2012 年预计收入增速在 30%左右, 毛利由于产品提价 10%-15%并提升加盟商折扣率 1 个百分点因而保持大幅提升, 费用率保持稳定, 净利润增速在 40%以上。**从渠道数量看, 预计报喜鸟、圣捷罗分别新增 100 家左右。从渠道质量看, 继续推进巨人计划, 推动批发商向零售商转变, 加盟模式类直营化管理; 从管理效率看, 改善供应链, 整合多品牌后台协作, 终端管理精细化; 从提升服务看, 12 年重启 ERP 改造, 分析消费者行为, 提供精准化的服务; 加强培训, 启动更多对消费者的增值服务。
- **盈利预测与评级:** 我们看好公司今年继续实现毛利与规模双轮驱动, 并成功增发。预测 2012 年-2013 年 EPS 为 0.90、1.21 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 小非减持、终端消费下滑影响业绩

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2028	2673	3400	4092
(+/-%)	61%	32%	27%	20%
归属母公司净利润(百万元)	368	530	713	914
(+/-%)	52%	44%	35%	28%
EPS(元)	0.63	0.90	1.21	1.56
P/E(倍)	20.39	13.8	10.3	7.98

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目录

2012年1-4月终端销售良好，订货会业绩较佳	4
股价制约性因素减缓	5
股权结构梳理—控股股东增持，其他创始股东有序退出.....	5
公司治理梳理--资本家族化、经营职业化.....	6
应收账款管理加强.....	6
财务分析：连续5年业绩高增长，2011年从精细化转向加速外扩的政策促使利润加速增长，应收账款增大及现金流减少	7
收入增速分析.....	7
净利润增速分析.....	7
毛利率增速分析.....	8
销售费用率分析.....	8
管理费用率分析.....	9
存货周转天数分析.....	10
应收账款周转天数分析.....	10
经营现金流净额占经营活动净收入比重分析.....	11
长期战略：加速发展，向效率优先、服务至上转变	12
长期业绩目标：成为运营二十多个品牌的服装集团，进入百亿俱乐部.....	12
运营管理规划：向效率优先、服务至上转变.....	12
新形势下的利益分配机制.....	14
2012年：保持快速增长，顺应行业趋势	16
业绩发展目标：.....	16
运营规划：.....	17
盈利预测与投资评级	18
风险提示	18

图表目录

图 1: 五位创始人对集团业务的划分.....	5
图 2: 收入同比增速(%).....	7
图 3: 净利润同比增速(%).....	7
图 4: 毛利率同比增速(%).....	8
图 5: 销售费用率 (%).....	9
图 6: 管理费用率(%).....	9
图 7: 存货周转天数.....	10
图 8: 应收账款周转天数.....	10
图 9: 经营现金流净额 / 经营活动净收入.....	11
图 10: 经营现金流净额.....	11
图 11: 公司长期成长性分析.....	12
图 12: 公司长期运营管理规划.....	13
图 13: 公司 2012 年成长性分析.....	16
图 14: 公司 2012 年运营管理规划.....	17
表格 1: 公司 1-4 月主品牌报喜鸟分月终端销售预计.....	4
表格 2: 公司 2012 年订货会情况预计.....	4
表格 3: 控股股东及创始人团队持股情况.....	5
表格 4: 全面提升盈利水平并进行合理分配.....	15
表格 5: 2010、2011 年报喜鸟品牌销售数据统计表.....	15
表格 6: 实施巨人计划后代理商数据的变化.....	15

近日，我们对报喜鸟进行了调研，就公司的经营近况、经营战略等问题进行了沟通，得出观点如下：

2012年1-5月终端销售良好，订货会业绩较佳

2011年收入增速终端实际上在35%-40%左右（公司年报增速里还有春节提前导致的发货提前的因素），预计其中价增15%-20%左右，渠道增速15%左右，量增5%-10%左右。

春节之后是公司销售的传统淡季，又由于受到寒春、雨春的影响，预计主品牌报喜鸟1-3月终端销售业绩预计在20%以上，1-5月总体增速在25%左右，圣捷罗按照店数增长在增长，公司一季报收入高增长主要源于宝鸟品牌业绩有较大回升、欧爵公司纳入合并报表。

从行业看，一季度由于假期、天气、终端下滑等负面因素出现了全行业的下滑，但男装行业仍然保持了较高的增速，我们认为主要源于男装在经济下滑初期敏感度较低，今年上市男装公司均保持了一定的提价幅度，男装行业仍然处于景气向上区间的原因。

预计从行业整体看，会出现前低后高趋势，主要源于一季度多种负面因素全部释放、去年基数前高后低、三四季度是服装公司传统开店、销售旺季。

而从公司自身情况，预计会出现前高后低趋势，主要源于一季度收入、净利润绝对值较低，宝鸟业绩回升、欧爵纳入合并报表会带来收入、净利润同比有较大提高，而在后期影响逐步减小。但从主品牌终端实际销售趋势应该会与行业保持一致。

表格1：公司1-5月主品牌报喜鸟分月终端销售预测

1-2月	3月	4月	5月	五一劳动节
预计15%-20%左右，低于去年增速是因为春节假期、寒春、雨春、消费下滑多种因素影响	预计在20%-30%之间，好于1-2月主要源于三月下旬天气好转，开始恢复正常	预计在25%-30%之间，相比三月份有所回暖	预计由于五一提前因素，同比增速低于四月，但扣除此因素后与四月相当	预计在30%以上，主要由于天气转好，推广活动

资料来源：华泰联合证券研究所

公司订货会销售占全年销售收入比重为60%左右，今年全年订货额比去年同比增长预计在30%以上。从对加盟商草根调研看，主要有以下几个方面特点：

- 新增华服、户外两大系列产品线，同时将原有休闲系列进行调整为新锐系列，是公司配合“报喜鸟新锐艺术人物大奖”的推广，与服饰融合的积极探索与尝试。
- 首次推出波段订货概念，继续放宽对加盟商订货要求，加大对加盟商开新店、开大店的支持力度，增加相关培训。
- 款式数量更加丰富、设计更为时尚。

表格2：公司2012年订货会情况预计

春夏订货会	秋冬订货会
预计总体订货额同比增长40%左右，预计提	推出报喜鸟新锐系列，前身是休闲系列，整个系列
预计总体订货额同比增长25%-30%，预计提价	新增华服和户外两大系列，华服取意自“华夏礼服”；

价 15%左右	产品主打修身版型	10%左右	首次推出波段订货概念。
---------	----------	-------	-------------

资料来源：华泰联合证券研究所

股价制约性因素减缓

我们认为股权结构的梳理清晰对公司中长期发展利好，且 12 年减持压力已经减小，在有序规划下，对股价压制影响降低。

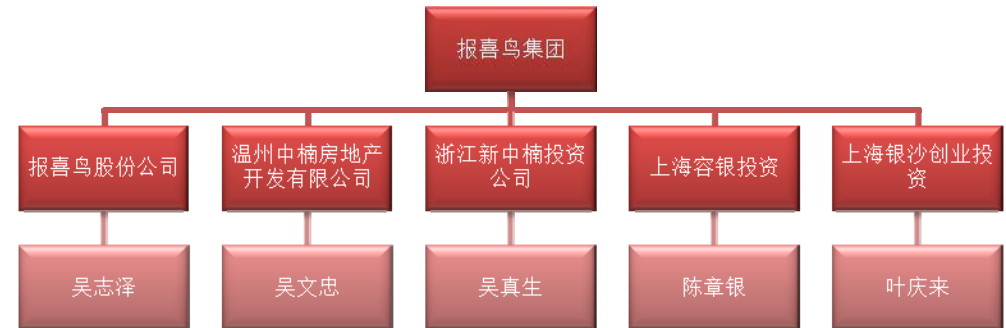
股权结构梳理—控股股东增持，其他创始股东有序退出

1996 年 3 月，已经初具规模的报喜鸟、纳士、奥斯特三家公司五位创始人集资组建报喜鸟集团，至 2007 年股份公司上市时，按照出资情况分别持股。2010 年，集团董事会做出决议：

- 五位创始人将集团下属各项业务进行划分，每人选择一家公司经营，对其他公司进行财务投资；
- 持续增持所选择的经营公司，逐步退出对其他公司的财务投资；
- 本人及直系亲属不能参与对财务性投资公司的日常经营。

2011 年，集团、其他四位财务性投资股东已经进行较大规模减持，从而导致公司股价低迷，而在 2012 年，减持因素减缓：集团 2012 年不再减持；大股东吴志泽 5 年内不减持，只会增持；其他四位创始人股东 2012-2013 年每年可以选择性减持 2000 万股以内或不减持。

图 1： 五位创始人对集团业务的划分



资料来源：华泰联合证券研究所/公司调研

表格3：控股股东及创始人团队持股情况

股东	股权增减计划	2007 年 8 月上市时			截止 2011 年 12 月 30 日			
		直接持有	间接持有	共计持有	直接持有	间接持有	共计持有	持有无限售条件流通股比例
集团	2012 年内不再减持，明后年减持数不超过 1000 万股	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，5 年内不减持，可能会逐步增持	12.375%	15.6%	27.98%	9.83%	11.4%	21.23%	2.92%
吴真生	不再从事上市公司管理经营活动。12 年及 13 年每年	6.15%	9.75%	15.9%	4.69%	6.85%	11.54%	2.22%
吴文忠		3.675%	9.75%	13.43%	3.12%	7.06%	10.18%	1.85%

陈章银	减持数量不超过 2000 万股。	3.675%	9.75%	13.43%	3.12%	7.06%	10.18%	1.85%
叶庆来		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、2011年报、华泰联合证券研究所

公司治理梳理---资本家族化、经营职业化

公司将进一步推进“资本家族化、经营职业化”的公司治理结构，选用职业经理人运营公司，实行经营权与股权的分离，两权相互制约，以做到既能在战略方向上能够进行长远的规划又能形成相对高效的决策机制，平衡公司长期和短期利益，控制经营风险。

应收账款管理加强

一、2011 年应收账款的增量，但账龄健康、管控严格且与阶段性政策有关

假设 2011 年应收账款同比仅新增 60%，并从销售收入中扣除超过 60%部分的应收账款，则销售收入增速在 38%左右。

账龄：2011 年应收账款期末账龄 95%以上都是在 1 年以内，3 年以上只有 1%，比较健康，从历史记录看，也一直管理的很好。

政策性因素分析：同比增速高源于为支持巨人计划而实行的 30%退换货比例及信贷期延长至 6 个月左右两大政策造成的。

管控严格：关于 30%的退换货政策产生的可能性收入损失已经从销售收入中冲减，预计毛利损失确认为预计负债，但此部分产生的应收账款依然计入报表中。退货不退现金而是转入下一年货款。

信贷期延长主要是针对重点 50 个优质加盟商给予 6 个月左右的资金支持，对加盟商资质有严格划分且主要是合作时间较长的加盟商，基本做到全程监控，当天销售数据当晚即可在公司总部查询。

二、未来将从两个方面降低应收账款风险

加盟商直营化管理，通过信息系统做到全程管制风险。公司计划重新启动 ERP 系统改造，对加盟商绩效考核按照公司模板推进。

加强担保、抵押机制并开始收取资金占用费。公司从 2012 年 4 月开始对加盟商借贷收入资金占用费，费率不低于同期银行利率。

财务分析：连续 5 年高增长，2011 年政策促使利润加速增长， 应收账款增大及现金流减少

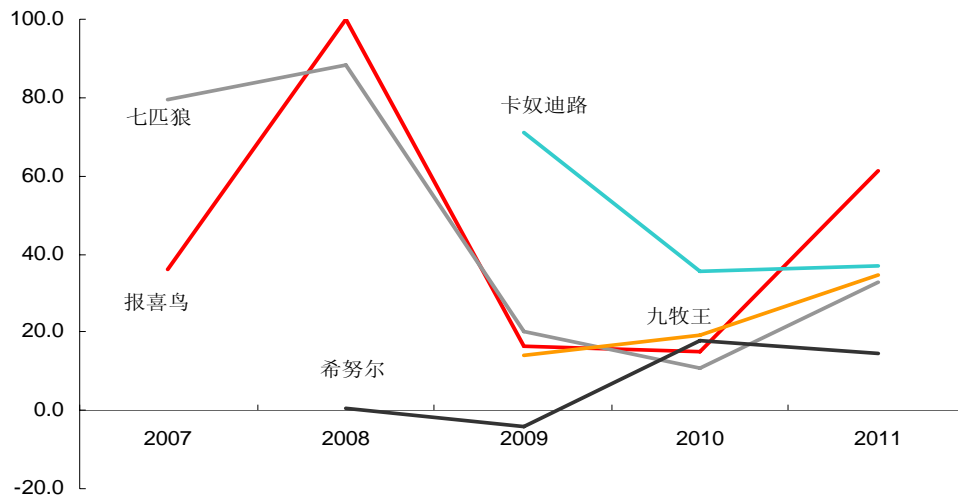
2007 年-2011 年，公司收入和净利润复合增长率均在 40%以上。扣除收购宝鸟因素影响，2008-2010 年收入和净利润复合增速分别为 25%、41%。应收账款、存货、现金流情况至 2010 年均保持良好状态。

2011 年是公司“二次创业、加速发展”五年规划的发展元年，发展政策从精细化内生发展转向加速外扩，由此带来应收账款增大及现金流减少。我们认为经过多年精细化运营，公司已经具备加速外扩的复制基础，而加速外扩阶段，公司加大投入，现金流减少现象较为正常，属于可控范畴；应收账款问题则如前文所述，是公司主动、公开、控制性的阶段性政策推动收入增长所致，从经营 20 多年历史看，账款回收情况良好，且公司已经加强抵押担保并收取占款费，风险控制较佳。

收入增速分析

- 2006-2010 年是其第三个五年计划，以精耕细作为主，因此收入增速较为平缓；
- 2008 年忽然增高源于收购宝鸟公司的股份导致合并报表后收入增速大幅增加。

图 2： 收入同比增速(%)

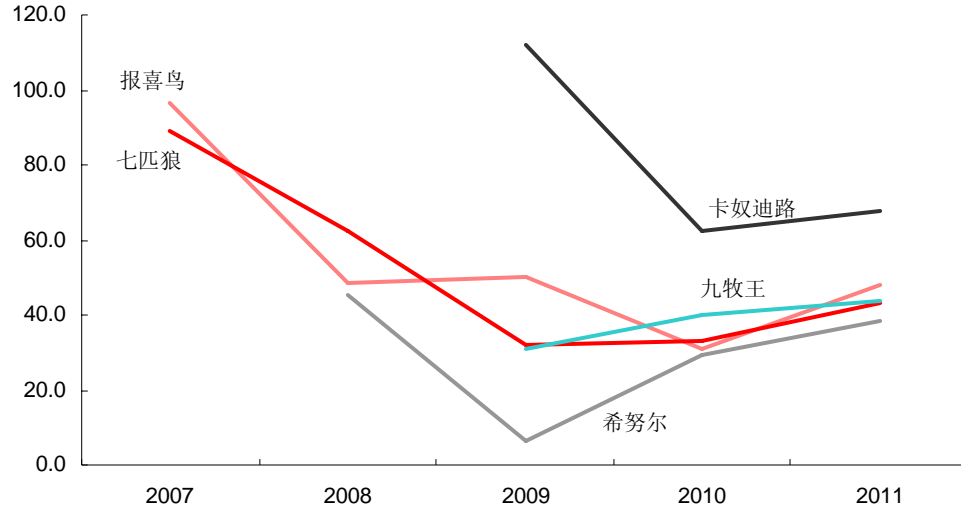


资料来源：wind 资讯、华泰联合证券研究所

净利润增速分析

- 公司一直 2006 年-2010 年主要以毛利率提升带来净利润超越收入增速的高速增长；
- 2007 年高增速除公司门店增加、毛利提升因素外，还源于享受乡镇企业税率 10% 的优惠，贡献 1500 万。2008 年源于收购宝鸟。2011 年是四五计划-二次创业，加速发展的元年，加大对加盟商支持力度，加快渠道拓展速度，从而带来高增速。

图 3： 净利润同比增速(%)



资料来源: wind 资讯、华泰联合证券研究所

毛利率增速分析

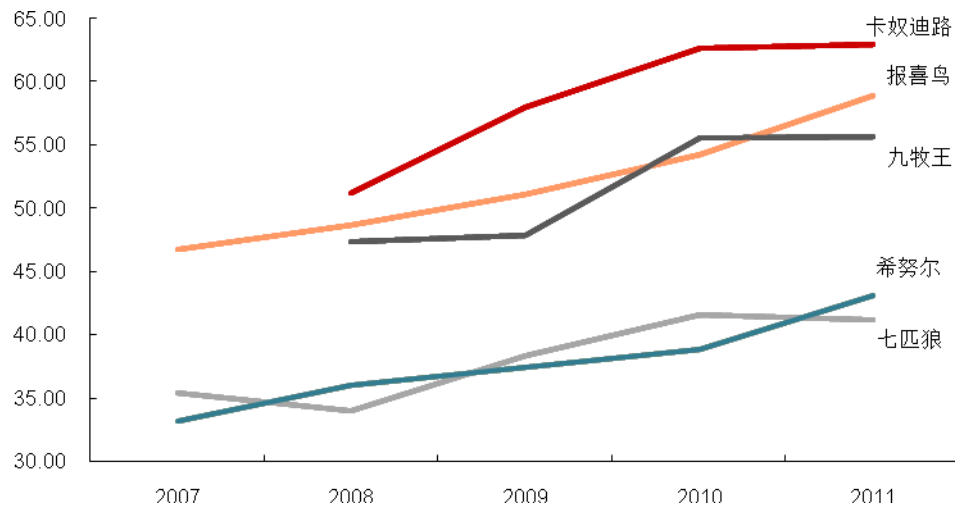
报喜鸟:

- 公司保持每年提价 10%左右的政策, 致使毛利呈持续上升态势。2011 年产品提价 20%, 2012 年春夏新品提价 15%, 秋冬品提价 10%。

其他公司:

- 从高低程度基本可以看出各公司产品档次定位。
- 近五年男装公司持续提价, 所有公司毛利均呈上升态势。

图 4: 毛利率同比增速(%)



资料来源: wind 资讯、华泰联合证券研究所

销售费用率分析

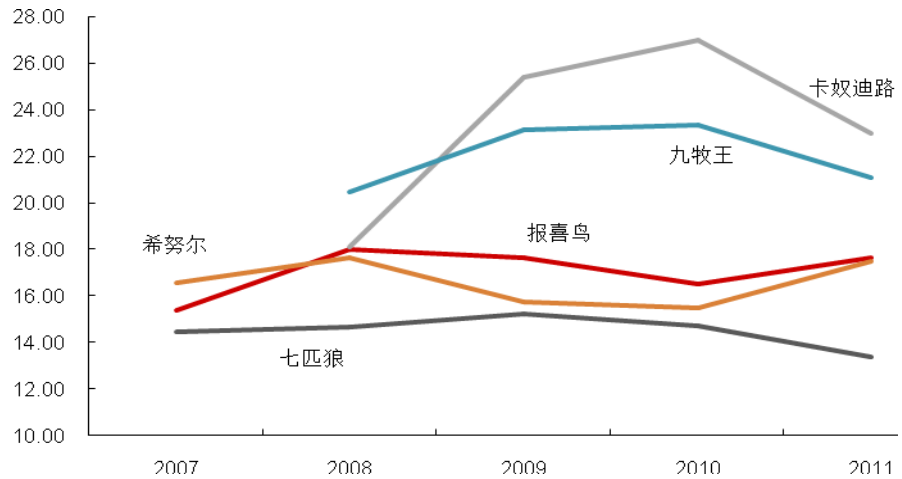
报喜鸟:

- 公司销售费用率平稳中呈上升态势。
- 2011 年销售费用率提升源于加大门店开设力度。

其他公司：

- 从高低程度基本可以看出各公司拓展渠道增速情况。
- 希努尔、报喜鸟 2011 年渠道增速均大幅增加，因而销售费用率上升。另外三家渠道增速保持平稳，因规模效应有所下降。

图 5： 销售费用率 (%)

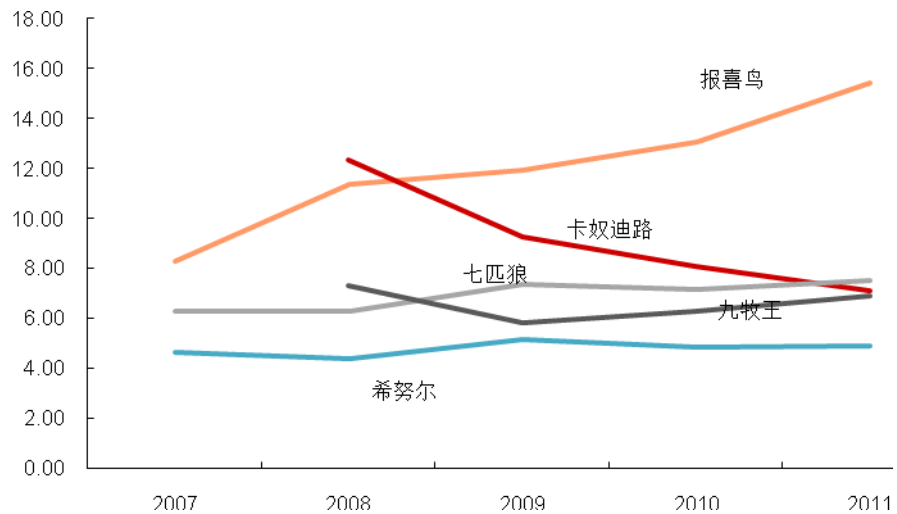


资料来源：wind 资讯、华泰联合证券研究所

管理费用率分析

- 随着温州地区人工成本的快速增加及公司加大对员工培训等相关支持力度，管理费用率持续提升。

图 6： 管理费用率(%)

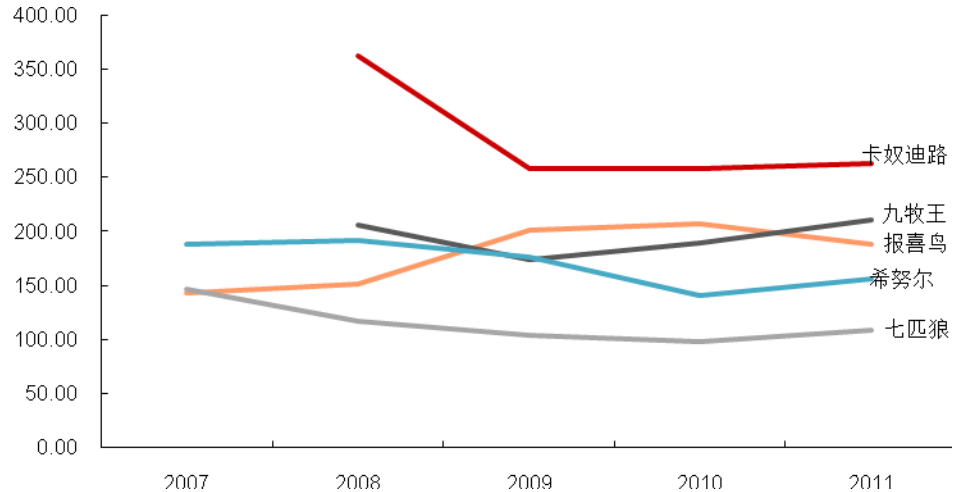


资料来源：wind 资讯、华泰联合证券研究所

存货周转天数分析

- 2007-2010 年公司存货周转天数稳定中有所上升。2011 年下降源于加大开店力度，同时给予加盟商 30%退换货比例以促进销售，减轻加盟商压力。

图 7： 存货周转天数

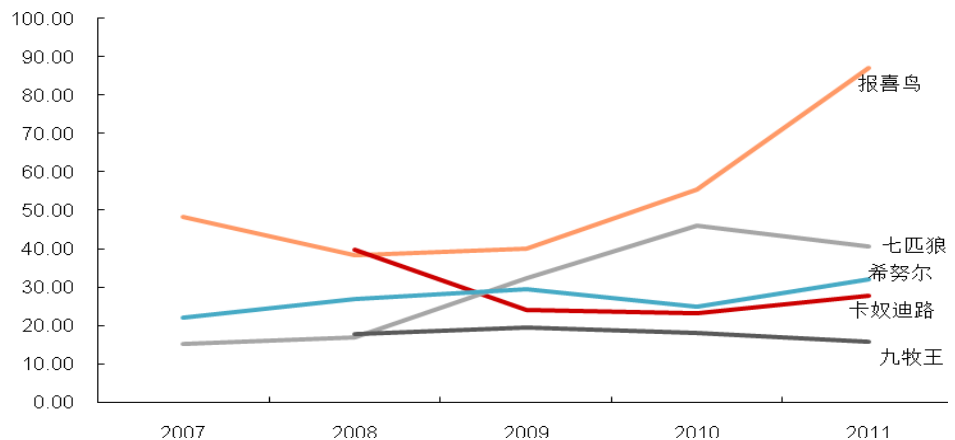


资料来源: wind 资讯、华泰联合证券研究所

应收账款周转天数分析

- 公司应收账款后期大幅增加主要源于扩张性的发展战略，加大对加盟商的支持力度，一般给予 1-6 个月，最长 9 个月左右的信贷期，同时给予加盟商 30%的退换货比例，从而较大的增加了应收账款的数量。
- 从与可比公司数据对比看，公司应收账款天数大幅增加反应其扩张性政策市较为激进的。但从公司终端销售收入、净利润增幅看，确实有效促进了业绩的增长。假设 2011 年年报中报喜鸟应收账款增幅为 60%，并从销售收入中扣去超出 60%比例的应收账款，则销售收入增速为 37%左右。

图 8： 应收账款周转天数

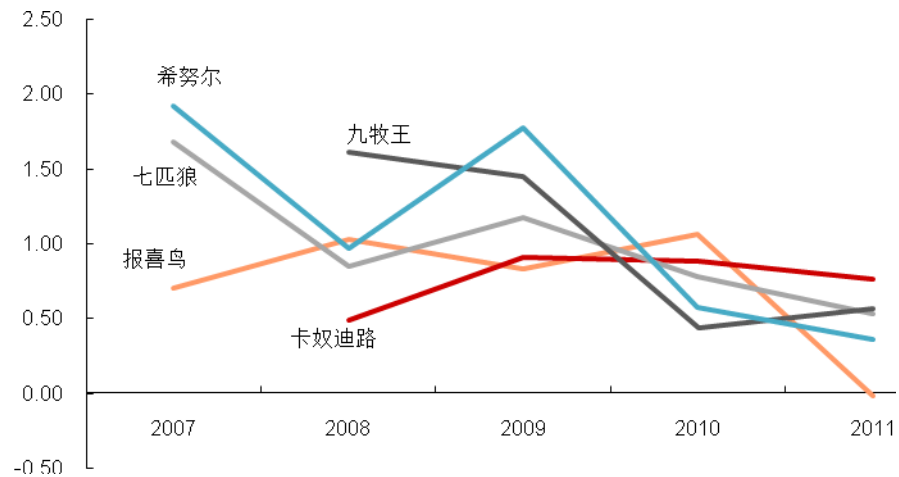


资料来源: wind 资讯、华泰联合证券研究所

经营现金流净额占经营活动净收入比重分析

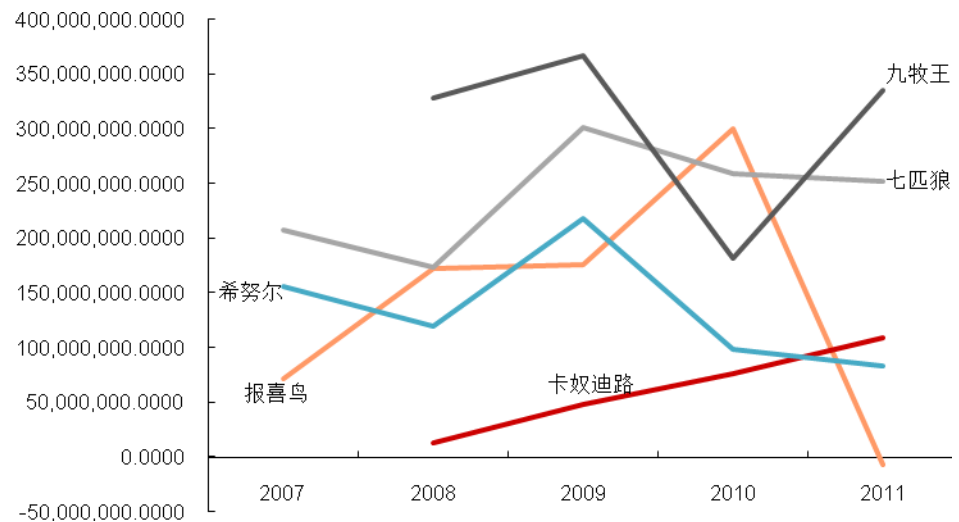
- 2007-2010 年三五计划期间公司经营现金流净额占经营活动净收入比一直较为稳定。2011 年是四五计划-加速扩张的元年，公司加大对加盟商支持力度，采取了较以前更大的促进政策，因此经营现金流占比大幅下降。我们认为这是由于阶段性扩张政策所致。
- 公司此前一般居于可比公司中间，2011 年才由于扩张政策大幅下降。我们认为高速扩张期的公司经营性现金流变差较为正常，源于扩张性政策必然导致支出增大，或由于支持性政策减少现金流入。

图 9： 经营现金流净额 / 经营活动净收入



资料来源: wind 资讯、华泰联合证券研究所

图 10： 经营现金流净额



资料来源: wind 资讯、华泰联合证券研究所

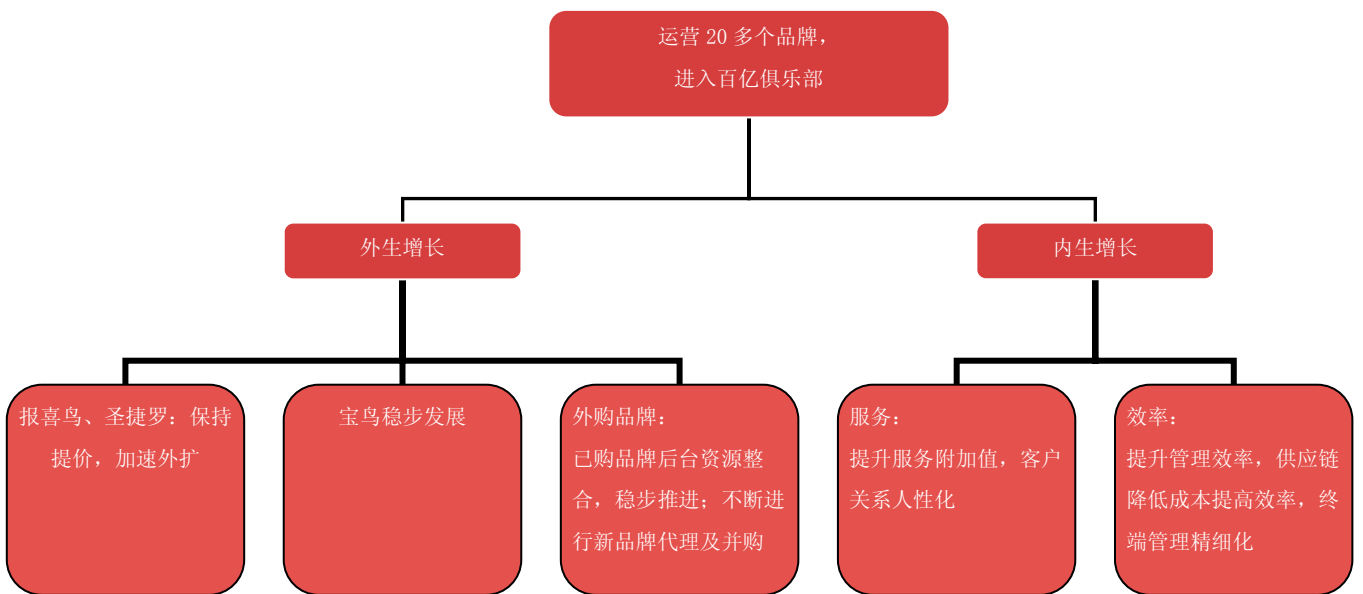
长期战略：加速发展，向效率优先、服务至上转变

长期业绩目标：成为运营二十多个品牌的服装集团，进入百亿俱乐部

公司将致力于打造两条价值路线：

- **全业务价值链。**推出多品牌集成店的新商业模式，不断提升品牌价值，不断推出新的品牌、系列，进而能够加入百亿俱乐部。具体来说就是在核心优势的中高档商务装板块，以报喜鸟为龙头，以大店为基础，利用多年来沉淀的后台整合能力，带动其他品牌共同发展。按照同一消费群体的品牌相互整合、同一风格的品牌相互学习的原则，组成品牌合力。未来将不断的收购、代理新品牌，走整合化、细分化路线，计划发展成为拥有 20 个左右品牌的公司。
- **提升高效的客户服务。**从品牌规划、产品设计方面全面客户导向，推动 VIP 客户关系管理升级，提供水洗、整烫、量体定制等增值服务，加强与客户的关系亲密程度。

图 11： 公司长期增长性分析



资料来源：华泰联合证券研究所

运营管理规划：向效率优先、服务至上转变

对于服装行业而言，依靠外部环境而产生的增长因素其作用将逐渐降低，已经并将继续向内部运营效率及服务水平提升来驱动发展。

图 12： 公司长期运营管理规划



资料来源：华泰联合证券研究所

一、行业变化：向效率驱动及服装服务业时代转变

1、服装行业从要素驱动向效率驱动转变

改革开放给服装行业带来三次增长机会：

80年代：市场供小于求，服装生产普遍盈利，品牌概念单薄，杂牌云集；

90年代：城市化进程加快，产品品类增加，细分行业兴起，品牌化成为趋势，品牌商吞噬杂牌生存空间，双方毛利、净利润差别拉大；

2000年-2010年：消费升级趋势明显，服装向时尚化、个性化转变，品牌企业之间竞争加剧。

2010年至今：服装行业整体仍然处于景气区间内，但已经出现结构性的变化。运动服饰行业呈减速趋势，休闲服饰行业增速放缓，正装、商务装行业回归迹象明显。同时人工成本不断上升，终端渠道费用高昂。在这种背景下，公司管理运营效率就成为重中之重。

2、服装行业从工业到商业，再到服务业的转变

80-90年代：服装行业制造业时代，品牌较少，以制造业为主，服装企业重点重点关注生产规模、质量、效率；

2001-2010年：服装行业商业化运作，品牌企业成长多以外延式扩张为主，服装企业经营重点关注渠道增速；

2010年以后：服装服务业时代，品牌服装企业竞争加剧，消费升级的趋势日趋明显，人们对于中高端服饰的需求依然旺盛，对于个性化需求更加强烈。服装企业经营重点在于终端服务质量水平，提升服务附加值。

二、公司策略：效率优先及服务至上

公司将转变为效率驱动的增长模式，按照“整合优势资源、创新发展模式”的发展思路，在具有核心优势的中高档商务装板块，以报喜鸟品牌为龙头，带动其他品牌共同发展。同时不断加强服务，提供水洗、整烫、量体裁衣等高附加值服务，引入服务业考核机制，加强与客户亲密度，从而提升忠诚度及坪效，实现持续高速增长。

1、效率优先

公司管理层面看，主要从四个方面来推进效率优先：

- 提升组织效率，坚持渠道扁平化；
- 提升管理效率，升级 OA 系统，开始使用全自动化物流中心，提高供应链效率；
- 提升资源效率，以报喜鸟为龙头，整合利用多品牌后台供应链与市场；
- 提升创新能力，使用低碳环保材料，设计时尚服装，运用新时尚版型等。

从代理商策略看，实行类直营化管理，将加盟商团队变成职业化经营团队：

- 提高产销率：放宽对加盟商订货要求，加强对加盟商培训与指导，强调订货精准，做到快速补单比例到 15%左右。
- 降低租售比：差异化渠道策略，使用二流商圈大店来保持品牌形象并降低租金。
- 提高坪效：主要是从提高代理商水平来入手。对代理商选择最重理念，次重能力，最后是资金。把代理商分为 A、B、C 三类，公司支持 A 类代理商资金用于收购 C 类代理商。

2、服务至上

从公司层面看，推进服务至上主要从三个方面：

- 产品研发着重满足消费潜在需求而非产品本身
- 运营管理着重以人为中心而非市场为中心
- 建立报喜鸟商学院，对公司员工、全国代理商及终端零售人员进行培训，提升其服务理念及水平，进而提升终端服务水平

从对终端服务要求提升上看，主要是要提供精准精细多附加值的服务。

强调推动批发转零售战略，终端管理类直营化管理，从注重产品、渠道转向注重客户需求，为客户提供精细化服务，针对客户调整产品结构，并且进行细分化管理终端管理精细化，引入服务业考核机制。

新形势下的利益分配机制

从总体利益分享机制看，公司主要追求规模及产品倍率增长；代理商追求店铺规模及产销率的提升。从具体策略执行上看，主要体现为“巨人计划”，即减少代理商数量，提升单个代理商规模，鼓励一人多店，开大店，购置店铺，跨区域经营。至 2011 年底，公司已经有巨人代理商 35 个，约 200 家左右的店铺。

表格 4: 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
经销商规模	巨人计划	增量返点、渠道政策
	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

从财务结果上看，2011 年实现终端销售近 40% 的收入增速，平效有较大的提升，应收账款也因此上升幅度较大，主要是由于巨人计划选人重于资金，为巨人代理商提供贷款，并给与一定额度的退换货政策造成的。前 50 名代理商占款占全部占款达 60%。未来随着巨人数量的增加，应收账款额度还将有一定的提升。

表格5: 2010、2011 年报喜鸟品牌销售数据统计表

年份	总面积 (万平米)	总店数	收入年增长率	坪效	单店店效 (万元)	同店增长	大店店数	占全国店数比	大店占全国销售比
10 年	10.7	715	21%	1.87	280	15%	77	11%	23%
11 年	15.1	821	38%	1.83	335	25%	135	16%	32%

注: 大店-400 平米以上店铺; 巨人-至少有三个店铺的代理商

资料来源: 公司股东交流会, 华泰联合研究所

表格6: 实施巨人计划后代理商数据的变化

年份	代理商数量	总店数	人均店铺数	巨人数量	巨人拥有总店数	巨人人均店铺数	巨人店铺占比	巨人占全国销售比
10 年	338	575	1.7	23	107	4.7	18.6%	23%
11 年	367	680	1.85	35	193	5.5	28.4%	35%

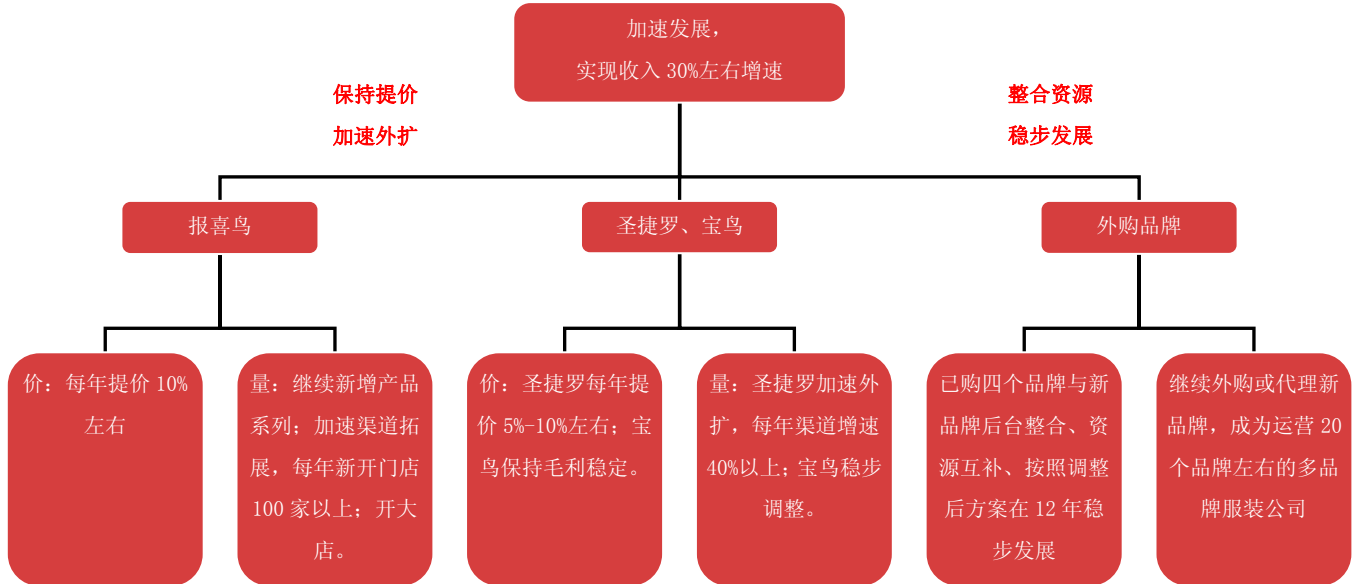
注: 大店-400 平米以上店铺; 巨人-至少有三个店铺的代理商

资料来源: 公司股东交流会, 华泰联合研究所

2012年：保持快速增长，顺应行业趋势

业绩发展目标：

图 13： 公司 2012 年增长性分析



资料来源：华泰联合证券研究所

预计公司实现收入增速 30%左右，净利润增速在 40%以上。预计报喜鸟 20%-30%以上，圣捷罗实现 60%-70%增速。宝鸟收入平稳，利润同比回升，预计绝对值与前年持平。Hazzys 和法蘭诗顿共实现 2000 多万利润，其他品牌稳步推进。

报喜鸟：2012 年新增渠道 100 家左右，新开门店至少 150 平以上，致力于开 400 平以上大店。同时强化管理和服务，持续提升品牌影响力及附加值，预计价增 10%-15%左右，倍率从 6.8 提升到 7 倍，给加盟商折扣率提升 1 个百分点，平效增速放缓，毛利依然大幅提升，费用率保持稳定。

从渠道质量看，继续推进巨人计划，推动批发商向零售商转变，加盟模式类直营化管理，坚持一级经销商制度，但是鼓励代理商扩区域拓展，开大店开新店。产品本身更加时尚休闲。从管理效率看，改善供应链，整合多品牌后台协作，终端管理精细化；从提升服务看，12 年重启 ERP 改造，分析消费者行为，提供精准化的服务；加强对加盟商及终端销售人员的培训；启动更多对消费者的增值服务。

圣捷罗：渠道新增 100 家左右，倍率今年有所提升，产品价格提升了 10%以上。

宝鸟：预计收入方面稳步增长，去年由于受到工厂向内地转移等多方面影响，利润大幅下滑，预计今年利润将恢复到 09 年水平。

Hazzys 和法蘭诗顿：重点整合对象，纳入公司统一供应链体系。争取两年内实现全部国内设计、生产，降低成本。

欧爵：代理巴达萨利品牌，同时运营 TOMBOLINI 品牌，进驻高端商场，预计稳步开设 5 家门店左右。

比路特: 调整设计风格, 原来的运动时尚变成低端时尚休闲品牌, 比 Hazzys 低端, 风格接近, 渠道稳步推进。

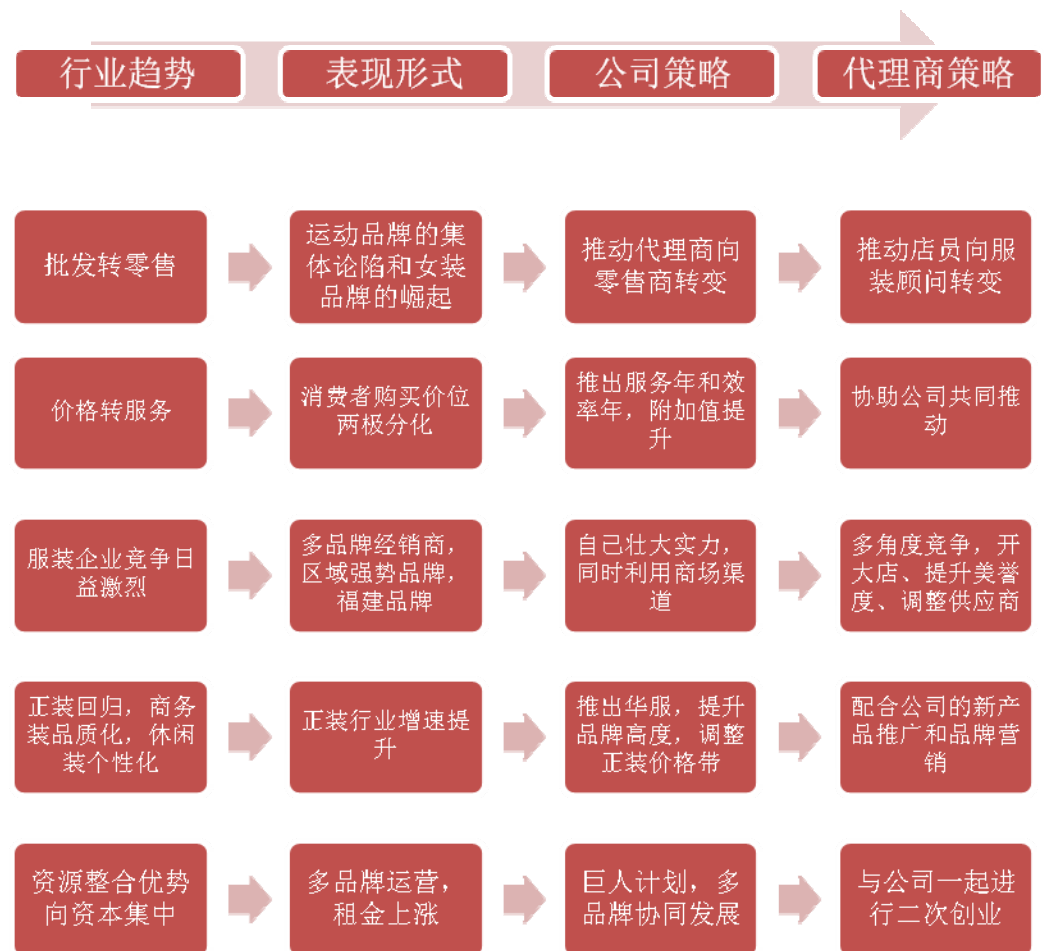
公司将深入推进多品牌经营战略, 加大战略投入, 加快扩张速度, 逐步将报喜鸟打造成为行业内具有影响力的运营多品牌、多系列的领军企业。方式上将继续坚持一个核心、五大转变、四大市场战略。(一个核心指坚持以市场为导向, 顾客为核心。五大转变指管理向服务转变、集权向分权、粗放管理向精细管理、计划配货到市场订货、行政管理向绩效管理转变。四大市场策略指一级市场形象为主, 二级市场业绩为主; 一级市场多开店, 二三级市场开大店; 小店做专, 大店做强; 强化优势, 紧抓趋势的研发设计。)

运营规划:

针对行业五大趋势, 公司提出五大策略应对:

- 应对批发转零售趋势, 公司主要将推动加盟模式类直营化管理;
- 应对服装行业服务业趋势, 公司主要是提升消费体验, 提高服务、附加值;
- 应对竞争对手日益强大, 公司主要是针对性的进行区域调整;
- 应对消费者消费两极分化趋势, 公司对产品进行城市分级, 价格两极分化;
- 应对资源整合优势向资本集中趋势, 公司主要是推动巨人计划和多品牌后台协调整合资源发展。

图 14: 公司 2012 年运营管理规划



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测与投资评级

核心假设：

(1) 门店数量：根据公司增发计划，预计公司报喜鸟及圣捷罗品牌 2012 年-2014 年分别新开门店 100 家左右。

(2) 宝鸟 2012-2014 年收入增速假设均为 10%。

(3) 假设公司综合毛利率随着提价，逐年上升。2012-2014 年分别为 62.63%、65.05%、67.01%。

(4) 管理费用和销售费用：假设公司 2011-2013 年管理费用分别为 15.9%、16.3%、16.8%，销售费用分别为 18%、18.3%、18.8%。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。

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 20 倍市盈率估值；预计公司 2012-2014 年的 EPS 为 0.90、1.21、1.56 元，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	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2576	3429	4353	5093	营业收入	2028	2673	3400	4092
现金	596	1207	1502	1800	营业成本	834	999	1188	1350
应收账款	717	804	1075	1279	营业税金及附加	25	34	43	52
其他应收款	151	144	199	244	营业费用	358	481	622	769
预付账款	601	666	849	945	管理费用	312	425	554	688
存货	511	608	728	826	财务费用	12	52	86	88
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	64	48	53	52
非流动资产	1510	1641	1797	1854	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	935	991	1049	1101	营业利润	423	634	852	1094
无形资产	107	107	107	107	营业外收入	14	9	10	11
其他非流动	467	542	0	645	营业外支出	4	4	3	3
资产总计	4086	5069	6151	6946	利润总额	433	639	859	1103
流动负债	913	1963	2395	2347	所得税	74	109	147	188
短期借款	355	1158	1399	1273	净利润	359	530	713	914
应付账款	183	245	296	328	少数股东损益	-9	0	0	0
其他流动负	375	560	700	746	归属母公司净利	368	530	713	914
非流动负债	987	391	391	391	EBITDA	499	0	1021	1274
长期借款	56	56	56	56	EPS (元)	0.63	0.90	1.21	1.56
其他非流动	931	335	335	335					
负债合计	1900	2354	2786	2738					
少数股东权	22	22	22	22					
股本	587	587	587	587					
资本公积	634	634	634	634					
留存收益	942	1472	2121	2964					
归属母公司	2164	2693	3343	4186					
负债和股东	4086	5069	6151	6946					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E
经营活动现	-7	679	437	733
净利润	359	530	713	914
折旧摊销	65	72	82	92
财务费用	12	52	86	88
投资损失	0	0	0	0
营运资金变	-474	-19	-444	-365
其他经营现	30	44	0	4
投资活动现	-760	-218	-233	-150
资本支出	624	150	150	150
长期投资	-55	68	84	0
其他投资现	-191	0	0	0
筹资活动现	833	151	92	-286
短期借款	260	803	241	-126
长期借款	56	0	0	0
普通股增加	294	0	0	0
资本公积增	-290	0	0	0
其他筹资现	513	-652	-150	-159
现金净增加	66	611	295	298

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	61.2%	31.8%	27.2%	20.4%
营业利润	49.5%	50.0%	34.5%	28.4%
归属母公司净利	51.7%	43.8%	34.5%	28.3%
获利能力				
毛利率 (%)	58.9%	62.6%	65.0%	67.0%
净利率 (%)	18.2%	19.8%	0.0%	22.3%
ROE (%)	17.0%	19.7%	21.3%	21.8%
ROIC (%)	16.4%	25.0%	28.0%	30.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.5%	46.4%	45.3%	39.4%
净负债比率 (%)	21.63%	51.58%	52.24	48.53
流动比率	2.82	1.75	1.82	2.17
速动比率	2.26	1.44	1.51	1.82
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.58	0.61	0.62
应收账款周转率	4	3	4	3
应付账款周转率	4.55	4.67	4.40	4.33
每股指标 (元)				
每股收益 (最新)	0.63	0.90	1.21	1.56
每股经营现金流	-0.01	1.16	0.74	1.25
每股净资产 (最)	3.68	4.58	5.69	7.12
估值比率				
P/E	20.39	14.18	10.54	8.21
P/B	3.47	2.79	2.25	1.79
EV/EBITDA	15	10	8	6

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 $\pm 10\%$ 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。