

男装

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiyi@cjis.cn

6-12个月目标价: 17.00元

当前股价: 12.70元

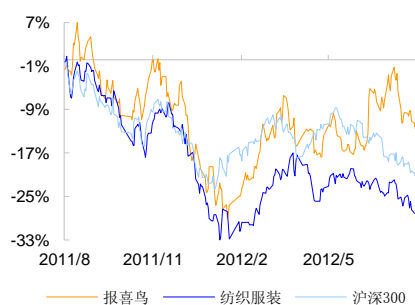
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2103.63
总股本(百万)	594
流通股本(百万)	501
流通市值(亿)	64
EPS	0.63
每股净资产(元)	3.68
资产负债率	46.50%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
报喜鸟	-2.03	7.93	21.98
纺织服装	-7.62	-12.66	-2.87
沪深300指数	-5.11	-11.06	-6.72



相关报告

报喜鸟

002154

强烈推荐

多品牌运营+培育加盟商及VIP布局长期发展

投资要点:

- **多品牌发展, 主品牌报喜鸟依靠渠道外延扩张+单店收入提升成为目前的主要收入驱动因素; 未来小品牌培育成熟后将成为新的利润增长点。**公司形成以商务正装为核心, 以商务休闲、时尚休闲服饰为辅, 涵盖不同年龄消费群、不同档次的多品牌公司。2011年主要三大品牌报喜鸟、圣捷罗和宝鸟贡献收入的95%+, 未来几年将仍是主要的利润来源; 此外公司正在培育新品牌, 并代理3个国际品牌, 未来新品牌培育成熟后, 将是公司新的利润增长点。
- **公司渠道稳步扩张, 有较大成长空间。公司门店管理偏重精耕细作, 渠道扩张较为稳健。**截止2011年末, 报喜鸟单品牌共有店铺821家, 同比增15%; 圣捷罗有店铺247家, 同比增75%。单品牌渠道基数仍较低, 未来扩展空间大。2012年上半年, 报喜鸟、圣捷罗店铺各自净增20-30家, 预计全年合计能扩张150-200家店, 渠道增速约15%。未来3-5年, 报喜鸟品牌店铺将开至1200-1500家。
- **优质加盟商“强者恒强”, 重点地域强化优势。**2011年公司加盟收入占比80%+, 未来经营仍以加盟为主。公司实施巨人计划及加盟商分级管理制度, 大力扶持优质加盟商, 鼓励其多开店+开大店, 这有利于公司渠道政策的落实和加盟的直营化管理。在区域方面, 公司在优势地区精耕密度, 渠道的培育周期缩短, 同时便于VIP客户的规模化经营; 在弱势区域, 主要寻找优质代理商, 以点带面带动整个区域发展。
- **VIP管理+信息系统的快速反馈保证单店收入的提升。**目前VIP客户近9万人, 收入占比40%, 预计未来将增至60-70%。VIP客户管理有利于公司锁定客户, 并形成成熟的VIP管理体系。公司强势品类西装、衬衫40%以上自产; 同时拥有ERP系统覆盖率95%以上, 每天对销售数据进行跟踪和分析, 保证供应链的高效。订货会确定收入60%, 追单补货比例能达到15-20%。
- **财务指标分析:** 2007-2011年, 收入、净利润CAGR分别为27%和35%。报喜鸟毛利率自2007年46.78%提升至2011年的58.87%。2011年公司坪效1.83万元。2011年公司应收账款大幅增加, 经营现金流为负, 2012年公司大力催收应收账款, 促进现金回款, 预计应收账款的增长将明显低于收入的增长。
- **小股东减持因素弱化。**大股东2012年减持不超过2000万股, 需在7月底前减持完毕, 目前7月已过, 2012年不存在小非减持风险。2013年减持不超过3000万股。此外, 公司通过股权激励+奖励基金计划激励公司高管, 管理层提升业绩动力十足。
- **增发将推动新一轮渠道建设。**公司增发已于2012年5月底获证监会批准, 将于2012年11月底前增发完毕, 届时开店速度将会加快。
- **给予强烈推荐评级:** 预测12-14年EPS为0.85、1.10、1.44元, 相对2012年EPS给予20倍PE, 目标价17元。
- **风险提示:** 1. 应收账款回收较慢; 2. 经销商退货比例较高; 3. 小非减持风险

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2028	2610	3306	4099
收入同比(%)	61%	29%	27%	24%
归属母公司净利润	368	498	644	847
净利润同比(%)	52%	35%	29%	31%
毛利率(%)	58.9%	59.0%	59.5%	60.0%
ROE(%)	17.0%	19.4%	20.8%	21.7%
每股收益(元)	0.63	0.85	1.10	1.44
P/E	20.26	14.98	11.58	8.81
P/B	3.45	2.90	2.41	1.91
EV/EBITDA	15	11	9	7

资料来源: 中投证券研究所

核心观点与市场关注问题

一、公司的战略布局与市场催化因素

我们认为：报喜鸟的战略布局是比较长远的，体现在以下方面：**多品牌发展+培育优质加盟商+锁定终端VIP客户。**

(1) 公司看重**多品牌发展**，目前公司拥有自主品牌6个，代理品牌3个，公司近两年的增长主要还是看自主品牌报喜鸟，未来小品牌培育成熟将是新的利润增长点。从品牌线的分布上看：以正装为主的包括：主品牌报喜鸟（中高档男正装）、宝鸟（高端团购职业装）、卡博诺（高端西服手工定制）、东博利尼（国内代理，意大利高级西服定制）；商务休闲品牌：圣捷罗（年轻时尚商务休闲）、法兰诗顿（高档时尚商务休闲）、巴达萨里（中国代理，意大利中高端男士商务休闲）；时尚休闲：比路特（英伦休闲）、哈吉斯（年轻美式时尚休闲）。**公司形成了以商务正装为核心，以职业装、高端定制、休闲时尚服饰为辅，涵盖不同年龄消费群、不同档次的多品牌服饰公司。**

国际众多知名服装集团都走向多品牌发展之路，多品牌发展有以下优势：（1）在渠道资源上形成协同优势，最著名的案例即百丽多品牌共同进驻商场，增强议价力，降低扣点率；（2）公司培育的优质加盟商可帮助新品牌快速扩张，圣捷罗在发展初期能快速扩张，也是大力借助了报喜鸟品牌的力量；（3）进入多个服装子行业，降低风险。

品牌的培育往往需要一定的周期，要提前做，且要能忍受前几年的亏损，公司目前盈利贡献大的主要还是报喜鸟，其他品牌盈利较低或是亏损。

多品牌运作管理需要把握每个子领域的设计、渠道、品牌及供应链特点，如果管理得当，掌握不同品牌的差异，发挥出多品牌的协同优势，将有利于公司持续做大做强。

(2) **公司重点发展加盟渠道，对优质加盟商的培育力度较大。**具体扶植模式包括信用期放长、贷款支持力度大、开店补贴等，体现在报表上就是应收账款（贷款信用额度高）、其他应收款较高（贷款支持多），同时经营现金流为负。从长远来看，公司在加盟商培育得较成熟后，应逐步减小支持力度，保障公司的经营回款。

我们认为，**公司平均每个加盟商经营1.8家店，整体实力偏弱，既然未来仍以加盟渠道为主，那么大力扶植加盟商的同时，植入直营的管理模式，同时保障加盟渠道的稳定性就是至关重要的。**公司在扶植加盟商的同时，跟加盟商建立了稳定的关系，同时公司在给予支持政策的同时，签订了长期合作协议。因为公司支持力度大，所以加盟商对公司ERP系统以及管理体系的贯彻是比较彻底的，形成了类直营管理。

另外值得一提的是，由于公司的大力支持，经销商加盟公司的热情高涨，但是公司的开店增长一直还是比较稳健的。**公司的开店策略就是：首先要严格评估，找出真正认为合适的加盟商，一旦确认是优质加盟商后便予以大力支持。**

(3) **锁定终端，培育VIP客户。**公司的VIP系统建立较早，在这个过程中形成了稳定的客户群，并逐步完善VIP服务模式。**稳定的VIP客户群以及逐步完善的VIP服务模式，都是公司未来长期的重要资产。**另一方面，渠道建设的推进比较稳健，在强势区域深挖密度，形成越强格局，一来强势地区拓店容易，且成功几率大，另一方面也有利于集中的VIP客户服务。

市场催化因素：业绩超预期+2012年小非减持因素缓解+增发带来新一轮的开店增长。

公司08-11年收入、净利复合增速29%、44%，预计未来3年净利复合增速~30%，目前相对12年估值仅15倍，明显低于同行业的七匹狼（22倍）、九牧王（22倍），七匹狼、九牧王08-11年净利年复合增速39%。

二、大股东减持问题：

减持因素弱化：（1）集团大股东吴志泽未来5年不减持，且会逐步增持；（2）其他四位创始人2012年减持不超过2000万股，且需在7月底之前减持；2013年减持不超过2000万股；（3）报喜鸟集团2012年不减持，2013及2014年减持不超过1000万股。综上，大股东2012年减持不超过2000万股，占总股份比例3.37%，目前7月已过，2012年不存在小非减持风险；2013年减持不超过3000万股，占总股份比例5.05%。

三、财务指标的改善:

报喜鸟收入和净利增速一直处于较高水平,但是 PE 在男装企业却处于相对较低水平,其中重要原因就是市场对一些财务指标有所担忧。(1) 应收账款: 2011 年底应收账款 7.17 亿, 2012Q1 应收账款 7.10 亿, 同比分别增 172%和 98%; (2) 其他应收款: 2011 年底其他应收款 1.51 亿, 2012Q1 其他应收款 1.77 亿(主要为给加盟商的借款), 同比分别增 177%和 134%; (3) 经营活动现金流净额为负值: 2011 年及 2012 年 Q1 分别为-700 万和-3300 万。

公司的应收款项增长较大,同时经营现金流净额为负值,主要与公司现阶段扩大规模、大力扶植优质加盟商的战略相关。从财报明细可以看到,应收账款主要是给加盟商的授信支持,而且 96%的应收账款为 1 年以内的,可收回的几率较大。其他应收款项也主要是给加盟商的贷款支持,78%是一年以内的。公司针对应收款项计提了充分的坏账准备。

2011 年计提了坏账准备 3444 万,同比增 163%。同时为维持谨慎的财务政策,公司 2011 年新增了 3.23 亿预计负债,2012Q2 预计负债余额仍有 2.71 亿。

目前公司正在大力加紧催收加盟商的应收款项,未来公司的应收账款及经营现金流指标会相对逐步改善。

目 录

一、公司介绍：多品牌运作+管理层激励到位	7
1.1 公司简介：多品牌运作的高增长品牌服饰企业	7
1.2 股权结构：减持因素弱化	8
1.3 增发促使公司进入新一轮渠道高扩张周期	9
1.4 股权激励计划+奖励基金计划激励员工提升业绩	9
二、行业分析：逐步培育高端产品线+渠道下沉	11
2.1 男装市场稳步增长	11
2.2 未来发展趋势：渠道下沉+精细化管理+产品线向高端延伸	11
2.2.1 三、四线城市是新的增长点	11
2.2.2 精细化管理是发展关键	11
2.2.3 龙头品牌企业需向高端产品线延伸	12
2.3 公司主要竞争对手	12
三、公司分析：多品牌齐增长，众服务迎潮流	13
3.1 成熟品牌：报喜鸟+圣捷罗+宝鸟构成收入主要来源	13
3.1.1 报喜鸟：稳健的外延扩张+持续的单店提升	13
3.1.2 圣捷罗：四年磨一剑	15
3.1.3 宝鸟：高质量的团购职业装	16
3.2 培育品牌：品牌向高端延伸、覆盖多个子行业	17
3.3 渠道稳步扩张	18
3.4 内生增长：提价+服务+供应链三力驱动	20
3.5 男装企业财务指标比较	22
四、盈利预测及投资建议：强烈推荐	24

图形目录

图 1 公司发展历史沿革.....	7
图 2 公司历年营业收入及净利润变动.....	7
图 3 公司历年分产品收入占比.....	8
图 4 公司历年分产品收入增长情况.....	8
图 5 公司股权结构（2012 年 2 月第二期股权激励计划行权后的股权结构）.....	9
图 6 我国服装行业、男装行业市场容量及增速.....	11
图 7 报喜鸟华服系列.....	14
图 8 圣捷罗销售网络（蓝色为网络覆盖区）.....	15
图 9 重塑圣捷罗风格：前卫都市浪漫.....	15
图 10 宝鸟产品系列.....	16
图 11 宝鸟服务体系.....	16
图 12 外购品牌服装风格（从左往右依次为比路特、法兰诗顿、TOMBOLINI、巴达萨里、HAZZYS）.....	18
图 13 报喜鸟门店拓展情况.....	18
图 14 公司收入增速与店铺增速差异.....	21
图 15 公司收入增速与面积增速差异.....	21
图 16 九牧王、七匹狼、报喜鸟 2008-2011 年毛利率 图 17 报喜鸟 2011 年各类主营业务毛利率.....	22
图 18 男装企业历年毛利率比较.....	23
图 19 男装企业历年净利率比较.....	23
图 20 男装企业历年存货周转率比较.....	23
图 21 男装企业历年经营活动现金流/净利润比较.....	23
图 22 男装企业应收账款周转率比较.....	24
图 23 男装企业销售收入/平均其他应收款比率比较.....	24

表格目录

表 1 报喜鸟三次融资概况	9
表 2 公司股权激励方案	9
表 3 公司高管持股比例（2011 年年报数据）	10
表 4 奖励基金计划	10
表 5 各级城市发展情况	11
表 6 七匹狼九牧王产品向上延伸	12
表 7 竞争对手分析	12
表 8 报喜鸟旗下品牌发展现状	14
表 9 公司营销方式	15
表 10 宝鸟品牌定位分析	16
表 11 外购品牌定位发展和作用	17
表 12 实施巨人计划后代理商数据的变化（注：巨人是至少有三个店铺的代理商）	19
表 13 2010、2011 年报喜鸟品牌销售数据统计表（注：大店——400 平方米以上店铺）	21
表 14 报喜鸟 VIP 会员服务	22
表 15 盈利预测假设	24

一、公司介绍：多品牌运作+管理层激励到位

1.1 公司简介：多品牌运作的高增长品牌服饰企业

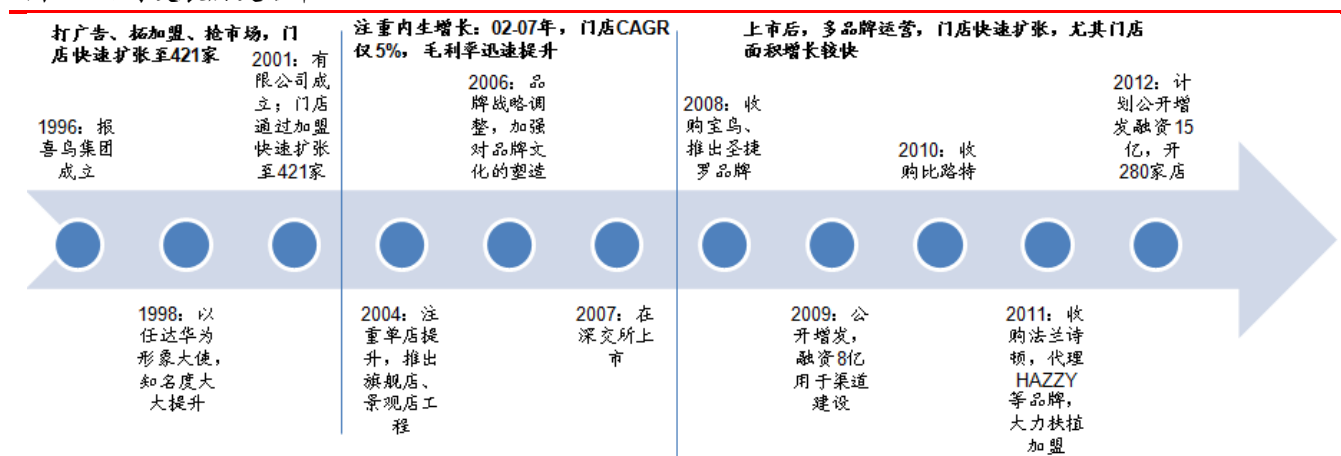
浙江报喜鸟服饰股份有限公司创立于2001年6月，主要从事中高档商务男装的设计、生产与销售，公司自营报喜鸟、圣捷罗、宝鸟、卡博诺、比路特及法兰诗顿六大品牌，同时代理三大国际知名品牌：哈吉斯、巴达萨里和东博利亚。公司采用纵向一体化模式，产品自主设计，核心产品西服和衬衫主要自产，渠道以加盟为主。

业绩持续高增长，净利润增幅超收入。公司2011年实现营业收入20.28亿元，同比增长61.23%；归属于上市公司股东的净利润3.68亿元，比上年增长51.66%。截至2011年公司报喜鸟与圣捷罗品牌共有门店1068家，同比增长24.8%，总面积17.28万平米，同比增长46.5%。2007-2011年，收入和净利润年复合增长率分别为27%和35%，收入保持高速增长，净利增幅超过收入增幅。

品牌价值突出。在中国纺织工业协会发布的“2010-2011年度中国纺织服装企业竞争力500强”榜单中，公司列21位。世界品牌实验室发布的2011年《中国500最具价值品牌排行榜》中报喜鸟品牌凭借51.63亿元的品牌价值位居第254位。

衬衫T恤夹克皮鞋增长较快。公司产品主要为西服、上衣、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。分产品看，2007年至2011年公司主要产品西装上占比逐年下降，由2006年的38%下降至2011年的29%，其他品类中衬衫、T恤、夹克衫、皮鞋增长较快。

图1 公司发展历史沿革



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图2 公司历年营业收入及净利润变动

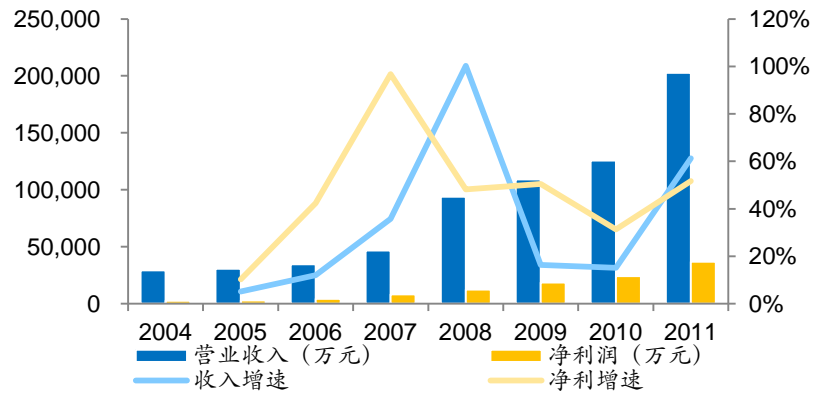
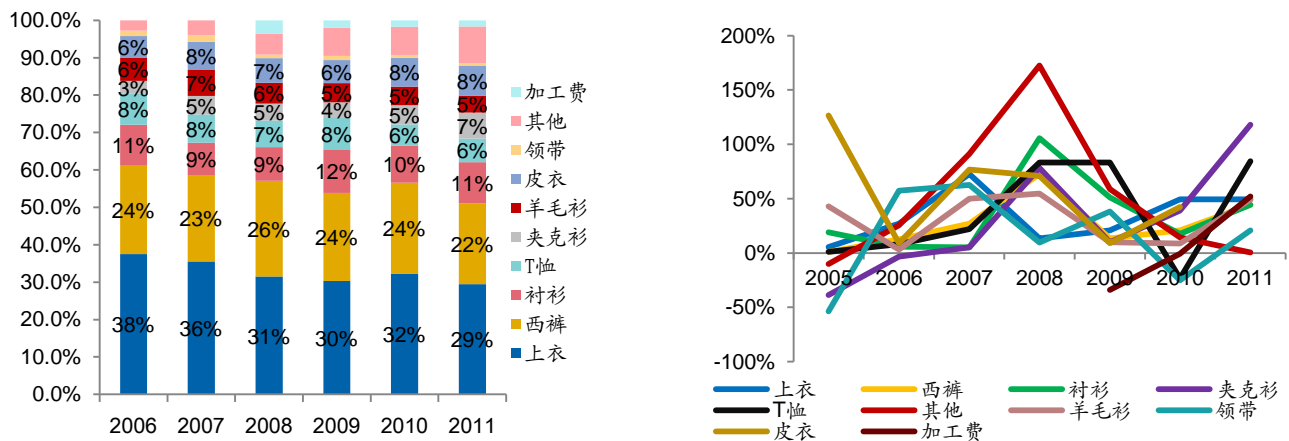


图 3 公司历年分产品收入占比

图 4 公司历年分产品收入增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

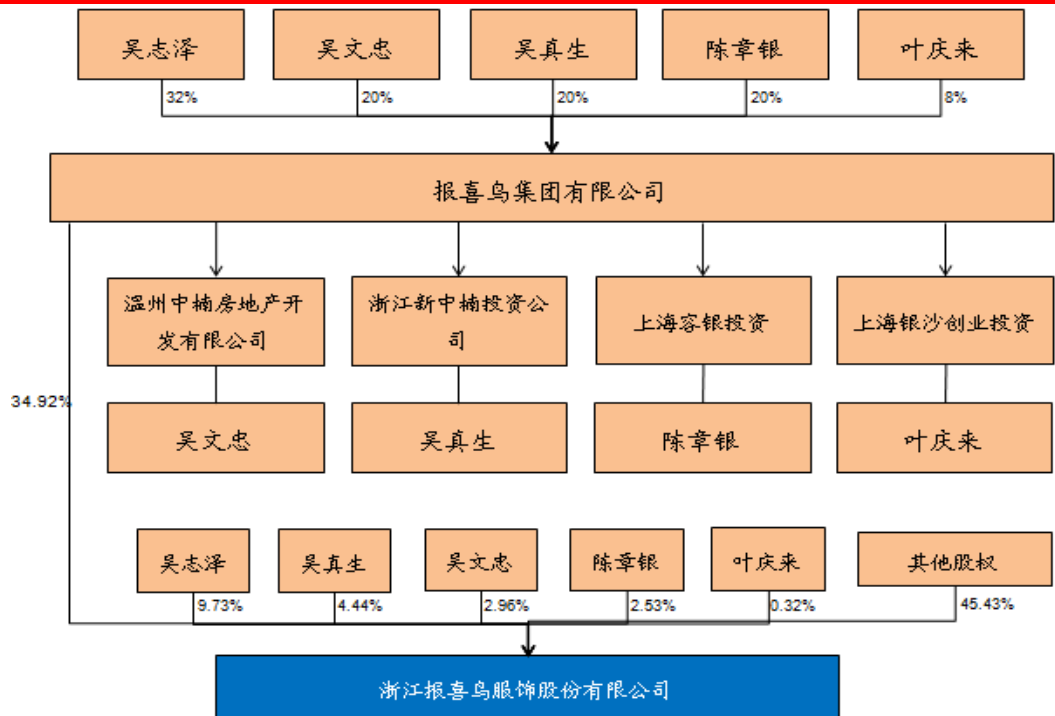
1.2 股权结构：减持因素弱化

1996年，报喜鸟、纳士、奥斯特三家公司五位创始人吴志泽、吴文忠、吴真生、陈章银及叶庆来集资组建报喜鸟集团，持有集团公司100%股权。2010年，集团董事会做出决议：（1）四位创始人选择一家公司经营，对其他公司进行财务投资；（2）持续增持所选择的经营公司，逐步退出对其他公司的投资；（3）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。

目前报喜鸟集团持有上市公司35%的股权，是第一大股东，另外五位创始人共直接持有上市公司20%的股权，且公司有多位高管及员工直接持股。2012年2月高管股票期权二期行权后，公司总股本5.94亿，流通股本5亿。

减持因素弱化。2012年，减持因素减缓：（1）集团大股东吴志泽未来5年不减持，且会逐步增持；（2）其他四位创始人2012年减持不超过2000万股，且需在7月底之前减持，2013年减持不超过2000万股；（3）报喜鸟集团2012年不减持，2013及2014年减持不超过1000万股。综上，大股东2012年减持不超过2000万股，占总股份比例3.37%；2013年减持不超过3000万股，占总股份比例5.05%。

图 5 公司股权结构（2012 年 2 月第二期股权激励计划行权后的股权结构）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.3 增发促使公司进入新一轮渠道高扩张周期

增发带来渠道快速扩张机会。公司 2012 年 5 月 31 日获得证监会增发的核准，预计将在六个月内增发募集不超过 15 亿元的资金，用于公司营销网络优化建设，增开 280 家店铺（其中包括 180 家报喜鸟品牌主力店和 100 家圣捷罗品牌主力店），总面积达 9.2 万平方米。这两个主品牌是报喜鸟的主要利润来源，增发资金有望促使公司渠道进入新一轮扩张周期，带来业绩高增长。

表 1 报喜鸟三次融资概况

上市日期	2007 年 8 月	2009 年 12 月	2012 年
融资名称	IPO	第一次公开增发	第二次公开增发
融资股数	0.24 亿	0.40 亿	不超过 1 亿
融资额	3 亿	8 亿	不超过 15 亿
发行价	12.60 元	19.96 元	--
融资用途	1 亿元用于开设 21 家直营店（购置店铺 6 家）；1.14 亿用于改造产能、增强研发	用来建设新增店铺，新增 178 家店铺；报喜鸟形象店 18 家和销售中心店 80 家，圣捷罗时尚店 80 家	本次募集资金将用于建设 280 家店铺，包括 180 家报喜鸟主力店和 100 家圣捷罗店（总面积共计 9.2 万平方米）

资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.4 股权激励计划+奖励基金计划激励员工提升业绩

公司于 2008 年 12 月 15 日首次授予员工股票期权，到目前为止共行权两次。2010 年 6 月行权 407 万份，2012 年 2 月行权 632 万份。行权后公司多名员工直接持有公司股票，提升公司业绩动力十足。

表 2 公司股权激励方案

股票期权数	2012年2月第二个行权期行权后, 公司107名员工持有1750万份期权, 占公司总股本的2.95%
首次授予日	2008年12月15日
行权价格	第二期行权价格为6.00元, 2011年利润分配后行权价格调至5.85元
上市流通时间	第二期行权后, 激励对象所获股份将按照规定锁定六个月, 实际可上市流通时间为2012年8月21日
可行权期	第一个行权期: 2009年12月~2011年6月(可行权比例为30%) 第二个行权期: 2011年6月~2012年12月(可行权比例为30%) 第三个行权期: 2012年12月~2013年12月(可行权比例为40%)
行权条件	第一个行权期: 2008年ROE \geq 10%, 2008年净利润增长率相对2007年不低于15.90%(达标)。 第二个行权期: 2009年ROE \geq 10%, 2009年净利润增长率相对2007年不低于26.43%(达标)。 第三个行权期: 2009年ROE \geq 10%, 2010年净利润增长率相对2007年不低于36.97%(达标)。

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

根据公司2011年年报显示, 公司董事、董秘、副总、财务总监等高管合计持有公司6554万份的股份, 合计占比为11%。高管持股, 有利于维护公司高层管理人才的稳定性, 保证公司长期业绩增长。

表3 公司高管持股比例 (2011年年报数据)

姓名	职务	持股数(股)	占总股数比例
周信忠	董事长	2,473,200	0.421%
叶庆来	董事	1,872,000	0.319%
吴志泽	董事	57,776,000	9.834%
骆飞	董事	923,500	0.157%
陆昊	董事	943,500	0.161%
李悌逵	董事	1,068,000	0.182%
方小波	董事会秘书	368,550	0.063%
邓腊梅	副总经理	22,500	0.004%
张袖元	财务总监	90,000	0.015%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

除股权激励之外, 公司还面向高级管理人员、下属公司或独立事业部经营班子负责人以及其它有突出贡献的关键人员, 设立了奖励基金, 以激发公司骨干的工作热情。

表4 奖励基金计划

业绩指标	奖励基金计算方法	计提奖金后净利增速区间
上年净利 $>$ 当年净利	不计提奖励基金	<0
上年净利 \leq 当年净利 $<$ 上年净利 $\times 1.1$	当年净利 $\times 1\%$	$[-1\%, 8.9)$
上年净利 $\times 1.1 \leq$ 当年净利 $<$ 上年净利 $\times 1.25$	当年净利 $\times 2\%$	$[7.8\%, 22.5\%)$
上年净利 $\times 1.25 \leq$ 当年净利 $<$ 上年净利 $\times 1.4$	当年净利 $\times 10\%$ -上年净利 $\times 10\%$	$[22.5\%, 36\%)$

上年净利*1.4<=当年净利

当年净利*15%-上年净利*17%

>36%

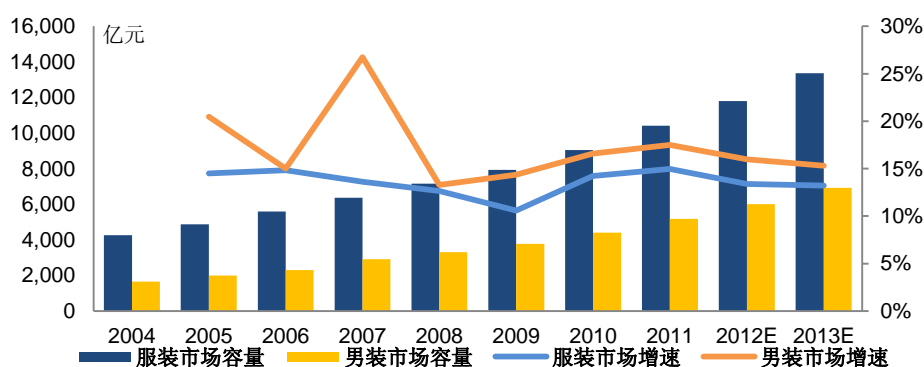
资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、行业分析：逐步培育高端产品线+渠道下沉

2.1 男装市场稳步增长

2004-2011年，我国服装市场保持了13.4%的年均增速，男装行业以17.6%的增长超过行业平均增速。2011年，男装市场零售额5172亿元，约占服装市场零售额49.69%，相较2008年占比增加3.61个百分点。预计未来两年增速仍能维持15%以上。

图6 我国服装行业、男装行业市场容量及增速



资料来源：Euromonitor International、中投证券研究所

2.2 未来发展趋势：渠道下沉+精细化管理+产品线向高端延伸

2.2.1 三、四线城市是新的增长点

三、四线城市人口总规模51138.3万，是一、二线城市总规模的4.7倍；三、四线城市GDP总占比48.3%，比一、二线城市高出24.5个百分点，市场空间巨大。一、二线城市因为快速的经济的发展，吸引了大量外国品牌和国内高端品牌的入驻，目前，一、二线城市市场空间已逐渐趋于饱和，三、四线城市发展潜力大，品牌竞争压力较小，市场占有率提升空间较大，在2011年国内商务男装品牌外延扩张普遍加速的背景下，渠道下沉抢占三、四线城市的份额成为各主流品牌的共识。

表5 各级城市发展情况

城市级别	人口规模 (万人)	GDP 总规模 (万亿)	GDP 占比
一线城市	3354.4	3.9	11.6%
二线城市	7504.1	4.1	12.2%
三线城市	26683.5	10.8	32.2%
四线城市	24454.8	5.4	16.1%
农村地区	72135	3.4	11.3%

资料来源：中投证券研究所

2.2.2 精细化管理是发展关键

在龙头男装企业店铺数量达到3000-4000家，以及消费升级的趋势下，精细化店铺管理以及培育更高端的品牌成为优质龙头男装企业的当务之急。

精细化店铺管理一来是提升直营比例，公司对直营店的控制权无疑是最强的，其次是加强加盟的管理，及时获取终端的销售数据，并将直营管理体系植入到加盟商中。目前品牌企业尚不能完全获取准确的终端渠道信息。未来随着品牌竞争的日益激烈，及时更新终端信息将成为未来的趋势。另外，渠道管理涉及到店铺选址、货品陈列、货品组合、导购服务、VIP 服务等多方面。只有不断加强终端管理，才能在激烈的品牌竞争中胜出。

2.2.3 龙头品牌企业需向高端产品线延伸

随着消费者收入水平的提升，购买需求逐步从无品牌走向了有品牌，从低端品牌走向更高端品牌。在 90 年代中期，走品牌化发展道路的企业和没有创立品牌的企业后来的发展轨迹完全不同，而在现阶段，企业对现阶段的高端品牌进行提前培育非常重要。因为很多品牌的发展有一个档次逐步往下走的态势，以七匹狼为例，06 年公司的茄克和外套单价 400 元，属于中高档定位，目前随着产品结构的调整，均价也只不过提升至 600 元，属于目前的中低档定位。其实相似款产品的单价，每年的提升空间较小，公司的一个整体平均价格的提升主要在于产品结构的调整，比如七匹狼增加时尚感更强、面料更好的黑标系列产品。单品牌的提价空间毕竟有限，目前，龙头企业纷纷开始在国内代理或者买断一些国外的高端品牌。我们认为，这是长远的战略布局，因为高端品牌的运营需要多年的经验，如果等需要的时候再来布局，必将为时已晚。高端品牌从一二线城市向三四线城市延伸比较容易，但是低端品牌很难从三四线城市延伸至一二线城市。

表 6 七匹狼九牧王产品向上延伸

	向高端系列或品牌的延伸
报喜鸟	代理巴达萨里、东博利亚等高端品牌
七匹狼	七品狼旗下高端系列黑标占比超过 50%，在华代理 CANALI、Versace 等品牌
九牧王	收购高端设计师品牌 VIGANO

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.3 公司主要竞争对手

报喜鸟品牌定位于中高档，在二线市场上的竞争对手主要包括庄吉、法派、威可多、雅戈尔等，以及七匹狼、劲霸、利郎等商务休闲品牌；而国外一线品牌如 ZEGNA、ARMANI 等定位高端，公司也不与其构成直接竞争。国内的西服品牌中，法派、威克多、庄吉与报喜鸟品牌价位最接近，具有竞争关系。

表 7 竞争对手分析

地区	品牌名称	品牌风格	价位	竞争关系
国外	HUGO BOSS	多品牌、多系列运营；产品一直以质量、品位备受推崇	5000 以上	国际顶尖高端品牌，产品附加值高，消费人群有限，不形成直接竞争
	ARMANI	简单的套装搭配完美的中性化剪裁	5000 以上	
	布克兄弟	拥有“总统御衣”的美誉，在美国是最能代表品味的男性服装品牌	1000-2000	国际品牌，价格适中，能够吸引部分消费者，构成一定竞争关系
	G2000	品格、剪裁及价值是 G2000 成为优质品牌的主要元素	1000 元以下	
国内	庄吉	都市白领商务装	2000-3000	公司主要竞争对手
	蓝豹	彰显斯文、优雅的形象，是高级白领人士理想的着装选择	4000 左右	

威可多	自主研发生产, 并始终只在一、二线核心城市销售; 产品风格时尚、干练	2000-3000	
雅戈尔	针对国际商务、行政公务、商务休闲三大消费群体进行开发, 形成了成熟自信、稳重内敛、崇尚品质生活的品牌特色	1000-2000	定位中端, 立足二三线城市, 以直营为主, 与公司部分产品(2000元以下)形成竞争关系
罗蒙	以“服装艺术家”为定位, 加大品牌对外推广力度	1000-2000	
红豆	以商务男装为主, 同时强调出口	1000 以下	主要凭借价格优势, 不与公司形成竞争
希努尔	中档男装品牌	1000 以下	

资料来源: 中投证券研究所

三、公司分析: 多品牌齐增长, 众服务迎潮流

公司实施“多品牌、多系列、国际化”的发展战略, 自主+代理, 品牌线覆盖正装、商务休闲以及时尚休闲三大子行业, 并且涵盖不同档次及不同年龄段消费群体。

3.1 成熟品牌: 报喜鸟+圣捷罗+宝鸟构成收入主要来源

3.1.1 报喜鸟: 稳健的外延扩张+持续的单店提升

主品牌报喜鸟贡献约 70% 的收入, 其增长由三方面因素驱动: 一是增加产品附加值, 提升价格; 二是开发新的产品品类和系列, 提升店铺的联单率和客单价; 三是渠道扩张依然有较大空间。

(1) 增加产品附加值。报喜鸟定位于二三线城市的中高档男士商务装, 西装上衣+西裤收入占比 40~50%, 主打产品价格约在 3000-5000 元; 公司采用加强品牌形象, 提升渠道终端形象以及做好 VIP 客户服务等多种方法来提升产品附加值。报喜鸟品牌坚持“不打折”来维护品牌形象, 设立部分折扣店统一清理库存; 公司有统一的店铺形象指导, 装修标准价高达 3000 元/平米, 并定期进行终端店铺形象的升级; 公司具有出色的终端信息系统, 能有效地维护 VIP 客户。

(2) 报喜鸟品牌不断丰富, 产品系列化延伸。作为公司的核心品牌, 报喜鸟品牌不断丰富产品系列, 从最初的以男士正装为主拓展到多个产品系列。2012 年秋冬订货会上, 报喜鸟构建由十大系列组成的完整产品格局: 华服、经典、商务、新锐、女装、户外、运动、内衣、皮具、皮鞋, 其中中华服和户外系列是首次推出, 华服系列意味“华夏礼服”, 具有鲜明东方文化元素。

图 7 报喜鸟华服系列



资料来源：公司官网、中投证券研究所

表 8 报喜鸟旗下品牌发展现状

	品牌	定位	发展现状
自主品牌	报喜鸟	主要为中高档商务男装	公司核心品牌，收入占比约 70%，2011 年底渠道数 821 家
	宝鸟	高端职业装，主要为团购业务	收入 4.46 亿，收入占比 22%，净利 356 万，净利较低主要因为阶段性费用支出较高，预计 2012 年宝鸟净利将有较大增长
	卡博诺	高级纯手工西服定制	定位高端市场，目前只在北京、上海、沈阳等五星级饭店设立专厅，主流西服价位为 2 万-5 万
	圣捷罗	年轻商务休闲装	2011 年收入超 1 亿，实现盈利约千万
	比路特	年轻英伦时尚休闲风格	属于培育阶段，2011 年亏损 900 万元左右，2012 年业绩会持续改善
	法兰诗顿	高档时尚商务休闲品牌	现有 120 家店，2012 年预计总计达到 150 家店，实现收入 2000 万，净利 800 万
代理品牌	哈吉斯	高端时尚休闲装，来自韩国	2011 年主要在谈判阶段，亏损 298 万，2012 年代理品牌哈吉斯开始正式运营
	巴达萨里	意大利中高端男士商务休闲	代理过程中，借鉴欧洲的高端服饰设计，2011 年合计亏损 600 万元
	东博利亚	意大利高级西服定制	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

(3) 渠道外延扩张空间广阔。截至 2011 年底，报喜鸟品牌门店数为 821 家，相较七匹狼、九牧王等商务休闲男装 3000-4000 家的门店数量，仍有较大的渠道外延扩张空间。未来 3-5 年，报喜鸟店铺将开至 1200-1500 家。

品牌推广强调“不打折策略”，强调给 VIP 客户优质服务。报喜鸟从 1999 年确立“不打折”的品牌价格策略，维持中高端的品牌形象；另外，公司成立 VIP 俱乐

部的时间较早，多次针对 VIP 客户组织活动。

表 9 公司营销方式

独特的销售口号	1999: 报喜鸟公开宣布全国统一价不打折的策略
有力的品牌推广活动	2001: “报喜鸟时尚俱乐部”八城市巡回活动启动 2005: 在敦煌主办“天垂丽象·报喜鸟品牌概念发布会” 2007: 旗下品牌 BONO 将量体定制店开进写字楼 2009: 开展“时尚新旅”全国城市巡回推广活动 2010: 签约古天乐为“报喜鸟”品牌代言人 2011: “报喜鸟全国量体巡回活动”隆重启动，邀请来自意大利的专业量体团队为广大顾客度身定制西服，推广了企业“量体定制”的服务
出色的 VIP 服务	报喜鸟 VIP 俱乐部建立“全天服务制”，与消费者进行一对一沟通； 针对 VIP 多次举办理财、出国旅游、艺术节等特色活动
多元化媒体宣传	除了在央视、杂志投放广告，报喜鸟还推出企业自己的杂志、网站，实现和顾客的多层次沟通
产品陈列	2004 年开始在全国范围大力建设景观店、旗舰店，强调产品高质感和品牌高档次的展现，成功推广企业形象

资料来源：公司网站、中投证券研究所

3.1.2 圣捷罗：四年磨一剑

年轻化定位。“圣捷罗”市场定位区别于主品牌“报喜鸟”，覆盖年轻中高端商务休闲市场，邀请周渝民作为品牌代言人，目标消费人群为 25-34 岁追求时尚的中产阶层及新锐人士。

公司除报喜鸟之外重点培养的品牌。圣捷罗从 2008 年的 45 家店增长到 2011 年末的 247 家，店数 CAGR76%，总营业面积为 2.23 万平米。品牌现在的销售网络已经遍及全国近 20 个省市，从下图可以看出圣捷罗在西南大块地区还有着较大的拓展空间。2012 年，品牌预计新开店 70-80 家左右。

小店增长，直营毛利高。圣捷罗街边店大小约为 100-200 平之间，商场店在 50-90 平之间，小于报喜鸟。渠道上看，圣捷罗仍以加盟拓展为主，在品牌成立初期，圣捷罗的渠道大多都是主品牌报喜鸟的加盟商开拓的。由于处在推广期间，该品牌更需要精耕细作，提高店效和服务水平。目前，圣捷罗店效为 1 万 2 左右。

图 8 圣捷罗销售网络（蓝色为网络覆盖区）

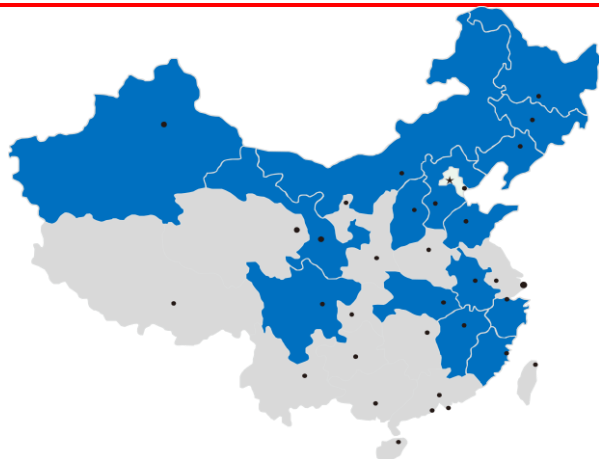


图 9 重塑圣捷罗风格：前卫都市浪漫



资料来源：公司网站、中投证券研究所

3.1.3 宝鸟：高质量的团购职业装

宝鸟生产厂商实力强大。宝鸟主要生产销售职业装、主要为团购业务，旗下有高端定制卡博诺、楼宇定制以及部分电子商务业务。宝鸟服饰成立于 1996 年，2008 年被浙江报喜鸟服饰股份有限公司收购。宝鸟具有出色的西服、衬衫生产能力，在 2000 年具有 10 条西服及衬衫全自动生产流水线，为 Armani、Valentino、Polo 等世界一流品牌进行加工业务。事实上，宝鸟的发展主要是在 2000 年以后，随着职场越来越规范化，正装需求增加，而公司敏锐地发掘出很多企业具有统一商务着装的需求，从而开拓了职业装团购业务市场。

发展到现在，宝鸟在上海拥有研发中心，开发了多个产品系列并把销售网点开进了写字楼，拥有 60 多个网点。宝鸟职业装保持高端质量，选用德国海莎、德国骏马、英国高士、日本东丽、日本 YKK 等世界著名工厂的垫肩、衬布、面料、丝线。

业务门类齐全。宝鸟产品系列分为经典系列、时尚系列、个性系列、行业系列和其他服饰。业务上除拥有“BONO”高端商务装品牌，还引入意大利“CARL BONO”个人高端定制品牌、以及国内外一线品牌的 ODM、国际贸易等业务。2011 年，宝鸟营收 4.46 亿，收入占比达 22%，净利润 356 万，因工厂迁徙和战略调整 2011 年净利率较低。2012 年 1 季度，宝鸟净利润超过 2011 年全年，成为新的利润增长点。

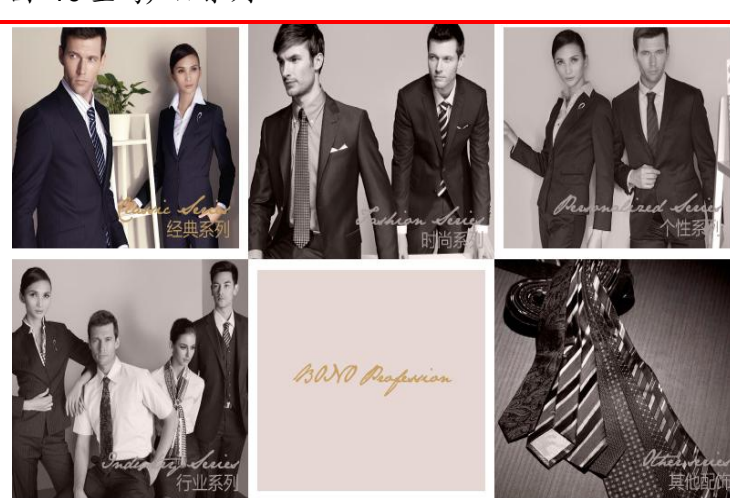
宝鸟的发展战略。1) 不同区域的分公司要做强、做大，通过不断的分拆、裂变分公司来做大市场；2) 做小生产，保证订单高于产能，一部分订单要通过外协解决；3) 做好服务，尤其是对大团购的服务。

表 10 宝鸟品牌定位分析

品牌	宝鸟品牌 (BONO)	卡博诺 (CARL BONO)	楼宇定制 (BONO TAILOR)	电子商务 (E-BONO)
成熟度	成熟	培育	培育	培育
定位	职业服团购	国内顶级定制品牌	中高档服装定制	网上直销品牌
目标消费群体	具有统一着装要求 的高端商务组织	30 岁以上追求品位 的都市精英人士	大众白领、商务楼 宇内部	社会新人、都市新贵和 职场达人

资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 10 宝鸟产品系列



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 11 宝鸟服务体系

置装顾问	挑选风格款式；挑选合适面料；结合企业元素设计
量身定制	分网点上门，一对一手工量体服务；日量体数不过百，保证服务质量
数字化管理	生产系统数字化；客户服务数字化；决策营运数字化
无忧配送	立体化装箱；强大的仓储物流；人性化的配送服务
售后保障	品质保障；客户服务
服务网络	全国各省、市、自治区、直辖市设立了 60 多家服务网络，辐射全国

资料来源：公司网站、中投证券研究所

3.2 培育品牌：品牌向高端延伸、覆盖多个子行业

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，负责“BigRooster”品牌中端英伦时尚休闲服饰的运营，目前拥有几十家店铺，以加盟为主；2) 全资子公司迪睿服饰(原控股公司融苑)，取得时尚休闲风格的韩国 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，**主要在于做好一级市场的高档商场形象，并通过合作引入欧洲原创设计；**4) 入股名欧服饰，运营定位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。

表 11 外购品牌定位发展和作用

公司名 称	持股 比例	收购 年份	品牌	定位	运营情况
比路特	51%	2010	大公鸡 (Big Rooster)	中端英伦时尚休闲服饰	2011 年收入 3158 万，亏损 916 万
迪睿	100%	2012	汉爵斯 (HAZZYS)	年轻时尚的日韩风格品牌休闲风格	2011 年亏损 298 万，品牌代理 2012 年开始正式运营
欧风	100%	2006	法兰诗顿 (FRANISTION)	中高档时尚商务休闲品牌	现有网点 120 家，2011 年希望扩充网点到 150 家，实现净利 800 万元
欧爵	65%	2011	巴达萨里 (MAURIZIO BALDASSARI)， 东博利尼 (TOMBOLINI)	高端服饰品牌 高级定制	欧爵 2011 年亏损 600 万元

资料来源：公司网站、中投证券研究所

公司运作的品牌有如下特点：**(1) 大多数品牌经营的产品相关度还是很高的，以商务装为主的品牌较多**，包括：主品牌报喜鸟（中高档男正装）、宝鸟（高端团购职业装）、卡博诺（高端西服手工定制）、东博利尼（国内代理，意大利高级西服定制）；商务休闲品牌包括：圣捷罗（年轻时尚商务休闲）、法兰诗顿（高档时尚商务休闲）、巴达萨里（中国代理，意大利中高端男士商务休闲）；时尚休闲品牌较少，是公司对新子行业的试水：比路特（英伦休闲）、哈吉斯（年轻美式时尚休闲）；**(2) 外购的公司多为上海服饰公司，旗下品牌多以高档产品，且在上海有一定基础，显示公司的长期战略思路是把控高端品牌，从国内时尚之都上海辐射其他区域。**我们认为，随着消费收入的增长，品牌的档次可能会逐渐往低端走，所以不断往高端延伸是一条正确的思路。但多品牌运作会使管理难度大幅提升，能否成功将由公司的管理水平决定。

多品牌运作具有以下优势：**(1) 扩大细分市场覆盖范围，防范风险；(2) 共享公司运作经验，以及供应商、经销商资源，圣捷罗品牌发展初期多依赖报喜鸟已有加盟商。且多品牌培育成熟后，进驻商场有较强议价力(如百丽的例子)；(3) 创造新的利润增长点，一个品牌的培育需要多年的时间，公司提前培育新品牌，虽早期会有亏损，但其他业务如果进入发展瓶颈，新的利润增长点就可以支撑公司的整体发展。**

图 12 外购品牌服装风格(从左往右依次为比路特、法兰诗顿、TOMBOLINI、巴达萨里、HAZZYS)



资料来源：公司网站、中投证券研究所

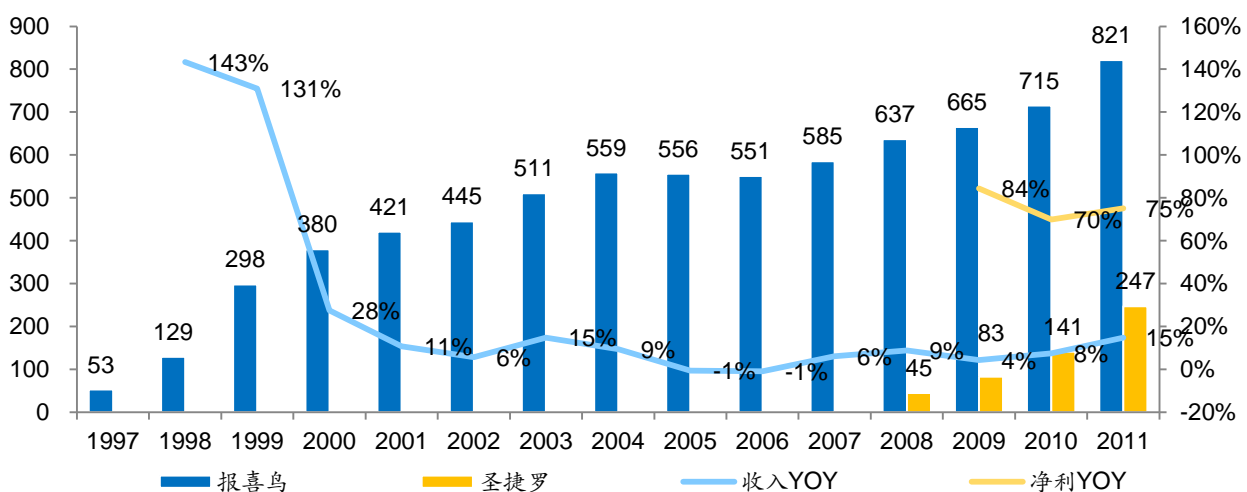
3.3 渠道稳步扩张

从下图上看，除在企业发展初期，因渠道基数较小，增速较高以外，进入到 2001 年，渠道增长一直在 20% 以下的水平稳步扩张，即使在企业 IPO 和增发获得大量融资以后，渠道的扩张步伐依旧比较稳健。

2011 年报喜鸟和圣捷罗的渠道终端增速较快，都增加了 106 家店，渠道增速分别为 15% 和 70%。2012 年增发后，将促进未来 2-3 年渠道数量和面积的快速增长。预计未来 2-3 年报喜鸟渠道每年增长近 100 家，且大店数量将进一步提升，拉动单店面积的增长。圣捷罗定位中低端，渠道扩张空间更广，预计 2012 年能达到近 70-80 家的店铺增长。2012 上半年预计两个品牌门店各净增 20 家左右，公司的开店主要集中在下半年，预计全年新增店铺在 150-200 家。未来 3-5 年，报喜鸟店铺将开至 1200-1500 家。

扩张稳健，除发展初期，店铺扩张速度一直在 20% 以下，且单品牌每年新店净增通常在 100 以下（除 2011 年）

图 13 报喜鸟门店拓展情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

报喜鸟的渠道扩张有以下特点:

(1) 以加盟为主: 大力扶植优质加盟商, 实现“强者恒强”的局面。2011 年报喜鸟加盟收入占比 80%+, 未来经营仍以加盟为主。公司的渠道战略为一线市场以打造品牌形象为主, 主要为直营经营, 数量占比较少, 二三线城市是销售主力, 贡献大多数销售收入。公司约 70% 的店铺在二线城市, 未来渠道扩张仍以二、三线城市加盟为主。

渠道扩张特点:

- (1) 加盟为主: 扶植优质加盟商“强者恒强”;
- (2) 优势区域精耕店铺密度, 越做越强, 弱势区域逐步打开;
- (3) 渠道拓展街边店为主, 保障不打折的品牌形象。

既然渠道以加盟为主, 那么增强加盟商的经营实力, 并维持加盟商的稳定性尤为重要。为此, 公司采取了如下措施:

i. **大力扶植优质加盟商, 淘汰落后加盟商。**目前公司加盟商数量约 400 家, 平均一个加盟商开 1.8 家店, 存在不少单店加盟的情形, 加盟商实力偏弱。公司给予优质加盟商大力支持, 鼓励其多开店, 开大店。具体措施包括“巨人计划”以及加盟商分类管理:

巨人计划: 公司的“巨人计划”旨在减少代理商数量, 提升单个规模, 扶持培养优质代理商。巨人是指至少拥有 3 家店铺的加盟商, 公司通过加大授信额度、延长授信期, 给予资金补贴等方式, 增强对巨人的支持力度, 实现“加盟直营式”管理。2011 年, 公司培育“巨人”加盟商 35 家 (人均店铺数 5.5 个), 占旗下店铺 200 家左右, 店铺占比达到 28.4%, 收入占比为 35%。未来计划发展到 50 到 60 家巨人。

加盟商分类管理: 公司将加盟商分为 A、B、C 三类: 对综合实力强的加盟商 (A 类) 重点扶持, 充分发挥其占有市场和提高利润的作用; 对有潜力的加盟商 (B 类) 一般性扶持, 保持未来增长可能性; 对表现较差的加盟商 (C 类) 保持保守态度, 甚至进行淘汰整合。

公司通过对加盟商的分级, 再配合“巨人计划”, 希望能扶植一批优质代理商, 实现公司渠道长足发展。

报喜鸟的加盟体系能持续做大做强与公司对加盟商的大力支持密不可分, 主要体现在以下方面:

① 报喜鸟部分店铺由品牌公司自身购置, 但以低于市场的价格租给加盟商, 由其经营。从 2009 年增发资金的使用来看, 不少自身购置店铺都由加盟商经营。

② 贷款信用支持力度大: 一般加盟商通常有 3-6 个月账期, 重点扶持的大加盟商账期可以有 6-9 个月。对于优质加盟商, 信贷支持力度也会有所倾斜, 首次铺贷额可以有 6 个月的账期, 对部分大经销商的应收账款达到上千万元。

③ 新开店补贴: 广告支持, 货架支持、店铺装修支持。对于拓店较快的优质加盟商, 支持倾斜力度较大。

④ 贷款支持: 以 1.8 亿自有资金给予加盟商贷款, 扶植优质加盟商购买店铺或作为营运资金, 贷款会根据银行相应期限贷款利率合理上浮, 使用期限 6 年。

⑤ 给予一定的退货比例:

对加盟商的支持:

- 店铺购置低价租给加盟商
- 信用支持
- 新开店补贴
- 贷款支持
- 给予退货比例

表 12 实施巨人计划后代理商数据的变化 (注: 巨人是至少有三个店铺的代理商)

年份	代理商数量	加盟总店数	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
2010	388	575	1.7	23	107	4.7	19%	23%
2011	367	680	1.85	35	193	5.5	28%	35%

资料来源: 公司股东交流会、中投证券研究所

ii. 提升加盟商的稳定性。首先在精神层面，公司大力扶持了一批加盟商“二次创业”，培育其做大做强，形成一种良性的依赖关系，有利于终端渠道的稳定。其次，公司在给予大力扶植的时候，签订合同要求加盟商对公司品牌的经营需要达到一定的年限。

渠道区域性布局：

(1) 优势区域增强店铺密度，开大店，形成强势地域恒强的局面；

(2) 弱势区域或空白区域开拓稳健，以寻求合适的代理商开拓为主。

(2) 从区域上看：优势区域愈强，弱势区域逐步打开。服装企业往往具有较强地域性。报喜鸟强势地区在东北以及四川、安徽等地，公司一直以来都强调加强在优势区域的店铺密度，实现“优势地域恒强”。**未来的区域战略部署为：**

i. 在东北、四川及安徽等优势区域进一步增强店铺密度，多开大店，大力培育VIP，在强势地区让优质加盟商做得更强；

ii. 而弱势区域则寻求优质加盟商培育，如江西市场前两年寻求到优质加盟商培育，目前以点带面，树立了终端榜样，把该区域都带动了起来。

从公司目前的发展来看，公司在空白市场及弱势区域开拓渠道的步伐比较稳健，空白市场开拓的难度主要有以下两点：

i. 消费者购买习惯在不同区域有所差异，且对品牌的认知度需要逐步培育；

ii. 需要找到优质加盟商，优质加盟商能把整个一片区域带动起来，而如果为了快速扩张，对加盟商把关不严反而可能把一个区域做差，从而将严重影响品牌在一个地区的长期发展。

以上两点都反应了公司重点把握已有优势资源的稳健经营思路。

(3) 从渠道结构来看：街边店占比 2/3 以上。因为公司坚持产品不打折原则，进入商场专柜产品打折会受到较大制约，所以公司一直以街边店模式为主。

3.4 内生增长：提价+服务+供应链三力驱动

目前大多服装企业的收入增长主要依靠渠道外延扩张，此处我们将公司收入增速与渠道增速差异做了个对比。

可以看到收入增速和渠道增速差异较大的有两个阶段：(1) 2007-2008 年；(2) 2011 年。

(1) 2007-2008 年，收入增速较门店增速分别快 30% 以及 84%，主要因为公司上市后购买或租赁了不少位置较好，面积较大的优质店铺。另一方面，公司关闭了部分效益较差的店铺，精耕优质门店，使得公司在店铺增速不快的同时，收入获得大幅增长。同时 2008 年公司收购的宝鸟业务并表，使得收入大幅提升；

(2) 2011 年，收入增速较门店增速快 36%，其中重要原因是店铺面积增速达 46%，收入增速较面积增速快 15%；另一方面，公司的同店增长达 25%。

图 14 公司收入增速与店铺增速差异

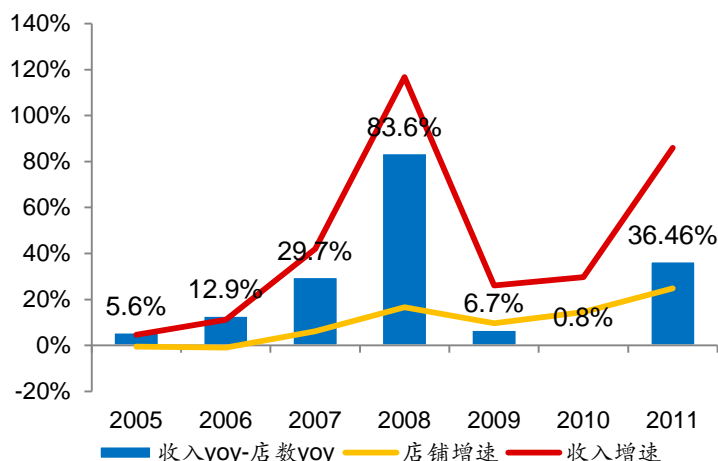
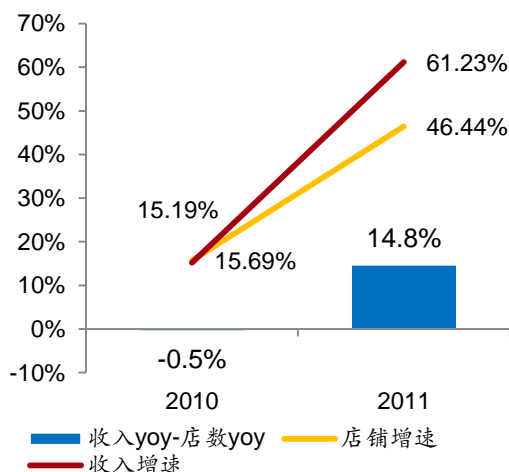


图 15 公司收入增速与面积增速差异



资料来源：公司公告、中投证券研究所

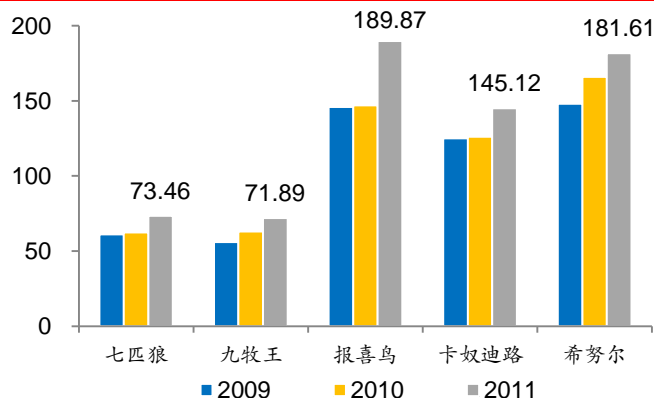
2010年-2011年，公司的同店增长率分别为15%和25%，较高的同店增长主要在于以下几方面因素：

表 13 2010、2011 年报喜鸟品牌销售数据统计表（注：大店——400 平方米以上店铺）

年份	总面积(万平方米)	总店数	收入年增长率	平效(万元,含税)	店效(终端收入/店数)	同店增长	大店数量	占全国店数比	大店占销售比
2010	10.7	715	21%	1.87	280万	15%	77	11%	23%
2011	15.1	821	38%	1.83	335万	25%	135	16%	32%

资料来源：公司股东交流会、中投证券研究所

图 16 男装企业店效（报表收入/年末店铺数）



资料来源：公司官网、中投证券研究所

（1）细致周到的VIP管理。报喜鸟的VIP俱乐部成立较早，目前在VIP服务方面积累了丰富的经验。较早组建VIP俱乐部的重大意义在于：1）锁定了一批重要的客户；2）积累了丰富的VIP活动运作经验。

公司目前有效VIP客户近9万人，收入占比40%，是公司稳定的收入来源，通过这些人性化的服务，公司希望进一步增强客户的忠诚度和对品牌的认可度，预计未来VIP客户的收入占比能逐步增至60-70%。

公司的VIP管理实行较早,经验丰富,管理能力领先于行业内众多竞争对手。公司将2012年设为服务年,增强对VIP客户的服务,为客户提供免费干洗、水洗、改衣等服务,组织过的活动包括理财讲座、去海外旅行以及参与艺术论坛等。公司将会员分成普通级和银鸟级,大型活动尽量在银鸟级VIP客户超过300个的城市举行,VIP较少的区域以礼品兑换、送卡等活动为主。

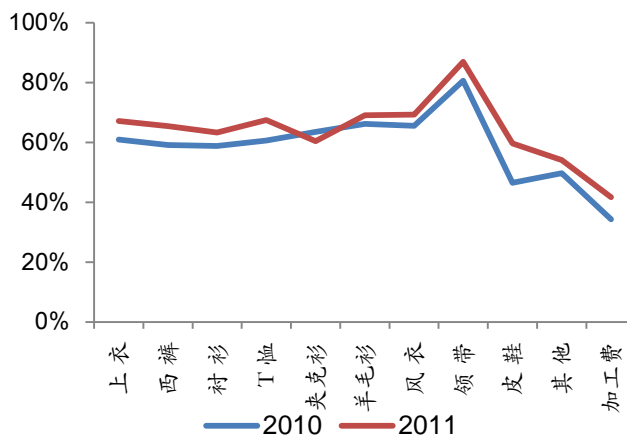
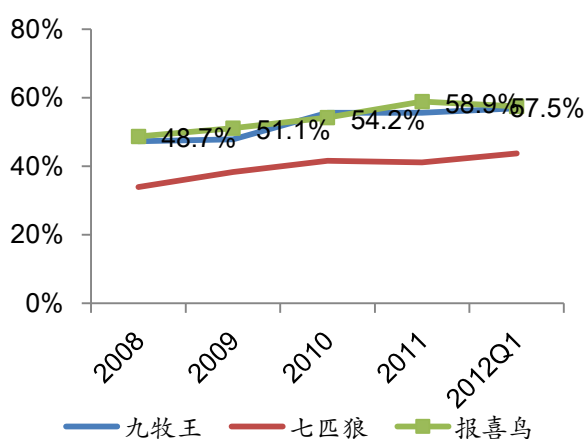
表 14 报喜鸟VIP会员服务

VIP 会员分类	银鸟级、普通级
VIP 活动形式	银鸟级VIP客户超过300人的城市,会多举行活动

资料来源:公司公告、中投证券研究所

(2) 提价仍有潜力,毛利率稳步上扬。随着公司品牌进一步的宣传与推广,品牌附加值提高,产品价格有所上涨,成本控制到位,加价倍率预计已提至7倍。2007-2011年,公司毛利率逐步上升,从48.7%增长到58.9%,上涨10.2个百分点;相较2010年,2011年皮鞋毛利率升幅最大,上涨13.12个百分点,大力带动了整体毛利率的增长;2012年1季度因为有部分冬季货品退货的因素,毛利率略有下滑。公司产品目前均价3000,即使每年提价10%,也要5年才能达到国内一线男装5000的均价,而这只是一线国际男装的30%左右。我们认为,公司提价能力仍有潜力,毛利率在未来3-5年将继续保持上涨趋势。

图 17 九牧王、七匹狼、报喜鸟 2008-2011 年毛利率 图 18 报喜鸟 2011 年各类主营业务毛利率



资料来源:公司公告、中投证券研究所

(3) 供应链管理。公司强势品类西装、衬衫40%以上自产,同时,公司拥有强有力的ERP系统,覆盖率95%,每天都对全国销售数据进行实时跟踪和分析,保证供应链的高速有效。订货会确定收入60%,追单补货比例能达到15-20%。

3.5 男装企业财务指标比较

男装定价高、报喜鸟因其较高的市场定位和产品附加值,毛利率水平一直处于男装企业高位,尽管公司直营占比较高,但2011年公司毛利率升至59%,2012年Q1因有部分冬季退货的因素,毛利率下滑1个点至57.5%。报喜鸟费用率较高,尤其是管理费用率较高,净利率在行业内处于中等水平,2012年Q1因季节因素、及财务费用和资产减值损失有所增加导致净利率较低。

图 19 男装企业历年毛利率比较

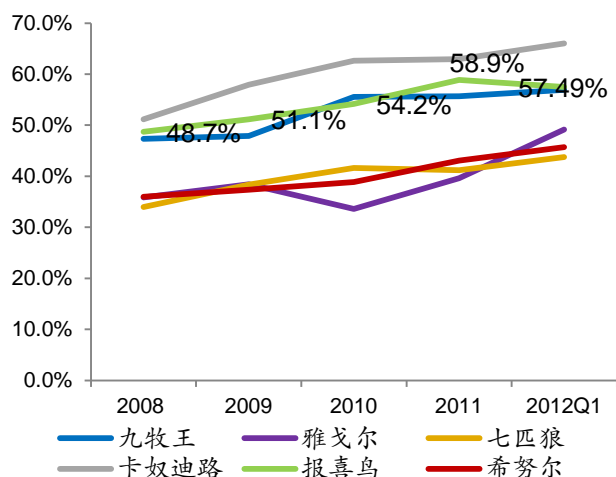
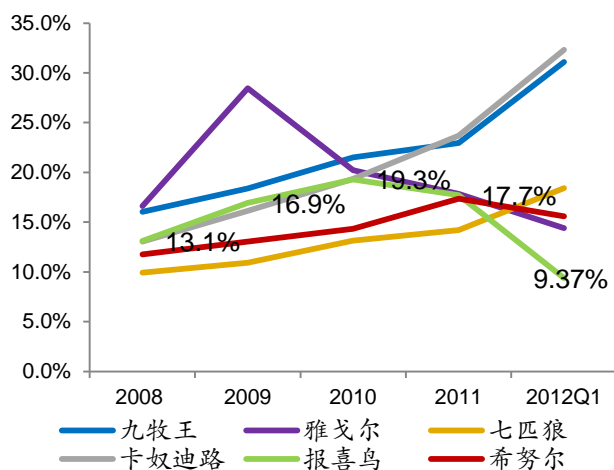


图 20 男装企业历年净利率比较



来源：公司公告、中投证券研究所

因公司产品单价较高，所以存货周转率较低，相较而言，定位更高端的卡奴迪路存货周转率更低。

以经营活动现金流/净利润来衡量公司的现金回收能力，从下图可以看出，除九牧王外，其他各男装企业的该指标在 2011 年都出现不同程度的下跌，显示大多男装企业在 2011 年纷纷加大了对经销商信贷支持力度。由于报喜鸟推行巨人计划，为优质加盟商提供更多扶持，其现金回流能力逐步下降，2012 年一季度达-0.62，处于行业较低水平。后期报喜鸟的经营活动现金流会有相对的改善。

图 21 男装企业历年存货周转率比较

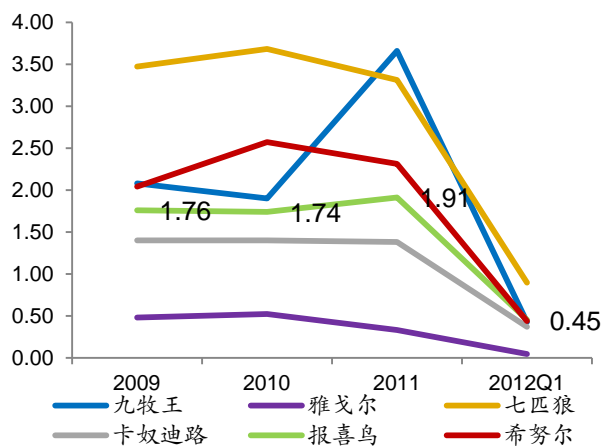
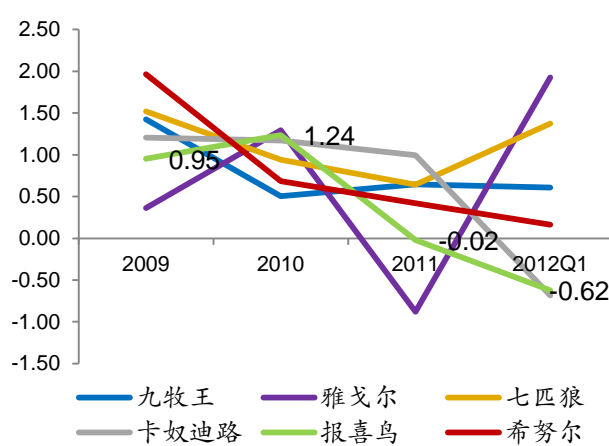


图 22 男装企业历年经营活动现金流/净利润比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

在应收账款方面，报喜鸟的指标逐年下降，处于行业较低水平，显示公司给予加盟商的信贷支持力度大。另外，考虑到服装企业的其他应收款在一定程度上衡量了品牌企业对加盟商的贷款，我们对比了男装企业销售收入/平均其他应收款指标，报喜鸟由于给经销商的贷款额度较大，该指标处于行业较低水平。

图 23 男装企业应收账款周转率比较

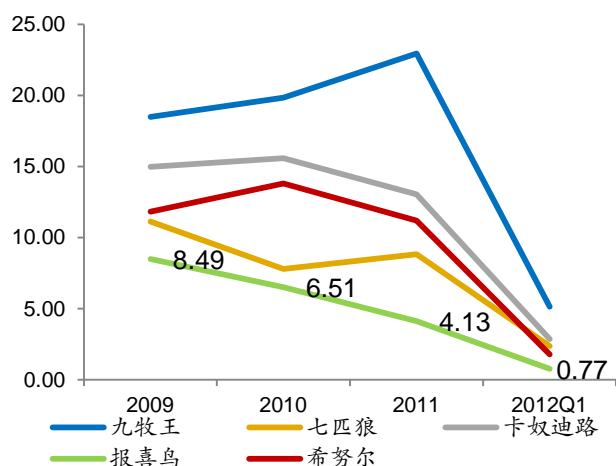
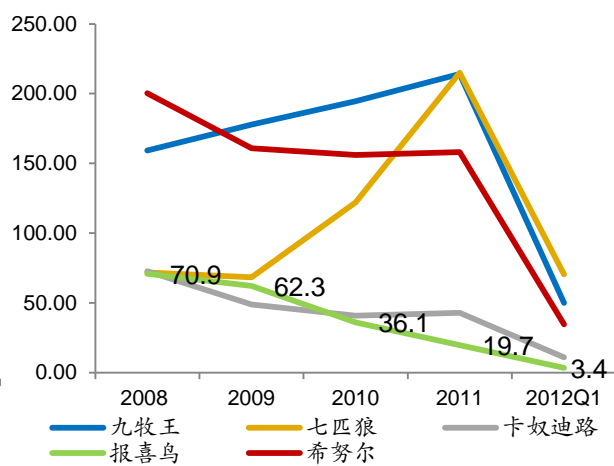


图 24 男装企业销售收入/平均其他应收款比率比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测及投资建议：强烈推荐

1) 单店收入：因为公司的店铺面积在稳步扩张，单店收入增速较快，我们预测报喜鸟 12-14 年单店收入增长率分别为 16%、14.8%和 13.5%，圣捷罗 12-14 年单店收入增长率分别为 18%、16%和 16%。

2) 店铺数量：我们预计 12-14 年净增店数 98、110 及 105 家，店铺数量增长率为 11.94%、11.97%和 10.20%；圣捷罗由于基数少且处在扩张期，我们预估其店铺增长率较高，未来三年分别为 30.36%、24.22%和 20.00%。

3) 其他品牌增长率：我们预估宝鸟品牌 12-14 年增长率分别为 15%、12%和 10%，其他外购品牌基数低，有着较快的增长空间，预估 12-14 年有 45%、42%和 40%的较快增长。

4) 销售费用率：随着收入的上升，规模效应显现，预计销售费用率略有下降，12-14 年销售费用率分别为 16.85%、17.00%和 16.80%。

5) 管理费用率：预计 12-14 年管理费用分别为 15.24%、15.00%和 14.80%。

6) 毛利率：由于公司报喜鸟、圣捷罗品渠道稳健扩张且产品有一定的提价能力，宝鸟开始盈利，外购品牌也有着良好的发展势头，我们预估公司毛利率会维持高位，12-14 年分别会达到 59%、59.5%、60%。

表 15 盈利预测假设

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
报喜鸟品牌					
单店收入 (万元)		173.82	201.64	231.48	262.73
单店收入增长率 (YOY)			16.00%	14.80%	13.50%
新增店铺数量	50	106	98	110	105
店铺数量	715	821	919	1029	1134
增长率 (YOY)	7.52%	14.83%	11.94%	11.97%	10.20%
销售收入 (万元)		142,710	185,304	238,192	297,934
增长率 (YOY)			29.85%	28.54%	25.08%

圣捷罗品牌					
单店收入 (万元)		45.00	53.10	61.60	71.45
单店收入增长率 (YOY)			18.00%	16.00%	16.00%
新增店铺数量	58	106	75	78	80
店铺数量	141	247	322	400	480
增长率 (YOY)		75.18%	30.36%	24.22%	20.00%
销售收入 (万元)		11,115	17,098	24,638	34,297
增长率 (YOY)			53.83%	44.10%	39.20%
宝岛品牌					
销售收入 (万元)		44,602	51,292.30	57,447.38	63,192.11
增长率 (YOY)			15.00%	12.00%	10.00%
其他品牌					
销售收入 (万元)		5,021	7,280	10,338	14,474
增长率 (YOY)			45.00%	42.00%	40.00%
营业收入合计	125,775	202,785	260,975	330,616	409,896
营业收入 (YOY)	15.19%	61.23%	28.70%	26.68%	24.0%
营业成本合计	57,617	83,400	107,000	133,899	163,959
毛利率	54.19%	58.87%	59.00%	59.50%	60.00%
销售费用率	16.52%	17.66%	16.85%	17.00%	16.80%
管理费用率	13.07%	15.41%	15.24%	15.00%	14.80%

资料来源：中投证券研究所

风险提示：1. 终端库存积压风险。2. 品牌培育失败风险。3. 小非减持风险

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2576	3202	3926	4891
现金	596	894	1073	1288
应收账款	717	785	932	1156
其他应收款	151	147	186	308
预付账款	601	749	937	1148
存货	511	627	797	991
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1510	1446	1391	1337
长期投资	1	1	1	2
固定资产	935	861	786	709
无形资产	107	166	226	287
其他非流动资产	467	417	378	339
资产总计	4086	4649	5317	6227
流动负债	913	1661	1729	1730
短期借款	355	855	735	522
应付账款	183	257	335	426
其他流动负债	375	550	659	781
非流动负债	987	397	463	543
长期借款	56	56	56	56
其他非流动负债	931	341	407	487
负债合计	1900	2059	2192	2272
少数股东权益	22	16	24	46
股本	587	587	587	637
资本公积	634	634	634	634
留存收益	942	1352	1879	2638
归属母公司股东权益	2164	2574	3101	3909
负债和股东权益	4086	4649	5317	6227

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-7	524	462	492
净利润	359	492	652	868
折旧摊销	65	91	91	92
财务费用	12	19	23	2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-474	-88	-320	-497
其他经营现金流	30	11	15	27
投资活动现金流	-760	-25	-24	-25
资本支出	624	0	0	0
长期投资	-55	-48	-50	-50
其他投资现金流	-191	-73	-74	-75
筹资活动现金流	833	-201	-259	-252
短期借款	260	500	-120	-213
长期借款	56	0	0	0
普通股增加	294	0	0	50
资本公积增加	-290	0	0	0
其他筹资现金流	513	-701	-139	-89
现金净增加额	66	298	179	215

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	2028	2610	3306	4099
营业成本	834	1070	1339	1640
营业税金及附加	25	33	40	53
营业费用	358	440	562	689
管理费用	312	398	496	607
财务费用	12	19	23	2
资产减值损失	64	64	66	68
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	423	587	780	1040
营业外收入	14	10	10	10
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	433	593	786	1046
所得税	74	101	134	178
净利润	359	492	652	868
少数股东损益	-9	-6	8	21
归属母公司净利润	368	498	644	847
EBITDA	499	697	894	1134
EPS (元)	0.63	0.85	1.10	1.33

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	61.2%	28.7%	26.7%	24.0%
营业利润	49.5%	38.8%	32.9%	33.3%
归属于母公司净利润	51.7%	35.3%	29.3%	31.5%
获利能力				
毛利率	58.9%	59.0%	59.5%	60.0%
净利率	18.2%	19.1%	19.5%	20.7%
ROE	17.0%	19.4%	20.8%	21.7%
ROIC	16.4%	22.2%	26.2%	29.0%
偿债能力				
资产负债率	46.5%	44.3%	41.2%	36.5%
净负债比率	21.63	44.25%	36.10	25.45%
流动比率	2.82	1.93	2.27	2.83
速动比率	2.22	1.52	1.78	2.21
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.60	0.66	0.71
应收账款周转率	4	3	4	4
应付账款周转率	4.55	4.87	4.53	4.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.85	1.10	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.89	0.79	0.84
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.38	5.28	6.65
估值比率				
P/E	20.26	14.98	11.58	8.81
P/B	3.45	2.90	2.41	1.91
EV/EBITDA	15	11	9	7

投资评级定义

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

石颖, 中投证券研究所纺织服装行业研究员, 清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434