



品牌成就未来——报喜鸟深度研究报告

行业分类：纺织服装

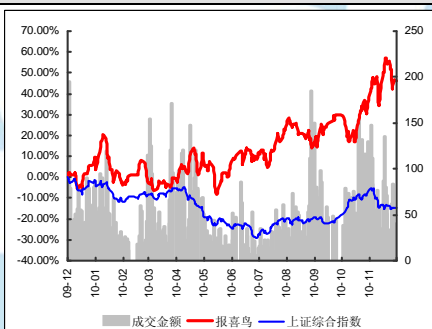
2010.12.6

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	41
当前股价(10.12.03)	31.05
研究员：张绍坤 执业号：S0640208090087	
电话：0755-83689044	
E-mail: zskscstock@yahoo.com.cn	
报告日期：2010.12.6	

基础数据

上证指数	2842
总股本(亿)	2.94
流通A股(亿)	2.34
流通B股(亿)	/
流通A股市值(亿)	72.65
每股净资产(元)	6.01
ROE(Q3)	9.08%
资产负债率	22.07%
动态市盈率	22
市净率	5.15

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

中航金融研究所：

联系人：刁志学、毛艳琼

联系电话：0755-83778731

地址：深圳市深南中路68号航空大厦2902室(518031)

投资要点：

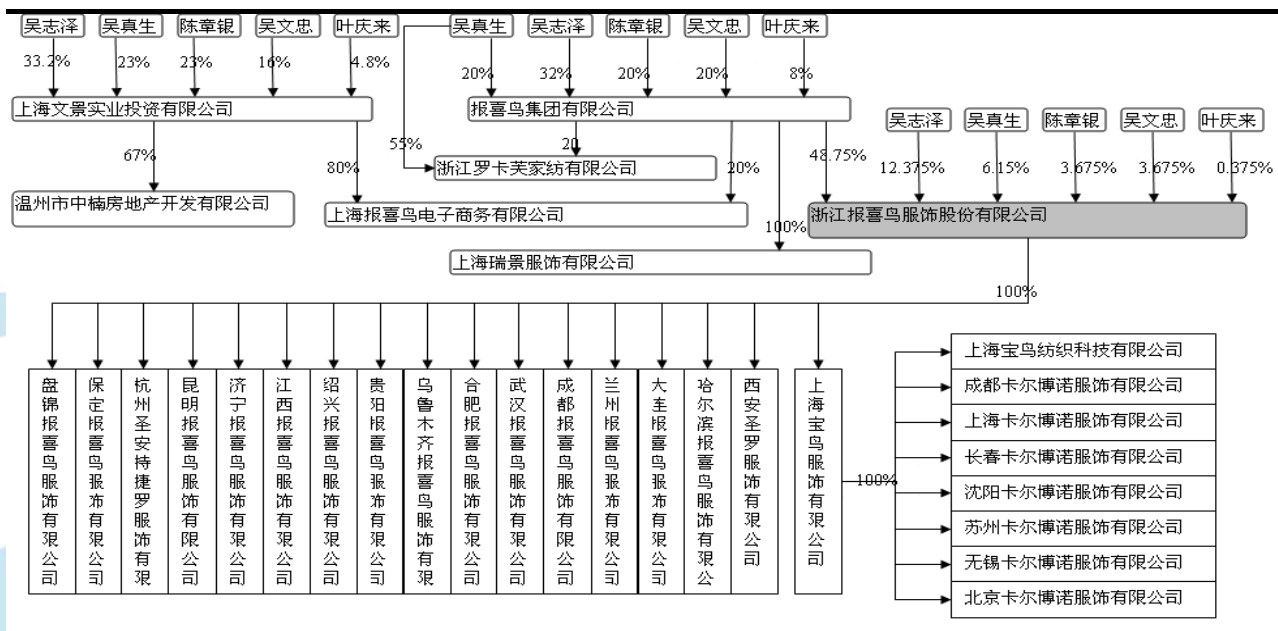
- 品牌价值的不断提升需要企业拥有强大的品牌塑造力，品牌塑造力是一个系统工程，需要企业拥有强大而高效的后台支持，我们认为是否拥有渠道控制力和高效的计划统筹系统是品牌服装企业能否成功的关键，因为这是企业能否形成强大品牌塑造力以及能否实现渠道快速健康扩张的核心因素。
- 渠道控制力可以保证品牌企业实现拥有对产品客户的第一手信息，而高效的计划统筹系统可以保证信息流在公司内部迅速流转，进而实现产品流的高效流转，信息流和产品流的高效流转保证了公司产品的设计、采购的面料更符合品牌目标客户的需求，产品生产、仓储、物流直至终端的销售形成统一的整体系统并形成自省能力，最终实现品牌价值的不断提升和销售渠道的快速健康扩张。
- 报喜鸟定位准确，其商务系列男士服饰产品主要定位在30-50岁中产阶级男士，主打西服价位在2000-3000元之间，品牌理念为“高贵、儒雅、精致”。中产阶级在我国的人口比重正在不断发展壮大，并逐步成为我国消费的主要群体，未来发展空间广阔。
- 报喜鸟能够在品牌塑造和渠道扩张上成功实施不打折策略、一级代理策略、退货返销策略、大店策略、区域拓展策略、渠道下沉策略等方式的关键，是其背后对渠道的强大控制力及内部高效的计划统筹系统做支撑，这也是其核心竞争力所在。
- 公司的核心竞争力保证了圣捷罗(S. ANGELO)时尚品牌成功概率较高。
- 公司能够快速健康的发展并逐步形成自己独特的核心竞争力与公司优秀的治理结构分不开。首先从股权结构上来看，公司虽然是一家民营企业，但股权结构较为分散，这为公司形成相互制衡的治理结构奠定了基础；股权激励行权后，公司主要管理层基本全部行权，实现了管理层、大股东及中小股东的利益一致，优秀的治理结构是公司长期稳健发展的基础。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1091.85	1394.95	1783.02	2284.77
收入同比(%)	16.41%	27.76%	27.82%	28.14%
归属母公司净利润	184.98	288.56	397.14	548.89
净利润同比(%)	50.51%	55.99%	37.63%	38.21%
毛利率(%)	51.13%	54.00%	56.00%	58.00%
ROE(%)	11.59%	15.75%	18.41%	21.06%
每股收益(元)	0.630	0.982	1.352	1.869
P/E	49.21	31.55	22.92	16.58
P/B	5.70	4.97	4.22	3.49
EV/EBITDA	29.66	20.12	14.95	10.53

一、公司概况：中高档男正装的领导品牌

浙江报喜鸟服饰股份有限公司成立于 2001 年，由报喜鸟集团以其服装生产相关的生产经营性设备及厂房作为出资发起设立，吴志泽先生、吴真生先生、陈章银先生、吴文忠先生和叶庆来先生五位自然人以现金作为出资，共同发起设立，注册资本为 6000 万元。并于 2007 年成功在 A 股挂牌上市。

图表 1：报喜鸟股权结构图



资料来源：中航金融研究所，公司公告

报喜鸟主要从事报喜鸟品牌西服及衬衫等男士系列服饰产品的设计、生产和销售，08 年推出时尚品牌系列圣捷罗 (S. ANGELO)，截止 2010 年 6 月末，报喜鸟品牌网点达 679 家，圣捷罗品牌网点 109 家，卖场总面积达到 10.9 万平米。

2008 年 4 月公司利用 IPO 资金 7199 万元收购上海宝鸟公司 80% 股权，宝鸟的主营业务是职业服团购和外贸加工，受经济危机影响，出口大幅下滑，宝鸟在 09 年销售收入出现较大幅度下滑 (09 年销售收入 3 亿，08 年为 4.12 亿)，今年以来出口回暖，截至 3 季度宝鸟销售收入已于去年基本持平，全年应能达到 08 年的水平。

目前我国男士正装市场可划分为高、中、低档市场的竞争格局，高档市场主要被国外著名的奢侈品牌占领，主要品牌有 Hugo Boss、Dunhill、Armani、Zegna 等，国际品牌在资金、技术和新产品开发方面具有优势，其主要利用品牌、资金等优势在大中城市建立旗舰店，同时选择特许经营方式进入中国市场，国际品牌定位高端市场，市场价位高 (一般

在 5000 元以上), 但其消费群体相对较少, 网络体系尚不健全; 中档市场竞争较为激烈, 从价位上来看中档市场又可以分为 1000-2000 元的中低档市场和 2000-3000 元的中高档市场, 在 1000-2000 元的中低档市场中雅戈尔处于领导地位, 而在 2000-3000 元的中高档市场中报喜鸟最具竞争优势; 低档市场价位在 1000 元以下, 代表品牌为红豆。

图表 2: 男士正装市场竞争格局统计表

主打价位	主要品牌	产品特性及市场状况	竞争策略及运作方式	与报喜鸟竞争关系
1000元以下	红豆	产品价位相对较低, 在国内市场主要占据中低档市场或区域市场	利用价格优势主要进入二、三级市场	与报喜鸟消费群体基本不一致, 基本上不存在直接竞争关系
1000-2000元	雅戈尔 罗蒙 杉杉 威克多 庄吉	产品价位较高, 在国内市场主要占据中档市场, 市场覆盖面较广	利用直营网点较多及价格、促销、广告等手段与本公司展开竞争	在2000元以下的产品存在竞争
2000-3000元	法派 夏蒙 顺美	产品价位相对较高, 主要占据中高档市场	采取特许加盟经营方式, 利用产品、服务、促销、服务、广告等手段与本公司展开竞争	是报喜鸟最直接的竞争对手, 报喜鸟网络体系相对健全, 产品在中高档市场已占有较高的市场份额, 具有较强的市场竞争力
	报喜鸟 (SAINT ANGELO)	产品价位相对较高, 市场网络体系相对健全, 产品设计较为领先, 运作规范, 主要占据中高档市场	采用“加盟-直营”方式, 充分利用品牌、产品、服务、网络等优势	---
5000元以上	Hugo Boss Dunhill Armani Zegna Cerruti1881	产品价位很高, 属国际一流品牌, 知名度高, 占据高档市场	利用品牌、资金等优势在大中城市建立旗舰店, 同时选择特许经营方式进入中国市场	国际品牌定位高端市场, 市场价位高, 消费群体相对较少, 网络体系尚不健全。相比而言, 本公司具有较明显的市场网络优势

资料来源: 中航金融研究所

公司主打产品报喜鸟商务系列男士服饰产品主要定位在 30-50 岁中产阶级, 主打西服价位在 2000-3000 元之间, 属于男正装中档市场。中高档男正装市场上公司的主要竞争对手是维克多、庄吉、法派、夏蒙、顺美, 其中庄吉、法派、夏蒙与公司营销网络布点接近, 主要都在二三线城市, 以代理制为主, 但这些公司从门店数量、规模、品牌知名度、专注度与治理结构等方面都与公司有一定差距; 而威克多、胜龙、依文等品牌主要在一线城市与二线大城市比较好的商场布点, 与公司目前的网络重合度不太高, 且自营比例也较大, 公司虽在一线城市目前尚无法与这些品牌竞争, 但在二线与三四线城市公司的优势明显, 品牌知名度也更高。

图表 3: 报喜鸟与主要竞争对手比较分析表

品牌	规模	销售模式	目标客户	品牌理念
报喜鸟	商务系列专卖店647家，时尚系列专卖店45家，08年销售收入9.38亿	代理制为主，直营、联营为辅，门店主要集中在二、三线城市	三十至五十岁的中产阶级人士	高贵、儒雅、精致
威克多	直营专柜240多个，覆盖30个一级城市；180多家特许经营机构，覆盖80多个城市，年增长率30%	门店集中在一线城市，自营比例高	成功男士、商务精英	储蓄、深沉、稳重
庄吉	有400余家自营、联营、加盟专卖店，销售收入在中国服装企业中排名第8	代理制为主	25--50岁之间，最求时尚有品位的白领阶层	庄重、高雅、展现自我
法派	30多个销售分公司和400多个专卖店	代理制为主	成功商界人士、高级行政人员、现代时尚男人	尊崇与时尚

资料来源：中航金融研究所

二、行业逻辑：品牌塑造力、渠道控制力和高效的计划统筹系统

自有商标服装专卖店（SPA）70年代在美国出现，随后迅速发展壮大，盖普、优衣库、ZARA、H&M都是其中的佼佼者。SPA是指从生产到销售的整个流程都由一家公司统一管理、坚守中间环节的浪费、实现降低成本同时形成品牌价值的运营方式。

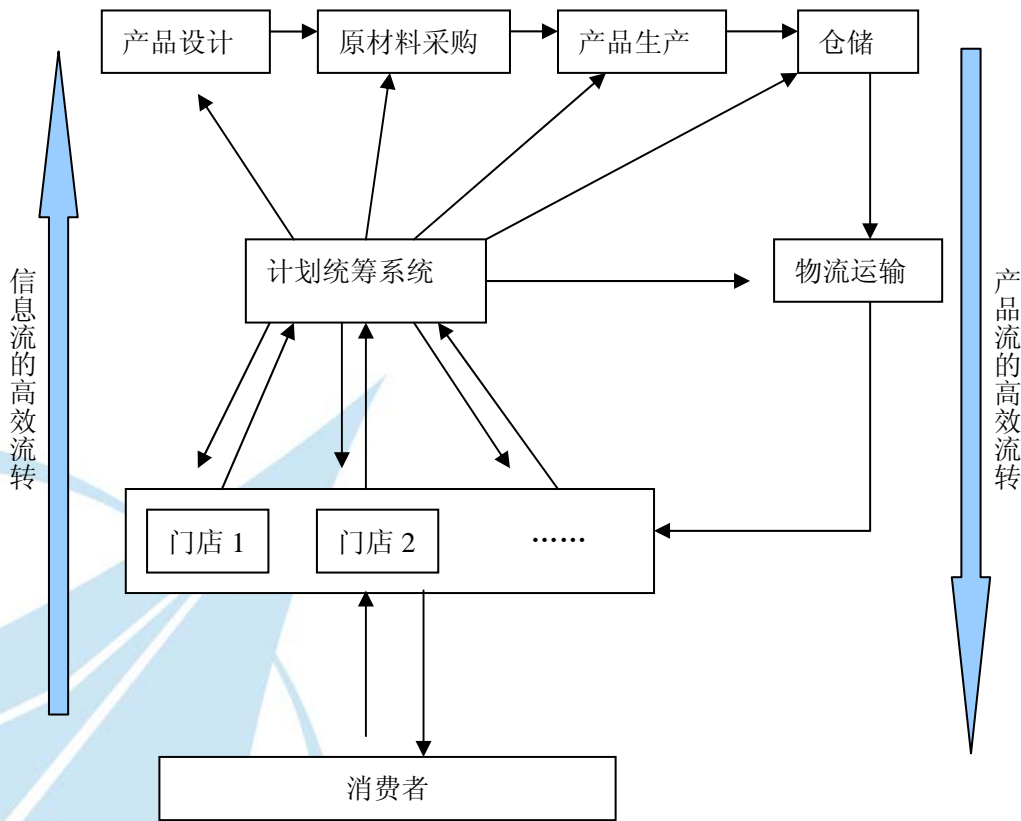
我们认为品牌服装企业运营的关键是要实现品牌价值的不断提升和销售渠道的快速健康扩张，品牌价值的不断提升可以提升产品附加值，进而提升毛利率，渠道快速健康扩张可以实现销售收入的快速增长，进而共同支撑企业ROE的不断提升。

品牌价值的不断提升需要企业拥有强大的品牌塑造力，这包括品牌的定位（包括目标客户的年龄、性别、收入、家庭地位、社会地位、消费偏好、消费习惯等个性化指标）是否清晰准确以及产品的设计、用料、宣传，渠道门店的装修、位置、服务等方面是否与品牌定位的目标客户相吻合，品牌塑造力是一个系统工程，需要企业拥有强大而高效的后台支持。

我们认为是否拥有渠道控制力和高效的计划统筹系统是品牌服装企业能否成功的关键，因为这是企业能否形成强大品牌塑造力以及能否实现渠道快速健康扩张的核心因素。渠道控制力可以保证品牌企业实现拥有对产品客户的第一手信息，而高效的计划统筹系统可以保证信息流在公司内部迅速流转，进而实现产品流的高效流转，信息流和产品流的高效流转保证了公司产品的设计、采购的面料更符合品牌目标客户的需求，产品生产、仓储、

物流直至终端的销售形成统一的整体系统并形成自省能力，最终实现品牌价值的不断提升和销售渠道的快速健康扩张。

图表 4：渠道控制力和高效的计划统筹系统是品牌服装企业能否成功的关键



资料来源：中航证券金融研究所

渠道控制力是指品牌服饰企业能否对终端渠道销售产品的数量、价格、库存进行动态跟踪监控，对终端门店产品的销售范围能够有效控制，对门店的装修、宣传、服务等能够实现统一提升等。目前品牌服饰企业一般实行加盟模式和直营模式，直营模式对渠道的控制力强但扩张速度慢，且由于品牌服饰企业并不是对所有的经营区域均非常了解，因此在门店开始位置、物业选择上也会增加难度；加盟模式扩张速度快，成本低，但品牌服饰对加盟店的控制力弱。因此如何平衡直营店和加盟店的比例以及如果强化对加盟店的控制力成为品牌服饰企业运营中需要解决的第一个关键问题。

高效的计划统筹系统是指对于渠道的反馈信息经过整理分析后能够及时反馈给各个职能部门，对于产品出现的问题能够及时的找到原因并改进，高效的计划统筹系统需要品牌

服饰企业具有高效的内部控制流程和完善的公司治理结构，这成为品牌服饰企业运营中需要解决的第二个关键问题。

三、报喜鸟：强大的品牌塑造力形成公司的核心竞争力

报喜鸟商务系列男士服饰产品主要定位在 30-50 岁中产阶级男士，主打西服价位在 2000-3000 元之间，品牌理念为“高贵、儒雅、精致”。中产阶级在我国的人口比重正在不断发展壮大，并逐步成为我国消费的主要群体，该部分群体对生活品质有一定要求，追求社会认同和自我认同，报喜鸟将目标消费者锁定在该部分群体，有效推广“报喜鸟”品牌，宣传自己的品牌文化主张，传达自己的流行文化，形成了“东情西韵、古风新律”的品牌风格。

98 年聘请“香港十大衣着杰出人士”之一、著名影星任达华先生出任“报喜鸟”形象大使，首开国内服装界聘请名人担任形象代言人的先河。2006 年 1 月，聘请任贤齐先生担任报喜鸟新的形象代言人，其良好形象彰显了报喜鸟服饰的独特风格。在产品概念推广方面，从 97 年开始每年都会根据男装流行趋势至少推出一个与众不同的设计概念和技术产品，并在产品、广告、陈列、服务等方面进行全面推广。

图表 5：报喜鸟品牌推广统计

年份	产品主题概念风格	广告推广
1997	新风格西服	报喜鸟——喜报千万家
1998	挺柔西服	我爱报喜鸟
1999	非粘合衬西服	刚柔相济、衣中钻石——非粘合衬西装
2000	轻凉西服	
2001	明兜系列西服	昂首阔步新天域、浑然天成报喜鸟
2002	条纹系列西服	
2003	轻垂绒西服	华彩出众、闪亮人生
2004	全麻衬商务 CEO 系列/自然绒美西服	报喜鸟——全麻衬手工西服
2005	简雅 V 型西服	自然欢嬉——报喜鸟
2006	瘦身版西服	天高任我飞——报喜鸟

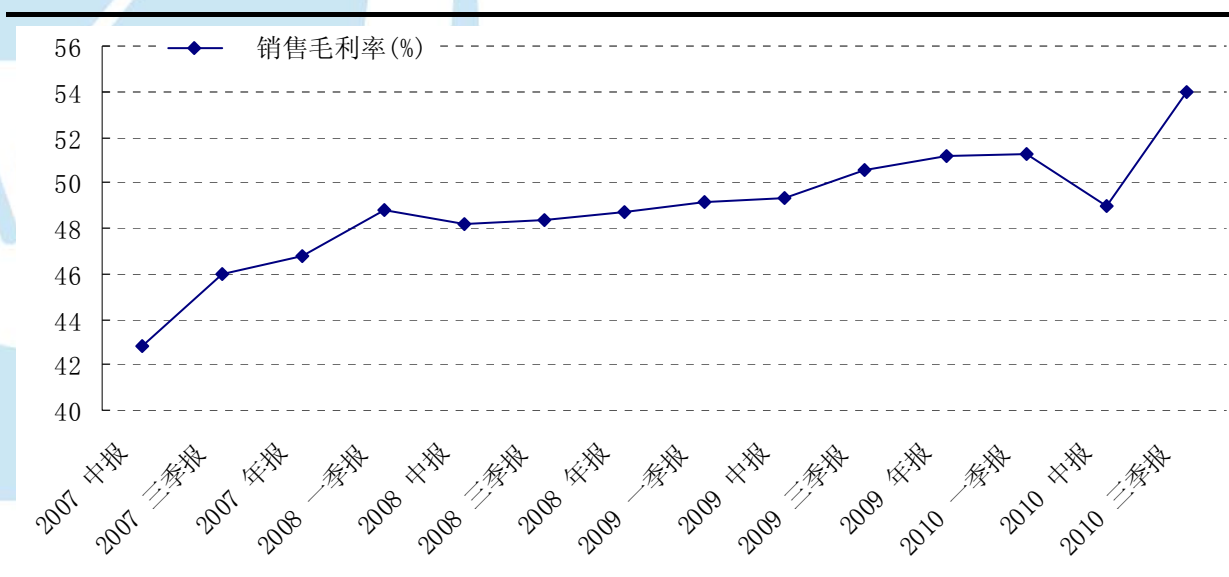
资料来源：中航证券金融研究所

初依据品牌定位通过品牌宣传及产品设计、用料、质量控制等方面塑造品牌形象外，公司还依据男正装行业及目标客户的消费观念和特点，于1999年提出“全国统一价不打折”，不降价策略对公司的战略发展及核心竞争力的形成具有重要作用，不但提升了公司的品牌地位，也拉大了同竞争对手的距离，其具体体现在以下几点：

- **对特定消费群体的锁定作用。**中国服装市场很大，报喜鸟锁定的是愿意为品牌付出相应价格以体现个人品位的群体，而不是要通过降价上量占领整个市场。
- **保值作用。**在报喜鸟的消费构成中，礼品消费约占10%多的比重，这类顾客看重的是品牌价值；婚嫁市场占有20%的比重，顾客看重的是富有民族喜庆色彩的品牌名称。据了解，20%的顾客是冲着报喜鸟不打折来的。如果打折，得罪的将是老顾客。
- **保证产品的高品质及品牌形象。**高品质需要大投入，公司品牌宣传投入了大量的资金，其不打折可以保证品牌具备持续提升的能力。
- **防止窜货。**全国统一价是规范连锁系统的一块基石。

在不降价策略的基础上，随着公司品牌形象的不断提升及我国经济的快速发展目标客户群体收入的提升，公司男正装系列销售价格每年均会有小幅上涨（2010年初公司男正装提价约10%），这使得公司在不流失客户的情况下维持了品牌形象，而且使得公司产品的毛利率不断提升，公司内生性增长得到极大提高。

图表 6：品牌价值的不断提升使得公司毛利率逐年提高



资料来源：中航证券金融研究所，公司公告

四、强大的渠道控制力及内部高效的计划统筹系统是公司形成强大品牌塑造力的关键

公司早期以加盟模式为主，低成本快速的抢占了市场，但对加盟商的销售渠道控制力不够、对市场需求信息反映不快、对品牌形象的统一策划不能得到充分执行等弊端也逐步的显现出来。

2005 年公司逐步放慢了扩张步伐，经营重点从扩张营销网点转到整合市场网络资源、改善网络质量、扩大单店面积、提高单位营业面积的销售业绩和提升终端形象方向上来，强化对加盟商的渠道控制力成为经营重点，为此 06 年以来公司加大投入建设连锁营销网络集中管理系统，并初步实现了对已有特许加盟商的信息化管理，构建信息系统实现对每个终端店铺的终端监测，以提高对市场的反应速度，而对渠道的控制并不仅仅是信息化管理，公司同时推进了一级加盟商代理制度，减少中间利润流失环节，实施经公司审批同意后报销加盟商广告费的措施，规范和完善特许加盟商的广告投放等制度，对终端零售价格，终端加盟商的经营范围有严格的限制和奖惩措施等，强化渠道控制力。

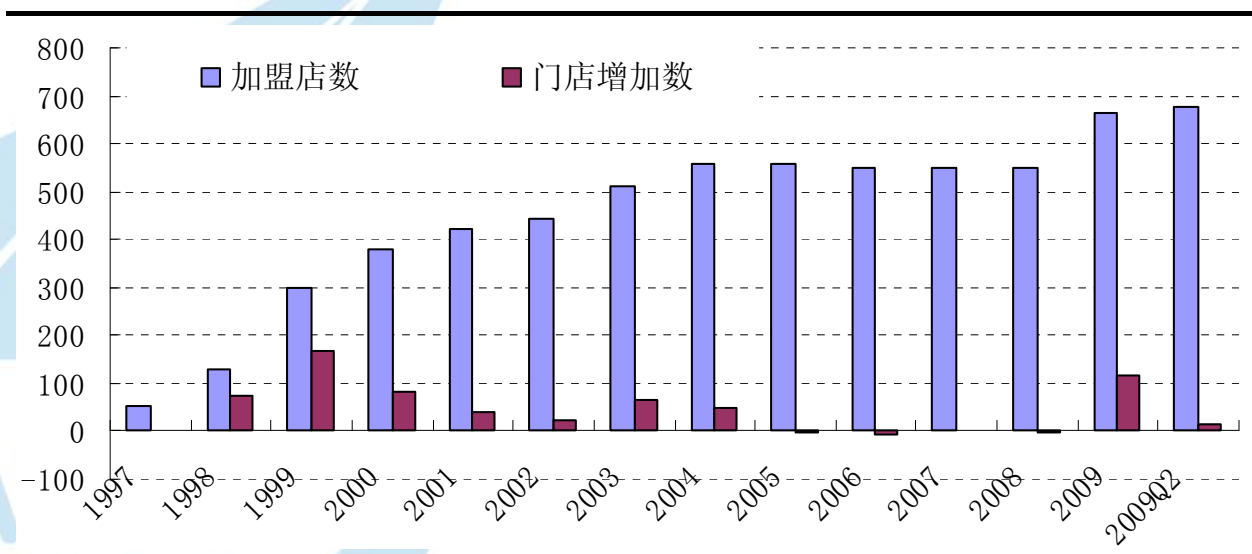
加盟商与品牌商本身具有利益博弈的过程，强化对加盟商渠道的控制并不容易，品牌商必须建立一套完善的透明制度，不仅规范加盟商同时也要规范自己，最终实现双方的利益一致，共同将品牌做大做强，比如报喜鸟实施不打折策略就必须对于加盟商年底的尾货处理提出解决方案，不然加盟商的利益必定受损，报喜鸟对此实施退货返销策略，退货返销策略是指公司针对终端零售商年末未销完存货给予一定比例（10%-30%）的退货额度及换货额度（换成来年新品，额度在 10%左右），对于这些退货商品第二年公司通过掉换不同的销售区域消化，这种政策的实施必须有强大的计划统筹系统做保证，因为加盟商如果未销存货过多，即使实施退货返销策略对加盟商利益也会有巨大损害，而过多退货对报喜鸟本身也很难消化，而高效的计划统筹系统对产品从生产到最终销售可以实现动态跟踪调整，保证了加盟上的存货在可控制的范围内。

在强化对加盟门店的控制力的同时，07 年上市后公司开始加大直营店的投入，截至 09 年三季度，商务系列报喜鸟品牌直营店约占 14%（三季度末商务系列报喜鸟品牌门店数约 700 家），未来公司计划将直营门店的比例提升至 30%，直营店使得公司对渠道的控制力更强，公司可以直接面对消费者，可以获取零售环节的丰厚利润，但直营店的扩张成本高，公司未来计划把直营门店比例控制在 30%以内，也是考虑速度与效益的平衡原则。

对渠道的控制力和高效的计划统筹系统在形成公司强大的品牌塑造力的同时也保证了公司门店快速健康的扩张，比如目前公司实施的大店策略（提升 500 平方米以上门店占比）、门店拓展区域策略（前公司的门店主要分布在东北地区和华北地区，而随着工业化向中西部的转移，公司近期将重点拓展西南地区）、渠道下沉策略（重点拓展区域内的二三线城市，甚至乡镇专卖店）等均与行业的发展趋势以及公司的品牌定位相吻合，使得门店扩张的成功率高，速度快，销售收入快速提升。（详见 09 年 11 月报告《报喜鸟—品牌、渠道支撑公司未来广阔成长空间》）

渠道控制力及内部高效的计划统筹系统也保证了公司具有很强的反省能力，比如在 97 年到 05 年公司高速扩张后，发现其对渠道的控制力、销售净利率、期间费用率等各项指标均出现恶化迹象时，从 06 年开始实施了四年的整合市场网络资源、改善网络质量，强化内部管理等方面的改善，为公司走的更远奠定了坚实的基础。

图表 7：97 年以来公司门店拓展统计



资料来源：中航证券金融研究所，公司公告

五、公司的核心竞争力保证了圣捷罗（S. ANGELO）时尚品牌成功概率较高

报喜鸟延续国际一线男装品牌的发展路径，2008 年下半年公司联手法国资深服装设计推出圣捷罗（S. ANGELO）时尚品牌，目标消费人群为 25-30 岁的社会新生力量、潮流追随者，着重于时尚，以个性鲜明、活跃、拒绝循规蹈矩为特质，设计风格为外观设计贴

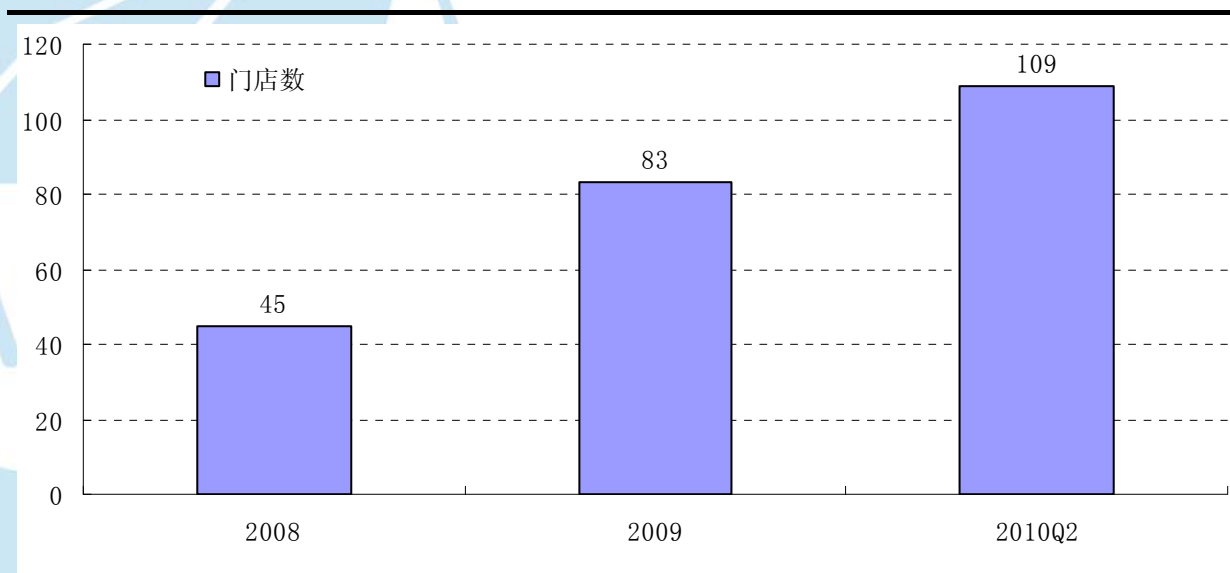
近潮流的变化，在兼顾功能性的前提下着重表现年轻的活力和质感。而报喜鸟（SAINT ANGELO）品牌定位 30-50 岁中产阶层，特别是锐意进取、非凡活力、享受生活的成功男士。这两个品牌在消费人群上存在明显的差异，两者存在较强的互补性。

由于时尚休闲服饰和男正装目标客户重合度较低，公司针对圣捷罗成立了单独的 S. ANGELO 事业部，其研发团队、销售团队、品牌推广团队等均与报喜鸟主品牌独立，建立时尚品牌运营体系，完全按照时尚产品的理念运作，并根据其市场定位选择古天乐为品牌代言人，同时引入外籍设计团队，开发出符合目标消费人群收入水平的时尚潮流产品；集中优势，强化单店销售推广和策划能力，打造成功示范店效应，从而塑造高性价比的时尚男装规模品牌。

在门店拓展方面，截止 2008 年底，公司圣捷罗门店 45 家，09 年新增 38 家，达 83 家，截至 10 年二季度末圣捷罗门店增加到 109 家，主要集中在东北和长江沿线，直营和代理比例约 1: 1，目前的单店销售在 100 万左右，毛利在 35%左右，预计今年可实现盈亏平衡，未来公司计划每年扩张 100 家门店左右。

我们认为由于公司在品牌塑造、渠道控制及内部管理方面拥有多年经验，因此其圣捷罗成功概率较高。

图表 8：圣捷罗门店统计



资料来源：中航证券金融研究所，公司公告

六、 优秀治理结构是公司成功的保障

我们认为公司能够快速健康的发展并逐步形成自己独特的核心竞争力与公司优秀的治理结构分不开。

首先从股权结构上来看，公司虽然是一家民营企业，但股权结构较为分散，虽然第一大股东报喜鸟集团持股比例 48.75%，但报喜鸟集团有限公司的自然人股东吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来的出资比例分别为 32%、20%、20%、20%、8%，股权较为分散，公司最终控制层面存在多位自然人和自然人控制的法人共同持股的情形，且其中没有一人的持股比例（持有或控制下一级控制层面公司的股份比例）超过 50%，各自持股比例比较接近，这为公司形成相互制衡的治理结构奠定了基础。

另一方面，公司主要的创始人目前均已淡出了公司的具体运营，实现了真正意义上的所有者与经营者分离，同时公司也已形成了完善了职业经理人运作机制，而针对经营者的股权激励机制也相当完善，这为公司健康发展提供了重要的支撑。2010 年 6 月公司公告 09 年底公司股票期权激励计划进入第一个可行权阶段，120 名被激励高管有 63 位（其中包括了公司董事长、副总经理、财务总监等公司高管）完成期权行权的申请、缴款、验资及登记工作，实施行权股票数量 406.75 万股，行权价 12.2 元，如果考虑所得税及机会成本，行权价格在 18 元左右。始于 08 年底股权激励计划为期 5 年，进入行权期后按照 30%、30%、40%三批行权，本次为股权激励计划的第一次行权。

图表 9：第一次行权可行权对象及可行权股票期权数量

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予总量的比例	本次可行权股票期权数量
周信忠	董事长兼总经理	249.60	12.77%	74.88
陆昊	副总经理	143	7.32%	42.9
张昶	副总经理	117	5.99%	35.1
李悌逵	副总经理	104	5.32%	31.2
方小波	副总经理、董事会秘书、证券部经理	109.20	5.59%	32.76
张袖元	财务总监、财务部经理	109.20	5.59%	32.76
核心技术（业务）人员		1122.16	57.42%	336.648
合计		1954.16	100%	586.248

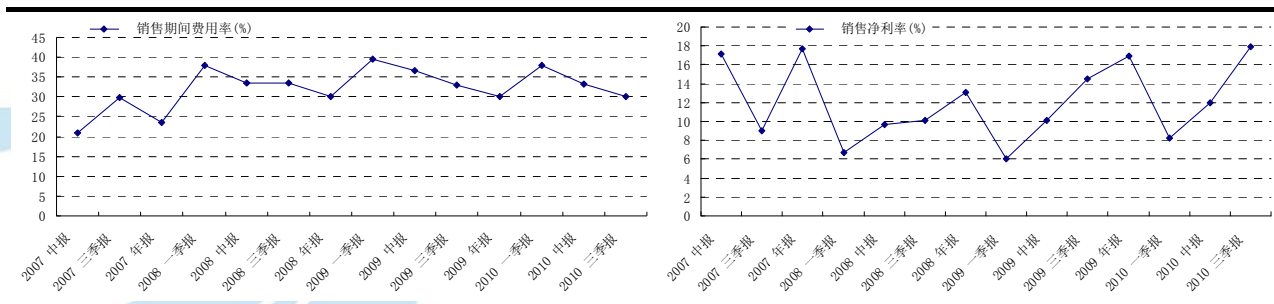
资料来源：中航证券金融研究所，公司公告

股权激励行权后，公司主要管理层基本全部行权，实现了管理层、大股东及中小股东的利益一致，优秀的治理结构是公司长期稳健发展的基础。

七、 2010 年三季度盈利超出市场预期

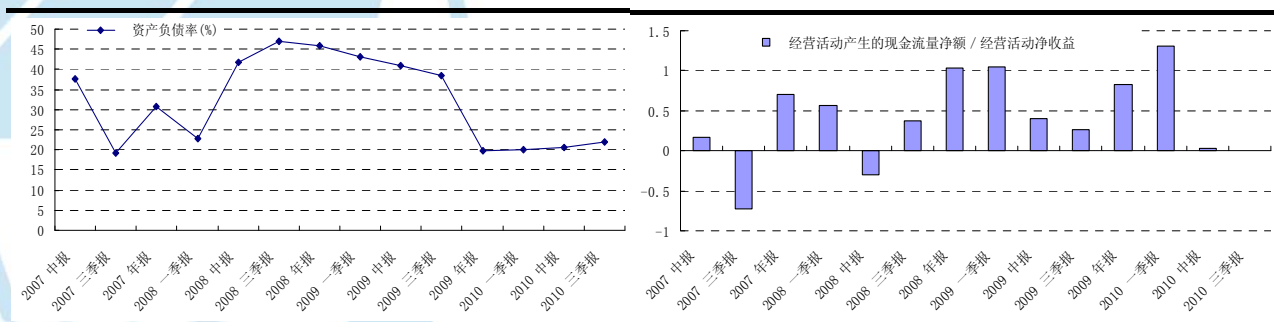
2010 年前三季度营业收入和净利润分别为 8.92 和 1.60 亿元, 同比分别增长了 26.44% 和 56.29%, 基本每股收益 0.55 元; 第三季度收入和净利润分别为 4.24 亿元和 1.04 亿元, 同比分别增长了 35.20% 和 65.13%, 单季每股收益为 0.36 元。第三季度毛利率和净利润率分别达到 59.48% 和 24.53%, 创出近两年新高, 也超出市场预期, 主要原因是公司年初的提价使得公司毛利率大幅提升 (提高了近 4 个百分点, 见图表 6), 同时公司通过大店策略、渠道下沉策略等方式使公司单店效益不断提升, 前三季度单店收入增长 5.5%, 单店净利润同比增长 36%。

图表 10: 公司近年来的销售期间费用率和销售净利率



资料来源: 中航证券金融研究所, 公司公告

图表 11: 公司资产负债率及经营现金流情况



资料来源: 中航证券金融研究所, 公司公告

八、 估值

我们假设商务系列单店收入 2010-2012 年维持 14% 的内生性增长, 门店数 2010-2012 年分别为 715 家, 790 家和 870 家, 时尚系列门店数分别为 129 家, 220 家和 329 家, 单店内生性增长为 14%, 则报喜鸟 2010-2012 年销售收入分别为 13.95 亿, 17.83 亿和 22.84 亿, 同比增长分别为 27.76%, 27.82% 和 28.14%。

毛利率方面，随着公司品牌价值的不断提升，我们预计将不断提高，2010-2012 年分别为 54%，56%和 58%，由此我们测算 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.982 元，1.352 元和 1.869 元，对应市盈率分别为 32 倍，23 倍，16 倍，按照 2011 年 30 倍市盈率计算，其合理价位为 41 元，给予买入评级。

图表 12: 报喜鸟主营收入分拆预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入 (百万)	293.00	308.00	345.00	468.00	600.00	707.80	863.76	1087.97	1365.89
收入增长率		5.12%	12.01%	35.65%	28.21%	17.97%	22.03%	25.96%	25.54%
商务系列									
门店数	559	556	551	585	637	665	715	790	870
单店收入 (万元)	52.42	55.40	62.61	80.00	94.19	106.44	120.81	137.72	157.00
单店收入增长率		5.69%	13.03%	27.77%	17.74%	14%	14%	14%	14%
时尚系列									
收入 (百万)					20	74.05	131.20	255.07	434.86
收入增长率							77.18%	94.42%	70.48%
门店数					45	83	129	220	329
单店收入 (万元)					44.00	89.21	101.70	115.94	132.17
单店收入增长率							14.00%	14.00%	14.00%
宝鸟总收入 (百万)					412	310	400	440	484
收入总额					937.94	1091.85	1394.96	1783.05	2284.74
总收入同比增长						16.41%	27.76%	27.82%	28.14%

资料来源：中航证券金融研究所，公司公告

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	468.46	937.94	1091.85	1394.95	1783.02	2284.77
减: 营业成本	249.29	481.24	533.56	641.68	784.53	959.60
营业税金及附加	4.04	6.96	11.10	12.19	15.58	19.97
营业费用	72.00	168.94	192.75	251.09	326.29	418.11
管理费用	38.80	106.72	130.11	166.98	213.78	274.17
财务费用	-0.79	7.63	6.37	-19.47	-27.40	-35.85
资产减值损失	3.14	-0.71	6.59	3.01	3.01	3.01
加: 投资收益	2.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	104.21	167.16	211.37	339.48	467.22	645.76
加: 其他非经营损益	-3.26	-1.26	9.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	100.96	165.90	221.08	339.48	467.22	645.76
减: 所得税	18.03	42.83	36.10	50.92	70.08	96.86
净利润	82.93	123.06	184.98	288.56	397.14	548.89
减: 少数股东损益	0.00	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	82.93	122.90	184.98	288.56	397.14	548.89
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	269.75	121.81	893.50	1147.56	1375.18	1898.99
应收和预付款项	192.13	189.23	216.25	360.77	365.20	550.22
存货	109.78	293.57	300.71	273.74	428.60	430.47
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	15.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	19.60	121.19	155.63	139.22	122.80	106.39
固定资产和在建工程	146.79	353.05	283.99	237.19	190.39	143.59
无形资产和开发支出	0.70	52.98	59.68	54.60	49.52	44.44
其他非流动资产	2.31	15.08	10.95	5.48	0.00	0.00
资产总计	756.24	1146.91	1920.72	2218.55	2531.69	3174.10
短期借款	70.00	165.00	94.51	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	148.98	317.45	228.88	385.19	373.49	566.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	1.54	1.24	1.24	1.24	1.24
负债合计	218.98	483.99	324.62	386.43	374.73	568.17
股本	96.00	192.00	289.68	289.68	289.68	289.68
资本公积	272.16	184.15	873.06	873.06	873.06	873.06
留存收益	169.09	286.77	433.36	669.38	994.22	1443.18
归属母公司股东权益	537.26	662.92	1596.10	1832.12	2156.96	2605.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	537.26	662.92	1596.10	1832.12	2156.96	2605.92
负债和股东权益合计	756.24	1146.91	1920.72	2218.55	2531.69	3174.10
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	71.67	173.51	177.13	380.64	271.54	586.90
投资性现金净流量	-201.47	-283.33	-76.64	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	313.01	-8.42	670.24	-126.58	-43.92	-63.09
现金流量净额	183.20	-118.23	770.73	254.06	227.62	523.81

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640208090087，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费类公司的研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83689524

公司网址：www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。