服装Ⅱ

2009 年 11 月 6 日

报喜鸟(002154) 当前股价：19.78 目标价：23.72

品牌知名度提高，经营风格趋向进取

投资要点：

1、零售业务是公司主要收入及利润来源，零售板块中的商务系列是公司的主要收入与利润来源，是公司的“现金牛”产品；时尚系列是当前正在大力培育的业务，是公司的“明星”产品；经典系列主要用来提升公司的品牌形象；皮具系列是配套产品。

2、团购板块是公司的另外一个独立品牌 BONO 在运营。公司由 BONO 进行团购业务的主要原因如下：第一，为保持报喜鸟的高端产品的定位，公司由独立品牌 BONO 来运作价位较低的团购业务；第二，BONO 是公司 2008 年收购的品牌，原来就从事国外品牌的贴牌和团购业务，本身有一定的客户资源，并且随着报喜鸟知名度的提升，公司从事团购业务具有一定的优势。未来公司将逐步减少 BONO 的贴牌业务，加大国内团购业务的比例，由于内销的毛利率远高于外销，BONO 的毛利率将提高。

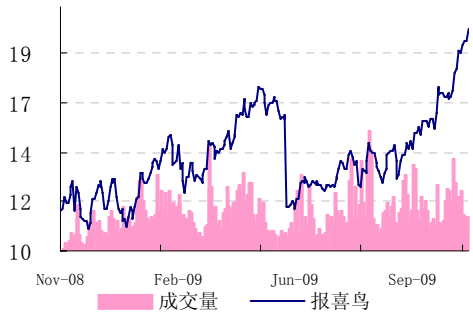
3、2007 年，公司上市后，加快了扩张步伐。2007 至今，门店数量基本年增长 10%。单店销售额增速大于门店数量的增速。在今年全国内销增速有所减缓的情况下，经我们测算，报喜鸟商务系列同比收入增速在 40%以上，单店可比增长率在 35%左右。随着品牌知名度的提升，未来公司将适当加大开店速度。经营风格趋向进取。

4、预计 2009、2010、2011 年全面摊薄后每股收益分别为 0.74、0.79、1.07 元。按 2010 年全面摊薄后 EPS，给予 30 倍估值，6 个月内目标价为 23.72 元。给予“买入”评级。

研究员： 高国
电 话： 025-84457777-383
E-mail： GAOGUO108@163.COM
地 址： 南京市，中山东路 90 号

投资评级：买入

股价走势图



相关研究

《品牌建设有成效，业绩增长平稳》2009、10、27

公司基本资料

总股本（万）	24960.00
流通 A 股(万)	6240.00
52 周内股价区间(元)	10.56-19.78
总市值(亿)	49.37
总资产(亿)	11.88
每股净资产(元)	2.93

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（亿）	9.38	12.64	15.91	19.73
+/-%	100.22	34.86	25.84	24.00
净利润(亿)	1.23	1.85	2.48	3.36
+/-%	48.20	50.57	34.42	35.17
EPS(元)	0.49	0.74	0.79	1.07
P/E	40.17	28	26	19

一、公司的产品战略

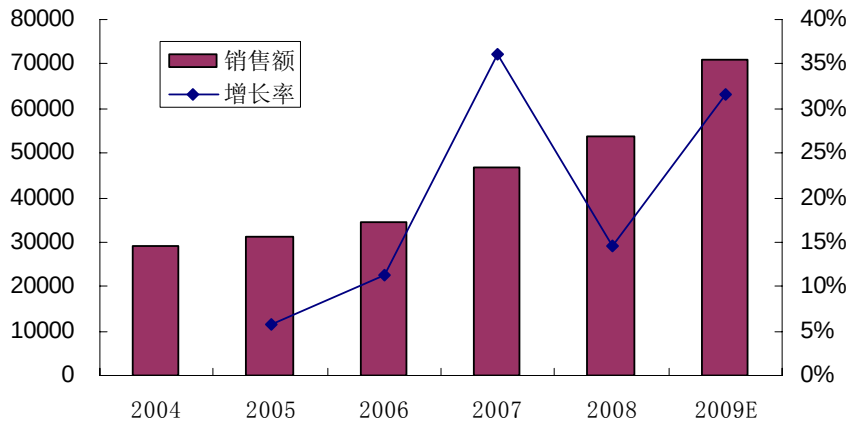
公司实行多品牌发展战略，旗下品牌分为零售、团购、定制三大系列。

1、 零售业务

零售业务是公司主要收入及利润来源，公司于 2007 年上市，公司采取稳健发展的策略，开店速度并不激进。上市前二年，公司营业收入年增长率仅有 10%。上市后，随募集资金的到位及公司知名度提高，营业收入增长较快，特别是今年，金融危机造成内、外销减速，公司的零售业务却有 40%以上的增长。

零售系列的商务系列是公司的主要收入与利润来源，是公司的“现金牛”产品；时尚系列是当前正在大力培育的业务，是公司的“明星”产品；经典系列主要用来提升公司的品牌形象；皮具系列是配套产品。

图 1：报喜鸟零售业务的营业收入（万元）及增长率



来源：华泰证券研究所

2、 团购业务

团购业务是公司的另外一个独立品牌 BONO 在运营。公司由 BONO 进行团购业务的主要原因如下：第一，报喜鸟是公司的主打品牌，平价价位在 2800-3000 之间，但团购产品价格低于这个价位，为保持报喜鸟的高端产品的定位，公司由独立品牌 BONO 来运作；第二，BONO 是公司 2008 年收购的品牌，原来就从事国外品牌的贴牌和团购业务，本身有一定的客户资源，并且随着报喜鸟知名度的提升，公司从事团购业务具有一定的优势。2008 年 BONO 业务收入约 4 亿，占总收入的 43%，2009 年预计收入约 36%。未来公司将逐步减少 BONO 的贴牌业务，加大国内团购业务的比例，由于内销的毛利率远高于外销，BONO 的毛利率将提高。

3、 高级定制业务

高级定制业务主要用于提升 BONO 的知名度及品牌溢价，为团购业务的开展创造条件。

表 1：公司的产品系列

零售	经典系列 SAINT ANGELO CLASSIC	产品风格：品味、精致、高雅 理性特质：精致、舒适、服务 感性特质：尊贵、经典、卓越	目标人群为 35-50 岁的社会名流和新兴贵族，着重于奢华、不可复制。销售网络为高档高场，五星酒店。
	商务系列	品牌文化：东情西韵、古风新律	目标人群为 30-45 岁的企业精英，产品追

	SAINT ANGELO	品牌风格：高贵、儒雅、精致 品牌广告语：天高任我飞 代言人：任贤齐	求知性、平和。 是公司当前主要利润来源，“现金牛”产品
	时尚系列 S. ANGELO	产品风格：激情、自由、潇洒 理性特质：精细、创意、服务 感情特质：独特、乐活、舒适 代言人：古天乐	目标为 25-30 岁的社会新生力量，潮流追随者，个性、活力、质感。 是公司正在大力培育的业务，未来可能的利润增长点。“明星”产品。
	皮具系列	-	-
团购	高级职业装 BONO	品牌文化：专于心、信于情 品牌风格：时尚、简约、大气 品牌广告语：传递职场价值、优势源于品质	采取分公司、直销模式，当前全国 30 多个办事处。
高级定制	CARL BONO	品牌风格：个性、品位、精致 品牌文化：荣于内，善乎形 品牌广告语：体验尊崇之美	目标客户为 30 岁以上，追求个性、品位、精致生活的都市精英。销售场所为一级城市的五星酒店。

来源：公司公告 华泰证券研究所

二、公司的经营战略

表 2：公司的经营战略

经营战略	点评
1、品牌观：发展多品牌	说明：多品牌战略为公司提供更大的平台，覆盖更大的目标市场，同时，可以分散单品牌的风险。国际服装企业大都采取多品牌战略。如 LV 旗下的品牌包括，LOEWE、CELINE、KENZO、FENDI 等。 报喜鸟目前旗下的品牌主要是报喜鸟、BONO、CARL BONO、圣捷罗。各品牌定位与对公司作用各不相同，报喜鸟是主打品牌、BONO 用于团购市场、CARL BONO 用是提升品牌形象、圣捷罗是未来的利润增长点。 评价：公司品牌定位清晰。
2、经营目标：主业突出、品牌知名、业务多元，不做与服饰无关的业务	说明：服饰行业永远是朝阳产业，且未来市场将不断扩大。但服饰行业也是需要长久积淀与付出的产业。很多服饰企业近年来销声匿迹或没有更大的发展，不是因为服饰业务本身出现了问题，而是因为企业涉足其他热门领域，如房地产、新能源等。分散了对服饰业务的资源投入。 评价：对服饰产业的专注是我们看好公司的重要理由之一。
3、利润观：追求有价值的盈利与有价值的亏损	说明：服装企业，最终的竞争是品牌的竞争，维护、构建公司的品牌形象是企业发展的重中之重。公司的品牌定位是 2800-3000 元，如低于 1800 的团购业务，即使能带来利润，公司也不做，因为公司认为这是无价值的盈利；为维护品牌形象，有些推广活动，即使短期造成了公司的亏损，也要去做。 评价：正确的做事是企业获得持久发展的前提。能够抵制盈利的诱惑与承受亏损的压

	力体现了公司的执行力与经营智慧。
4、发展策略：稳步发展成熟业务，注重培育业务的投入	说明：报喜鸟稳步发展，圣捷罗处于培育期。 评价：报喜鸟西服实行“永不打折”的定价策略。但近年来休闲服产业发展迅速，休闲服的打折促销已成为常用的手段。公司发展新的品牌圣捷罗来占领这一市场。公司发展即保持了原有的稳健特征，又加入进取的元素。体现了一定的经营弹性与适应市场的能力。

来源：华泰证券研究所

三、公司的品牌战略

表 3：公司与竞争对手的品牌战略

品牌	**报喜鸟**	法派	威克多	庄吉
品牌文化	东情西韵、古风新律 专于心、信于情 荣于内，善乎形	尊崇与时尚	积极、向上、时尚	庄重一身，吉祥一生
营销推广	代言人：任贤齐 古天乐 设计师巡店、代言人巡店 VIP 客户档案的建立	代言人：梁家辉、张柏芝、张东健 2001 年计划聘请克林顿任形象代言人，虽未成功，但引起轰动效应。 VIP 客户档案的建立	重视产品品质与质量； 不请代言人，请未名意大利男模； 在国际名牌旁开店，价格便宜 30%； 将产品卖给最有影响力的人。价位 2000-4000 元 VIP 客户档案的建立	重视产品品质 代言人：周华健 创新营销渠道的管理，最早提出代理商“零库存”。 重视终端与售后服务，终身免费干洗 VIP 客户档案的建立
营销网络	现有 700 多家店	2007 年 400 家专卖店	160 家	2007 年 400 家店

来源：华泰证券研究所

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。研究品牌服装的的营销策略，可以发现，我国的品牌服装的营销方式有许多共同点。

重视品牌文化，但均为外部赋予的显性文化

服饰产业的发展可分为重视品质、品牌、品位三个阶段。当前我国服饰产业的发展已进入到重视品牌的第二阶段。消费者对服饰的要求不再局限于面料、做工等品质的要求，还要求服饰的品牌具有一定的文化内涵，品牌文化与自身价值观相吻合，服饰能彰显个人的个性与社会地位。这就要求品牌服饰的文化属性。服饰的文化可分为显性文化与隐性文化。范思哲的品牌文化是快乐、性感；阿玛尼的品牌文化是随意、优雅；古琦的品牌文化是高档、豪华；纪梵希的品牌文化是经典、高雅。国际品牌由于其悠

久的历史与积淀，品牌文化已成为品牌的一部分。而中国的服装品牌才 10 多年的历史，缺乏历史沉淀，品牌文化需外部赋予。报喜鸟的“东情西韵、古风新律”、法派的“尊贵与时尚”、庄吉的“庄重一身，吉祥一生”等等。不同的品牌文化适合不同的消费者。由细微处来说，不同的品牌文化对应不同的细分市场，各品牌之间不存在竞争，只是由于各品牌文化的模糊，存在重叠，才造成了各品牌细分市场的渗透。

品牌文化的赋予方式，各厂家路数基本一致，通过电视广告、明星代言等方式。通过气质与公司品牌文化相吻合的影视明星或名人代言，强化品牌文化。如追求尊崇与时尚的法派，打算聘请克林顿为其代言人，尽管最后并未获得成功，但此举产生了巨大的轰动效应，也因此赋予了品牌更多的故事。

培育一个品牌需要 10 年左右的时间，报喜鸟创建于 1996 年；庄吉始于 1993 年；法派创建于 1997 年；品牌及品牌文化的创建需要长期的积累，这是品牌服装的进入壁垒。在一个品牌真正盈利之前，企业要投入大量的资源从事品牌形象的塑造，只有真正有远见的及对这个行业有深入理解的企业家、有足够资源长期投入并能承受长期亏损的企业才能坚持，因此，尽管服装行业工艺与技术并无不可逾越的障碍，品牌的创建却是服装企业最大的课题。特别是现在电视广告成本已成倍增加，创建一个新的服装品牌更加困难。已有的品牌在经营决策不出现重大的失误的情况下，可获得稳定的增长，分享市场增长带来的好处。

报喜鸟的品牌文化的塑造方法、营销推广手段与其竞争对手相比，并无特别之处。但我们认为服饰公司的营销策略的真正核心不是手段的创新，而是管理层执行力的强度，是持之以恒的对细节的追求。创新的手段很容易被模仿，仅仅依靠轰动效应无法维持一个品牌的美誉度。

四、公司的渠道建设

表 4：公司渠道及收入增长情况

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
终端数量	559	556	551	619	682	800
店增长率		-1%	-1%	12%	10%	17%
营业收入增长率		5%	12%	36%	11%	36%
单店销售额	524,146	553,863	625,961	756,808	762,463	885,000
单店销售额增长率		6%	13%	21%	1%	16%

来源：华泰证券研究所

注:2009 年值为预测值。

公司经营稳健，开店风格谨慎，2004 到 2006 年间，公司店铺数量不增反减，关闭了盈利能力低的店，但单店收入由 2004 年的 52 万增长至 62 万，单店收入的增加，导致了总营业收入的增加。

2007 年，公司上市后，加快了扩张步伐。2007 至今，门店数量基本年增长 10%。单店销售额增速大于门店数量的增速。门店数量与单店收入的双重增加，从而 2007 年之后，公司的收入显著加速。

单纯数量的增加是容易做到的，企业可以通过债务融资、股权融资的形式获得资金开

设门店。但规模扩张的速度应与品牌的品质相匹配，这才是有质量的增长。我们可以用单店销售额这一指标来衡量公司的增长质量。（注：以销售额/平方米来衡量更为有效，但因为数据的可获得性限制，我们使用单店销售额这一指标。）

因为公司的直营大店比例较小，不到公司总门店数量的 10%，我们可以认为，公司的平均单店面积基本变化不大。单店销售额的增长，表明公司的品牌建设卓有成效。公司的增长是健康、有质量的增长。

五、近期企业运营情况

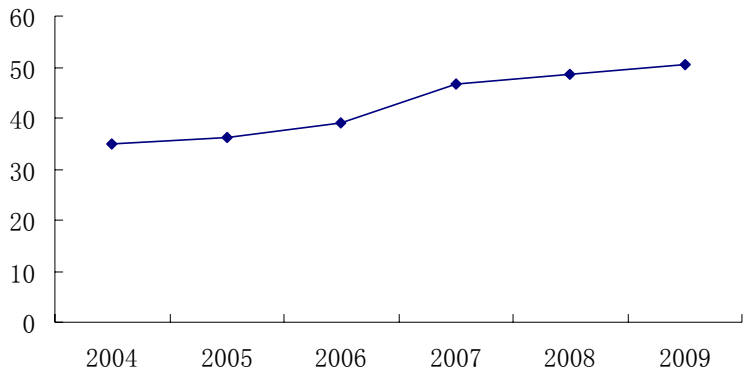
1、报喜鸟业务稳定发展

报喜鸟板块业务在稳定增长，为维护报喜鸟品牌，公司对该品牌实行“永不打折”的销售策略。报喜鸟系列每年价格增长 10%。成本的增长低于产品价格的增长致使产品毛利率逐年提高。今年产品仍然提价，但提价幅度小于往年，同时，今年羊毛、棉花等纺织原材料价格下降幅度很大。公司毛利率今年仍有增加。从销售数量来看，今年 3 月份，商场打折促销活动较多，公司由于实行“永不打折”的销售策略，不参与商场的打折活动。加盟商出于对经济的悲观，不敢多进货。8 月份以后，销售明显好转，由于前期经销商进货较少，有些店甚至只好出售旧货。

公司 VIP 客户增长较快，现在有 VIP 客户 10 万多人，公司 40%的收入来自 VIP 客户的重复购买。公司对 VIP 客户的维护包括意大利工艺师巡店、代言人巡店等活动。每年开展意大利工艺师巡店，为客户量身定制服装，一般情况下可日收入 30 万元，今年情况更好，能产生日 100 万元收入。

未来报喜鸟板块将适当开快开店速度，但产品的提价幅度放缓。

图 2：公司毛利率（%）



来源：公司年报

2、宝鸟业务板块

宝鸟品牌主要用来做团购及为国外品牌贴牌生产。今年前三季度公司宝鸟低于预期有二个原因：国外服装行业销售下降幅度严重，国外厂商今年减少了订单数量；今年很多为国外做贴牌的厂商转攻国内团购市场，导致公司国内团购业务进展不顺利。

公司未来对宝鸟业务的发展策略将是逐渐减少为国外 OEM 比例，加大团购比例。

3、圣捷罗业务板块

圣捷罗处于培育期，今年尚未能贡献利润。圣捷罗采取与报喜鸟不同的销售策略，可

以参与商场的打折活动。圣捷罗的重点投入在研发，公司请意大利设计师进行设计。完全独立于报喜鸟的团队运作该品牌。但与报喜鸟共享客户信息。目前圣捷罗的招商进展顺利。原报喜鸟的加盟商积极加盟圣捷罗品牌。现有 80%的加盟商是原来的报喜鸟加盟商。

六、盈利预测与估值

对三个业务板块分别进行盈利预测。

报喜鸟商务系列未来三年仍是最主要的收入、利润来源，近二年报喜鸟系列品牌知名度提升较快。在今年全国内销增速有所减缓的情况下，经我们测算，报喜鸟商务系列同比收入增速在 40%以上，单店可比增长率在 35%左右。随着品牌知名度的提升，未来公司将适当加大开店速度。单店可比增长率维持在 10%应有保证。

圣捷罗是公司新培育的业务，但圣捷罗与报喜鸟共享客户信息，预计原有的客户将成为圣捷罗的客户，公司发展值得期待。

宝鸟业务未来将加大团购比例，当前公司从事团购的办事处达到 30 多个，团购比例的上升将提高公司毛利率水平。

期间费用率保持稳定，报喜鸟板块所得税率降为 15%。

表 5：公司收入预测

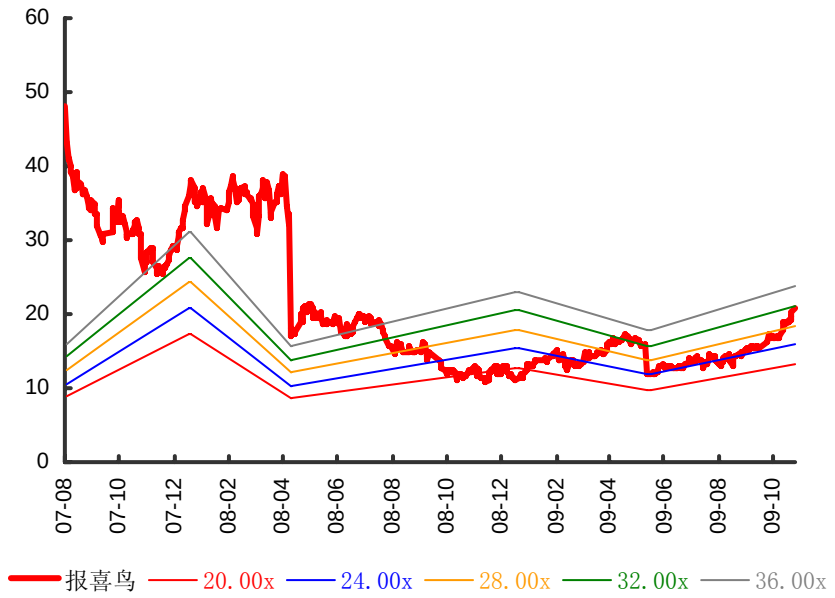
	项目	2008	2009E	2010E	2011E
报喜鸟	门店数量 个				
	成熟店	619	637	706	816
	一年店	18	69	110	120
	单店收入 万元				
	成熟店	80.57	109.57	120.53	128.96
	一年店	32.23	43.83	48.21	51.59
	总收入 万元	50450	72819	90394	111424
	总成本 万元	20685	28982	34983	41895
	毛利率	59.0%	60.2%	61.3%	62.4%
圣捷罗	门店数量 个				
	成熟店	45	100	120	220
	一年店	55	20	100	100
	单店收入 万元				
	成熟店	88.67	85.12	93.63	103.00
	一年店	35.47	39.01	42.91	47.21
	总收入 万元	3000	9292	15527	27380
	总成本 万元	1794	5111	8385	14237
	毛利率	40.2%	45.0%	46.0%	48.0%
宝鸟	营业收入 万元	40344	44378	53254	58579
	营业成本 万元	25820	27958	32805	34972
	毛利率	36.0%	37.0%	38.4%	40.3%

合计	营业收入 万元	93794	126490	159176	197383
	营业成本 万元	48299	62051	76172	91105
	毛利率	48.5%	50.9%	52.1%	53.8%

来源：华泰证券研究所

在以上前提下，预计 2009、2010、2011 年摊薄前每股收益分别为 0.74、1.00、1.35 元。考虑增发 2010 年增后 6500 万股，全面摊薄后每股收益分别为 0.74、0.79、1.07 元。按 2010 年全面摊薄后 EPS，给予 30 倍估值，6 个月内目标价为 23.72 元。给予“买入”评级。

图 3：报喜鸟 PE BAND 图



附表：预测利润表（万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	93794	126490	159176	197383
营业成本	48124	62051	76172	91105
营业税金及附加	695	1138	1433	1776
销售费用	16894	23148	29129	36121
管理费用	10672	16950	21330	26449
财务费用	763	885	1114	1382
营业利润	16589	22318	29998	40550
所得税	4283	3794	5100	6893
净利润	12306	18524	24899	33656
少数股东损益	15	19	25	34
上市公司净利润	12290	18505	24874	33623
EPS	0.49	0.74	1.00	1.35
摊薄后 EPS	0.49	0.74	0.79	1.07

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上；

推荐：相对强于市场表现5%～15%；

观望：市场表现在－5%～＋5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。