

报喜鸟 (002154.sz)

渠道扩张提速带来增长新动力

熊峰 研究员
 电话: 0755-82083888-816
 eMail: xf@gf.com.cn

李燕华 研究助理
 电话: 020-87555888-636
 eMail: lyh9@gf.com.cn

多品牌稳健发展, 内涵增长带动盈利能力逐年提高

公司采用多品牌的策略覆盖细分市场, 目前主品牌报喜鸟的商务系列、休闲系列和宝鸟的职业装团购业务已经成熟, 其他业务还处于培育阶段。圣捷罗和报喜鸟的皮具系列是公司近两年重点培育对象。公司从2004年至2008年的收入复合增长率为33.76%, 净利润复合增长率为46.34%。总体发展维持了快速增长, 主要增长方式是内生增长, 根本原因在于产品的知名度和美誉度不断提升, 毛利率水平不断提高, 渠道建设持续加强深化和直营网络扩大。

渠道扩张提速带来新动力, 宝鸟和圣捷罗业绩值得期待

公司整体上渠道扩张速度比较保守, 门店数量偏少, 同时区域间的发展不均衡。预计到2009年底, 报喜鸟品牌门店总数约为700家, 圣捷罗品牌为100家。在内部管理和品牌、客户已经比较成熟的基础上, 公司2010年将提速渠道扩张, 预计未来两年报喜鸟品牌门店数量增幅约15%, 圣捷罗品牌每年增长100家门店左右。渠道提速将为公司带来新的增长动力。

2009年受因海外市场需求下滑影响, 宝鸟品牌出口加工业务受到一定影响, 我们认为宝鸟品牌业务2010年将出现恢复性增长, 主要因为行业出口已经逐步复苏, 加上团购业务逐步提升, 预计未来两年收入增速为30%和20%。圣捷罗目前发展趋势良好, 对于未来两年, 我们预计每年将新开门店100家, 店数分别为200家、300家, 未来的发展值得期待。

盈利预测与投资建议

根据对公司收入的预测, 预计 2009-2010 年 EPS 为 0.667、0.895 和 1.16 元, 对应当前股价市盈率为 37.66、28.07 和 21.66 倍。公司具有较强的内涵增长实力和潜力, 而渠道进程提速将给公司带来新的增长动力, 09 年业绩丰厚, 存在高送配的可能, 因此给予公司 1 年内 PE 区间为 30-35 倍, 为 26.85-31.33 元, 价值中枢为 29 元, 给予“买入”评级。

风险提示

圣捷罗品牌能否顺利发展壮大有待进一步考察, 公司尝试的联营模式效果存在不确定性。

公司评级

买入

当前价格(元) 25.12
 目标价格(元) 29
 前次评级 无评级

股价走势

报喜鸟(002154)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	1.22%	40.44%	132.77%
上证综指	1.72%	15.00%	99.74%

股票数据

总股本(万股) 28,968.00
 流通 A 股(万股) 10,248.00
 主要股东:

报喜鸟集团有限公司
 主要股东持股比例 42.00%
 流通 A 股比例 35.38%

财务比率

ROE 18.54%
 ROA 10.01%
 资产负债率 45.99%
 每股净资产(元) 3.45

2008 年报数据。

多品牌稳健发展的中高档男装品牌代表

报喜鸟公司成立于2001年，产品以男士正装及休闲装为主，包括西服套装、衬衫、T恤、夹克衫、羊毛衫、皮衣、领带以及皮具等。2008年西服套装的收入占总收入比重接近60%，是公司的核心产品。公司产品采用自主生产和OEM相结合的生产方式，核心产品西服和部分衬衫以自制生产为主，夹克、T恤等委托其他企业贴牌生产。

报喜鸟自有西服产能30万套。2008年3月，公司收购宝鸟子公司的全部股权，新增60万套西装和40万件衬衫产能，向职业装团购及量身定制领域拓展。2008年底，公司推出定位男士休闲服市场的时尚品牌“圣捷罗”。公司采用多品牌的策略覆盖细分市场，走以西装正装为主，商务休闲为辅，涵盖量身定制、零售、职业装团购与直销的发展路线。

公司采用多品牌的策略覆盖细分市场。其中报喜鸟主品牌分为商务、休闲、经典和皮具四大系列，款式设计相对正式，主要针对30岁以上，收入较高，具有一定消费能力的男性消费群体。时尚品牌圣捷罗产品以休闲服为主，设计上更为贴近潮流，价格较低，面向25-35岁的时尚男士消费人群。宝鸟旗下还包括职业装定制品牌BONO、高端定制品牌CARL BONO、楼宇定制品牌BONO TAILOR 和电子商务品牌E-BONO 等。

表1: 报喜鸟公司品牌构成

		品牌成熟度	定位	目标消费群	风格
报喜鸟	商务系列	成熟	男士正装	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、儒雅及精致
	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
	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
	圣捷罗品牌	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
宝鸟	BONO团购	成熟	职业服团购	具有统一着装需求的高端商务组织	时尚、简约、大气
	CARL BONO	培育	国内顶级定制品牌	30岁以上追求个性、品位、精致的都市精锐人士	个性、品位、精致、低调奢华
	BONO TAILOR	培育	中高档服装定制	大众白领、商务楼内部	满足消费者个性化需求
	E-BONO	培育	网上直销	社会新鲜人、职场达人等	满足消费者个性化需求

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

目前主品牌报喜鸟的商务系列、休闲系列，以及子公司宝鸟的职业装团购业务已经成熟，每年稳定贡献利润，其他业务还处于培育阶段。时尚品牌圣捷罗以及报喜鸟品牌的皮具系列是公司近两年重点培育对象。

图 1: 公司 08 年各产品收入占比情况

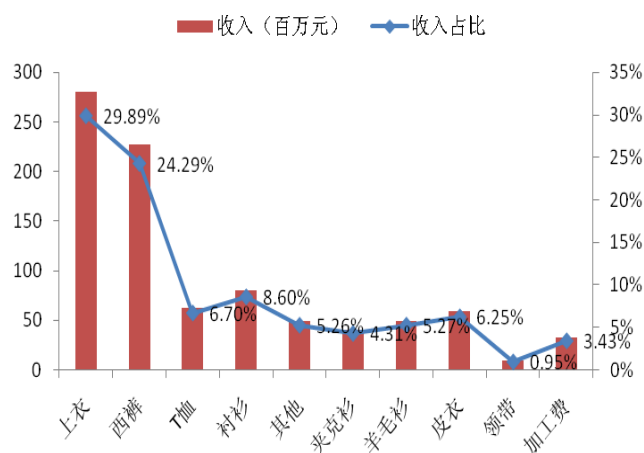
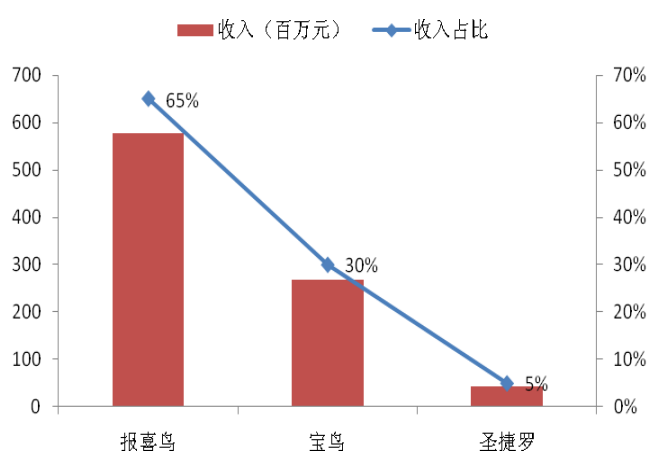


图 2: 公司 08 年各品牌收入占比情况



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

内涵增长促进盈利能力逐年提高

公司从2004年至2008年的收入复合增长率为33.76%，净利润复合增长率为46.34%。总体发展维持了快速增长，主要增长方式是内生增长，根本原因在于产品的知名度和美誉度不断提升，毛利率水平不断提高，渠道建设持续加强和深化，直营网络扩大，以及收购上海宝鸟服饰。

2009年1-9月，公司完成销售收入7.06亿元，同比增长26.61%，实现营业利润1.17亿元，归属于母公司净利润1.03亿元，分别同比增长44.8%和81.73%。每股收益0.41元。三季度单季，公司销售收入3.14亿元，净利润6309万元，分别同比增长17.47%和121.86%。利润增速高于收入增速，主要由于毛利率水平提升和所得税率下调。

前三季度公司综合毛利率50.57%，同比提高2.24%，其中三季度单季毛利率达到52.23%。公司09年8月通过浙江省高新技术企业认定，公司本部08-10年适用15%的所得税率，前三季度公司平均所得税率为16%。

09年冬天早到且异常寒冷，四季度市场销售情况很好，预计单季度销售收入达5.8亿元左右，略超公司预期。由于经济危机使得部分外贸企业出口业务迅速下滑，公司有机会获得更好更多的供应商，外包产品交货期缩短，交货时间早于往年，从而使得公司供应链管理提升，反应速度加快。因此公司部分秋冬货品发货、上架销售时间略早于往年同期。根据目前销售经营及订货会情况，预计2010年公司一季度业绩将保持不错的水平。

图 3: 公司近几年收入增长情况

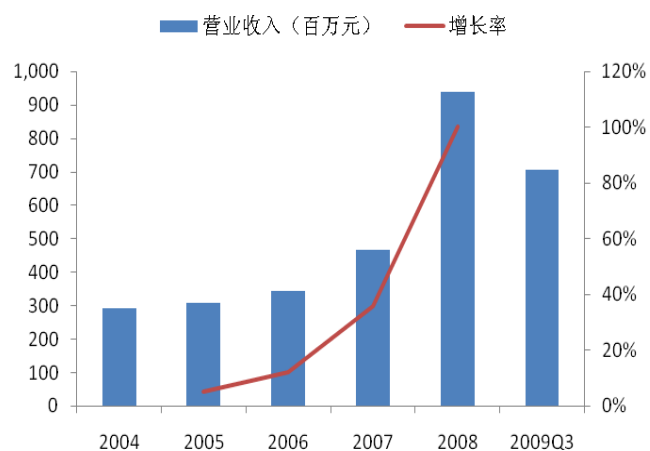
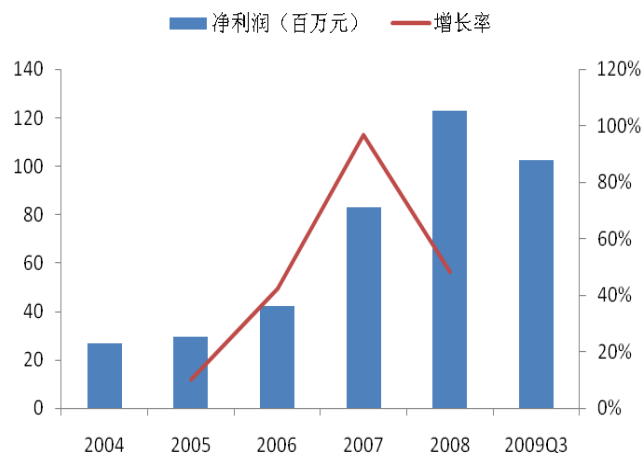


图 4: 公司近几年利润增长情况



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

报喜鸟品牌实行“永远不打折,全国统一价”价格方针,同时创立VIP客户俱乐部,实施精细化营销,目前俱乐部已有会员7万多人,消费占公司收入比重40%左右,品牌忠诚度很高。正因为公司极其注重品牌塑造、维护市场形象和客户管理,使得公司产品可以不断提价,从而提升公司毛利率水平和业绩收入。

公司的毛利率和利润率09年前三季度分别达到50.59%和14.53%,毛利率呈现稳步提升的趋势,创历史最高水平。2009年,公司的单店收入(均扣除了宝鸟的贡献)预计约为120万元,呈稳步提升趋势。

图 5: 近几年公司毛利率和净利率水平

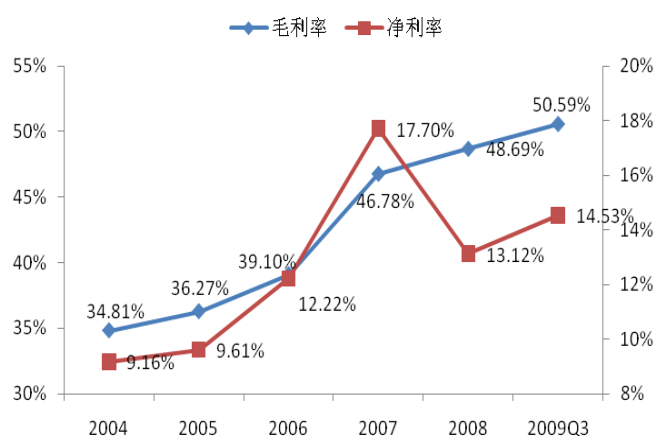
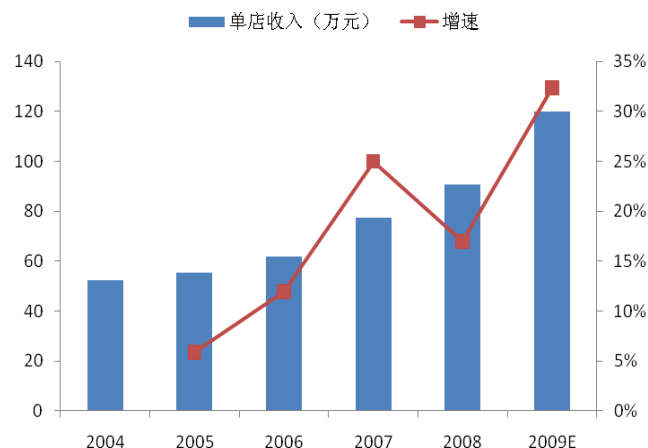


图 6: 公司单店收入情况



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

渠道扩张进程提速

门店数量偏少，地区发展不平衡

由于公司近年来一直坚持精细化管理策略，使得渠道扩张速度一直比较保守。2008年底，报喜鸟品牌在全国拥有637家门店，总经营面积7.9万平方米，其中77家为直营店，比2005年门店数增长仅为14.57%。圣捷罗品牌08年创立，09年9月底已开设门店91家。公司宝鸟公司的职业装团购业务在全国拥有30多家办事处。预计到2009年底，报喜鸟品牌门店总数约为700家，圣捷罗品牌为100家。

整体上公司渠道目前数量偏少，很多的二、三线城市尚未覆盖，未来增长的空间还很大。同时区域间的发展不均衡。强势区域华东和东北两地的销售收入占比合计超过60%；西北、华北、西南占比均只有10%，中南地区不超过5%。强势地区的成功经验如何在弱势区域复制是公司正在努力的方向。

图 7：公司 2006、2007 年收入分布

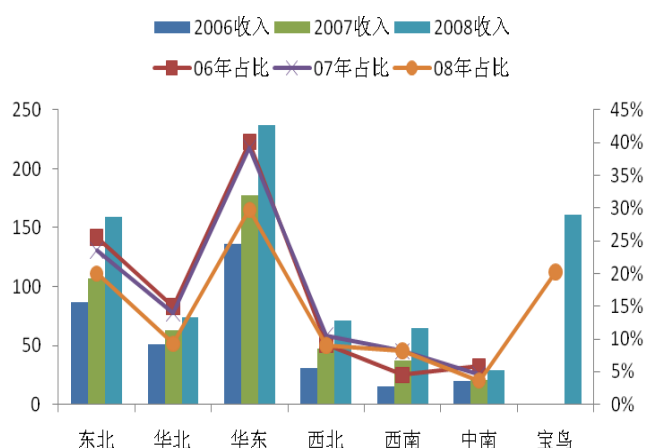
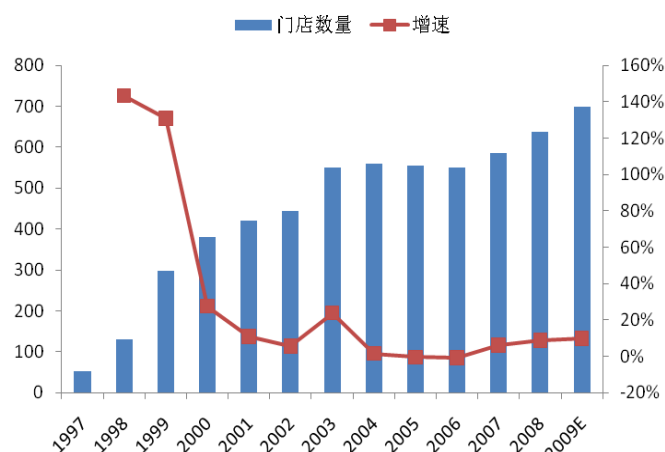


图 8：公司报喜鸟门店数量变化情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

引入“联营模式”和贷款保证金制度提速渠道扩张

和同类企业相比，公司对加盟商的控制力更强。公司采用一级代理的模式，管理结构扁平，有利于公司政策的上通下达，使渠道运营和管理更有效率；同时，公司的连锁营销网络集中系统，将公司总部、各区域销售网点和仓库等业务数据实施共享。借助该系统，公司总部可以实时掌握各地区、各门店、各产品的销售和库存数据，实现渠道终端的全面信息化，有助于公司对加盟商进行管理和引导。

对于未来渠道的扩张，公司将采取灵活的扩张策略，对加盟商实行贷款保证金制度和引入“联营模式”，贷款保证金制度指加盟商只需在公司存入一定数量的保证金，公司即可直接向店中铺货，但每日销售收入的70%要在当日打入公司账户。“联营模式”指公司租赁或购买店铺并负责装修，交给加盟商负责日常经营，加盟商无需支付房租，但进货折扣要相应提高。这些方法使得一些具有经营能力，但资金实力不足的加盟商有了发挥的空间，公司挑选加盟商也有了更多的余地，将有效提高加盟商开店

的积极性。

在内部管理和品牌、客户已经比较成熟的基础上，公司明年将提速渠道扩张，预计未来两年报喜鸟品牌门店数量增幅为15%，圣捷罗品牌每年增长100家门店。渠道提速将为公司带来新的增长动力。预计报喜鸟品牌未来两年收入增速为31%和26%，圣捷罗品牌为132%和52%。

宝鸟和圣捷罗品牌未来业绩值得期待

宝鸟以团购为主体，2010年业绩值得期待

2008年4月11日宝鸟正式并入报喜鸟，公司主要利用宝鸟占领没有覆盖的细分市场。宝鸟具有60万套西服、50万件衬衫加工能力，其成熟业务包括：BONO品牌职业服团购、出口加工（客户主要是英国、澳大利亚、意大利等国外成衣采购商），除此以外，CARL BONO（高级量体定制）、BONO TAILOR（楼宇定制）、E-BONO（网上销售）均属于培养中业务。

宝鸟2008年实现收入4亿左右，净利润3421万元。2009年受因海外市场需求下滑影响，宝鸟服装出口加工业务受到一定影响，预计实现收入3.75亿左右，净利润将不到3000万。

图 9：宝鸟品牌近几年净利润情况

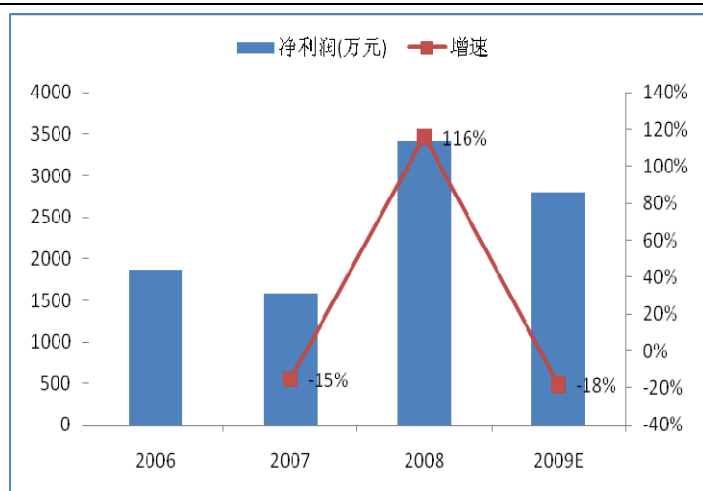
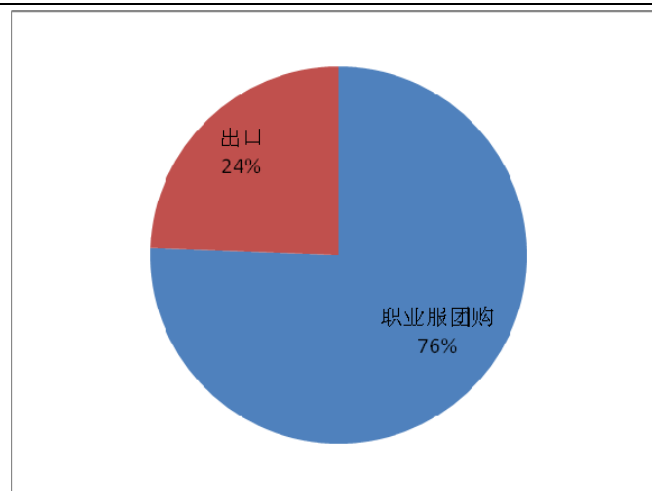


图 10：宝鸟 2008 年业务收入分布



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

对于明年，我们判断，宝鸟品牌将出现恢复性增长，主要因为行业出口已经逐步复苏，公司对宝鸟未来的发展策略是“减少外贸，做大团购”，团购业务将逐步提升。预计2010年、2011年收入增速为30%和20%。

圣捷罗品牌发展趋势良好

公司于2008年三季度向市场推出定位于男士休闲时尚的圣捷罗（S ANGELO）品牌，向成长空间广阔的休闲服行业进军，覆盖更多的细分市场。消费群体锁定于25-30岁之间的时尚男性。品牌定位中高档休闲男装，聘请意大利国际品牌费雷（Gianfranco Ferre）设计总监伊万（Ivan Giannattasio）先生担任品牌首席设计师，带领由中意两国30多名设计师团队，设计实力强大，是公司重点培育的对象。

公司已单独成立圣捷罗事业部，拥有独立的研发、销售和品牌运营团队，符合休闲服市场运行特征，允许该品牌产品打折促销。截至到2008年底，公司已开设圣捷罗门店45家，实现销售收入3070万元；2009年上半年新开28家（合计73家），实现销售收入1500万元；预计2009年底渠道数量可以达到100家，实现销售收入5800万左右，亏损控制合公司预期。

圣捷罗目前发展趋势良好，对于未来两年，我们预计每年将新开门店100家，2010年、2011年门店数分别为200家、300家，预计销售收入将达1.25亿和2.05亿，未来的发展值得期待。

盈利预测与投资估值

我们对公司不同品牌分别进行收入预测，根据对公司的分析和调研结果，我们具体假设如下：

- 1、 门店数量：报喜鸟品牌2009、2010和2011年门店增速分别约为10%、17%和16%，新开店平均单店面积逐年稳步增长，预计实际经营面积增速约为29%、22%和21%。圣捷罗品牌店铺这三年分别为100家、200家和300家。
- 2、 产品售价：报喜鸟品牌2009、2010和2011年产品平均售价增速分别约为0%、6%和6%。
- 3、 公司平效逐年稳步提升，预计未来两年平效约为2万元/平米。
- 4、 毛利率：预计2009、2010和2011年毛利率分别约为51%、51.5%和52%。
- 5、 宝鸟品牌2010和2011年收入增速分别约为30%和20%。
- 6、 公司营业费用率2009、2010和2011年分别为18.5%、19%和19%，管理费用率为14%。

表 2：公司收入盈利预测

	2008	2009	2010	2011
报喜鸟				
门店数量	637	700	820	950
增速	8.89%	9.89%	17.14%	15.85%
直营店	51	75	120	150
加盟店	586	625	700	800
经营面积（平米）	79000	102000	124000	150000
直营面积（平米）	12000	15000	18000	21000
加盟面积（平米）	67000	87000	106000	129000
单店面积（平米）	124.0188383	144	152	158
平均售价（元/件）	660	660	700	745
增速	10.00%	0.00%	6.06%	6.43%
经销商批发折扣	0.4	0.45	0.45	0.45
销售收入（万元）	63594	85851.9	112466	141707.1
增速	35.75%	35.00%	31.00%	26.00%
圣捷罗				
直营数量		20	40	60

加盟数量		80	160	240
门店数量	45	100	200	300
销售收入 (万元)		6000	13500	20500
			132.76%	51.85%
宝鸟收入 (万元)	27000	37500	48800	58700
公司销售收入 (万元)	93794	129152	174766	220907
毛利率	48.69%	51.00%	51.50%	52.00%
成本	48121.1	63284.4	84761.5	106035.4

数据来源：广发证券发展研究中心

根据对公司收入的预测，预计2009-2010年EPS为0.667、0.895和1.16元，对应当前股价市盈率为37.66、28.07和21.66倍。公司具有较强的内涵增长实力和潜力，而2010年渠道进程提速将给公司带来新的增长动力。09年业绩丰厚，存在高送配的可能，因此给予公司1年内PE区间为30-35倍，合理估值为26.85-31.33元，价值中枢为29元，给予“买入”评级。

表 3：公司利润表预测（单位：百万元）

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	344.90	468.46	937.94	1291.52	1747.66	2209.07
减：营业成本	210.06	249.29	481.24	632.84	847.62	1060.35
营业税金及附加	3.20	4.04	6.96	10.07	13.98	18.78
营业费用	43.42	72.00	168.94	238.93	332.06	419.72
管理费用	34.45	38.80	106.72	174.36	244.67	309.27
财务费用	0.07	-0.79	7.63	2.51	-2.00	-1.99
资产减值损失	0.33	3.14	-0.71	0.75	0.80	0.80
加：投资收益	2.08	2.24	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	55.46	104.21	167.16	232.05	310.54	402.13
加：其他非经营损益	-1.59	-3.26	-1.26	-2.01	-2.01	-2.01
利润总额	53.88	100.96	165.90	230.05	308.53	400.13
减：所得税	11.72	18.03	42.83	36.81	49.37	64.02
净利润	42.16	82.93	123.06	193.24	259.17	336.11
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.16	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	42.16	82.93	122.90	193.24	259.17	336.11
总股本（百万股）	72.00	96.00	192.00	289.68	289.68	289.68
EPS	0.146	0.286	0.424	0.667	0.895	1.160

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、 圣捷罗品牌定位是时尚休闲，与报喜鸟品牌发展模式有很大差异，能否顺利发展壮大有待进一步考察。

2、 公司尝试的联营模式效果存在不确定性。

表 4：2010 年 1 月 13 日可比上市公司估值水平

代码	最新价 格（元）	EPS			市盈率 PE			PEG
		09E	10E	11E	09E	10E	11E	
七匹狼	25.99	0.69	0.87	1.12	35.59	28.44	21.91	1.04
美邦服饰	25.53	0.61	0.83	1.08	39.33	28.84	22.34	0.87
罗莱家纺	46.6	0.97	1.24	1.53	47.03	36.90	29.73	1.44
富安娜	42.29	0.79	1.03	1.37	51.78	40.06	30.25	1.26
大杨创世	16.68	0.51	0.55	0.66	68.62	47.57	35.57	3.46
伟星股份	23.33	0.89	1.09	1.34	23.33	19.00	15.50	0.84
探路者	41.05	0.58	0.83	1.12	68.62	47.57	35.57	1.22
平均					47.76	35.48	27.27	1.45
报喜鸟	25.12	0.63	0.79	0.99	37.74	30.13	24.03	1.19

数据来源：Wind

表 5: 公司资产负债表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	80.39	269.75	121.81	844.45	944.25	1109.68
应收和预付款项	68.26	192.13	189.23	297.00	403.00	506.00
存货	88.05	109.78	293.57	298.59	392.00	479.80
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8.17	15.17	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	19.60	121.19	162.81	198.44	228.06
固定资产和在建工程	27.45	146.79	353.05	354.43	350.77	342.10
无形资产和开发支出	0.00	0.70	52.98	58.69	63.39	67.10
其他非流动资产	0.00	2.31	15.08	12.54	5.00	5.00
资产总计	272.32	756.24	1146.91	2028.51	2356.85	2737.73
短期借款	30.00	70.00	165.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	61.31	148.98	317.45	409.00	530.00	642.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	1.54	2.00	2.00	2.00
负债合计	91.31	218.98	483.99	411.00	532.00	644.00
股本	72.00	96.00	192.00	973.68	973.68	973.68
资本公积	1.25	272.16	184.15	202.47	202.47	202.47
留存收益	107.76	169.09	286.77	441.36	648.70	917.58
归属母公司股东权益	181.01	537.26	662.92	1617.51	1824.85	2093.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	181.01	537.26	662.92	1617.51	1824.85	2093.73
负债和股东权益合计	272.32	756.24	1146.91	2028.51	2356.85	2737.73

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 6: 公司现金流量表预测 (单位: 百万元)

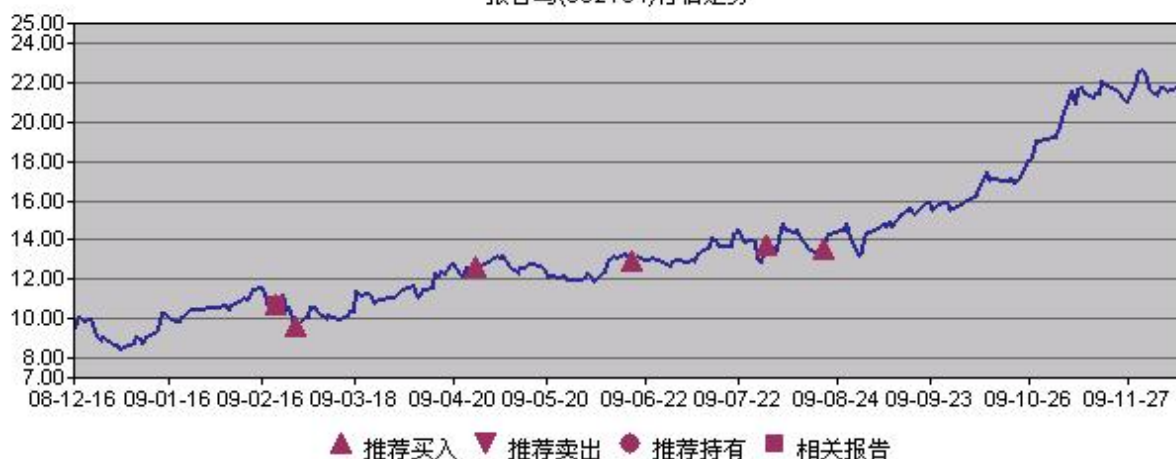
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	57.05	71.67	173.51	251.49	263.20	341.22
投资性现金净流量	-5.79	-201.47	-283.33	-131.69	-131.69	-131.69
筹资性现金净流量	-10.47	313.01	-8.42	602.84	-31.71	-44.11
现金流量净额	40.80	183.20	-118.23	722.64	99.80	165.42
期初现金及现金等价物余额	40.80	183.20	288.53	121.81	844.45	944.25
期末现金及现金等价物余额	0.00	105.54	121.81	844.45	944.25	1,109.68

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

报喜鸟(002154)行情走势



相关研究报告

报喜鸟(002154.sz)	刘伟军	2009-02-20
报喜鸟(002154.sz)	刘伟军	2008-09-25

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。