

买入 维持
报喜鸟 (002154)
2011 年 1 月 25 日
股票价格

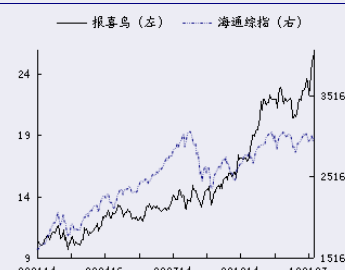
20110124 收盘价	24.98 元
6 个月内目标价	38.10 元
52 周内股价波动	23.00-33.50 元

主要估值指标

	2010E	2011E	2012E
市盈率	25.75	19.67	14.69
市净率	3.42	2.87	2.72
市销率	5.10	4.16	3.43
EV/EBITDA	26.44	20.43	14.69

股本结构

总股本 (万股)	29374.75
流通 A 股 (万股)	23440.92

市场表现

相关研究

报喜鸟跟踪报告：调高盈利预测和目标价，维持“买入” 2010.11.8

报喜鸟三季报点评：精耕细作，毛利率再创新高 2010.10.29

报喜鸟调研跟踪报告：稳健与扩张并举，整合共创新一色 2010.8.16

报喜鸟业绩快报点评：估值具有相对吸引力 2010.3.1

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
电话：021-23219403
Email: luying@htsec.com

批发和零售贸易行业分析师：潘鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
电话：021-23219423
Email: panh@htsec.com

联系人：唐爽
电话：021-23219716
Email: tangss@htsec.com

休闲服初战告捷，报喜鸟又上重楼

公司目前经营情况良好，我们认为其未来业绩的提升可能来自以下几方面：按增发计划新开的店面已开始贡献利润，圣捷罗可能扭亏，以及宝鸟业绩或可恢复增长。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润增长率 (%)	50.51	52.08	30.62	34.23
毛利率 (%)	51.13	53.64	54.24	54.68
净资产收益率 (%)	11.59	13.41	14.18	15.77
每股收益 (元)	0.64	0.97	1.27	1.70

资料来源：公司公告，海通证券研究所

- **重新审视报喜鸟的成长性。**目前市场对公司的定位和成长空间存在一定疑问，本报告将就这些问题给出我们的观点：(1) 报喜鸟并不是一个中低档品牌，而是定位于中高档；(2) 尽管正装子行业已经进入成长中期，但中高档细分领域依然具有较高的成长性；(3) 报喜鸟的业务定位已经由“专注正装”逐渐转向“商务+休闲”；我们认为，如果对以上三点存在误解，可能会忽视报喜鸟未来的成长性。
- **报喜鸟商务系列具有较高的盈利水平。**由于报喜鸟定位于中高档，并保持每年 5%-10% 的提价水平，毛利率不断提升，截至 2010 年三季度，公司毛利率提升至 53%，大幅高于业内 35% 的平均水平。单店收入、单店净利润与平效等均在不断优化。
- **圣捷罗时尚休闲系列已实现盈亏平衡。**据我们测算，2009 年圣捷罗收入约为 5000 万元，亏损约 1000 万元，约占净利润 6%。预计圣捷罗未来 3-5 年将保持较快的外延扩张，门店数量或有望达到 300-400 家，销售占比有望提高至 7% 左右；预计该品牌 2010 年全年销售额将增长 30%-40%，并有望扭亏。
- **宝鸟团购锦上添花。**2009 年因海外市场需求下滑，宝鸟服装出口加工业务受到一定影响，当年宝鸟实现收入 3.2 亿元，净利润 2308 万元，占比约为 12.5%，较 2008 年下滑了 33%。2010 上半年，宝鸟实现收入和净利润分别为 1.8 亿元和 1644 万元，分别增长了 42.1% 和 68.8%；我们分析估算，到 2010 年三季度，宝鸟收入和净利润分别为 2.95 亿元和 2100 万元，已经与 2009 全年水平接近。预计 2010 年宝鸟收入增长约 30%。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2010-12 年公司 EPS 分别为 0.97 元、1.27 元和 1.70 元，三年净利润增速为 51%、32% 和 34%，三年 CAGR 为 32.4%；给予公司 2011 年 30 倍目标 PE 估值，对应目标价 38.10 元，维持“买入”投资评级。
- **主要不确定因素。**(1) 选址开店以及运营方面的不确定性；(2) 再融资后的加速扩张和以前的温和扩张模式不同将考验公司的管理控制能力；(3) 人工成本上升。

目 录

投资要点	3
1. 品牌服装楷模：正装与休闲比翼	4
1.1 正装业务：精耕细作造就业内毛利率巅峰	6
1.2 休闲服：最短时间成功实现品牌延伸	9
1.3 宝鸟：团购业务锦上添花	11
1.4 减持因素已弱化	11
2. 品牌服装行业尚处成长期，通胀背景下防御性突显	13
2.1 正装子行业：行业进入成长中期	13
2.2 休闲服子行业：行业尚处成长加速期	14
3. 催化因素助推业绩	16
3.1 2009、2010 年新开店铺已开始贡献利润	16
3.2 圣捷罗可能实现扭亏	16
3.3 宝鸟业绩或可恢复增长	16
4. 盈利预测	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值和投资建议	17
5. 风险提示	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1 报喜鸟业务结构图	4
图 2 报喜鸟店铺数量	6
图 3 报喜鸟店铺数量仍有扩张空间（家）	6
图 4 毛利率稳步提升（%）	8
图 5 单价盈利能力比较（万元）	8
图 6 全国大型商场西服占有率排名（%）	13
图 7 全国重点大型百货商场男西装销量及增速	14
图 8 正装行业毛利率情况（%）	14
图 9 正装行业净利润率情况（%）	14
图 10 国内休闲服零售额及增速	15

表目录

表 1 报喜鸟大事记	5
表 2 报喜鸟竞争对手概览	7
表 3 国内正装子行业品牌公司规模比较	8
表 4 国内正装子行业品牌公司盈利能力比较	8
表 5 品牌服装上市公司业务概览	9
表 6 品牌延伸案例回顾	9
表 7 国内品牌服装上市公司子品牌经营情况	10
表 8 宝鸟业务概览	11
表 9 国内品牌服装上市公司团购经营情况	11
表 10 大股东、高管和核心人员股份变动情况	12
表 11 国内外休闲服子行业品牌公司盈利能力比较	15
表 12 报喜鸟分渠道收入预测表	17
表 13 A股可比品牌服装公司相对估值	17

投资要点

报喜鸟基本面良好，主要表现在：（1）盈利水平较高，无论是毛利率、平效还是单店收入都较同业公司高出较大幅度；（2）产品定位于中高档，每年能保持 5%-10% 的提价幅度，VIP 客户收入占比已达到 40%；同时公司正面临以下几点催化剂有望推动业绩加速提升：按照增发计划新开的店面已经开始贡献利润、圣捷罗可能扭亏，以及宝鸟业绩或可恢复增长。

估值分析

根据我们的模型测算，预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.97 元、1.27 元和 1.70 元，三年增速为 51%、32%和 34%，未来三年 CAGR 为 32.4%。我们认为业绩存在超预期的可能来源于以下几个方面：（1）宝鸟回暖；（2）时尚系列有望盈亏平衡；（3）商务系列品牌提升毛利率提升。目前 A 股可比公司 2011 年平均估值为 28.76 倍，基于以上分析，我们给予报喜鸟 2011 年 30 倍目标 PE 估值，对应目标价为 38.10 元，维持“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 重新审视报喜鸟的成长性。目前市场对公司的定位和成长空间存在一定疑问，本报告将就这些问题给出我们的观点：（1）报喜鸟并不是一个中低档品牌，而是定位于中高档；（2）尽管正装子行业已经进入成长中期，但中高档细分领域依然具有较高的成长性；（3）报喜鸟的业务定位已经由“专注正装”逐渐转向“商务+休闲”；我们认为，如果对以上三点存在误解，可能会忽视报喜鸟未来的成长性。
- 报喜鸟商务系列具有较高盈利水平。由于报喜鸟定位中高档，并保持每年 5%-10% 的提价水平，随着品牌美誉度与附加值的提升，毛利率不断创新高，截至 2010 年三季度，公司毛利率提升至 53%，大幅高于业内 35% 的平均水平。单店收入、单店净利润与平效等均在不断优化。
- 圣捷罗时尚休闲系列已实现盈亏平衡。据我们测算，2009 年圣捷罗收入约 5000 万元，亏损约 1000 万元，约占净利润 6%。我们预计圣捷罗在未来 3-5 年将持续较快的外延扩张，门店数量或有望达到 300-400 家，销售占比有望提高至 7% 左右；预计该品牌 2010 年全年销售额将增长 30%-40%，并有望扭亏。
- 宝鸟团购锦上添花。2009 年因海外市场需求下滑，宝鸟服装出口加工业务受到一定影响，当年宝鸟实现收入 3.2 亿元，净利润 2308 万元，占比约为 2.5%，较 2008 年下滑了 33%。2010 上半年，宝鸟实现收入和净利润分别为 1.8 亿元和 1644 万元，分别增长了 42.1% 和 68.8%；我们分析估算，到 2010 年三季度，宝鸟收入和净利润分别为 2.95 亿元和 2100 万元，已经与 2009 全年水平接近。预计 2010 年宝鸟收入增长约 30%。

不确定因素

- 选址开店以及运营方面的不确定性；
- 再融资后的加速扩张和以前的温和扩张模式不同将考验公司的管理控制能力；
- 人工成本上升；
- 原材料价格上升。

1. 品牌服装楷模：正装与休闲比翼

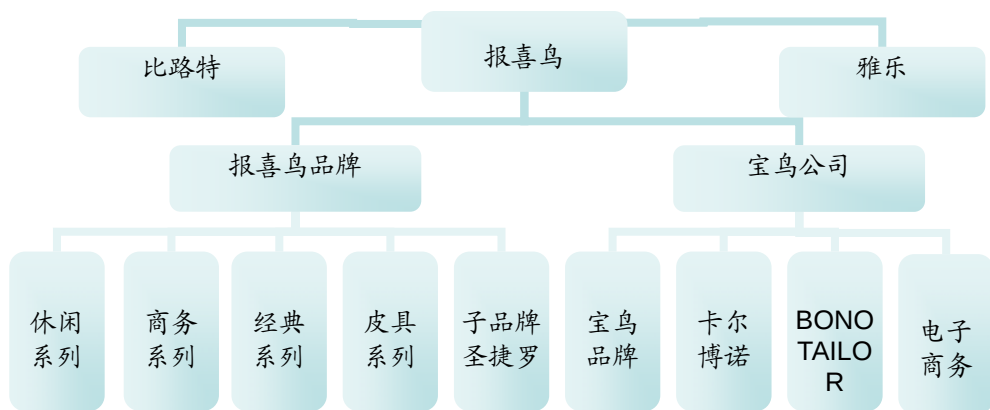
浙江报喜鸟服饰股份有限公司创立于 2001 年 6 月，2007 年在深交所中小板上市，是 A 股中几家重要的品牌服装上市公司之一。

公司定位于中高档男装，主营报喜鸟（SAINT.ANGELO）品牌、圣捷罗（S.ANGELO）时尚品牌和宝鸟（BONO）品牌西服及衬衫等男士系列服饰产品，其中西服和部分衬衫为自主生产，其他服饰、配件（包括羊毛衫、T 恤、夹克衫、皮衣、领带、皮带、皮包）等生产均外包。产品系列细分为 A（经典系列）、B（商务系列）、C（休闲系列）、D（皮具系列），系列化的研发和销售初成体系。

图 1 是报喜鸟的业务结构图。公司本部拥有西服年产能 30 万套，衬衫外包加工；上海宝鸟服饰有限公司现有年产能西服 50 万套、衬衫 40 万件。2010 年 11、12 月，公司收购了比路特运动装、雅乐时装，控股比例均为 51%。2011 年 1 月，公司进行了对名欧服饰的财务性收购，占其股权比例 19%，一系列收购行为标志着公司在高档系列的品类拓展进一步延伸。

行业排名均较去年大幅提升。中国纺织工业协会发布的“2009-2010 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强”榜单，报喜鸟列 15 位；“2009 年主营业务收入百强企业”报喜鸟列第 57 位；报喜鸟还入列“2009-2010 年度服装行业竞争力 10 强”排行榜第 4 位；世界品牌实验室发布 2009 年《中国 500 最具价值品牌排行榜》中报喜鸟凭借 34.07 亿元的品牌价值位居第 253 位。

图 1 报喜鸟业务结构图



资料来源：公司公告，海通证券研究所

近年来通过设计师巡店、提高产品设计水平和产品质量等措施，报喜鸟逐渐树立了民族品牌形象，在激烈的竞争中脱颖而出。公司服装零售采取“直营+加盟”模式，2008 下半年收购上海宝鸟服饰有限公司，在零售业务的基础上又增加了职业装团购、服装出口加工、电子商务和服装定制业务，从而使公司服装业务模式不断多元化，公司产品成功由西服为主向综合服饰过渡。

2007 年上市至今，随着募集资金到位及公司知名度提高，公司业绩不断超预期，收入和净利润不断创历史新高。2004-2009 年，收入增长了 272.65%，净利润增长了 589.38%，复合增长率分别为 30%和 47%，净利润增幅超过了收入增幅。

表 1 报喜鸟大事记

时间	事件
2001 年 6 月	报喜鸟公司成立
2007 年 8 月	报喜鸟上市
2008 年 4 月	收购宝鸟
2008 年下半年	推出圣捷罗时尚休闲子品牌
2009 年 12 月	公开增发，拟增 178 家门店
2010 年 11、12 月	收购比路特、雅乐

资料来源：公司公告，海通证券研究所

渠道扩张稳健推进。同其他品牌服装公司一样，报喜鸟也在持续推进渠道扩张，但相比较而言，报喜鸟的扩张“有张有弛”，特别是上市引入直营模式后，公司步伐稳健，着力于整合关闭低效店铺、精耕细作提高店效。

目前公司 70%的店铺在二线城市，10%以上在三线城市，其余在一线城市；其中，一线市场以打造品牌形象为主，二线市场以销售业绩为主。我们认为，由于一线市场竞争激烈，品牌之间打折促销的价格战居多，使得利润空间减小，也不利于维护报喜鸟“永不打折”的品牌形象。

报喜鸟主要强势地区是在东北和长江沿线的四川、安徽等地，未来的扩张规划是：东北地区往三线城市发展、西北地区争取覆盖满地级市、西南地区加大布局力度、华东地区整合大店。公司也会加大商场布点力度，目前商场专柜数量仅占 1/3。

根据中华商业信息网的调查结果，从单个网点的销售效率分析，我国东部的自营专卖店效率较高，中部的商场效率较高，而西部地区各渠道效率相差不多。另外，从渠道盈利水平分析，东部的商场净利水平较高，中部的特许专卖店盈利水平较高，而西部的自营专卖店与特许专卖店的盈利较大。因此，我们认为，销售网点布局要因时、因地制宜，报喜鸟的布局基本和市场调研结果相符。

根据图 2，从报喜鸟店铺增长的进程来看，公司从 1997 年的 53 家扩张到 2010 年第三季度的 863 家，1997-2009 年店铺复合增长率为 24.7%。我们将公司的店铺扩张归纳为 3 个阶段：

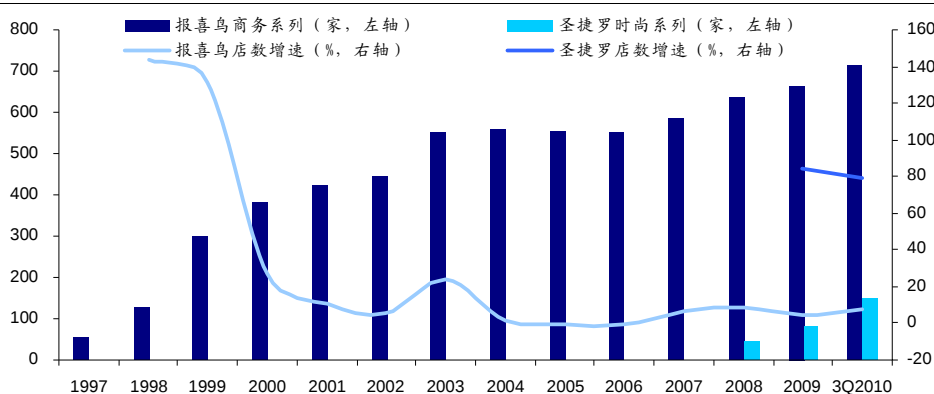
（1）2004-2007 年，整合阶段。这一时期公司暂时放慢了加盟渠道扩张，一方面着力于直营店的建设，提高店铺面积和平效；另一方面，进行加盟店铺的整合关闭。由于 2004-2006 年的关闭整合，店铺数量仅增加了 4.65%，但单店收入却增加了 52.78%；

（2）2007-2009 年，加速阶段。公司上市后扩张节奏小幅加快，但仍较为谨慎，2008 年是圣捷罗时尚系列上市的第一年，带动了开店速度的提升，其余年份基本仍维持 5%-10%的店铺增速；

（3）2009 年至今，强直营阶段。公司实施了“强直营、开大店、推时尚”的品牌培养阶段，扩大直营比例。

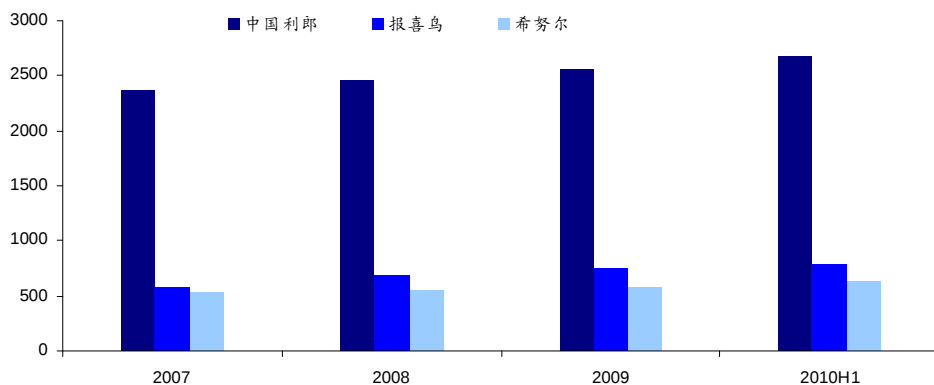
根据图 3，我们可以看出，目前报喜鸟与业内可比公司中国利郎相比，店面覆盖差距还较大；我们估计，2011-2012 年报喜鸟品牌开店增速维持在 10%，在未来 3-5 年公司店铺总数可达到 1500 家。

图 2 报喜鸟店铺数量



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 报喜鸟店铺数量仍有扩张空间（家）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.1 正装业务：精耕细作造就业内毛利率巅峰

产品定位。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，以及七匹狼、劲霸、利郎等商务休闲品牌，我们认为其他的如红豆、希努尔等由于定位偏低以及一定受自身地域定位的限制(希努尔主要定位在华北和中部地区、红豆主要在华东和中部地区)，并不会对公司构成直接竞争；而国外一线品牌如 ZEGNA、ARMANI 等定位高端，公司也暂不具备与其竞争的实力。国内的西服品牌中，法派、威可多、庄吉与报喜鸟品牌价位最接近，具有竞争关系。

公司产品售价分别从 2001 年的 1500 元/套、2007 年的 2600 元/套提高至目前 3000-3200 元/套，每年基本能保持 5%-10%的提价幅度，2010 年 9 月中旬结束的 2011 年春夏订货会，根据以往的提价规律，预计产品仍有望提价 8%-10%左右。

表 2 报喜鸟竞争对手概览

价位	公司	特征	经营模式	与报喜鸟竞争关系
1000 元以下	红豆	中低端	利用价格优势 进入二三线市场	不构成竞争
	希努尔			
	伟志			
1000-2000 元	雅戈尔	中端 覆盖面广	直营，促销，广告	与报喜鸟 2000 元以下产品构成竞争
	罗蒙			
	杉杉			
2000-3000 元	威可多	中高端	加盟，促销	最直接的竞争对手
	庄吉			
	法派			
	夏蒙			
	顺美			
5000 元以上	HUGO BOSS	高端 知名度高	旗舰店+加盟	报喜鸟的相对优势在网络体系
	DUNHILL			
	ARMANI			
	ZEGNA			
	CERRUTI1881			

资料来源：公司网站，海通证券研究所

我们认为，对于中高档定位的正装品牌来说，其收入的稳定性很大一部分来自公司的 VIP 客户，而能否吸引到稳定的 VIP 客户群体则取决于产品的定位与设计、公司的服务以及营销策略。公司每年开展意大利工艺师巡店、代言人巡店等活动，为客户量身定制服装。我们估计，目前公司现有 VIP 客户人数超过 20 万人，其中有效 VIP 为 8 万人；VIP 收入占比约 50%，较去年有 10% 左右的提升；在公司的强势市场东北地区，VIP 收入可能占比到 70%。

单店收入与平效。我们认为，对于正装行业来说，外延扩张并不是最终目的，在行业已经过了争夺市场空白的早期阶段后，必须要走上内生挖掘的道路，如何做到品牌形象随定位群体收入的提升而提升，才是正装行业的题中之义。我们认为，单纯的外延数量式扩张主要取决于公司的资金实力，而内生盈利能力的挖掘则取决于公司供应链、VIP 客户营销策略、产品提价能力等诸多因素，是一个公司综合实力的体现。

由于公司店铺面积的确切数据我们无法掌握准确，也就无法得出公司持续的“平效”数据，因此我们用“单店收入”与“单店净利润”两个指标来衡量公司的内生盈利能力。公司从 2008 年起开始开“大店”，大店面积一般在 400-500 平方米，而公司一般直营店面积为 100-150 平方米。

我们分析，公司目前大概拥有 40-50 家大店，不到公司总店铺的 10%，因此我们可以判断，公司单店收入的提高基本可以认为是内生盈利能力提升的结果，而受面积提升因素影响不大。根据我们测算，从 2006 年整合以后，报喜鸟品牌单店收入在 2006-2008 年一直保持了两位数的增速，分别为 13.02%、27.93% 和 13.74%，并在 2005-2007 年间高于店铺的增速。截至 2009 年，报喜鸟品牌的单店收入 97 万元，单店净利润 22 万元，平效 1.5 万元/平方米，较业内价格折扣幅度大、量销为主的可比公司高出较大水平。

毛利率与净利润率。报喜鸟品牌毛利率自 2005 年 36.27% 提升至 2010 年第三季度的 53.28%，净利润率则从 9.61% 提高至 17.96%，明显高于同业 20% 和 5% 的平均水平，具体对比可见图 4。从品牌目前均价（3200 元）来看，即使按照每年最高增速 10% 的提价速度来估计，报喜鸟品牌还要经历 5 年才能达到国内一线西装 5000 元的均价水

平,而且仍只是一线国际品牌的 30%左右;因此,我们认为,公司的毛利率尽管现在在业内最高,也仍有提升空间。我们预计在未来 3-5 年,公司毛利率有望提升至 60%,净利润率有望提升至 20%-25%,加盟经销商净利润率有望达到 15%-20%之间。

根据表 3、表 4 对比业内公司来看,报喜鸟的盈利数据最为瞩目,单店净利润以及毛利率都领先可比公司较大幅度,然而中国利郎的收入、净利润分别是报喜鸟的 1.4 倍、1.7 倍,我们认为这主要是源于其网点规模众多(店数是报喜鸟的 3 倍多)、渠道扩张迅猛所带来的;而从市值规模来看,中国利郎是报喜鸟的 1.6 倍。

我们认为,报喜鸟无论是从实体销售规模还是资本市场市值规模,都仍有较大的成长空间。而报喜鸟的经营策略更偏重于精耕细作,扩张步伐一直较为稳健,从其毛利率逐年提升、每年保持 5-10%的提价能力可看出。凯撒股份较高的毛利率和单店收入源于其更高的定位,然而由于费用控制不佳,单店净利润较低。希努尔由于定位于中低档,毛利率不高,但上市融资后会进入一个较快的渠道扩张期,其经营策略可能阶段性地类似于利郎。

表 3 国内正装子行业品牌公司规模比较

品牌公司	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	市值 (亿元)
报喜鸟	10.9	1.8	82.2
凯撒股份	3.2	0.6	45.0
希努尔	8.5	1.1	47.1
中国利郎	15.6	3.0	142.1

注:收入和净利润时间均为 09 年,市值截至 2011.1.19

资料来源:wind,海通证券研究所

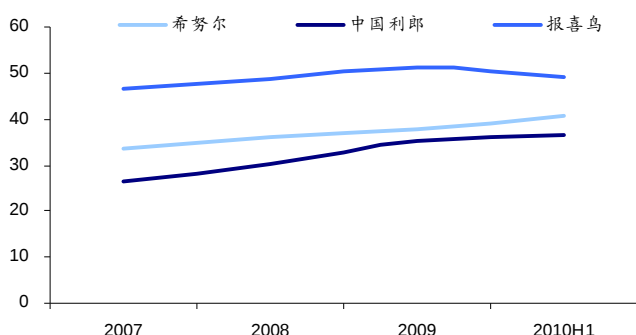
表 4 国内正装子行业品牌公司盈利能力比较

品牌公司	店数 (家)	单店收入 (万元)	单店净利润 (万元)	毛利率 (%)
报喜鸟	748	97.00	21.65	51.13%
凯撒股份	263	125.08	11.74	45.84%
希努尔	587	67.52	8.13	37.61%
中国利郎	2674	60.91	11.83	35.33%

注:所有数据时间均为 09 年

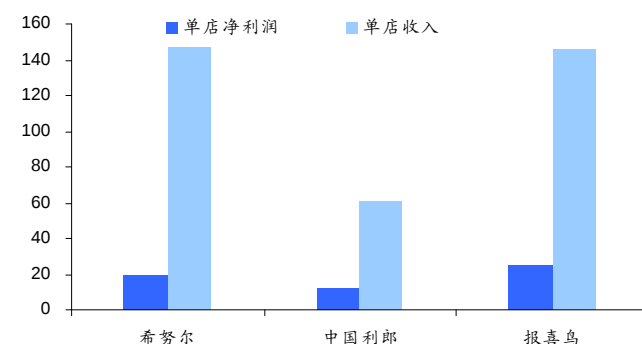
资料来源:wind,海通证券研究所

图 4 毛利率稳步提升 (%)



资料来源:公司招股意向书,海通证券研究所

图 5 单店盈利能力比较 (万元)



资料来源:公司招股意向书,海通证券研究所

我们看好品牌服装的成长性,并认为未来即将迎来十年黄金增长时期(可参见《纺织服装行业 2011 年度策略报告:纺织出口陷低迷,服装长宜放眼量》报告)。然而,我们也认为,品牌服装行业的做大做强是一个长期的过程,需要专一的投入与积淀,渠道

扩张易，而毛利水平提高难；扩大店铺面积易，而提高单店收入难。因为后者都需要伴随着品牌美誉度与附加值的提升。遗憾的是，我国早期的一些服装品牌公司在近些年过度的参与了跨领域的多元化（如房地产、投资、新能源等），而自有品牌服装业务由于投入和关注减少不温不火，始终未见定位的提升，甚至随着市场份额的竞争有所下降，成为过眼烟云。

我们认为，决定品牌服装最终定位的高度与公司投入精力多少有极大关系，专一的服装企业，其品牌定位才能保持，并随着精耕细作而上升到新的高度；多元化、跨领域的拓展业务虽然能获得更高的利润率，但从长期看，不利于提高品牌定位。

表 5 品牌服装上市公司业务概览

公司	公司业务	服装定位
报喜鸟	商务休闲零售，团购	中高档
雅戈尔	地产，金融投资	中档
杉杉股份	锂电池	中档
红豆股份	地产	中档
希努尔	服装零售，团购，贴牌出口，网购	中低档

资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.2 休闲服：最短时间成功实现品牌延伸

由于公司以男士正装起家，使得市场对其固有印象定位在男士正装子行业，而忽略了公司报喜鸟品牌逐渐向商务休闲倾斜的客观事实，也忽略了近年来着力打造的休闲品牌“圣捷罗”（S.ANGELO）。

品牌服装在发展到一定阶段都会遇到一个增长乏力的瓶颈阶段，边际成本大于边际收益，这就需要去开拓新的增长点。“品牌延伸”策略是企业较多采用的方法，国际上的案例也显示，近十年来在美国市场盛久不衰的品牌（销售规模达到 1500 万美元以上），有 2/3 是源于“品牌延伸”而非新品牌。市场上这方面的先例已有很多，如国外的 ARMANI、HUGO BOSS、艾格，国内的七匹狼、雅戈尔等。当然，“品牌延伸”不是万能的，失败的案例并不鲜见，表 6 是我们对国内外品牌延伸案例的一个综述。

表 6 品牌延伸案例回顾

分类	结果	原品牌	延伸品牌	特征
品类扩展	成功	ARMANI	Giorgio Armani, Emporio Armani, Armani Junior	强强联合，成功互补
		七匹狼	红标，绿标，蓝标	延伸幅度较小，定位上差距不大
	失败	DIOR	进入食品领域	延伸过度
		依文	诺丁山，凯文凯利	没有独立运作，中低端基础无法为高端品牌提供影响力
主副品牌	成功	艾格	Weekend	与女装主品牌经营思路类似
		HUGO BOSS	Boss-Hugo Boss, Hugo-Hugo Boss, Baldessarini-Hugo Boss	高端向低端延伸较易成功
		七匹狼	马克华菲，胜沃斯	高端子品牌独立运作
	失败	NIKE	时尚类女鞋 Side One	与 Nike “走专业运动鞋”的思路不符
		Levi's	Levi's For Foot	混淆定位

资料来源：Internet，海通证券研究所

根据市场营销理论，品牌延伸的主要途径有两种：品类扩展和主副品牌。报喜鸟采

取的就是后者。圣捷罗品牌是报喜鸟在 2008 年三季度推出的子品牌，定位于时尚休闲，重点扩张二三线市场。

我们认为，圣捷罗能在这么短的时间内达到盈亏平衡与公司采用“主副品牌”、成立专门的事业部来运营圣捷罗的策略是极度相关的，因为圣捷罗的时尚休闲定位与报喜鸟是截然不同的两种经营思路。报喜鸟品牌需要精耕细作，着力于盈利能力的提升、培养品牌美誉度以及客户的品牌粘性，而圣捷罗品牌则要注重“快时尚”，着力于产品设计对市场的快速反应能力、供应链的快速周转。因此，“主副品牌”策略一方面可以避免品牌定位混淆，另一方面还可以具备“搭车”优势，即圣捷罗可以借助报喜鸟的已有加盟商渠道、物流、信息管理系统等，从而加快了品牌的扩张速度与盈利能力。

总的来说，圣捷罗品牌的推广无论从店铺数量增速、店铺面积规划上看，都是比较稳健和谨慎的，也正基于此，圣捷罗品牌能在业内较短时间内实现盈亏平衡，而没有陷入 2009 年经济危机的瘫痪中。

相对于正装子行业，休闲服行业正在一个快速的上升期。基于这点，业内多家公司都想抢占这一市场空白，纷纷推出了休闲子品牌，如七匹狼（子品牌 SW JEANS）、美邦服饰（子品牌 ME CITY）、雅戈尔（子品牌 GY）在 2008、2009 年陆续进场。

圣捷罗目前的店铺扩张采取的是“直营+加盟”模式，直营与加盟各占一半，即：借助原有报喜鸟品牌的加盟商（现有 80% 的加盟商是原来的报喜鸟加盟商），并且新开直营店。由于商场的租金与扣点逐年提高，未来随着圣捷罗品牌渐入佳境，将采取吸揽新加盟商的模式，会给予他们一些补贴作为吸引要素。我们认为，圣捷罗品牌未来可能会效仿 Vero moda 采取“总代”模式，而在休闲服子行业尚存在较大可挖掘市场空间时，“总代”模式更适合提高经营效率，快速占领市场空白。

表 7 国内品牌服装上市公司子品牌经营情况

公司	子品牌	推出时间	子品牌规模	扩张模式
报喜鸟	圣捷罗	2008 年三季度	2009 年 83 家店 销售额为 5000-6000 万	直营+加盟 (各占一半)
七匹狼	蓝标 (SW JEANS)	2008 年三季度	2009 年 115 家店， 销售额为 1.5-2 亿	加盟
美邦服饰	ME CITY	2008 年三季度	2009 年 80 多家店， 销售额为 3.5 亿	先大店直营， 再加盟
雅戈尔	绿标 (GY)	2009 年三季度	2009 年 15 家店， 预计 5 年内销售额达到 10 亿	商场为主

资料来源：公司公告，海通证券研究所

预计 2010 年可实现盈亏平衡。圣捷罗在推广初期时主要以量销为主，毛利率在 35%-40% 之间。圣捷罗时尚店面积比较小，根据我们的估计，一般 100-120 平米，单店收入为 68.24 万元。2009 年圣捷罗品牌开店达到 83 家，销售收入 5000-6000 万元；我们预计圣捷罗在未来 3-5 年将持续一个较快的外延扩张，门店数量或有望达到 300-400 家店，预计 2010 年全年销售额可以增长 30%-40%，实现盈亏平衡。

我们认为，相比较业内公司来看，用一年多的时间运作一个与主业思路截然不同的

子品牌如果能够达到盈亏平衡非常难得。虽然目前圣捷罗占比仍然较小，但增速较快，预计经过一段时间的磨合，前期投入的店面将在 2011 年取得瞩目的单店增长。我们预计圣捷罗在未来 3-5 年将增加到 300-400 家店，销售占比有望提高至 7%。

1.3 宝鸟：团购业务锦上添花

宝鸟公司主要业务为职业服团购和服装出口加工，同时开展高级量身定制、楼宇定制、服装电子商务等业务，后三项业务为宝鸟公司培育业务，占公司收入比例较低。宝鸟公司拥有职业服团购宝鸟品牌 (BONO)、高级定制品牌卡尔博诺 (CARL BONO)、楼宇定制品牌 (BONO TAILOR) 和电子商务品牌 (E-BONO)。而报喜鸟收购上海宝鸟，一方面可以理顺子公司关联交易关系，另一方面可以补充公司产能、弥补淡季收入。

表 8 宝鸟业务概览

业务类型	运行模式
职业服团购业务 (BONO)	直销，为高端商务组织进行职业服定制
服装出口加工业务	主要客户为英国、澳大利亚、意大利等国外成衣采购商
高级量身定制业务 (CARL BONO)	在全国大中型城市北京、上海、长春、沈阳、无锡等地的五星级酒店或顶级商场建设直营销售网点，为高端客户提供量身定制的服饰产品
楼宇定制业务 (BONO TAILOR)	在各大商务楼宇设立直营定制店，为大众白领、商务楼宇内人员提供服饰定制服务
服装电子商务业务 (E-BONO)	网上订购的直销模式

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2008 年 4 月宝鸟正式并入报喜鸟，团购业务目前毛利率不到 40%，一般提前 3-5 个月接单，价格相对平稳；加工贸易业务毛利率相对较低，估计不到 15%。我们预计，未来宝鸟服饰将逐步减少贴牌出口业务，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。

宝鸟 2008 的业绩超预期，为报喜鸟贡献了 3070 万元净利润；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冲击，全年净利润出现下滑。2010 上半年，宝鸟实现收入和净利润分别为 1.8 亿元和 1644 万元，分别增长 42.1% 和 68.8%；我们分析估算，到 2010 年三季度，宝鸟收入和净利润分别为 2.95 亿元和 2100 万元，与 2009 年水平接近。预计 2010 年宝鸟收入增长 30% 左右。

表 9 国内品牌服装上市公司团购经营情况

公司	团购品牌	团购规模 (2009 年)	经营模式
报喜鸟	宝鸟 (BONO)	3.2 亿	直营
希努尔	希努尔	1.5 亿	直营
凯诺科技	圣凯诺	1.2 亿	直营，面料优势
大杨创世	凯门	0.7 亿	直营，区域性优势

资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.4 减持因素已弱化

2010 年 9 月 29 日报喜鸟公告，公司控股股东报喜鸟集团在 2010 年 8 月 31 日-9 月 27 日间通过深圳证券交易所的集中竞价交易系统和大宗交易系统减持公司股份 1251 万股，占公司股份总额的 4.26%，减持套现 2.9 亿元，交易平均价格 23.08 元/股。减持后，报喜鸟集团仍持有 10917 万股，占总股本的 37.17%，仍为公司控股股东。

公司控股股东报喜鸟集团原有 5 个自然人股东 (吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、

叶庆来出资比例分别为 32%、20%、20%、20%、8%），减持的原因是部分股东希望退出服装行业转而开创其他领域的事业，且原上市公司董事吴真生、陈章银于 2010 年 8 月 4 日起不再担任公司董事。

我们认为，从短期来看，部分大股东退出最大的不利影响是其控制的加盟商也可能选择退出，给公司加盟渠道造成不利影响。但从长期来看，（1）随着部分股东的退出，剩余大股东的规划将趋向一致，这有利于公司集中精力将品牌服装业务做大做强；（2）公司着力于直营比例的提升，不会受加盟商减少影响过大；（3）圣捷罗品牌仍在成长期，这也会吸引到新加盟商的进入。

公司首期股票期权激励计划实际授予激励对象 1954.16 万份股票期权，占公司目前总股本 28968 万股的 6.75%，授予的激励对象为公司董事（不包括公司创始人股东吴志泽先生、吴真生先生、陈章银先生、叶庆来先生及全体独立董事）、高级管理人员和核心技术（业务）人员共 120 人。授权日为 2008 年 12 月 15 日，行权价格为 12.20 元，公司各高管于 2010 年 6 月 10 日首次行权了 406.75 万股，根据半年期的锁定规定，首次股权激励行权部分到 2010 年 12 月 21 日后可卖出。

2010 年 11 月 22 日，公司几个高管通过大宗交易购买了公司股票 200 万股，价格为 27.23，锁定期为半年。这也就意味着公司大部分高管在 12 月 22 日行权部分股票到期时无法抛售；剩余核心人员可解禁部分为 187 万股，加上董秘 37 万股，大概为 220 万股，此部分股票在这些人员任职期间每年可抛售 25%，可抛售部分并不多。根据表 10 的统计，12 月 22 日-12 月 31 日期间，公司高管层共抛售 10.69 万股。

表 10 大股东、高管和核心人员股份变动情况

	股份变动人姓名	本次变动数（万股）	本次成交均价（元）	变动后持股数（万股）	变动原因
2010-8-31	报喜鸟集团有限公司	-50.90	25.87		竞价交易
2010-9-1	报喜鸟集团有限公司	-48.08	25.64		竞价交易
2010-9-6	报喜鸟集团有限公司	-33.00	24.65		竞价交易
2010-9-9	报喜鸟集团有限公司	-138.67	24.30		竞价交易
2010-9-10	报喜鸟集团有限公司	-350.00	21.85		大宗交易
2010-9-17	报喜鸟集团有限公司	-630.00	22.99		大宗交易
2010-10-13	报喜鸟集团有限公司	-215.00	22.84		大宗交易
2010-11-22	周信忠	90.00	27.23	164.88	大宗交易
2010-11-22	李悌遼	40.00	27.23	71.20	大宗交易
2010-11-22	陆昊	20.00	27.23	62.90	大宗交易
2010-11-22	吴志泽	-200.00	27.23	2888.80	大宗交易
2010-12-29	方小波	-2.90	29.67	29.86	竞价交易
2010-12-29	邓腊梅	-0.30	29.99	1.70	竞价交易
2010-12-30	张袖元	-2.00	29.90	6.00	竞价交易
2010-12-30	邓腊梅	-0.20	29.98	1.50	竞价交易
2010-12-30	方小波	-5.29	29.90	24.57	竞价交易

资料来源：公司公告，海通证券研究所

根据公司披露的权益变动书显示，“报喜鸟集团不排除于未来 12 个月内继续减持的可能”，但由于公司在 9 月 21 日时承诺“连续六个月内继续出售的股份会低于总股本的 5%”，两个离职高管所持股份需在离职半年后（2011 年 2 月份）才可减持，而集团减持比例达到 5%则需公告。此外，根据抛售的限制性规定，高管持股每年抛售量不能超过上一年末持股量的 25%，根据 2010 年中报披露的数据，我们估计这个规模在 56 万左右。因此我们认为，公司在短期内减持的利空因素大大减小。尽管集团现有业务包括房地产、金融投资、PE 投资等，但集团将服装作为家族长期事业这一长期规划不会改变，公司仍将平衡稳健发展。

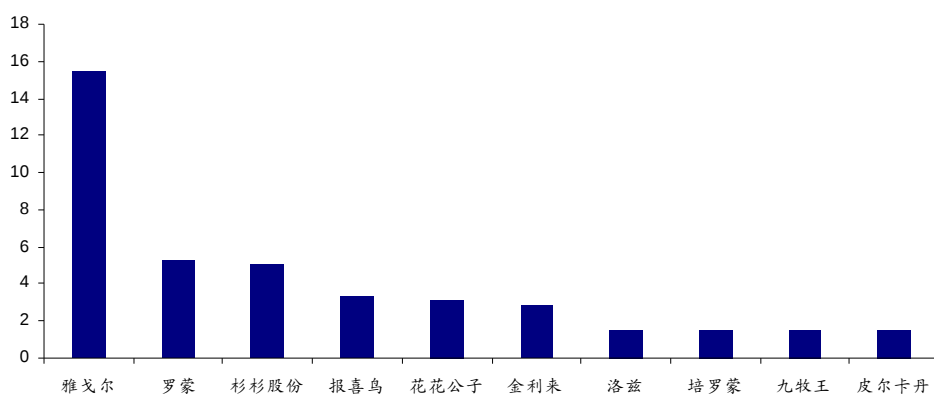
2. 品牌服装行业尚处成长期，通胀背景下防御性突显

我们将品牌服装子行业按照成长期的三个阶段进行分类：（1）加速期：休闲服、户外等功能性服装、家纺；（2）激烈期：运动服饰；（3）缓和期：正装、女鞋。

2.1 正装子行业：行业进入成长中期

我国的正装子行业发展较早，而且正装行业市场容量相对休闲装小，应该说现在已经度过了早期的快速成长阶段，进入了成长中期，主要特征体现在：行业集中度提升，目前正装第一品牌雅戈尔占 15% 左右，前十大品牌综合占有率在 40% 左右；衬衫第一品牌雅戈尔市场占有率 11% 左右，前十大品牌合计占到 45%-50%。

图 6 全国大型商场西服占有率排名（%）



资料来源：海通证券研究所

但与市场普遍观点不同，我们认为：

（1）正装、商务装进入成长中期并不意味着其利润要差于休闲装，只是销量增长趋缓，随着品牌附加值的提升，企业仍能保持较大的利润增长幅度。从图 8、图 9 的对比来看，我们可以发现，定位于中档以上的品牌服装依然能保持较高的毛利率水平和净利率水平，而定位偏低、多元化的红豆股份的利润水平由于各种原因暂时未能体现提升趋势；

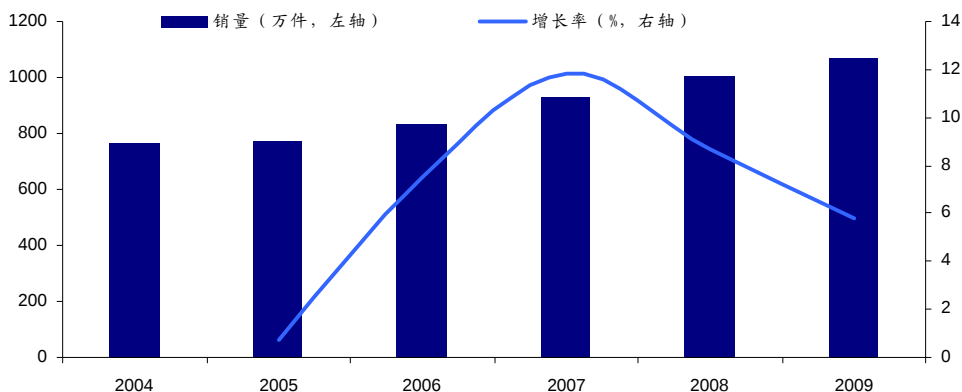
（2）正装行业进入成长中期，并不意味着各个档次的细分市场都增长趋缓。我们认为，正装子行业的中高档细分市场未来会快于子行业的增长；

一方面，这要归因于其消费群体的收入增长性。我们认为，在收入分配结构中，中高收入群体（类似于中产阶级）的收入增长性最快，兼具最强的消费意愿和消费能力，并有着最强的品牌消费观念；

另一方面，根据我们的分析，国内定位于中高档的正装品牌均价基本在国际一线品牌的 40% 左右，因此我们认为随着国内品牌知名度与美誉度的提升，国内品牌仍存在较大的进口替代空间。

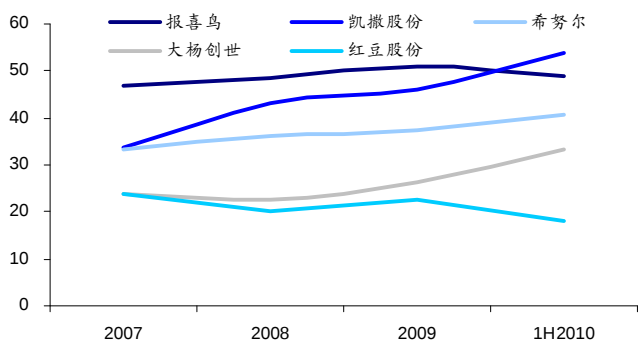
目前市场主要观点认为男士正装子行业已相对进入稳定期，增速放缓；在这种行业背景的依托下，对报喜鸟相对看淡。而我们对报喜鸟的信心来自于其市场定位，即将消费群体定位于中高端，并存在替代空间；我们对其成长性的分析也是基于对这一细分市场成长性的判断。我们认为，尽管正装行业增长相对放缓，但中高档正装依然极具吸引力。

图 7 全国重点大型百货商场男西装销量及增速



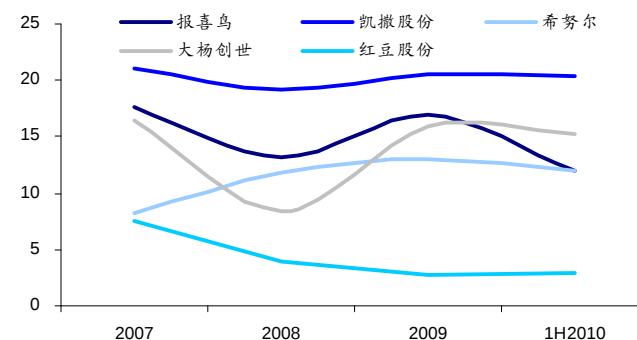
资料来源：中华商业信息网，海通证券研究所

图 8 正装行业毛利率情况 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 9 正装行业净利润率情况 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

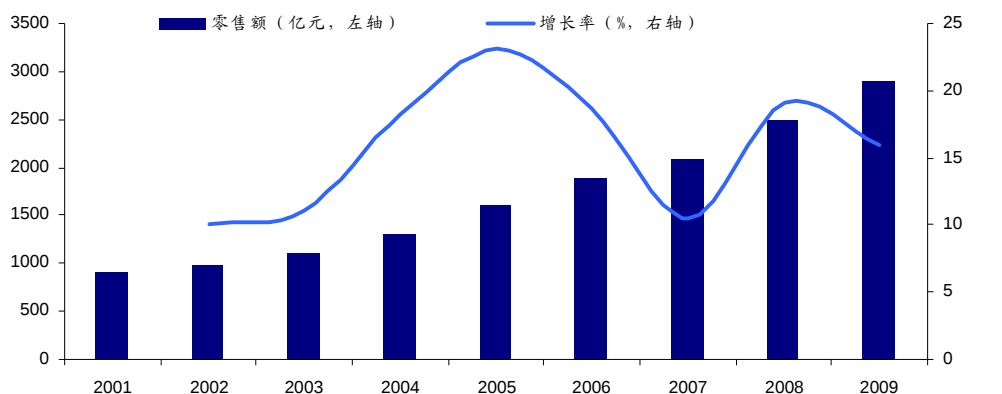
2.2 休闲服子行业：行业尚处成长加速期

根据发达国家或地区历史经验，人均 GDP 超过 1000 美元后，居民消费将由功能型向享受型转变，对服装的需求进入一个细分时代，年轻消费者、特别是上班族越来越需要工作、生活、社交等不同场合的着装，这就给了以“时尚、个性”为主要特色的休闲服装业一个发展契机。

这一子行业最显著的特点在于，它的主要消费者是年龄在 15-29 岁的人口群体，他们消费意愿强烈，追求新颖、有特色、个性化商品，“冲动性消费”明显多于“计划性消费”，这就对休闲装子行业提出了“快速反应”的要求：一方面，是跟紧市场的时尚前沿的快速设计需求；另一方面，是对供应链的快速周转需求，能够保证及时供应和补货。

我国休闲装子行业从 2001 年开始进入高速增长阶段，2001 至 2008 年的年均复合增长率为 17.18%。2008 年我国青春休闲服市场零售总额约 2468 亿元，到 2012 年我们预计将达到 4653 亿元。

图 10 国内休闲服零售额及增速



资料来源：中华商业信息网，海通证券研究所

此外，休闲装子行业由于覆盖人群较广，我们认为，我国休闲品牌公司的崛起还迎合了当前“渠道下沉”的趋势。休闲服行业可分为一二类和三四类两个差异市场。目前，一二类市场国内和国际品牌繁多，包括美特斯邦威、森马、以纯、E-land、Jack & Jones、Only、Vero Moda、Esprit 等。近年来，面临国外优势品牌 ZARA、H&M、CA 等的渗透，一二类市场饱和度不断提高，品牌竞争加剧。

我们认为，新兴品牌未来会走“渠道下沉”之路，先抢占区域市场再逐步扩张向全国。目前，圣捷罗品牌的布局也遵循了这一逻辑，先从报喜鸟的强势地区东北和长江沿线布局，稳健扩张。根据中国纺织规划研究会的统计，一二类市场约有 5400 万的消费群体，而三四类市场则约覆盖 2.28 亿人口，其中合计超过 1 亿人以上的在校高中生、在校大学生和普通打工者构成了主要消费群体。2008 年三四类市场的青春休闲服销售额达到 1500 亿元，预计 2012 年将超过 2600 亿元。

据我们测算，圣捷罗在 2009 年开店达到 83 家直营店，收入约为 5000 万元，从而圣捷罗的单店收入约为 60.24 万元，毛利率水平在 35%-40%之间，盈利水平和七匹狼类似；高于搜于特是因为品牌的定位和结构问题，而较美邦服饰低我们认为的是前者专营休闲服饰，产品周转率要快于圣捷罗。

表 11 国内外休闲服子行业品牌公司盈利能力比较

品牌公司	店数（家）	单店收入（万元）	单店净利润（万元）	毛利率（%）
GAP	4250	341.79	22.75	37.50
POLO	631	795.40	64.34	58.23
H&M	1500	880.40	142.26	61.62
ZARA	1033	1028.72	123.91	57.09
美邦服饰	2863	182.24	21.10	44.52
搜于特	982	27.25	5.51	33.89
七匹狼	3250	61.16	6.68	38.35
探路者	629	46.67	7.00	47.89
思捷环球	12191	223.29	27.97	54.66
佐丹奴国际	1953	173.38	11.66	51.93
堡狮龙国际	1361	148.31	5.81	51.70

注：国外四家公司收入以美元计价，其余为人民币计价，所有数据时间均为 2009 年
资料来源：wind，海通证券研究所

3. 催化因素助推业绩

3.1 2009、2010 年新开店已贡献利润

公司于 09 年 11 月进行了再融资, 公开增发 4008 万股, 融资 7.81 亿元, 计划在 500 个城市中选择部分城市开设 178 家店铺, 包括 98 家报喜鸟店和 80 家圣捷罗店, 建立报喜鸟形象中心店 18 家(800 平米)、报喜鸟销售中心店 80 家(300 平米)和圣捷罗时尚店 80 家(100 平米), 建设期为 18 个月。截至 2010 年三季度, 公司共有店铺 863 家, 较 2009 年新增 115 家, 开店步调稳健, 到 2010 年上半年公司仍将在店速稳步提升进程中。我们预计, 公司一家新开的直营店一年可以盈利, 从而 2009、2010 按照增发计划新开的店面已经开始贡献利润。

3.2 圣捷罗可能实现扭亏

据我们测算, 2009 年圣捷罗收入约为 5000 万元, 亏损约 1000 万元, 约占净利润 6%。我们预计圣捷罗 2010 年全年销售额可以增长 30%-40%, 实现盈亏平衡。我们认为, 相比较业内公司来看, 用一年多的时间运作一个与主业思路截然不同的子品牌能够达到盈亏平衡非常难得。虽然目前圣捷罗占比仍然较小, 但增速较快, 预计经过一段时间的磨合, 前期投入的店面将在 2011 年取得瞩目的单店增长。我们预计圣捷罗在未来 3-5 年将保持较快的外延扩张, 门店数量或有望达到 300-400 家, 销售占比有望提高至 7%左右; 预计该品牌 2010 年全年销售额将增长 30%-40%, 并有望扭亏。

3.3 宝鸟业绩或可恢复增长

我们预计, 未来宝鸟服饰将逐步减少贴牌出口业务, 加大国内团购业务的比例, 由于内销的毛利率远高于外销, 宝鸟的毛利率将提高。宝鸟 2008 年实现 3070 万净利润超出预期, 2009 年因海外市场需求下滑, 宝鸟服装出口加工业务受到一定影响, 使全年净利润下滑到 2308 万元, 下降了 33%。2010 年上半年, 宝鸟实现收入和净利润分别为 1.8 亿元, 增长 42.1%, 我们估算, 到 2010 年三季度宝鸟业绩基本与 2009 年水平接近(09 年宝鸟收入 3 亿元, 净利润约 2200 万元)。预计 2010 年宝鸟收入增长 30%。

4. 盈利预测

4.1 盈利预测

我们基于以下假设对报喜鸟分渠道收入和成本做预测:

(1) 店数: 根据公司披露的增发招股书开店计划以及公告的开店进度, 预计报喜鸟商务系列开店速度维持在每年 10%, 圣捷罗每年开店 100 家, 未来 3-5 年圣捷罗和报喜鸟分别可达到 500 家和 1500 家。

(2) 单店收入: 2010-2012 年增速分别为 9%、6%、6%; 2008-2009 年公司单店收入增速分别为 13.74%和 6.5%, 基于提价、毛利率提升、直营比例提高等因素, 我们预计 2010 年单店收入增速可回升至 9%; 而我们预计, 2010 年圣捷罗扭亏会吸引更多加盟商加入, 预计未来加盟渠道规模扩张会进入提速阶段, 单店收入增速可能会有所放缓, 假设 2011-2012 单店收入增速 6%。

(3) 宝鸟 2010-2012 年增速假设为 30%、20%、20%;

(4) 产品售价维持每年 5%的增长, 带动毛利率提升, 从而 2010-2012 年毛利率分别为 54%、54%、55%。

表 12 报喜鸟分渠道收入预测表

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
商务系列店铺 (家)	559	556	551	585	637	665	732	805	885
YOY	-	-0.54%	-0.90%	6.17%	8.89%	4.40%	10.00%	10.00%	10.00%
时尚系列店铺 (家)	0	0	0	0	45	83	183	283	383
YOY	-	-	-	-	-	84.44%	120.00%	55.00%	35.00%
合计	559	556	551	585	682	748	915	1088	1268
YOY		-0.54%	-0.90%	6.17%	16.58%	9.68%	22.00%	19.00%	17.00%
单店收入 (万元)	52	55	63	80	91	97	106	112	119
YOY		5.67%	13.02%	27.93%	13.74%	6.50%	9.00%	6.00%	6.00%
宝鸟销售额 (万元)	-	-	-	-	26940	32389	42106	50527	60632
YOY						20.23%	30.00%	20.00%	20.00%
主营业务收入 (万元)	29300	30795	34490	46846	89056	104944	138794	172422	211280
YOY		5.10%	12.00%	35.82%	90.10%	17.84%	32.26%	24.23%	22.54%
其他业务收入 (万元)	0	0	0	0	4739	4241	5000	3947	2761
总收入 (万元)	29300	30795	34490	46846	93794	109185	143794	176369	214041
YOY		5.10%	12.00%	35.82%	100.22%	16.41%	31.70%	22.65%	21.36%
毛利率	-	36%	39%	47%	49%	51%	54%	54%	55%

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计 2010-2012 年公司的营业收入为 143470 万元、176398 万元和 214076 万元, 归属于母公司所有者的净利润分别为 28132 万元、36745 万元和 49325 万元, 全面摊薄 EPS 分别为 0.97 元、1.27 元和 1.70 元, 三年增速分别为 52%、30%和 34%, 未来三年 CAGR 为 32.4%。

4.2 估值和投资建议

我们认为公司未来业绩的提升可能来源于以下几个方面: (1) 宝鸟回暖。公司外贸与团购系列上海宝鸟公司 2010 年比去年情况好转, 前三季度收入和净利润均接近 09 年全年水平 (09 年宝鸟收入 3 亿元, 净利润约 2200 万元); (2) 时尚系列有望盈亏平衡。时尚系列经过两年时间培育, 2010 年有望扭亏为盈; (3) 商务系列品牌提升毛利率提升。 (4) 股权激励行权因素。

目前 A 股可比公司 2011 年平均估值为 28.8 倍, 基于我们对报喜鸟基本面的看好 (内延毛利率与单店盈利能力提升、外延扩张稳健)、以及近期股价刺激因素, 我们给予公司 2011 年 30 倍 PE 估值, 六个月目标价 38.10 元, 维持“买入”评级。

表 13 A 股可比品牌服装公司相对估值

股票代码	股票简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002154.SZ	报喜鸟	0.97	1.27	1.7	28.2	21.5	16.1
002029.SZ	七匹狼	0.94	1.24	1.60	32.6	24.7	19.2
002269.SZ	美邦服饰	0.75	0.93	1.44	41.5	33.5	21.6
002425.SZ	凯撒股份	0.72	0.94	1.20	58.0	44.4	34.9
002485.SZ	希努尔	0.72	1.00	1.42	32.7	23.6	16.6
600233.SZ	大杨创世	0.63	0.76	0.99	21.2	17.7	13.5
平均					37.2	28.8	21.1

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所
注: 统计截止日: 2011-1-18

5. 风险提示

- （1）选址开店以及运营方面的不确定性；
- （2）再融资后的加速扩张和以前的温和扩张模式不同将考验公司的管理控制能力；
- （3）人工成本上升；
- （4）原材料价格上升。

财务报表分析和预测

资产负债表

(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
资产				
流动资产	147033	169071	188410	211681
货币资金	95337	99648	102695	106945
应收账款	12213	16557	20634	25388
预付款项	7886	10230	12585	15335
其他应收款	1496	2942	3667	4512
存货	30071	39694	48829	59501
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	52055	73321	99757	96592
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	28367	49635	76080	72928
在建工程	33	33	33	33
无形资产	4599	4596	4587	4574
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	199088	242392	288167	308273
负债				
流动负债	22487	26716	31110	37673
短期借款	9451	7000	7000	7000
应付账款	9398	14205	16849	20987
其他应付款	0	0	0	0
应交税费	3638	5511	7261	9686
其他流动负债	0	0	0	0
非流动负债	1314	1314	1314	1314
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1314	1314	1314	1314
负债合计	39479	28030	32424	38987
所有者权益				
股本	28968	29375	29375	29375
资本公积	87306	99641	102756	106847
留存收益	43335	85346	123612	133064
少数股东权益	0	0	0	0
外币报表折算差额	0	0	0	0
累计未确认投资损失	0	0	0	0
所有者权益合计	159609	214362	255743	269286
负债及所有者权益总计	199088	242392	288167	308273

资料来源:公司公告,海通证券研究所

利润表

(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	109185	143794	176369	214041
减:营业成本	53356	66663	80707	97003
营业税金及附加	1110	1726	2116	2568
销售费用	19275	25883	31746	36387
管理费用	13011	15817	19401	19906
财务费用	637	-215	-440	641
资产减值损失	659	1500	500	500
加:投资收益	0	0	0	0
营业利润	21137	32420	42339	57035
加:营业外收支净额	972	1280	1570	1905
减:所得税	3610	5503	7169	9624
净利润	18498	28198	36739	49316
应占:				
母公司股东	18498	28198	36739	49316
少数股东权益	0	0	0	0
每股收益(基本)	0.64	0.97	1.27	1.7

现金流量表

(万元)	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流量	17584	23458	27246	34621
投资性活动产生的现金流量	-7664	-7035	-10157	-10248
筹资活动产生的现金流量	67024	-9956	-4217	-5124
现金本期增加或减少	76944	6467	12872	19249

主要财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
资产负债率(%)	19.83	11.56	11.25	12.65
净资产收益率(%)	11.59	13.15	14.37	18.31
毛利率(%)	51.13	53.64	54.24	54.68
净利率(%)	16.94	19.61	20.83	23.04
流动比率	13.65	6.33	6.06	5.62
营业收入增长率(%)	16.41	31.40	22.95	21.36
净利润增长率(%)	50.51	52.08	30.62	34.23

信息披露

分析师声明

批发和零售贸易团队 路颖、潘鹤

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：报喜鸟、美邦服饰、雅戈尔、希努尔和浔兴股份等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com

联系人

倪韵婷 (021) 23219419

niyt@htsec.com

杨俭秋 (021) 23219605

yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004

tangyy@htsec.com

徐益璠 (021) 23219443

xuyj@htsec.com

陈瑶 (021) 23219645

chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢盐 (021) 23219436
联系人

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com

董乐

(021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

虞楠 (021) 23219382

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人

zhangh@htsec.com

房青 (021) 23219692

fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
联系人
贾亚童 (021) 23219421

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com