

报喜鸟 (002154.sz)

走在“三多”路上的报喜鸟：多网点、多品牌、多系列

马涛 分析师

电话：010-68058657

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511010001

盈利预测与估值评级

2011 年一季报数据显示，公司收入和净利润分别实现 40.96%、75.72% 的高增速，新模式带来的高增长初露端倪，我们看好公司“由内而外”的转型前景，上调盈利预测。2011-2013 年 EPS 分别为 1.23 元、1.57 元、1.96 元（乐观估计增发预案在 9、10 月份获批，暂不考虑增发摊薄），未来三年净利润复合增速 33%，给予公司 2011 年 0.9 倍 PEG，对应 PE 为 30X，目标价 37 元，维持“买入”评级。

二次创业的基础：休闲化正装市场的机会

服饰休闲化是未来服装行业发展的一个大趋势。传统正装企业在正装和休闲装之间一个完美契合点即休闲化正装。作为休闲化正装的切入点，2010 年报喜鸟“新风尚”休闲西服终端销售良好。

“三多”的经营格局：多网点、多品牌、多系列

未来 3-4 年内报喜鸟的增长模式将进入“外延式扩张+内生式增长”的新模式，即由“毛利率驱动为主”向“规模和毛利率双轮驱动”转变，表现出来的就是更多的终端销售网点、多品牌运营以及报喜鸟主品牌的多系列延伸。我们在之前的报告中认为 2011 年公司将进入多品牌运营加速阶段，本次调研的超预期在于公司计划加速外延式布局。我们认为职业经理人团队、业内领先的扁平化管理、有效的 VIP 服务模式、覆盖所有终端的信息系统、不打折策略等为公司转型奠定了基础，使得公司具备快速且有效的营销网络复制能力。

风险提示

- 1、“三多”经营策略增加公司运营风险；
- 2、销售终端成本增加的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,091.85	1,257.75	1646.58	2068.47	2521.43
增长率 (%)	16.41%	15.19%	30.91%	25.62%	21.90%
EBITDA(百万元)	266.54	327.88	485.46	606.01	746.81
净利润(百万元)	184.98	242.86	361.79	462.40	575.84
增长率 (%)	50.51%	31.29%	48.97%	27.81%	24.53%
每股收益 (元)	0.639	0.827	1.23	1.57	1.96
市盈率	35.33	38.46	22.73	17.79	14.28
市净率	4.09	5.05	3.72	3.08	2.53
EV/EBITDA	21.30	27.24	15.12	11.65	8.72

数据来源：浙江报喜鸟服饰股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

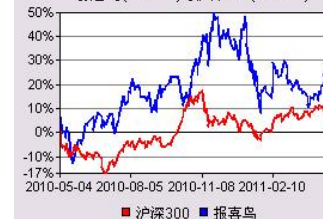
公司评级

买入

当前价格(元)	27.33
目标价格(元)	37.00
前次评级	买入

股价走势

报喜鸟(002154)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.67%	4.63%	27.41%
沪深 300	-2.44%	3.75%	4.09%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

293.75/233.68

主要股东：

报喜鸟集团有限公司

主要股东持股比例

36.43%

财务比率

ROE	13.13%
ROA	12.57%
资产负债率	27.70%
每股净资产(元)	6.30

2010 年报数据

我们的观点

未来3-4年内报喜鸟的增长模式将进入“外延式扩张+内生式增长”的新模式，即由“毛利率驱动为主”向“规模和毛利率双轮驱动”转变，表现出来的就是更多的终端销售网点、多品牌运营以及报喜鸟主品牌的多系列延伸。我们在之前的报告中认为2011年公司将进入多品牌运营加速阶段，本次调研的超预期在于公司计划加速外延式布局。我们认为职业经理人团队、业内领先的扁平化管理、有效的VIP服务模式、覆盖所有终端的信息系统、不打折策略等为公司转型奠定了基础，使得公司具备快速且有效的营销网络复制能力。公司拟通过公开增发方式募集资金15亿元，增发股数不超过5000万股，用于营销网络建设。

从2011一季报数据看，公司收入和净利润分别实现40.96%、75.72%的高增速，新模式带来的高增长初露端倪，我们看好公司“由内而外”的转型前景，上调盈利预测。2011-2013年EPS分别为1.23元、1.57元、1.96元（乐观估计增发预案在9、10月份获批，暂不考虑增发摊薄），未来三年净利润复合增速33%，给予公司2011年0.9倍PEG，对应PE为30X，目标价37元，维持“买入”评级。

二次创业的基础：休闲化正装市场的机会

在之前的研究报告（《多品牌战略：多角度全方位覆盖细分市场》20110304）中，我们认为2010年后，公司将进入多品牌运行加速阶段。本次跟踪研究超预期的情况是：公司将加速外延式网点拓展的步伐，进入“由内而外”转型的发展阶段。

传统正装增速在放缓。传统正装的基本风格就是简单，无个性。造型设计的元素单一、简单；服装结构规矩、对称，一般采取蓝灰色调、深咖啡色调等成熟的配色。在全民追求个性的今天，这个细分市场增速放缓在情理之中。从行业数据看，传统正装子行业增速是在放缓。公司原有的主导产品西装、衬衫属于传统梭织服装中的正装。目前从中国梭织服装与针织服装产量增速看，2000-2010年针织服装与梭织服装产量复合增速分别为17.5%、13.6%，无论是针织服装产量还是增速都已远远超越梭织服装。从全国重点大型百货商场服装销售情况看，国内男士西装、衬衫、西裤销量均呈现下降趋势，2004-2009年男士西装、衬衫、西裤销量复合增速分别为7%、4%、5%。综合这些数据判断，传统正装子行业将回到10%以下的增速水平。

亮点：休闲化正装市场向好。服饰休闲化是未来服装行业发展的一个大趋势。传统正装企业转型的方向之一就是休闲化正装，即在正装和休闲装之间找到了一个完美契合点。采用的工艺还是传统正装的梭织工艺，但在版型、设计上将添加更多的时尚因素，无须考虑更多的传统条框，轻松、舒适则是其最佳的设计表达。

图 1：国内服装年产量（万件）

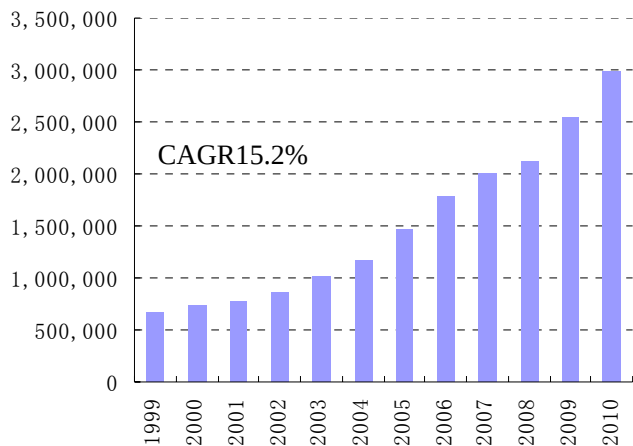
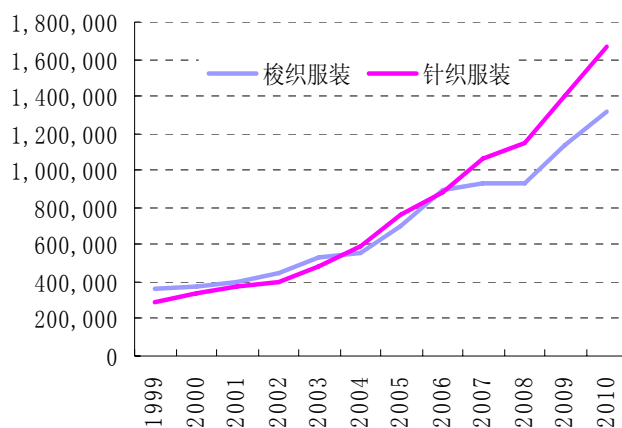


图 2：国内梭织、针织服装产量（万件）



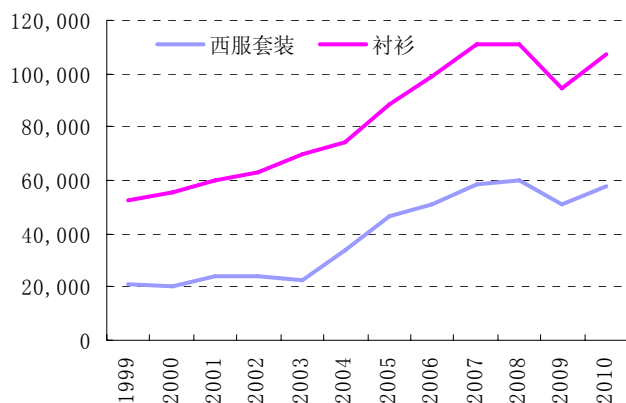
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

报喜鸟“新时尚”休闲化西服成绩斐然。公司数据显示，2010年新时尚西服销售终端数据良好，基本没有库存。新时尚修身版西服特点：

- 对象：重视品位、追求高格调与舒适度的都市成功男士；
- 工艺：突破了传统西服的版型与工艺，线条更为流畅自然；
- 面料：面料色彩与材质上的改进使整套服装更具现代感；

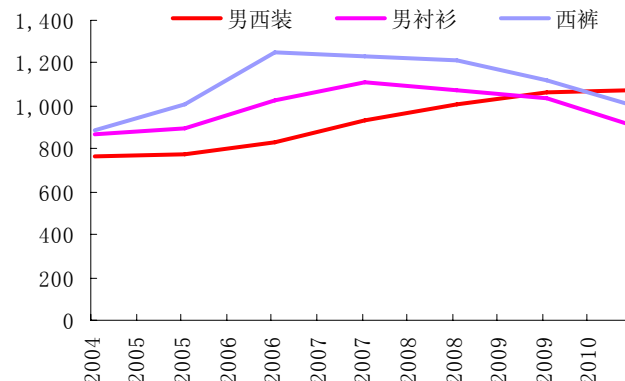
- **搭配：自由多样。**它既是**商务服饰**，能与衬衫、领带相协调，迎合正式场合的着装需求，同时又是**潮流产品**，与T恤、毛衣、牛仔裤搭配，体现休闲随意的一面。

图 3：国内传统西服套装、衬衫产量（万件）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 4：全国重点大型百货商场西服套装、衬衫销量（万件）



数据来源：中国毛纺织行业协会，广发证券发展研究中心

图 5：“新风尚”商务休闲西服



数据来源：广发证券发展研究中心

公司网点仍有较大的拓展空间。与部分定位商务休闲的福建服装上市公司相比，公司网点偏少，这也是公司加大网点拓展力度的内因之一。由于发展模式的不同，早期福建品牌向全国拓展的方式是重外延式拓展（销售渠道）、轻内生性增长的方式，主要靠销售网点的增长来促进收入增长。而报喜鸟原来的主要产品为定位中高端的传统正装，其属性决定了其重内生式的途径增长。两种模式各有优缺点：

- **福建品牌模式：**总代模式，在渠道为王的时代效果明显。但网点增长到一定幅度后有拓展瓶颈。对终端的掌控力不强，对终端信息把握不及时。福建品牌在规模上来后，现在大部分企业开始进行“由外而内”的模式转型，力求提高终端销售平效等方式来促增长，因此，外延式拓展将有所减缓。

- **报喜鸟模式：**扁平化管理，点对点的模式，对终端掌控及时，在此基础上进行有效的VIP营销模式，但扩张慢，不具备规模经济优势。

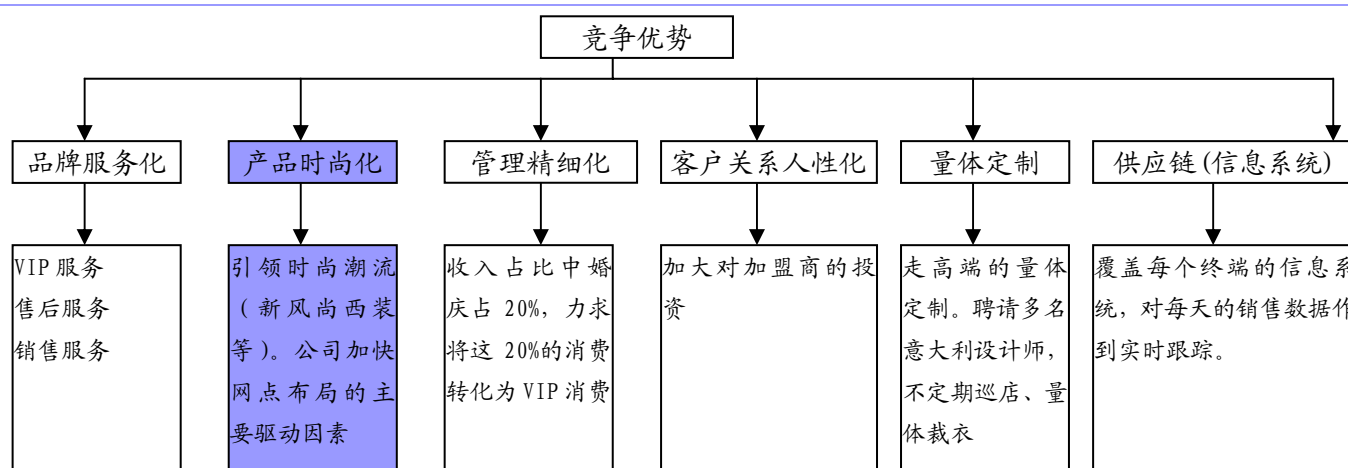
报喜鸟在内功扎实（如高扩张性的销售平台建设，所有网点进行标准化运营，复制能力强）后，抓住正装休闲化的趋势，启动“由内而外”的外延式扩张。但现在遇到的问题是一线空白商圈越来越少，因此，公司扩张的策略并非以商场渠道为主，而是走二线商圈，开大店的模式进行外延式拓展。公司拟通过公开增发方式募集资金15亿元，增发股数不超过5000万股，用于营销网络建设。我们预计2011年报喜鸟品牌新增网点150-160个（2011年1-3月已经开了37家），圣捷罗品牌2011年新开100家左右。

走向“三多”经营之路

多网点、多品牌、多系列格局。我们看好公司“三多”经营策略的转型，经过多年的经营，公司从管理机制、经营路径、产品策略等各个方面都为这次转型夯实了基础。公司的竞争力来自于以下六个方面：品牌服务化的理念、产品时尚化、管理精细化、客户关系人性化、量体定制、不断提升的供应链（先进的信息系统）。我们可以从毛利率来看公司内功修炼的成效和产品的议价能力。公司综合毛利率保持稳定上升的趋势，2011年一季度到达了历史新高58.55%。

正如上文分析：服饰休闲化是未来服装行业发展的一个大趋势，传统正装企业步入二次增长的方向之一是走休闲化。**我们认为休闲化正装市场是公司二次创业的切入点，也是公司加快网点布局的主要驱动因素之一。**我们看好公司在原有多品牌、多系列基础上进行多网点的运营。但外延式扩张步伐加快后，预计公司毛利率上升的幅度和速度将有所减弱。

图 6：公司的竞争力



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

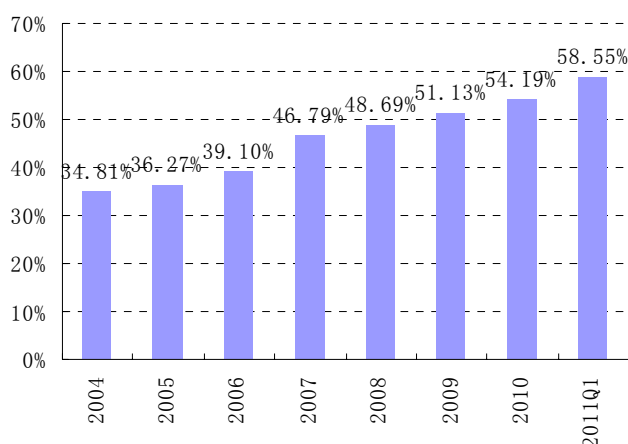
盈利预测与投资评级

综上，我们认为未来3-4年内报喜鸟的增长模式将进入“外延式扩张+内生式增长”的新模式，即由“毛利率驱动为主”向“规模和毛利率双轮驱动”转变，表现出来的就

是更多的终端销售网点、多品牌运营以及报喜鸟主品牌的多系列延伸。

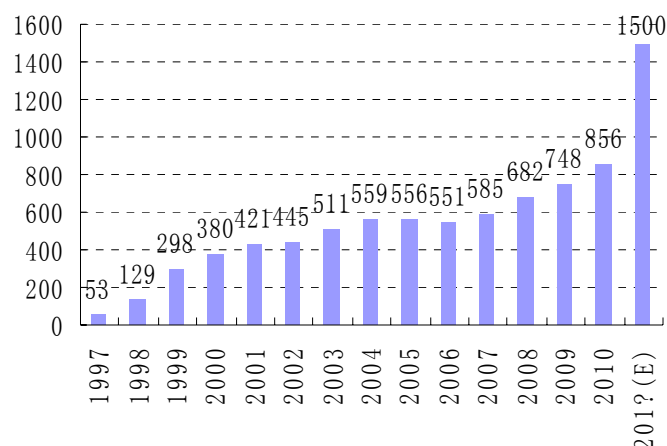
2011年一季度数据显示，公司收入和净利润分别实现40.96%、75.72%的高增速，新模式带来的高增长初露端倪，我们看好公司“由内而外”的转型前景，上调盈利预测。2011-2013年EPS分别为1.23元、1.57元、1.96元（乐观估计增发预案在9、10月份获批，暂不考虑增发摊薄），未来三年净利润复合增速33%，给予公司2011年0.9倍PEG，对应PE为30X，目标价37元，维持“买入”评级。

图 7：综合毛利率稳步上升



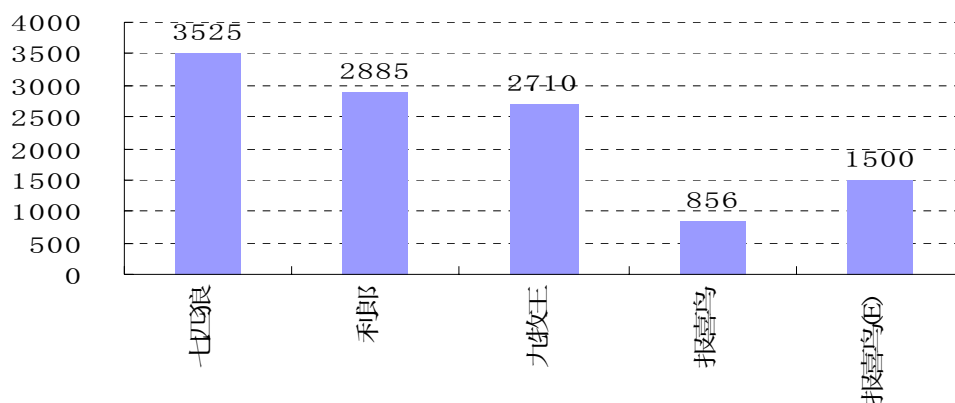
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 8：未来网点有望突破 1500 家



数据来源：广发证券发展研究中心

图 9：网点对比（2010年底数据）



数据来源：各公司公告，广发证券发展研究中心

表1：报喜鸟公司的多品牌矩阵

	2010年净利润占比	品牌系列	品牌成熟度	定位	目标消费群	风格
报喜鸟	约91%	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
		女装系列	培育			
		内衣系列	筹备当中			
		运动系列	筹备当中			
圣捷罗	约2%(预计2012年超过宝鸟)	时尚系列	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	约6.5%	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、精致的都市精英人士	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

表1（续）：报喜鸟公司的多品牌矩阵（外购品牌部分）

	公司名称	股份公司持股比例	品牌	定位	网点	对公司品牌战略的作用
外购品牌	比路特	51%	Big Rooster品牌	中低端时尚运动服饰	2011年底200家以上	扩充公司原有产品品类
	名欧	19%	FRANISTION（法蘭·诗顿）	中高档时尚商务休闲品牌	140家，2011年扩充到180家	商场渠道资源丰富。该细分市场容量增长较快，潜力大
	融苑	51%	代理年轻时尚的日韩风格品牌	美式休闲系列		扩充公司原有的产品品类。进驻一线市场，填补原有品牌的空白区域
	欧爵	65%	代理“maurizio baldassari（巴达萨利）”	高端服饰品牌	26家	弥补了公司在高端服饰品牌业务上的空白。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

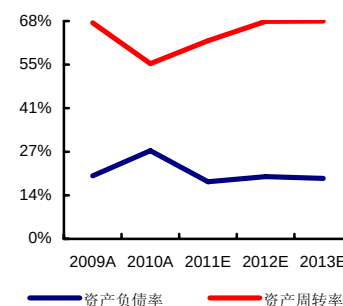
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,470	1,686	1,907	2,599	3,352
货币资金	953	519	883	1,164	1,715
应收及预付	216	807	633	946	1,051
存货	301	360	391	489	586
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	521	893	806	743	677
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	284	415	442	424	401
在建工程	0	167	87	47	7
无形资产	71	64	63	58	56
其他长期资产	166	247	214	214	214
资产总计	1,991	2,579	2,713	3,342	4,029
流动负债	382	583	487	653	765
短期借款	95	95	0	0	0
应付及预收	287	488	487	653	765
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	13	131	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	131	0	0	0
负债合计	395	714	487	653	765
股本	290	294	294	294	294
资本公积	873	924	924	924	924
留存收益	433	633	995	1,457	2,033
归属母公司股东权益	1,596	1,850	2,212	2,674	3,250
少数股东权益	0	14	14	14	14
负债和股东权益	1,991	2,579	2,713	3,342	4,029

利润表

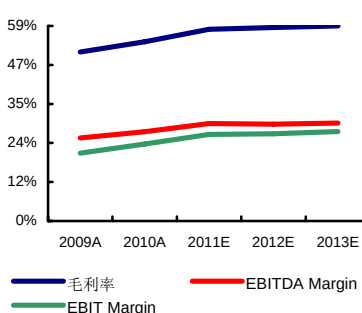
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1092	1258	1647	2068	2521
营业成本	534	576	692	858	1034
营业税金及附加	11	17	22	27	33
销售费用	193	208	296	372	454
管理费用	130	164	206	264	319
财务费用	6	-6	0	-4	-6
资产减值损失	7	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	211	283	431	550	688
营业外收入	11	12	10	11	11
营业外支出	1	1	3	2	2
利润总额	221	294	438	559	697
所得税	36	51	76	97	121
净利润	185	243	362	462	575
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	243	362	462	576
EBITDA	274	340	485	606	747
EPS (元)	0.64	0.83	1.23	1.57	1.96

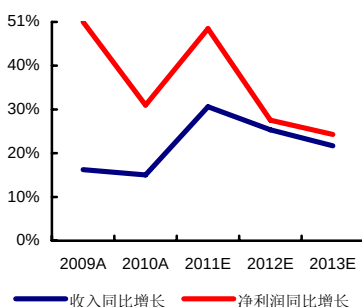
资产负债率趋势



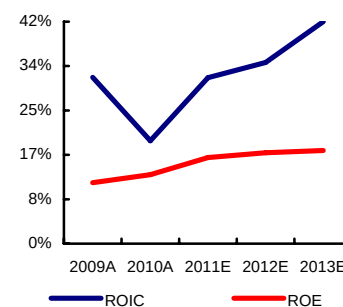
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

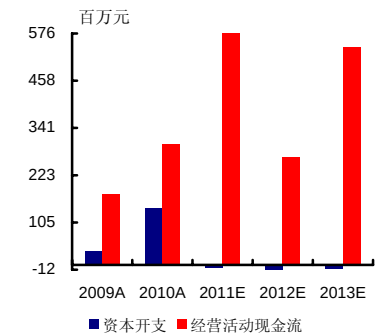
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	176	300	576	269	541
净利润	185	243	362	462	575
折旧摊销	50	47	54	60	65
营运资金变动	-67	14	141	-244	-91
其它	8	-4	19	-9	-9
投资活动现金流	-77	-756	6	12	10
资本支出	-32	-142	6	12	10
投资变动	-48	-573	0	0	0
其他	4	-40	0	0	0
筹资活动现金流	670	18	-218	0	0
银行借款	225	215	-95	0	0
债券融资	-295	-215	-120	0	0
股权融资	786	64	0	0	0
其他	-45	-47	-3	0	0
现金净增加额	769	-437	364	281	551
期初现金余额	196	953	519	883	1,164
期末现金余额	966	516	883	1,164	1,715

主要财务比率

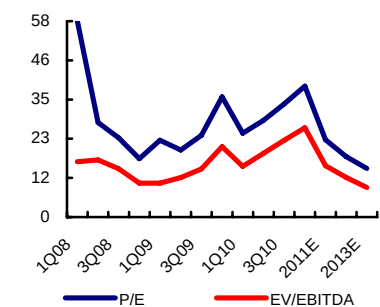
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.4%	15.2%	30.9%	25.6%	21.9%
营业利润	26.4%	33.7%	52.5%	27.6%	25.0%
归属于母公司净利润	50.5%	31.3%	49.0%	27.8%	24.5%
获利能力					
毛利率	51.1%	54.2%	58.0%	58.5%	59.0%
净利率	16.9%	19.3%	22.0%	22.3%	22.8%
ROE	11.6%	13.1%	16.4%	17.3%	17.7%
ROIC	31.6%	19.6%	31.6%	34.4%	42.2%
偿债能力					
资产负债率	19.8%	27.7%	17.9%	19.6%	19.0%
净负债比率	-53.8%	-22.8%	-39.7%	-43.3%	-52.5%
流动比率	3.85	2.89	3.92	3.98	4.38
速动比率	2.86	1.44	2.41	2.35	2.83
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.55	0.62	0.68	0.68
应收账款周转率	9.01	6.51	6.51	6.51	6.51
存货周转率	1.80	1.74	1.77	1.76	1.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.64	0.83	1.23	1.57	1.96
每股经营现金流	0.61	1.02	1.96	0.91	1.84
每股净资产	5.51	6.30	7.53	9.10	11.06
估值比率					
P/E	35.3	38.5	22.7	17.8	14.3
P/B	4.1	5.0	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	20.7	26.2	15.1	11.7	8.7

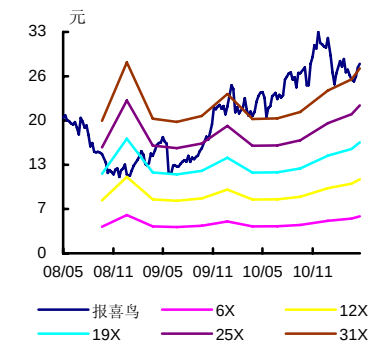
资本支出与经营活动现金流



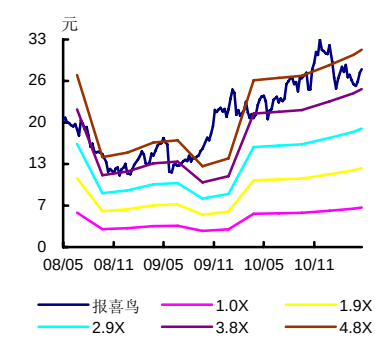
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学MBA，7年钢铁企业工作经历，2年证券从业经历，2009年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

相关研究报告

多品牌战略：多角度全方位覆盖细分市场_公司调研简报

林海

2011-03-04

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。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。