

分析师：金珍

执业证书编号：S0270511080002

电话：020-37865117

jinzhen@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-20220051

发布日期：2011年9月16日

加速外延扩张，实现毛利与规模双驱动

——报喜鸟（002154）调研简报

研究报告-公司调研简报

增持（首次）

报告关键要素：

公司定位于中高档商务男装，上半年经营业绩保持快速增长。在消费升级、个性化需求以及西服时尚化的背景下，商务男装行业正在迎来需求回归的时代。公司未来将在精细化管理和内生增长的基础上，大力进行外延扩张，提高报喜鸟和圣捷罗品牌的开店速度，实施多品牌战略，以实现规模和毛利率的双轮驱动。我们看好公司未来的发展前景，目前估值相对合理，给予“增持”评级。

事件：近日，我们参加了报喜鸟在上海的投资者见面会，与公司董秘方小波先生进行了交流。

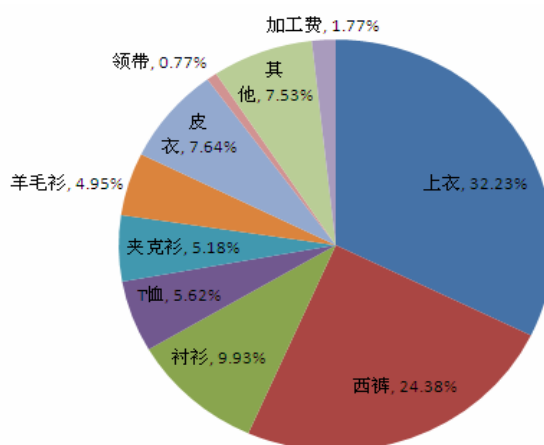
调研内容：

- 公司上半年业绩大幅增长的主要原因。
- 公司的定价策略以及产品提价对销售量的影响。
- 报喜鸟和圣捷罗两大品牌未来三年门店扩张情况以及开店的重点区域。
- 各品牌未来的发展策略以及目前外购品牌的进展。
- 对近期公司大股东减持的看法。

调研结论：

- **公司简介：**公司定位于中高档商务男装，主营业务为西服、衬衫等男士系列服饰产品的生产和销售。其中，西服和部分衬衫为自主生产，其他服饰、配件（包括T恤、夹克衫、羊毛衫、皮衣、领带、皮带、皮包）等均为外包生产。西服和衬衫两类产品占总营业收入的70%左右。

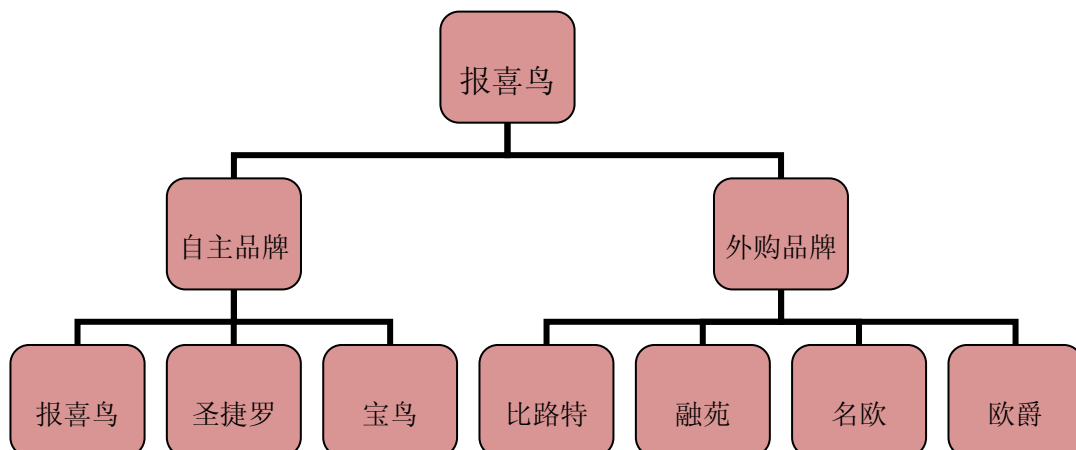
图1：2010年产品收入构成



资料来源：公司公告 万联证券研究所

公司产品品牌主要分两类，自主品牌和外购品牌。自主品牌主要是报喜鸟、圣捷罗和宝鸟三大品牌。报喜鸟品牌产品系列细分为商务、经典、新锐、皮鞋、皮具、女装、内衣和运动八大系列。宝鸟品牌产品系列细分为BONO团购、CARL BONO、BONO TAILOR、E-BONO。其中，报喜鸟品牌是公司的主导品牌，2011年上半年收入占比为75%-80%，净利润占比90%。外购品牌包括：比路特（定位中低端时尚运动品牌）；融苑时装（代理日韩风格国际品牌休闲服饰）；名欧（代理法兰斯頓品牌，定位中高档商务休闲品牌）；欧爵（代理巴达萨利品牌，定位高档商务休闲品牌）。

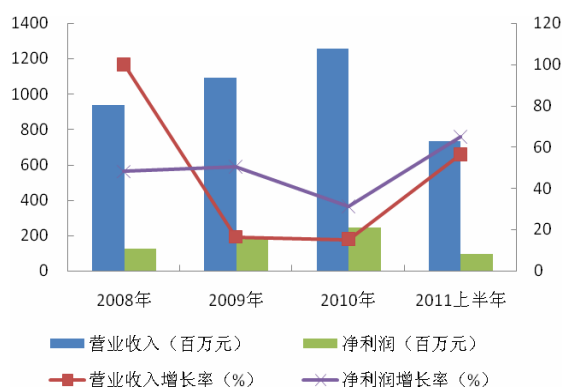
图2：报喜鸟品牌业务结构



资料来源：公司公告 万联证券研究所

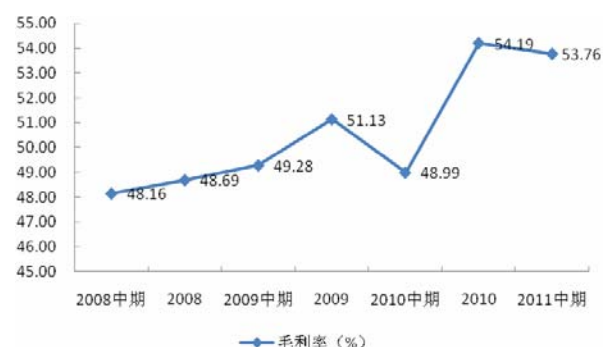
- **公司2011年上半年经营业绩保持快速增长：**公司上半年实现营业收入7.33亿元，同比增长56.52%；实现归属上市公司股东的净利润9265万元，同比增长65.02%。公司预计2011年1-9月份净利润同比增长40%-60%。业绩大幅增长的主要原因在于报喜鸟品牌业务的毛利率与规模双轮驱动策略初显成效，品牌价值提升，通过产品提价逐步提高毛利率，大力开拓销售网点以及大店的开业实现收入的快速增长；通过精细化管理，对费用率控制有效；直营体系的巩固和提升效果显著；提前发出部分货品。

图3：营业收入和净利润



资料来源：WIND 万联证券研究所

图4：毛利率

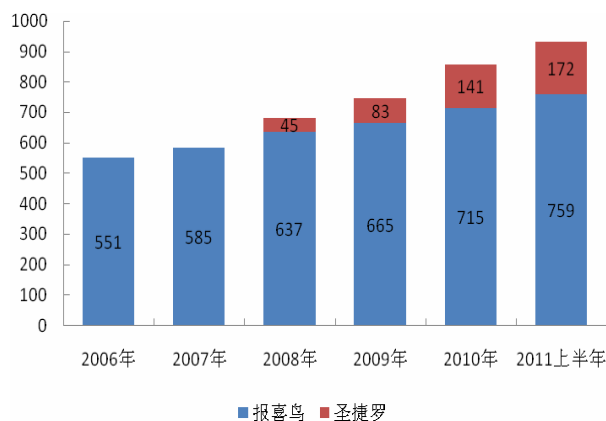


资料来源：WIND 万联证券研究所

- **未来公司增长的两大驱动力：**公司未来将继续坚持“以市场为导向，以顾客为核心”的经营理念，实现增长模式由以毛利率驱动为主向规模和毛利率双轮驱动转变。规模扩张主要是指渠道扩张和多品牌经营两部分。

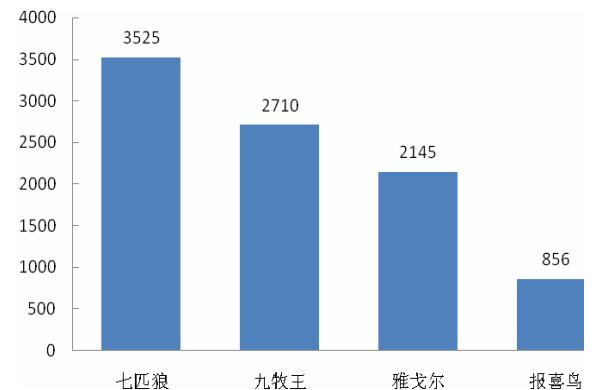
- **精细化管理，提升毛利率，保证单店质量稳步增长：**公司通过广告宣传提高品牌知名度，引入职业经理人团队，加大产品设计，提高品牌附加值，整合终端网络渠道资源，提升终端网点形象，提高单店业绩，依靠精细化管理实现内生性增长。公司具有独特的VIP客户服务模式，很大程度上保证了收入的稳定性。每年开展意大利工艺师巡店、代言人巡店等活动，为客户量身定制服装。目前有效VIP 客户近9万人左右，收入占比约40%。在价格策略上，公司坚持“全国统一价、永不打折”的理念，通过塑造品牌内涵来定价，与成本关联度不高。公司对店面形象、货柜摆设、广告宣传、VIP服务、信息化系统和物流配送等方面大力投入，为产品提价构成有力支撑。每年提价幅度均在5%-10%，今年上半年提价幅度在10%以上。从销售数据来看，由于消费者认可提价，产品提价并没有对销售量造成冲击，公司销售收入仍在上升，今年公司的客单价创造出19.8万元的最高值。从今年下半年到明年上半年，公司产品提价的趋势将会依然保持。从目前进行的2012年订货会来看，明年春夏产品提价幅度仍大于10%。
- **大力进行渠道扩张，主要指报喜鸟和圣捷罗两大品牌：**2011年上半年，报喜鸟品牌门店数量为759家，未来开店数量将保持在12-15%的增长速度；圣捷罗品牌门店数量为172家，年底将会达到200多家，2011年预备开80-100家店，由于基数较小，近两年内将以每年100家店的速度扩张。未来开店将以二线城市为主，三线为辅。一线城市树形象，二线城市做业绩，三线城市试探性开店，四线城市未来2-3年无开店计划。从具体区域上来看，东北地区将加大二线城市开店密度、发展三线城市，华北和西北地区将铺满二线城市，西南地区引进大代理商，中南地区做总代，华东地区小店整合为老店，华南地区不做重点。截至2010年底，报喜鸟总门店数为856家，而同类上市公司七匹狼、九牧王和雅戈尔相比，报喜鸟门店数量还不足其三分之一，因此，未来门店数量的扩张空间较大。

图5：公司渠道扩张情况



资料来源：公司公告 万联证券研究所

图6：与其他男装公司渠道对比情况



资料来源：公司公告 万联证券研究所

- **多品牌经营培育新的利润增长点：**多品牌经营，一方面可以规避单一品牌经营波动对业绩的影响，提高公司经营效率，另一方面可以不断迎合客户的个性化需求，拓展客户群。未来公司将在做好报喜鸟、圣捷罗和宝鸟品牌的基础上，发展外购品牌，打造综合性服饰集团。报喜鸟品牌业务继续实施毛利率提升与规模扩张双轮驱动策略，通过提升品牌内涵实现产品提价，通过产品系列化、区域巨人计划、老店策略、精细化管理、市场整合等实现快速扩张。圣捷罗品牌目前规模较小，公司将进一步明确品牌风格定位，开设形象店以提升品牌形象，加强区域代理商建设，依靠渠道下沉快速占领市场，预计销售收入有望保持年均30%的增长。宝鸟品牌将继续做大国内团购业务，在合理控制成本的基础上，提高接单单价，强化大订单的比重，扩大高附加值的附件产品比重，并积极推进电子商务平台。随着市场的回暖，预计宝鸟收入未来有望保持年均15%-20%的增长。公司目前通过

收购和参股，获得一些新品牌的代理权和经营权，未来公司将继续这一进程，加快品牌推广进度，积极培育新品牌，发挥品牌间协同效应，为公司培育新的利润增长点。预计外购品牌有望于近两年开始贡献业绩。

- **盈利预测与投资建议：**在消费升级、个性化需求以及西服时尚化的背景下，商务男装行业正在迎来需求回归的时代。公司在精细化管理和内生增长的基础上，大力进行外延扩张，提高报喜鸟和圣捷罗品牌的开店速度，实施多品牌战略，以实现规模和毛利率的双轮驱动。我们看好公司未来的发展前景，预计2011年和2012年EPS为0.58元和0.76元，对应PE为24倍和19倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**未来公司大股东解禁压力；多品牌经营加大公司管理难度。

盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入（亿元）	10.92	12.58	16.36	20.45
增长比率（%）	16	15	30	25
净利润（亿元）	1.85	2.43	3.41	4.47
增长比率（%）	51	31	40	30
每股收益（元）	0.32	0.41	0.58	0.76
市盈率（倍）	44	35	24	19

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。