

# 天高任鸟飞

## ——报喜鸟(002154)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

### 1、公司概况

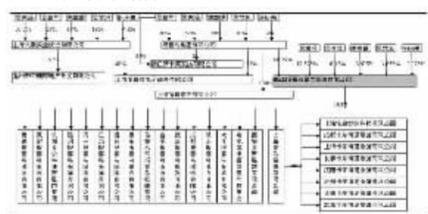
#### 1.1 公司简介:国内知名的男装品牌运营商

浙江报喜鸟服饰股份有限公司(以下简称报喜鸟)主要从事西服、衬衫、T恤等男士系列服饰的设计、生产与销售。报喜鸟"如今已是家喻户晓的男装品牌,公司的主导产品"报喜鸟"西服多年来综合市场占有率在国内西服品牌中位居前列,根据中华全国商业信息中心的统计,2006-2008年"报喜鸟"市场综合占有率位居全国第四。

公司成立于2001年6月,于2007年8月16日在深圳证券交易所中小企业板上市。此次公开发售前报喜鸟总股本为2.496亿股,第一大股东为报喜鸟集团有限公司,持有公司48.75%的股份。公司法人代表兼董事吴志泽先生直接和通过报喜鸟集团间接持有公司28%的股份。报喜鸟目前直接和间接控股的公司共25家,其中直接控股18家,间接控股7家。

公司以"打造具有民族特色的国际品牌"作为发展目标,坚持走国内高档精品男装的发展路线,在国内率先引进专卖连锁特许经营加盟模式,截至2008年年底,已拥有形象统一、价格统一、服务统一、管理统一的报喜鸟品牌专卖店647家,圣捷罗时尚品牌专卖店45家。

图1:报喜鸟股权结构图



资料来源:公司年报

#### 1.2 报喜鸟产品系列:差异化的系列品牌+多层次、覆盖全国的销售网络

公司实行多品牌发展战略,并且根据不同的细分品牌及业务开设配套销售网络。目前主要运营品牌有报喜鸟品牌、圣捷罗时尚品牌和宝鸟品牌。其中,报喜鸟是主打品牌,根据目标消费群体的不同着装需求又进一步将报喜鸟品牌细分为尊贵(经典)系列 SAINT ANGELO CLASSIC,高贵(商务)系列 SAINT ANGELO BUSINESS,休闲系列和皮具系列。2008年公司推出报喜鸟子品牌圣捷罗 S.ANGELO 时尚品牌,向追求时尚的消费群体延伸。全资子公司宝鸟公司拥有宝鸟品牌(BONO),高级定制卡尔博诺品牌(CARL BONO),楼宇定制品牌(BONO TAILOR)和电子商务品牌(E-BONO)。通过多品牌及系列化运作,给公司提供了更大的业务延伸平台和更广阔的发展空间。

表1:公司品牌细分及渠道扩张情况

业务	品牌	运营方	消费群体	品牌风格	销售网点
零售	Saint Angelo Classic	报喜鸟	35-50岁社会名流、新兴贵族	尊贵	五星酒店和顶级商场,预计精品定制店2010年20家,2012年30家。
	Saint Angelo Business	报喜鸟	30-45岁文人雅士、企业精英	优雅	现有销售网络,预计销售网点2010年800家,2012年1000家。
	S.ANGELO	圣捷罗	25-35岁新生代力量、潮流追随者	时尚	独立店/店中店,预计销售网点2010年200家,2011年300家。
量身定制	Carl Bono	宝鸟服饰	30岁以上	个性化精致	五星酒店和顶级商场,预计精品定制店2010年20家,2012年30家。
	Saint Angelo	报喜鸟	品牌零售消费群体	时尚	量身定制业务网点与零售业务的网点大部分将会重叠。
团购	BONO	宝鸟服饰	具有统一着装需求的高端商务组织	时尚简约大气	现有全国设立的30家销售服务分公司,预计2010年分公司20家,办事处40家,2012年分公司20家,办事处80家。
网络直销	E-BONO	宝鸟服饰	网络	新鲜	电子商务平台一站式服务,于2007年下半年上线。

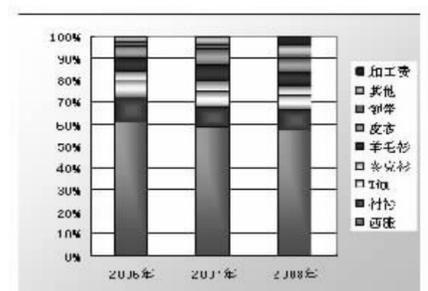
资料来源:公司公告

#### 1.3 公司以内销为主,西服目前是主要的收入来源

公司的销售主要面向国内市场,内销占比在90%左右。西服目前是公司的主要收入来源,2004-2008年西服上衣和西服裤销售收入占主营业务收入的比重稳定在50%左右,非西服类产品的销售占主营业务收入的比重保持50%左右。

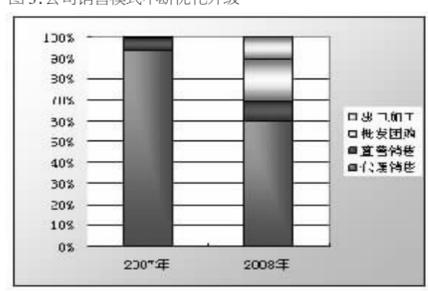
从销售模式的构成来看,代理销售模式的收入占比仍较高,2008年接近60%,但较2007年的93.93%有了大幅下降。随着近两年公司直营体系不断完善,直营销售占主营业务收入的比例由2007年的5.32%提升到2008年的10.04%。2008年4月报喜鸟将宝鸟公司置入麾下,宝鸟给公司带来了批发团购和网络直销新型业务模式。从上述过去两年数据中我们可以看出公司的销售模式在不断优化,已成功从以特许经营加盟为主的经营模式提升为"直营+加盟+团购"的复合模式。

图2:2006-2008年主营收入分产品构成



资料来源:公司年报

图3:公司销售模式不断优化升级



资料来源:公司年报

#### 2、中国男装市场潜力巨大、前景广阔

随着中国经济持续高速增长,人均收入水平的不断提高,社会居民在服装衣着方面的消费正处在加速增长趋势之中。根据国家统计局数据,近五年来,我国社会消费品零售总额呈现出加速上涨的态势,社会消费品零售总额年复合增长率为22.87%。其中,服装类消费品零售总额年复合增长率为33%。同时,中国中产阶级规模在持续

### 投资要点:

★ 报喜鸟是国内知名的男装品牌运营商,其主导产品"报喜鸟"西服的市场综合占有率全国排名第四。公司当前实行的多品牌发展战略清晰,市场定位准确。在内需升温的大背景下,公司未来发展空间巨大。

★ 公司经营业绩持续高速增长,综合毛利率在同行业可比上市公司中连续三年排名第一。品牌的精耕细作和渠道的稳步扩展是公司业绩提升的两大驱动因素,预计品牌和渠道的良性运营未来仍将持续拉动公司业绩快速增长。

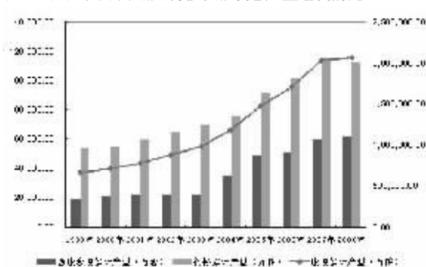
★ 本次公开增发拟募集资金不超过8亿元,用于新开178家,增发价格为19.96元。募投项目建设期18个月,预计项目成熟后新增销售收入57704万元,新增净利润12610万元。本次募投资建渠道,是公司做大做强的重要举措,将进一步推动公司品牌知名度的提升和扩大市场份额。

★ 预计本次增发后,公司2009-2011年的每股收益(摊薄)分别为0.67元、0.97元和1.44元。对应本次增发价格,公司2010年的动态市盈率为21倍,与近期同行业的新股发行相比,市盈率较低,再加上本次增发没有禁售期,给予"推荐"评级。

壮大,这为品牌服装企业的发展提供更加广阔的消费市场,尤其是中高端品牌服装将受到越来越多的青睐,我们看好国内中高端品牌男装市场的未来发展。

报喜鸟所处的行业可细分为男士正装市场和休闲服装市场两大类。根据统计数据,近十年来,我国男士正装(主要是西服和衬衫)产量平稳增长,西服近十年来年均产量增速为15.06%,衬衫年均产量增速为13.25%,均高于整体服装产量增速。2008年受金融危机持续影响,服装出口遭到一定抑制,在这种情况下,随着行业整体增速回落,男士正装产量增速也有所下降,但西服产量仍然保持了绝对值上涨的态势。中华全国商业信息中心统计数据显示,2008年男士西服前十位品牌市场占有率合计为34.24%,零售所占比重为47.54%,相比上年上涨了2.51个百分点,品牌男装市场占有率进一步提升。从我国的经济发展阶段来看,我国男士正装行业即将迎来发展的高潮期,消费者可支配收入的提高和消费层次的升级将带来服装消费向高档化和品牌化方向发展,由此将催生出一批国内一流男士正装品牌服装企业。

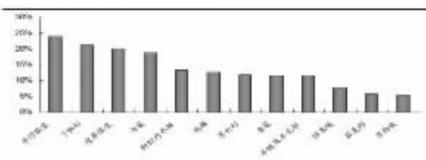
图4:1999年以来西服、衬衫和服装总产量增长情况



资料来源:WIND

休闲服装市场容量较正装市场更为庞大,根据第三方调研机构Euromonitor的统计结果,2006年中国国内休闲服装市场的零售总额约为3,271亿元,约占国内服装市场总量的59.7%。国内休闲服装零售的国际和国内品牌众多,市场格局非常分散,市场占有率排名前十二位的休闲品牌市场份额合计仅为6.12%。巨大的整合空间为休闲品牌带来了良好的发展机遇。

图5:我国各类服装销量增长情况



资料来源:公开资料

#### 3、公司竞争优势分析

中国男装品牌是从上个世纪80年代末到90年代初由从事西服、衬衫生产加工的厂家发展起来的。经过近20年的积累和发展,最初的生产型企业逐步成长为品牌运营商,竞争重心也由最初的价格、数量转向以品牌的提升和营销网络的建设为主。

作为成功的男装品牌运营商,报喜鸟在品牌运营与渠道营销方面已经构建起了自身的核心竞争力。此外,我们认为公司的竞争优势还体现在管理层对服饰行业的专注和持之以恒,以及公司完善的治理结构。

3.1 竞争优势之一:品牌运营独树一帜

我们认为,报喜鸟准确的市场定位,较强的提价能力,专业的管理团队是公司品牌价值不断提升的内在动力,完善的治理结构、股权激励制度是公司品牌未来可持续发展的重要基石。

★ 准确的市场定位:公司将市场定位于2000-3000元的中高档市场,避开了与雅戈尔、杉杉和罗蒙三大知名西服品牌运营商的直接竞争。同时,该价格定位契合中高收入阶层的消费需求,市场空间较大。公司准确的市场定位,能为日后品牌和产品附加值的提升创造了广阔的空间。同时,针对中高档的市场定位,公司通过在渠道、产品、价格、促销等方面紧紧围绕这一定位进行精耕细作地经营,使品牌内涵不断深化,品牌附加值持续提升。

表2:国内市场男装品牌分布

国内品牌	国际高端品牌		
1000元以下	1000-2000元	2000-3000元	5000元以上
红豆	雅戈尔	报喜鸟	Hugo Boss
新郎	罗蒙	维克多	Dunhill
伟志	杉杉	庄吉	Armani
		法派	Zegna
		夏蒙	Cerruti1881
		顺美	

资料来源:公司公告

★ 较强的提价能力:公司年均提价幅度在5%-10%左右。提价能力主要得益于市场知名度与美誉度不断提升和行之有效的市场推广策略,如:通过实施形象代言人、品牌识别系统、VIP俱乐部、广告投放、永不打折、全国统一价"等策略,树立了产品高品质形象,较好的锁定了目标客户群,提升了客户忠诚度。

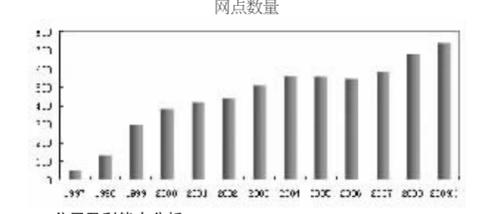
★ 高效的职业经理人团队:公司坚持非家族化管理模式,积极倡导移民文化,引进职业经理人。特别是公司创始人股东之间无任何亲属关系,且其直系亲属无一在公司担任中层以上管理职务。公司成功实现从创始人股东到职业经理人的过渡,打造了一支年龄结构合理、专业互补性强、职业化程度高的管理团队。

★ 有效的激励机制:公司实施股票期权激励计划,向部分董事、高级管理人员和核心技术人员授予股票期权。该股票期权激励计划授予激励对象范围广,覆盖了公司各方面业务岗位,除董事长、总经理等外,还包括营销中心、研发中心、生产中心、行政中心等和宝鸟公司的关键岗位员工142人。通过实施集体激励,有利于公司大团队建设,增

强公司凝聚力,在市场竞争中发挥大集体合作优势;该股票期权激励计划实施有效期长,符合公司长期激励机制目标,有助于中高层管理人员的稳定性,保证公司全体激励对象与公司利益一致,为公司长远健康发展奠定良好的基础。

3.2 竞争优势之二:营销网络有序扩展

公司在销售渠道的建设上一直采取稳健的策略,规模的扩张速度与品牌细分市场的发展相匹配,且与公司品牌的成长阶段相适宜。①从1997年到2004年,公司通过特许经营加盟模式,网点数量迅速由50多家增加到500多家,完成了公司品牌的开拓期和快速发展期。②2004年到2008年,报喜鸟品牌进入稳定发展期,公司主动放慢了特许经营加盟店的扩张速度,主要致力于营销网络内部的整合,并适当引入直营模式,销售由单一的"加盟专卖"转变为"加盟+直营"的复合模式。截至2008年末,公司已经形成了多层次、全国性的销售网络。拥有报喜鸟品牌网点637个,圣捷罗时尚网点45个,已经覆盖我国大陆地区30个省、自治区和直辖市。③公司上市后,明确提出"强直营、开大店、推系列"的品牌发展战略。此次公开增发正是实施该战略的重要举措,通过提高直营店比例和补充直营模式,增强公司对销售终端和品牌的控制力度。通过开设形象中心店和销售中心店,进一步满足中高端消费者的需求,持续提升公司品牌价值,提高公司产品的市场份额。



#### 4、公司盈利能力分析

★ 经营业绩持续高速增长。2006-2008年,公司收入和净利润的复合增长率分别达到64.91%和70.74%。09年前三季度,公司完成销售收入7.06亿元,实现净利润1.03亿元,同比分别增长26.61%和81.73%。从图7可以看到,首发上市给公司带来了战略起飞的重大机遇,2008年业务取得长足发展,当年公司主营业务收入比2007年大幅增加了94.88%。

公司收入的总体增长不仅来源于销售网点数量上的"外延式"扩张,还来源于单店规模、单店销售业绩"内涵式"的增长。从图8可以看到,公司的单店销售额逐年增长,2008年增长率达到29%,显示出门店的扩张带来更大的收入增量。我们认为,公司这种"外延兼内涵"的发展模式是高质量的,未来随着公司募投项目效益显现,渠道建设持续的强化和深化,以及公司产品的知名度不断提升,公司的业绩还将保持快速增长。

图7:主营收入增速强劲(单位:万元)

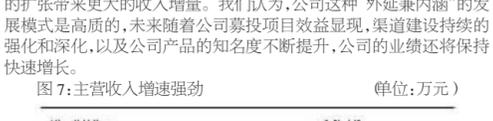
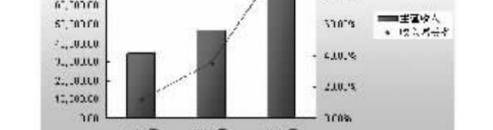
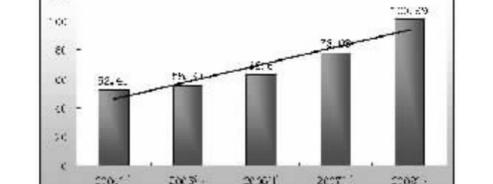


图8:单店销售额增速加快(单位:万元)



资料来源:公司年报

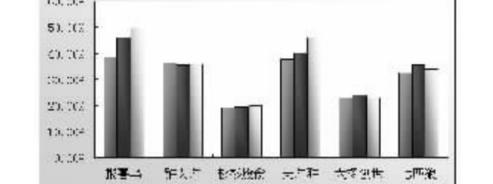
图9:同行业企业综合毛利率变化趋势



资料来源:公司公告

★ 盈利能力突出。2006-2008年综合毛利率呈现逐年稳步增长态势,且在同行业可比上市公司中连续三年排名第一,公司综合毛利率与同行业可比上市公司综合毛利率平均值的差额从10个百分点稳步扩大到18个百分点。在市场竞争进一步升级的环境下,公司在销售规模持续、快速扩大的同时,还能够保持毛利率水平持续增长,显示出公司对于品牌价值的良好维护和提升,以及较高的整体营销能力,也证明公司这两年开拓直营模式及提高直营网点比例的战略举措初见成效。

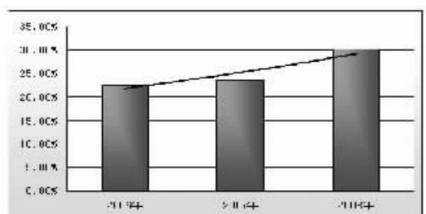
图9:同行业企业综合毛利率变化趋势



资料来源:公开资料

★ 三费控制合理。最近三年随着营业收入快速增长公司期间费用相应增加,主要是由于公司处在快速发展阶段,在渠道建设及品牌运营上投入较大,这与公司的品牌定位和发展阶段相匹配。与同行业可比上市公司相比,2008年报喜鸟营业利润率高于行业平均水平6.6个百分点,说明较大的费用投入使公司获得了相对更高的毛利水平,在高企的综合毛利率带动下公司仍然获得了较高的营业利润率。显示出公司整体期间费用控制合理。

图10:三费占主营收入变化趋势



资料来源:公司年报

#### 5、募投资建渠道,实现品牌战略升级

本次募投资建渠道,是公司全面实行品牌战略升级的重要举措。报喜鸟正处于品牌提升期的发展阶段,而加大自有物业持有比例的直营、联营模式,是公司品牌提升期的必然选择,此次募投资建渠道对公司未来的发展具有重大意义。

本次募投资建渠道主要用于新开178家,新增营业面积46400平方米。增发项目计划在黑龙江哈尔滨、辽宁大连、吉林长春、内蒙古呼和浩特、安徽阜阳、宁夏银川、辽宁沈阳、山西太原、内蒙古包头、四川达州、陕西榆林、吉林白山、河南郑州、江苏南京、广西南宁、河北石家庄、湖南长沙、福建厦门18个城市增加18家报喜鸟品牌形象中心店,并在全国范围内增加80家报喜鸟品牌销售中心店和80家圣捷罗时尚店。

按照取得方式分,本次新开32家为购买,其余均为租赁;按照经营模式分,新开店中直营53家,加盟109家,联营16家;按照店铺类型分,新开店中形象中心店18家(800平方米),销售中心店80家(800平方米),旗舰店80家(100平方米)。

表3:本次募投资建渠道投资项目

开店类型	区域选择	经营模式	店铺取得方式	数量	具体城市
报喜鸟品牌形象中心店A类(共12家,每店800平方米)	强势市场	直营	购买	2	黑龙江哈尔滨、辽宁大连
		联营	购买	6	吉林长春、内蒙古呼和浩特、安徽阜阳、宁夏银川、辽宁沈阳、山西太原
		加盟	-	4	内蒙古包头、四川达州、陕西榆林、吉林白山
报喜鸟品牌形象中心店B类(共6家,每店800平方米)	弱势市场	直营	购买	6	河南郑州、江苏南京、广西南宁、河北石家庄、湖南长沙、福建厦门
		直营	购买	5	广西柳州、广西桂林、广西北海、湖南湘潭、河南许昌
报喜鸟品牌销售中心店A类(共40家,每店300平方米)	一二线城市空白市场	直营	购买	5	河南南阳、福建泉州、福建莆田、湖南衡阳、江苏扬州
		加盟	-	30	河南安阳、浙江衢州、山西忻州、浙江舟山、陕西商洛等30个城市
		直营	购买	3	陕西西安、浙江湖州、重庆
报喜鸟品牌销售中心店B类(共40家,每店300平方米)	一二线城市空白市场	直营	租赁	2	浙江温州、湖北武汉
		联营	购买	10	河南濮阳、江西新余、陕西铜川、陕西宝鸡、浙江宁波、河南洛阳、浙江金华、安徽芜湖、湖北宜昌、山西晋城
圣捷罗时尚店(80家,每店100平方米)	一二线城市空白市场或空白商圈	直营	租赁	30	北京(2家)、上海(2家)、杭州(2家)、宁波(2家)、安徽六安、安徽合肥(2家)、福建厦门、湖南长沙、广东广州、深圳(2家)、四川成都(2家)、重庆(2家)、四川绵阳、四川雅安、辽宁沈阳(2家)、山西太原、吉林长春、江苏苏州(2家)、江苏南京、福建福州
		加盟	-	50	山西大同、吉林吉林市、江苏无锡、江苏常州、安徽蚌埠等50个城市

资料来源:公司公告

公司预计募投项目建设期一年半,培育期两年。募投项目建成后,每年可实现年均销售收入57,704.91万元,净利润12,610.63万元,投资回报率15.02%。

表4:增发项目建成后盈利预测

项目	2009年	2010年	2011年
1 平均销售收入	57,704.91		
2 平均总成本费用	40,193.09		
3 平均销售税金及附加	697.65		
4 平均增值税	6,342.24		
5 年均息税前利润(EBIT)(1)-(2)-(3)-(4)	16,814.17		
6 年均利润总额(净利润)(5)-(6)	16,814.17		
7 年均所得税(6)*25%	4,203.54		
8 年均净利润(6)-(7)	12,610.63		

资料来源:公司公告

我们认为本次增发项目通过提高直营、联营和大店的比例,平衡各区域网点布局,对于提高公司对销售终端的控制能力和信息反馈速度,提升品牌影响力,巩固强势地区,提升弱势地区,进一步提升盈利能力具有十分重要的意义。同时时尚店的迅速扩张对于培育公司圣捷罗子品牌成为新的盈利增长点具有积极的意义。

6、盈利预测:未来两年,每股收益有望翻番

我们看好公司以内销为主走中高端精品男装的未来发展前景,此次募投资建渠道符合行业发展趋势,盈利较为可观,将进一步提升公司竞争力的提升和市场份额的提高。

我们对三个业务板块分别进行盈利预测。①报喜鸟品牌未来三年仍是主要的收入、利润来源,近两年报喜鸟品牌知名度提升较快。经测算,报喜鸟品牌同比收入增速在40%以上,单店同比增长率在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。单店同比增长率维持在10%应有保证。②圣捷罗是公司新培育的业务,通过事业部独立运作,但圣捷罗与报喜鸟共享后台资源和渠道,因此具备快速扩张的基础,未来发展值得期待。③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。

我们预计2009-2011年公司收入为12.25亿元、16.02亿元和21.65亿元,同比增长31%、31%和35%,净利润分别为1.95亿元、2.82亿元和4.16亿元,同比增长59%、44%和48%。2009-2011年每股收益(摊薄)分别为0.67、0.97和1.44元,按照11月20日收盘价21.87元计算,对应动态市盈率分别为32.6、22.5和15.2倍,此次增发价对应2010年21倍PE,我们认为,与近期同行业的新股发行相比,增发价格相对较低。若以2010年EPS30倍市盈率估值,合理市场价格为29元。给予"推荐"评级,再加上本次增发没有禁售期,建议投资者积极参与。

表5:业绩预测表

名称	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	938	1225	1602	2165
毛利率	100	31	31	35
归属于母公司股东净利润(百万元)	123	195	282	416
毛利率	48	59	44	48
总股本(万股)	19200	28968	28968	28968
每股收益(元)	0.64	0.67	0.97	1.44