

报喜鸟 (002154.SZ)

夯实成长基础

刘伟军 纺织服装行业 研究员

电话: 020-87555888-647

eMail: lwj5@gf.com.cn

公司品牌定位清晰、基础优良

综合考虑公司品牌经营策略、研发能力及财务状况,我们认为公司品牌定位清晰、基础良好。

销售渠道升级拉动业绩增长

公司销售渠道由单一加盟模式向直营与加盟相结合的方向发展,渠道层次由单一加盟店向旗舰店、景观店、加盟店多层次布局发展。渠道升级将直接拉动公司业绩增长。

60 万套高档衬衫生产线提升公司毛利率

按公司测算该生产线完全达产后衬衫的成本可降低 22.97%。以公司 2006 年毛利率 39.10%推算,可提高公司毛利率至 40.38%。

收购宝鸟服饰尝试打造新增长点

假设收购进展顺利,公司 2008 年 EPS 将增加约 0.11 元。宝鸟服饰的产能可以帮助公司在新生产线投产之前实现平稳过渡;报喜鸟品牌优势与宝鸟制造优势结合,团购业务方面可以有所发展;网络直销服务如进展顺利,将成为公司新的增长点。

估值结果: 合理价位 31.50-35.00 元

服装品牌的影响力并非短期内可以造就,公司品牌定位清晰基础优良,销售网络升级等相关举措为品牌建设打下了坚实的基础。公司估值水平应高于男士正装行业平均水平,低于七匹狼(男士正装休闲化,休闲装相对于正装更加大众化),2007 年合理 P/E 范围为 45-50 倍,合理价格范围 31.50-35.00 元,给予买入评级。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	307.95	344.90	453.15	540.60	645.31
EBITDA(百万元)	41.36	53.96	83.74	97.31	123.25
净利润(百万元)	29.60	42.16	0.70	0.82	1.03
净利润增长率	10.31%	42.43%	60.48%	15.90%	26.22%
每股收益(元)	0.490	0.590	0.70	0.82	1.03
市盈率	0.00	0.00	44.84	38.69	30.65
市净率	0.00	0.00	16.61	12.28	9.13
EV/EBITDA	0.00	0.00	33.18	28.10	21.68
每股红利(元)	0.00	0.00	0.07	0.08	0.10
股息率(%)	0.00	0.00	0.22%	0.26%	0.33%

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)	31.21
目标价格(元)	31.50-35.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.38%	2.16%	-34.98%
上证综指	10.02%	-7.08%	161.40%

股票数据

总股本(万股)	9,600.00
流通 A 股(万股)	2,400.00
主要股东:	
	报喜鸟集团有限公司
主要股东持股比例	48.75%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	23.29%
ROA	14.12%
资产负债率	39.38%
每股净资产(元)	2.51

2006 年报数据

目 录 索 引

一、公司背景	3
(一) 主营业务	3
(二) 股权结构	3
二、行业背景	4
(一) 国内男装总体需求稳定增长、多层次需求仍将持续	4
(二) 竞争激烈，渠道价值彰显	5
三、公司经营状况	6
(一) 品牌具有一定知名度	6
(二) 特许加盟专卖店组成的销售渠道	6
(三) 设备先进、研发能力优良	7
(四) 财务状况优良	7
四、公司增长潜力	8
(一) 品牌定位清晰、基础良好	8
(二) 销售渠道升级拉动业绩增长	9
(三) 西服生产线满足增长需求、衬衫生产线提高毛利率	11
(四) 品牌设计研发中心整合研发资源	11
(五) 收购上海宝鸟服饰有限公司，尝试打造新增长点	12
五、盈利预测	12
(一) 盈利预测假设	12
(二) 盈利预测	13
六、风险分析	14
(一) 人才与直营店管理风险	14
(二) 加盟店与直营店利益冲突风险	14
(三) 行业波动风险	14
七、估值分析	14

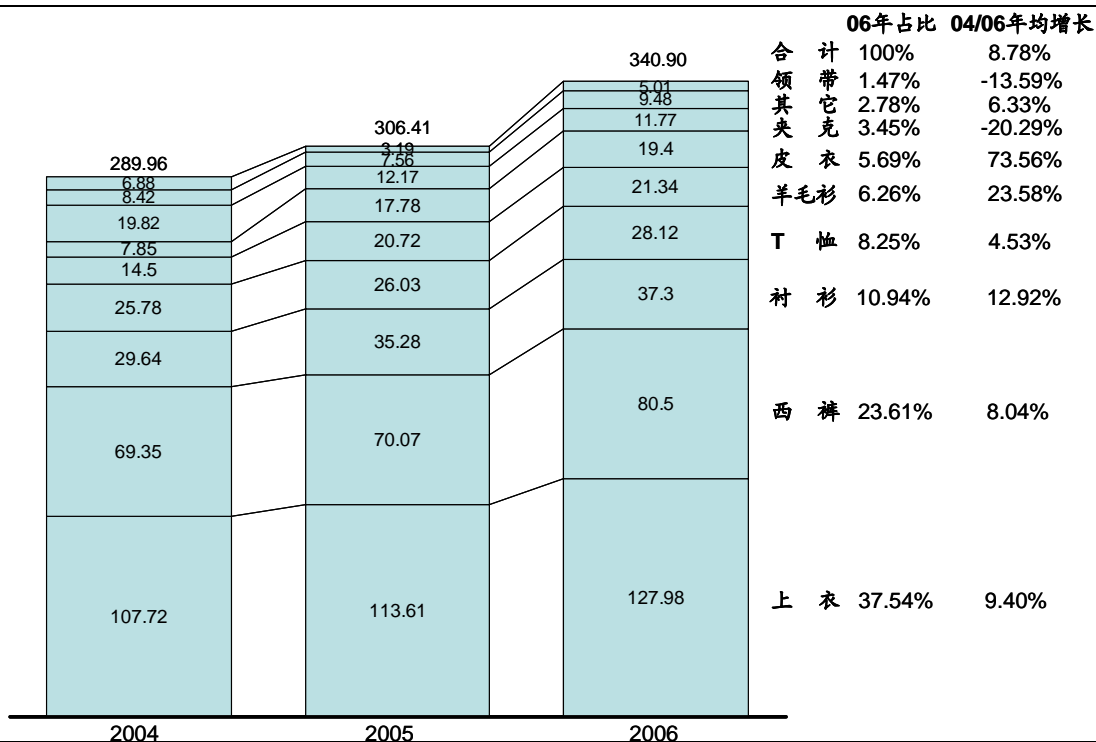
一、公司背景

(一) 主营业务

公司专注于“报喜鸟”品牌男装的生产与销售，主导产品西服以自制生产为主，非主导产品全部采用贴牌生产。国内市场是公司的主要市场，2006年国内市场销售额约占全部销售额的99.76%。

图1：公司主营业务增长情况

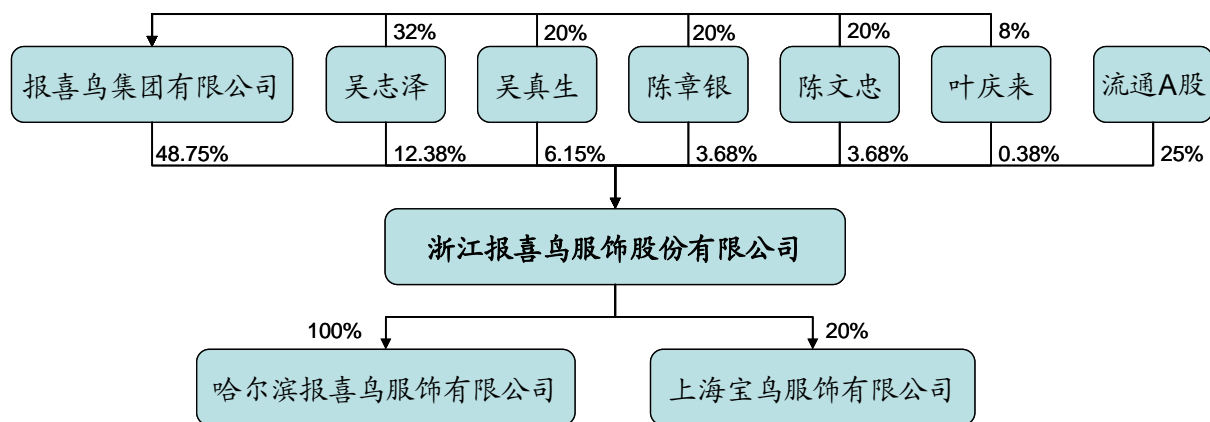
单位：百万元



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 股权结构

图2：公司股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

截止2007年8月16日，公司总股本96,000,000。董事长吴志泽为实际

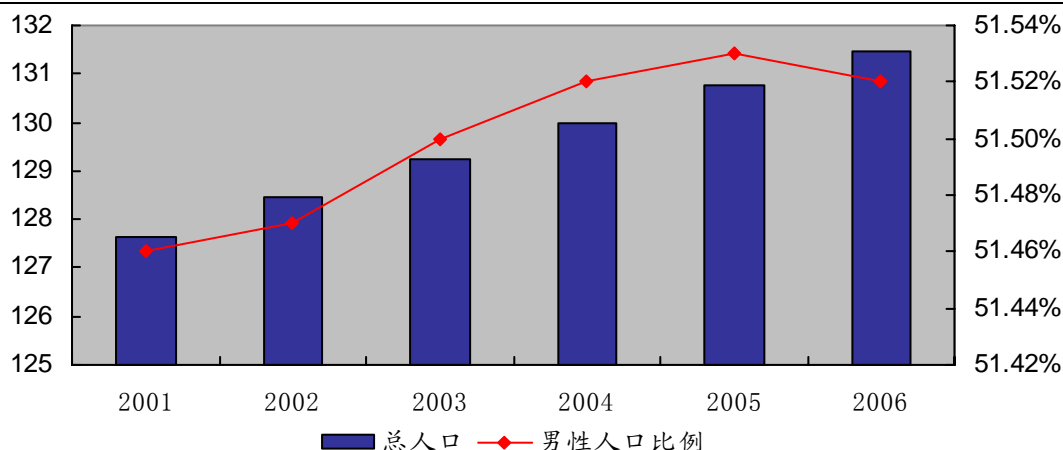
最大股东，持股比例为27.975%，其中直接持股比例12.375%，通过报喜鸟集团公司间接持股比例15.60%。

二、行业背景

（一）国内男装总体需求稳定增长、多层次需求仍将持续

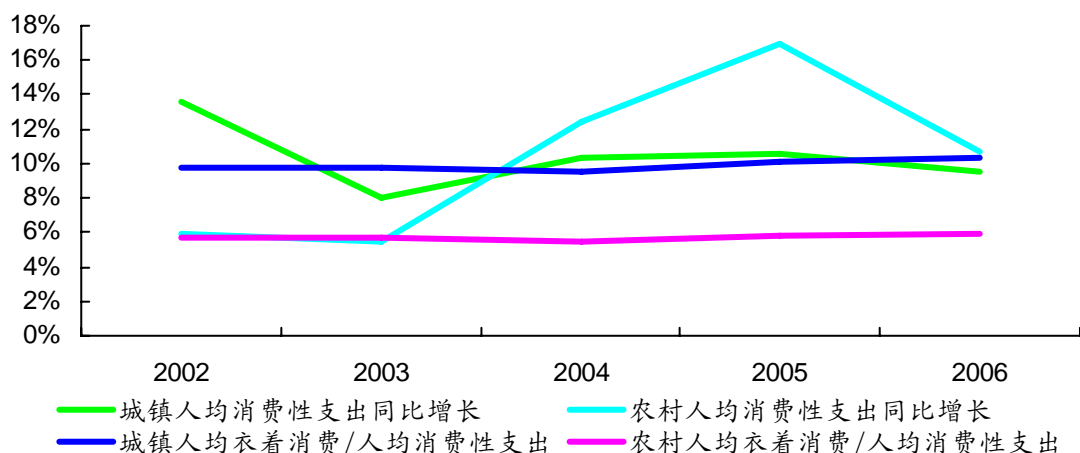
男装需求主要受消费者数量与消费能力变化影响。在国内人口数量稳定增长，男性人口比例相对稳定；城镇与农村人均消费性支出稳定增长，人均衣着消费占消费性支出比例相对稳定的影响下，国内男装总体需求稳定增长。分别从动态与静态的角度考虑，城镇与农村之间、城镇内部以及农村内部人均收入差别较大的事实，导致消费性支出的增长无法在短期内缩短不同收入人群的衣着消费能力。受消费能力差别的制约，目前以价格为界限的男装需求层次化现象仍将持续。

图3：全国人口数量变动



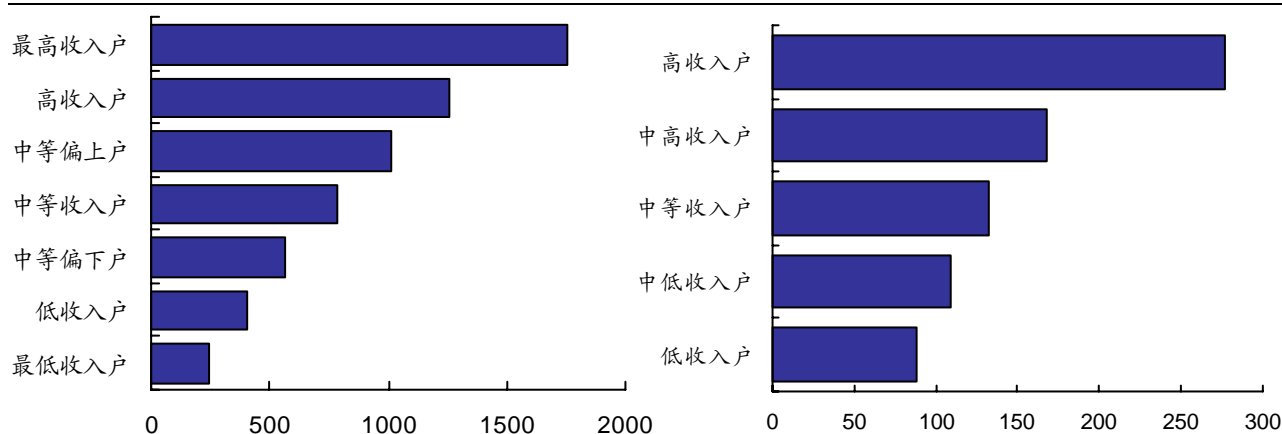
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图4：城镇及农村人均消费性支出增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

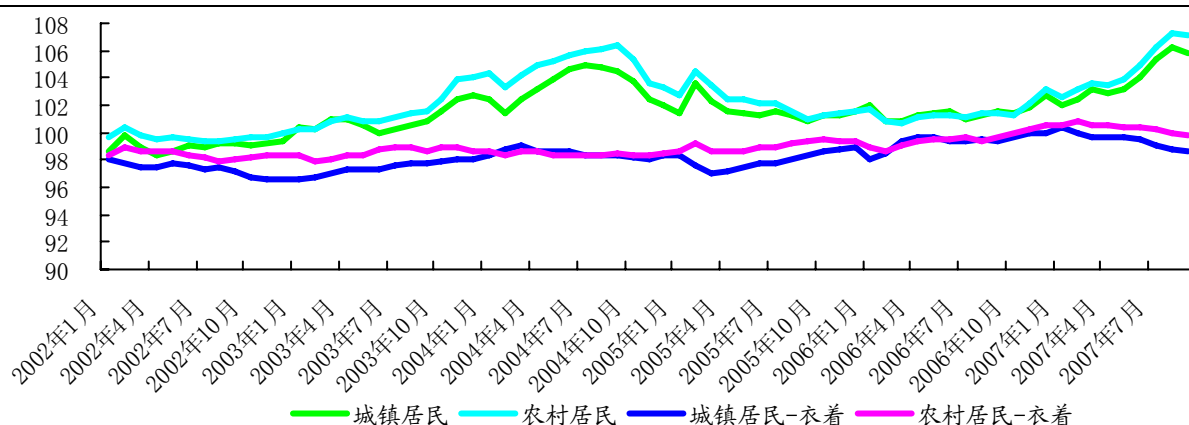
图5: 城镇不同收入居民人均衣着消费 单位: 元 图6: 农村不同收入居民人均衣着消费 单位: 元



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心 数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

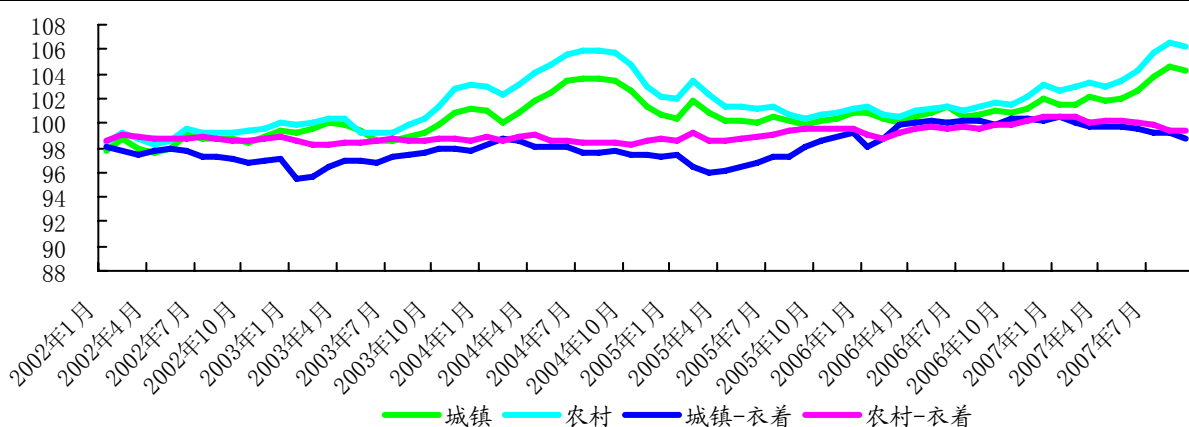
(二) 竞争激烈, 渠道价值彰显

图7: 城镇及农村居民消费价格指数



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图8: 城镇及农村商品零售价格指数



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

相对于消费价格指数与零售价格指数, 衣着消费价格指数与衣着零售价格指数变动相对平稳, 竞争激烈是导致价格变动有限的主要原因。近年来国际服装品牌纷纷进驻国内市场, 国内一线品牌基本被国际品牌垄断。

国内越来越多出口导向型企业受人民币升值、成本上升以及出口退税下降等不利因素影响纷纷回归国内市场以寻找突破口，因缺乏国内市场基础，竞争方式多为价格，更加剧了企业之间的价格竞争。考虑到价格为企业主要竞争方式、男装总体需求仍将稳定增长及服装品牌的影响力并非短期内可以造就。我们认为，现阶段国内男装企业的增长更多依赖渠道驱动。

三、公司经营状况

（一）品牌具有一定知名度

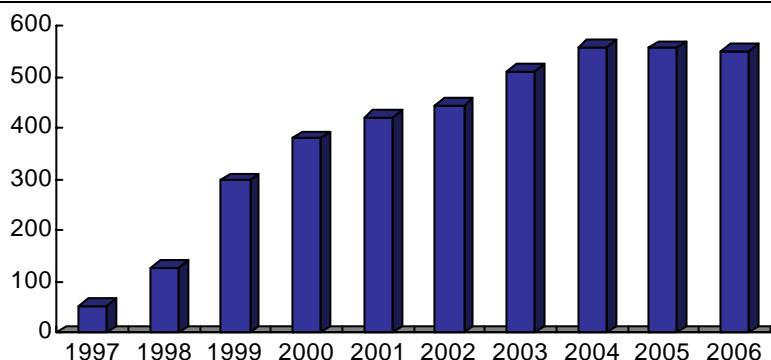
表1：报喜鸟品牌所获荣誉

2002	“富民杯”最受消费者欢迎的男装品牌
2003	顾客满意度最高的男西服套装品牌 “报喜鸟”西服市场综合占有率在同类产品中列第四
2004	中国十大影响力品牌 中国青年最喜爱的服装品牌 “报喜鸟”西服市场综合占有率在同类产品中列第四
2005	中国服装品牌年度大奖-品质大奖 中国服装品牌年度大奖-公众大奖提名奖 中国服装品牌年度大奖-营销大奖提名奖 “报喜鸟”西服市场综合占有率在同类产品中列第四
2006	中国服装品牌年度大奖-公众大奖提名奖 中国服装品牌年度大奖-营销大奖提名奖

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（二）特许加盟专卖店组成的销售渠道

图9：公司特许加盟专卖店数量



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司的销售渠道主要由特许加盟专卖店组成，截至2006年拥有特许专卖店551家，分布于全国29个省的370多个城市。特许加盟专卖店仅销售“报喜鸟”品牌产品且在特定期限和区域内，有独家销售“报喜鸟”品牌产品的权利。非特许加盟专卖店销售的“报喜鸟”品牌产品可以认定为假冒产品。公司统一管理特许加盟专卖店的价格、店铺形象、客户服务以及物流等，保证各专卖店的产品、价格以及服务一致。

(三) 设备先进、研发能力优良

服装的生产工艺涉及到面料的裁剪与缝纫,先进的生产设备不仅可以
通过较高裁剪与缝纫准确度确保产品质量,而且可以节约维护和保养时间
提高生产效率。目前公司拥有美国GGT服装CAD系统、日本直本面料预
缩机、意大利罗通迪全自动整烫流水线、德国康基尼赛粘合机、德国杜克
普缝制流水线以及日本重机缝制流水线等国际先进装备。

公司在上海、温州拥有两个设计工作室、专业设计师26人,其平均从
业时间超过6年。公司每年根据男装流行趋势至少推出一个设计概念与众
不同的新产品,研发能力优良。

表2: 公司历年新产品

2006	瘦身版西服
2005	简雅V型西服
2004	全麻衬商务CEO系列 自然绒美西服
2003	轻垂绒西服
2002	条纹系列西服
2001	明兜系列西服
2000	轻凉西服
1999	非粘合衬西服
1998	挺柔西服
1997	新风格西服

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

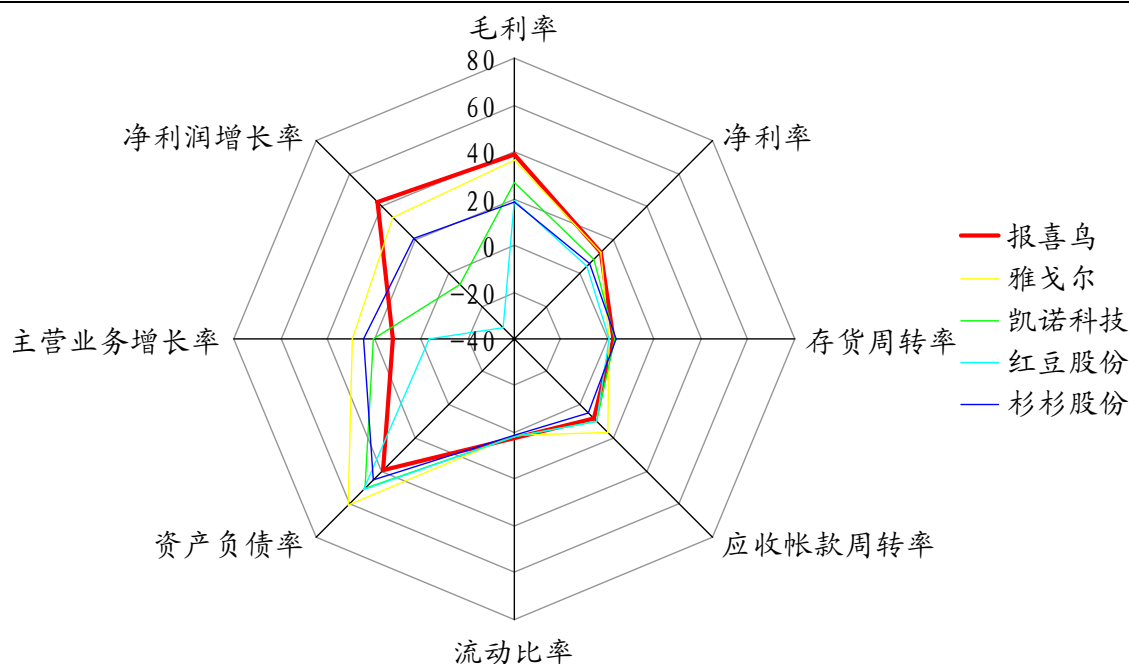
(四) 财务状况优良

表3: 公司主要财务指标

	2004	2005	2006
盈利能力			
毛利率	34.81%	36.27%	39.10%
净利率	9.16%	9.61%	12.22%
净资产收益率	22.29%	19.63%	23.29%
营运能力			
应收账款周转率	8.97	10.02	8.2
存货周转率	1.82	1.78	2.1
偿债能力			
流动比率	1.74	2.11	2.23
速动比率	0.78	1.05	1.48
资产负债率	47.94%	41.17%	39.38%
发展能力			
主营业务增长率		5.10%	12.00%
净利润增长率	N/A	10.31%	42.43%
净资产增长率		25.23%	20.06%
总资产增长率		10.83%	16.51%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图10: 公司主要财务指标与同行业公司对比



数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

从纵向的角度考察公司财务状况: 毛利率与净利率持续提高显示其具有良好的成本控制能力与获利能力; 应收账款周转率因延长特许加盟商信用期下降, 存货周转率持续提升, 运营能力持续提高; 资产负债率续下降, 流动比率升高, 偿债能力持续改善; 主营业务同比增长较慢, 净利润同比增长较快, 主要由公司营销策略从扩张营销网络转到改善网络质量所致; 公司纵向财务状况优良。

从横行的角度考察公司的财务状况: 以男士正装行业具国内市场特征的上市公司为参照, 除主营业务增长率与应收账款周转率排名较低外, 其它指标均位于同类公司前列, 公司横向财务状况优良。

四、公司增长潜力

(一) 品牌定位清晰、基础良好

目标客户群: 30-50岁中产阶级中锐意进取、非凡活力、享受生活的成功男士。

品牌策略: “东情西韵、古风新律”, 通过运用中国元素, 形成高贵、儒雅、精致的产品风格, 塑造具有民族特色的品牌形象。以品质、服务、创新作为品牌的理性特质来满足目标客户的理性需求, 以进取、活力、喜悦作为品牌的感性特质来满足目标客户的感性需求。

产品策略: 西服为主导产品, 向男士衬衫、羊毛衫等系列男士服装延伸, 体现男士正装休闲化的潮流。通过产品延伸提供给消费者更丰富的选择, 改善购物体验, 提高品牌在消费者中的认可度。曾服务于Armani、Valentino、Versace、Pierre Cardin、Hugo Boss、Zegna 等多家国际知名服装企业意大利籍首席工艺师、技术总监充分保证产品的高品质。

价格策略: 全国统一价不打折; 俱乐部策略, VIP会员可以享受积分

消费，并可享受增值权益和倾心服务，提升品牌价值与客户忠诚度。

宣传策略：根据不同区域的市场情况，有针对性地制定广告方案。

渠道策略：渠道主要由覆盖一、二线城市的特许加盟专卖店组成，公司负责管理价格、店铺形象、客户服务以及物流等方面，保持公司形象、产品以及服务的一致。

公司“东情西韵、古风新律”的品牌策略，明显区别与其它男士正装品牌，可以充分体现目标客户群体的社会地位与素养。产品与价格策略对品牌策略进行有效诠释，体现目标客户群对产品品质的诉求。宣传与渠道策略保证服务的高标准与一致性。综合考虑公司品牌目标客户群、品牌策略、产品策略、价格策略、宣传策略、价格策略、渠道策略及公司品牌具有一定知名度、覆盖面较全的营销网络、研发能力优良、财务状况优良的事实，我们认为公司品牌定位清晰、基础良好。

（二）销售渠道升级拉动业绩增长

表4：公司计划建设销售渠道

	作用	经营	数量	单店面积	位置
旗舰店	形象一流，展示品牌形象	直营	计划建设6家	最大	中心、省会城市、核心商圈
景观店	标准样板店、区域管理中心	直营	计划建设15家	较大	大中城市、重要商圈
加盟店	数量多、覆盖面广，主要销售来源	加盟	07年底约600家	一般	一、二线城市约370个

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司计划通过建设6家旗舰店、15家景观店，使销售渠道模式由特许加盟模式向直营与加盟相结合的方向发展，销售渠道层次由单一加盟店向旗舰店、景观店、加盟店多层次布局发展。

从销售渠道模式的角度考虑，特许加盟模式：公司专注于产品的设计与生产，销售主要由特许加盟店完成；公司的资金压力小，特许加盟店自身的资源及广阔覆盖范围可以帮助企业快速成长；零售渠道的收益由特许加盟商获得；公司对特许加盟商的控制能力较弱，对市场的反应速度较慢。直营模式：公司需要同时专注于产品生产与销售，对管理水平、人才贮备以及资金占用要求较高；公司可以同时获得生产与渠道带来的利润；对渠道的控制能力强，可以有效维护与提高品牌形象。公司拟采取的直营与加盟相结合的渠道模式可以有效综合直营与加盟的优点，是目前服装品牌所采用主要渠道模式。

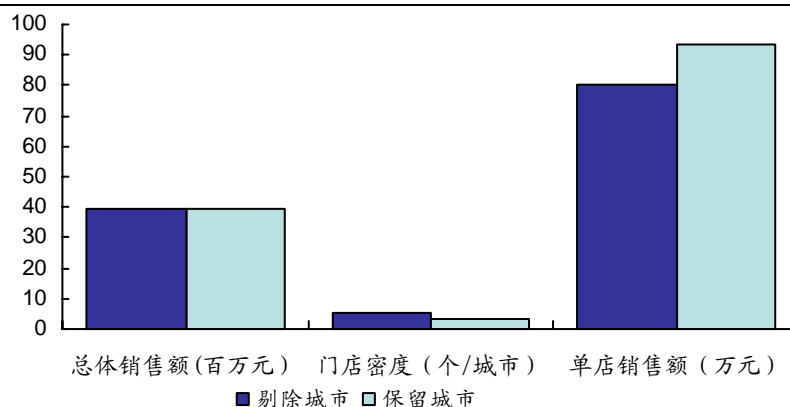
从销售渠道层次的角度考虑，由加盟店构成但单一销售渠道，由于加盟店面积极小，形象展示空间有限，公司对其控制能力相对较弱，无法充分展示品牌形象，但其覆盖面积较广。旗舰店因面积大，形象与地理位置一流，在公司计划建设的渠道体系中主要向消费者展示公司品牌形象。景观店采用可复制与模仿的装修与货品陈列，在公司计划建设的渠道体系中作为区域样板店与管理中心，统一管理区域内加盟店、优化资源配置。景观店标准化的装修与货品陈列以及较大的面积也可以起到区域品牌

形象展示中心的作用。公司计划建设的旗舰店、景观店以及加盟店组成的多层次渠道,在利用原有加盟店覆盖面积广更接近消费者的基础上,通过旗舰店、景观店向消费者展示公司品牌形象,提升品牌知名度。

从加盟店的管理角度考虑,旗舰店、景观店在位置上与原有加盟店接近,可能存在客源冲突的问题,但在旗舰店、景观店对品牌形象的提升作用下,消费者对品牌的认可度可以提高,同时促进不同渠道销售。

从现有销售渠道扩张的角度考虑,公司致力于销售网络质量的提升,严格控制加盟商的加盟条件,撤消业绩不合公司要求的加盟店,提升加盟店单店盈利能力,控制加盟店数量增长在10%以内,预计07年底公司加盟店数量为600家。

图11: 公司销售渠道实施地点对比



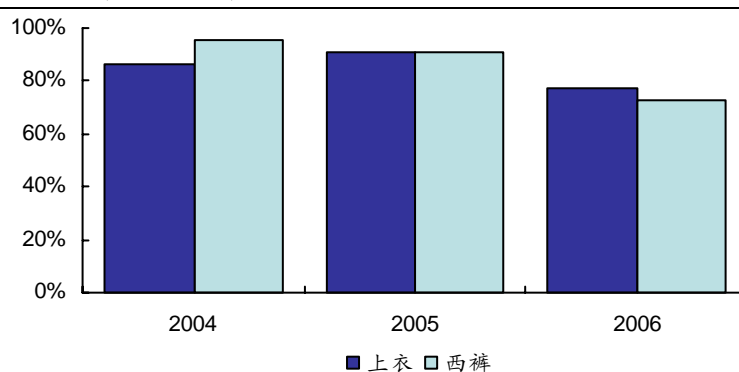
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司2007年10月23日公告称,旗舰店、景观店选址方案城市变更为成都、武汉、兰州、哈尔滨、贵阳、大连、昆明、杭州、合肥、济南、西安、景德镇、绍兴、温州、保定、盘锦、乌鲁木齐、南昌、青岛、济宁、九江共21个城市中,选择6个城市采取购置营业用房的方式建设6家直营旗舰店,其余城市仍采取租赁营业用房的方式建设直营景观店。公司招股说明中原方案,在北京、上海、成都、武汉、兰州、沈阳6个城市采取购置营业用房方式建设6家直营旗舰店,在哈尔滨、长春、大连、天津、南京、杭州、合肥、济南、西安、重庆、福州、乌鲁木齐、郑州、南昌、青岛15个城市采取租赁营业用房的方式建设15家直营景观店。公司渠道计划变更中北京、上海、沈阳、长春、天津、南京、福州、郑州、重庆被替换为贵阳、昆明、景德镇、绍兴、温州、保定、盘锦、济宁、九江。被剔除城市相对于新加入城市经济发达,人均服装购买力强。分析被剔除城市与保留城市2006年销售额,总体销售额两者相当,被剔除城市门店密度较高、单店销售额较低,说明被剔除城市竞争激烈。因一线城市竞争激烈、成本高昂,公司目前的销售主要集中在二线城市。考虑到二线城市的消费能力与成本低于一线城市,公司在二线城市的品牌认知度与销售能力较高。我们认为渠道实施地点的变更会对销售增长造成一定负面影响,但对盈利能力影响有限;一线城市是中高档服装品牌展示与品牌形象塑造的必争之地,一线城市品牌形象的缺失不利于品牌形象的塑造。据了解:公司已完成相关物业的购买与租赁,最早将在明年春节前后全部开业;公司正在考虑利用自有资金开拓销售渠道的可行性。

（三）西服生产线满足增长需求、衬衫生产线提高毛利率

西服作为公司的主导产品，为了保证产品品质、交货的及时性以及保护相关知识产权基本为自制生产，产能约为每年30万套。在预留10-20%产能，应对临时补货、未能预料大额订单等临时性需求的情况下，产能利用率基本已达上限。公司计划建设10万套高档西服生产线可以有些缓解产能不足的压力满足未来增长的需要。衬衫作为公司的非主导产品，基本为贴牌生产，2006年贴牌生产约30.1万件，销售收入约占主营业务收入的10.94%，成本约占主营业务成本的9.59%。公司计划建设60万件高档衬衫生产线，按公司测算该生产线完全达产后衬衫的成本可降低22.97%。以公司2006年毛利率39.10%推算，可提高公司毛利率至40.38%。目前上述生产线建设所需土地的审批正在进行中，预计可以按期达产。

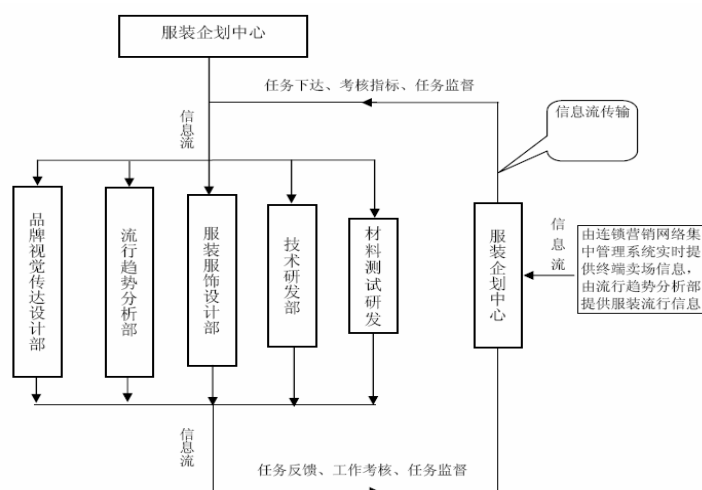
图12：公司产能利用率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（四）品牌设计研发中心整合研发资源

图13：品牌设计研发中心工作流程



数据来源：公司公告

公司计划建设由服装企划中心、流行趋势分析部、服装服饰设计部、技术研发部、材料测试研发部以及品牌视觉传达部组成的品牌设计研发中心，服装企划中心负责品牌设计研发中心任务的下达与考核。流行趋势分析部负责流行趋势研究、商品策划与发布；服装服饰设计部负责服装款式设计、面料设计、版型设计以及配件设计；技术研发部负责样板技术结合

CAD系统的开发；材料测试研发部负责面料、辅料开发与测试；品牌视觉传达设计部负责宣传资料制作、发布会及媒体推广。品牌设计研发中心整合了公司全部研发资源，包括从流行趋势研究到产品推广的全部功能，分工清晰合理，可以提高公司的研发效率，缩短对市场的反应时间。

（五）收购上海宝鸟服饰有限公司，尝试打造新增长点

公司2007年12月18日公告称，公司临时股东大会审议通过了《关于为促成收购上海宝鸟服饰有限公司80%股权事宜向温州博睿明天实业投资有限公司支付预付款的议案》。

宝鸟服饰主要业务为西服专业定牌加工(ODM)，主要客户为国外成衣采购商；除ODM业务外，初步建立了团购业务框架，在网络直销业务模式（类PPG模式）方面进行了初步投入与大量宣传；拥有两条中高档西服大流水线,年产能50万套；拥有一条中高档衬衫大流水线,年产能40万件。

表5: 上海宝鸟服饰有限公司财务情况

单位: 万元

	2007年1-10月	2006年	2005年	2004年
主营业务收入	14,853.49	17,058.30	13,317.41	10,941.18
净利润	1,002.67	1,718.58	863.72	525.71

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

考虑到公司对宝鸟服饰比较了解（持股比例20%），收购期有望平稳过渡及产品销售季节波动明显（下半年为销售旺季），预计2007年宝鸟服饰业绩与2006年基本相当。假设收购进展顺利；2008年业绩与前两年相当；2008年第二季度宝鸟服饰报表并入公司。预计收购将导致公司2008年EPS增加约0.11元。此外，宝鸟服饰的产能可以帮助公司在新生产线投产之前实现平稳过渡；报喜鸟品牌优势与宝鸟制造优势结合，团购业务方面可以有所发展；网络直销服务如进展顺利，将成为公司新的增长点。

五、盈利预测

（一）盈利预测假设

募集资金项目假设。公司旗舰店与景观店明年上半年投入运营，10万套高档西服生产线与60万件高档衬衫生产线按期达产。

收购宝鸟服饰假设。鉴于收购过程中的风险与不确定性，不考虑收购宝鸟服饰影响。

渠道拓展假设。加盟店拓展增速控制在10%以下，不考虑公司未来可能利用自有资金开设直营店的影响。

主营业务增长率假设。公司未来加大西服外非主导产品销售力度，衬衫为公司非主导产品，2006年占主营业务收入已达10.94%，故分别预测西服、衬衫以及其它服装的销售收入增长率。考虑到公司主导产品报喜鸟牌西服在消费者中具备相当影响力、公司加大非主导产品销售力度及今年公司冬装销售好于预期，假定未来3年公司的西服增长率分别为40%、20%、20%，其它服装的增长率均为15%，衬衫增长率均为25%。

毛利率假设，公司通过产品提价的方式保持毛利率稳定上升，产品目

前价格已接近3000元的品牌定位价格上限，公司未来的提价速度将减慢。08年60万件高档衬衫生产线投产后对毛利率提升起正面影响。预计未来3年毛利率保持目前增速。

营业费用率与管理费用率假设。预计今年年底公司加盟店数量将达到600家左右，加盟店数量再次正增长，公司旗舰店与景观店投入运营后，营业费用率将增加。考虑到公司良好的终端管理能力，预计未来3年公司营业费用率分别为12.5%、13%、13.5%，管理费用率均为10%，其中2007年约700百万福利费用冲减管理费用。

税率假设。假设未来3年公司仍享受10%所得税优惠。

(二) 盈利预测

表6: 公司盈利预测

单位: 百万元

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
利润表					
主营业务收入	307.95	344.90	453.15	540.60	645.31
减: 主营业务成本	196.25	210.06	266.90	307.60	354.27
税金及附加	2.37	3.20	8.25	11.35	16.13
主营业务利润	109.33	131.65	178.00	221.65	274.90
加: 其他业务利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业费用	40.39	43.42	56.64	70.28	87.12
管理费用	29.07	34.45	37.61	54.06	64.53
财务费用	1.08	0.07	0.18	0.13	0.05
营业利润	37.85	53.38	83.57	97.18	123.21
加: 投资收益	1.14	2.08	2.08	2.08	2.08
补贴收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支	1.20	-1.59	0.00	0.00	0.00
税前利润	40.20	53.88	85.64	99.26	125.29
减: 所得税	10.59	11.72	17.99	20.84	26.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	29.60	42.16	67.66	78.42	98.98
EPS (元/股)	0.49	0.59	0.70	0.82	1.03
资产负债表					
货币资金	64.83	105.54	158.60	189.21	225.86
应收款项	34.62	48.15	58.05	68.44	77.75
存货	111.69	88.05	55.00	55.00	55.00
其他流动资产	11.07	20.11	34.70	43.06	53.14
流动资产	222.20	261.85	306.35	355.72	411.74
非流动资产	34.10	36.77	39.37	41.37	44.37
资产总计	256.30	298.62	345.72	397.09	456.11
短期贷款	28.00	30.00	87.86	63.22	22.64
应付款项	73.54	69.99	61.50	70.95	83.10
其他流动负债	3.99	17.62	13.76	15.79	18.13
长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债	105.52	117.61	163.12	149.97	123.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	150.77	181.01	182.60	247.12	332.25
负债股东权益合计	256.30	298.62	345.72	397.09	456.11
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	24.24	56.97	76.10	76.45	101.02
投资活动产生的现金流量	-3.31	-5.79	-8.17	-0.00	-0.00
筹资活动产生的现金流量	-3.13	-10.47	-14.87	-45.84	-64.38
现金及现金等价物净增加	17.80	40.71	53.06	30.61	36.65
期初现金及现金等价物	47.03	64.83	105.54	158.60	189.21
期末现金及现金等价物	64.83	105.54	158.60	189.21	225.86

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

六、风险分析

（一）人才与直营店管理风险

公司长期采用特许加盟的销售渠道模式，直营店管理经验与人才储备相对缺乏，可能影响公司业绩。

（二）加盟店与直营店利益冲突风险

加盟店与直营店位置与客源接近，如两者间关系协调不当，则无法形成协同效应，影响公司业绩。

（三）行业波动风险

男士正装休闲化是目前男装的流行趋势，公司的主导产品为男士正装，公司业绩可能受行业波动影响。

七、估值分析

表7：P/E估值结果

	2006A	2007E	2008E	2009E
雅戈尔	72.22	30.53	30.45	27.31
大杨创世	48.68	38.57	30.82	22.82
凯诺科技	31.89			
正装行业平均	50.93	34.55	30.63	25.07
七匹狼	96.30	64.65	40.57	27.45
报喜鸟	74.74	44.84	38.69	30.65

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司主导产品为男士正装，属男士正装行业。P/E相对估值结果显示，公司估值水平高于男士正装行业平均值，低于以男士休闲装为主导产品的七匹狼。考虑到服装品牌的影响力并非短期内可以造就，公司品牌定位清

晰基础优良，公司销售网络升级、西服与衬衫生产线投产以及品牌设计研发中心成立为公司品牌建设打下了坚实的基础。公司估值水平应高于男士正装行业平均水平。男士正装与男士休闲装同为男装行业，但受男士正装休闲化潮流的影响，休闲装相对于正装更加大众化。参照七匹狼估值水平，公司估值水平应居于两者之间，合理P/E范围为45-50倍，合理价格范围31.50-35.00元，给予买入评级。

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

	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	

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。