

报喜鸟 (002154.SZ)

2023年04月10日

中高端男装领军者，多品牌运营打开成长空间

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

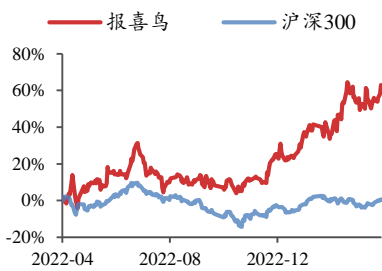
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/7
当前股价(元)	5.39
一年最高最低(元)	5.50/3.34
总市值(亿元)	78.66
流通市值(亿元)	60.05
总股本(亿股)	14.59
流通股本(亿股)	11.14
近3个月换手率(%)	100.65

股价走势图



数据来源：聚源

● 践行多品牌战略的中高端男装领军者，首次覆盖，给予“买入”评级

公司采取一主一副、一纵一横的战略，三年CAGR≈13%，盈利能力稳中有升，投资副业逐步稳定，服装主业围绕中高端男装品牌的定位形成成熟+成长+培育阶梯式的品牌结构。看好主品牌大国品牌的打造及哈吉斯品牌势能提升，预计2022-2024年归母净利润4.9/6.1/7.3亿元，对应EPS为0.3/0.4/0.5元，当前股价对应PE为16.0/12.9/10.8，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 报喜鸟：以商务为支点年轻化转型，产品及渠道配合打造大国品牌

2021年主品牌收入16.12亿元，占比37%，2019-2021年CAGR为8%。商务产品推出经典套西/高定/婚庆礼服等，同时推出年轻化产品线—轻正装、运动西服，自2020年推出轻商务后主品牌市占率自2019年0.3%逐年提至0.5%，预计随着年轻产品线销售占比提升，市占率将进一步提升。商务强调产品品质、大规模全品类定制、年轻化提升品牌竞争力：（1）主品牌合作与世界一流面料辅料品牌并携手高校与知名面料供应商，通过研究设计适合亚洲人的版型并注重色彩及设计感。（2）全品类定制规模化/高效率/低成本/标准化优势突出。（3）纵向覆盖年轻消费者，轻商务及运动西服定价低于传统套西有利于渗透年轻消费群体，配合产品官宣品牌全新代言人，营销上注重新媒体营销。渠道端，预计未来将通过加强中南弱势布局提高门店数量，优化结构及精细化管理提升主品牌单店产出。

● 哈吉斯：中高端英伦休闲品牌，品牌势能快速崛起的集团第二曲线

2021年哈吉斯收入14.5亿元，占比31%，2019-2021年CAGR为19%，在运动时尚板块高速发展中不断提升品牌势能。哈吉斯差异化体现在：独特的市场定位（中高端英伦休闲风）、印象深刻的品牌IP（英国皇家猎犬）、故事化的产品线与高品质产品力（亚洲裁剪/流行色彩/精致工艺/优质面料）。因此哈吉斯沉淀较多年轻客群（追求时尚和品位的25-40岁都市精英），核心价位带与竞品相近但最高价仍有差距，预计随着消费客群消费力提升，价格带仍有上行空间。成长性：（1）三四线开店：哈吉斯凭借以上优势在竞争相对激烈的一二线城市中逐步建立优势，未来将加大三四线城市加盟力度提升规模，截至2021年门店401家，经测算中长期门店空间为829家（对应一倍空间）；（2）单店产出：品牌势能向上提高客流及进店率、多品类多系列提升转化率及连带率，2021年续约新增箱包品类，2022年新增高尔夫系列，以零售额测算2021年单店年店效344万，对标竞品仍有空间。

● 风险提示：主品牌运动西装、哈吉斯品牌及渠道拓展、新品牌孵化不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,425	5,205	6,025
YOY(%)	15.7	17.5	-0.6	17.6	15.8
归母净利润(百万元)	366	464	492	609	726
YOY(%)	74.4	26.7	6.1	23.6	19.3
毛利率(%)	63.4	63.9	63.2	63.8	64.1
净利率(%)	9.7	10.4	11.1	11.7	12.1
ROE(%)	11.7	11.2	11.6	13.2	14.4
EPS(摊薄/元)	0.25	0.32	0.34	0.42	0.50
P/E(倍)	21.5	16.9	16.0	12.9	10.8
P/B(倍)	2.4	1.9	1.8	1.7	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 报喜鸟：践行多品牌战略的中高端男装领军者.....	6
1.1、 发展历程：从单品牌到多品牌战略，多重改革见效促反转.....	7
1.2、 股权结构：2018年明确实控人，股权不断集中.....	8
1.3、 财务分析：困境后业绩改善，营运恢复良性.....	9
1.3.1、 收入：三年 CAGR≈13%，哈吉斯&电商&夹克为主要驱动.....	9
1.3.2、 盈利能力：期间费用率下降，盈利能力稳中有升.....	12
1.3.3、 营运能力：营运指标恢复健康，维持稳定周转天数.....	14
2、 行业：运动时尚赛道高增长，低线城市高端消费市场繁荣.....	15
3、 报喜鸟：以商务为支点年轻化转型，产品及渠道配合打造大国品牌.....	17
3.1、 横向做精休闲品类，使用功能性面料、提升设计感.....	18
3.2、 纵向覆盖年轻消费者，迎合消费趋势推出全新运动西服.....	19
3.3、 定制业务：大规模个性化定制，满足 C2B 全品类私人定制.....	20
3.4、 渠道：加强中南弱势布局，优化结构及精细化管理提升单店产出.....	23
4、 哈吉斯：中高端英伦休闲品牌，品牌势能崛起的第二曲线.....	27
4.1、 品牌：独特中高端英伦休闲风格，品牌 IP 及产品故事化下势能提升.....	27
4.1.1、 定价：中高端品牌中定位适中，价格带有望上移.....	28
4.1.2、 品牌 IP、产品故事化，品宣与会员运营并进，品牌势能盎然向上.....	30
4.2、 产品：从细节处培育品牌调性，推进年轻化&多品类&多系列发展.....	32
4.3、 渠道下沉空间广，精耕细作下店效可提升.....	34
4.3.1、 门店布局：直营拓展购物中心、一二级及沿海城市，三四线渗透率仍较低.....	35
4.3.2、 门店空间测算：加盟下沉空间充足，预计中长期扩张一倍至 829 家.....	38
4.3.3、 单店店效空间测算：单店面积及坪效逐年提升，店效对比竞品提升空间广阔.....	40
5、 其他品牌：宝鸟稳健成长，多品牌孵化值得期待.....	42
5.1、 团购品牌：职业装品牌宝鸟收入稳健，渠道拓展支撑规模增长.....	42
5.2、 其他品牌：商务及英伦高尔夫协同、户外休闲景气度高.....	44
6、 盈利预测与投资建议.....	46
6.1、 关键假设.....	46
6.2、 可比估值.....	47
7、 风险提示.....	48
附：财务预测摘要.....	49

图表目录

图 1： 旗下多品牌由报喜鸟本部、凤凰国际本部、宝鸟本部经营.....	6
图 2： 2017-至今厘清架构、改革见效，业绩回暖.....	8
图 3： 上市初期公司股权较为分散.....	9
图 4： 公司 2021 年实控人股权占比 25.8%.....	9
图 5： 2021 年收入 44.5 亿元，同比增长 17.5%（单位：百万元）.....	10
图 6： 报喜鸟&哈吉斯&宝鸟贡献主要收入，哈吉斯占比提升.....	10
图 7： 哈吉斯保持高增速，2019-2021 年哈吉斯收入 CAGR≈19%，报喜鸟逐年改善.....	10
图 8： 线下直营与加盟的门店数量占比相近.....	11
图 9： 直营收入贡献主要收入，电商收入占比扩大.....	11
图 10： 团购与电商渠道增速驱动收入端增长，2019-2021 年电商收入 CAGR≈30%.....	11

图 11: 2019-2021 年电商收入 CAGR 为 30%, 占比自 2018 的 10%提升到 16%.....	11
图 12: 各产品占比比较稳定, 上衣、西裤和衬衫贡献主要收入.....	12
图 13: 夹克/T 恤/加工费增速驱动收入端增长, 2019-2021 年夹克收入 CAGR≈22.1%	12
图 14: 2016 年资产减值损失占收入的比例为 15.3%	12
图 15: 资产减值损失中以存货减值及坏账损失为主.....	12
图 16: 公司毛利率逐年稳步提升	13
图 17: 毛利率较高的比音勒芬及歌力思直营占比较高.....	13
图 18: 2021 年归母净利润自 2017 年的 0.26 亿元提升至 4.64 亿元.....	14
图 19: 管理费用率下降带动期间费用率下降, 销售费用率稳定.....	14
图 20: 2017 年以来归母净利润逐步恢复, 盈利能力稳中有升.....	14
图 21: 2019-2021 年存货规模的 CAGR 为 12%, 与收入匹配.....	15
图 22: 2019-2021 年存货周转天数下降, 应付及应收周转天数稳定.....	15
图 23: 2019-2021 年应付账款规模的 CAGR 为 17.7%, 高于收入复合增速 (单位: 百万元)	15
图 24: 疫情以来应收账款规模略有提升, 2019-2021 年应收账款规模的 CAGR 为 13.8% (单位: 百万元)	15
图 25: 预计男装行业未来每年保持 4.28% 的增速	15
图 26: 运动时尚服饰市场规模预计至 2027E 达 1101 亿元	15
图 27: 2000 年全球财富分布的地区构成	16
图 28: 2020 年全球财富分布的地区构成	16
图 29: 中高及高收入家庭占比提至 39% (单位: 百万户)	17
图 30: 2022 年家庭收入越高越愿意增加消费开支.....	17
图 31: 由本土企业所有或管理的外国服装品牌抢占纯外国品牌份额.....	17
图 32: 自 2020 年推出轻商务系列后, 报喜鸟品牌的市占率逐年稳步提升 (单位: %)	18
图 33: 轻正装系列, 注重轻面料、轻工艺、轻场景.....	18
图 34: 报喜鸟 X PRONOUNCE 联名款改进设计与颜色	18
图 35: 报喜鸟品牌现有面辅料合作品牌为国际知名品牌.....	19
图 36: 报喜鸟品牌校企合作并战略合作四大面料供应商.....	19
图 37: 运动西服版型更时尚/比例更年轻/剪裁更休闲	19
图 38: 轻正装及运动西装价格带低于传统西装.....	19
图 39: 报喜鸟品牌官宣品牌新一代全新代言人.....	20
图 40: 主品牌加强商务场所广告投放	20
图 41: 主品牌根据主题节日投放内容营销.....	20
图 42: 报喜鸟从近 20 亿款组合中挑出版型搭配.....	21
图 43: 以“更适合中国人体型”为目标提供定制业务	21
图 44: 报喜鸟 C2M 具有低成本、短交期、规模化、标准化的优势.....	22
图 45: 除数字化系统铺设外, 生产中自动化设备也较为关键.....	23
图 46: 门店 2017 年重新净开,2019-2021 年 CAGR 为 2%	24
图 47: 报喜鸟门店数量相对仍较少	24
图 48: 华中及华南地区为报喜鸟较为薄弱区域.....	24
图 49: 业态结构: 购物中心数量逐年提升.....	25
图 50: 业态结构: 购物中心占比明显提升.....	25
图 51: 主品牌门店以加盟为主	25
图 52: 主品牌加盟单店面积更高	25
图 53: 单店面积: 2019 年起单店面积重新扩张.....	25
图 54: 单店面积: 购物中心开大店、街边店面积收缩.....	25
图 55: 报喜鸟过去街边店门店形象吸引力不足.....	26

图 56: 报喜鸟上海浦东八佰伴店	26
图 57: 2021 年报喜鸟品牌坪效提升至 1.6 万元/年	26
图 58: 2021 年报喜鸟品牌店效提升至 329 万元/年	26
图 59: HAZZYS 风格起源于英伦学院风	28
图 60: 59.5%、20.3% 的服装消费者选择休闲风格服饰、英伦学院风	28
图 61: 从 SKU 数量占比 (下方) 与价格带看 (上方), 哈吉斯价格带有望上移	29
图 62: SKU 数量: 哈吉斯 SKU 数居中, 以衬衫与针织为主	29
图 63: SKU 销量: 哈吉斯针织衫、T 恤与衬衫位列前三	29
图 64: SKU 均价: Hazzys 定价属于行业中等偏上, 夹克定价最高、针织定价较低	30
图 65: 复盘哈吉斯经营策略, 坚持品牌调性, 强调品牌 IP 及产品故事化	30
图 66: 2022 年 9 月 HAZZYS 推出首个 IP 形象	31
图 67: HAZZYS 将产品故事化提升趣味性	31
图 68: 围绕产品借助明星&KOL 进行流量宣传及推广	31
图 69: 围绕定位全渠道进行品牌塑造与推广	32
图 70: 设计剪裁简约但配色丰富, 颜色明亮活泼	33
图 71: LOGO 变化使得产品设计简约但充满活力	33
图 72: 哈吉斯将产品故事化呈现	34
图 73: 产品根据场景分为休闲、通勤、运动、年轻系列	34
图 74: 哈吉斯线下门店以直营为主, 直营: 加盟=3:1	35
图 75: 哈吉斯直营单店面积更高	35
图 76: 哈吉斯线下门店品牌形象活泼亮眼	36
图 77: 哈吉斯线下开设主题巡展店	36
图 78: 业态结构: 购物中心占比明显提升	36
图 79: 单店面积: 购物中心开大店、街边店面积收缩	36
图 80: 从线级分布看: 哈吉斯一二线渠道保有量可提高	37
图 81: 从线级分布看: 哈吉斯三四线有较大发展空间	37
图 82: 哈吉斯门店地区分布: 沿海布局较深, 相较 tommy 及比音勒芬, 内陆拓店空间大	38
图 83: Tommy 门店密度前五的省份为: 浙川苏陕鲁	38
图 84: 比音勒芬门店密度前五的省份为: 粤川苏辽赣	38
图 85: 哈吉斯单店面积逐年扩大, 2021 年为 121 m ² /间	40
图 86: 哈吉斯单店坪效逐年提高, 2021 年约 2.9 万元/m ²	40
图 87: 与比音勒芬相比, 哈吉斯门店体现精品经营模式	41
图 88: 线下部分门店平均月店效比较: Gant<哈吉斯<法国鳄鱼<Tommy<比音勒芬<RL polo	41
图 89: 职业装品牌宝鸟 2019-2021 年收入 CAGR 为 18%	42
图 90: 合作 4 万多家知名企事业单位	42
图 91: BONO 服务网络辐射全国	43
图 92: 拳头产品为 100% 全棉免烫衬衫	44
图 93: 截至 2020 年, 恺米切共布局 192 家门店	44
图 94: 乐飞叶是有近百年历史的户外休闲品牌	45
图 95: 拳头产品为功能外套、皮肤衣、经典派克系列	45
图 96: 拳头产品零克重单西、Flying 系列、Dream 系列	45
图 97: 2021 年中国主题形象店升级突出品牌轻奢调性	45
图 98: 打造小熊亨利和小熊格兰的品牌符号	46
图 99: 产品系列包括英伦高尔夫系列以及生活休闲系列	46

表 1: 2022 年 1 月公司非公开发行股票募集资金投资项目及金额.....	9
表 2: 据麦肯锡 2021 年我国中产阶级家庭可支配收入超 16 万元, 中产阶级家庭占比 39%, 2025 年预计进一步扩大 .16	16
表 3: 男装市场中大众品牌开店空间较广, 中高端品牌中报喜鸟品牌开店数较少	24
表 4: 精选全球优质面料, 加大对原创面料研发投入.....	33
表 5: 哈吉斯布局热门购物中心商圈	35
表 6: 多数国际品牌对于下沉市场拓店态度谨慎, 哈吉斯三四线拓展大有可为	37
表 7: 经测算, 哈吉斯中长期门店数为 829 家, 对应增长空间仍有一倍	39
表 8: 以一线 A 城市为例, 预测开店空间取对标比音勒芬及 Tommy 品牌开店、按哈吉斯成熟市场开店中低者	39
表 9: 宝鸟相较圣凯诺超 2000 亿元的规模仍有较大提升空间.....	42
表 10: BONO 合作全球一流的面辅料供应商	43
表 11: 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.9、6.1、7.3 亿元, 分别同比+6%、+23.6%、+19.4%	47
表 12: 公司对应 2023 年 PE 为 12.4, 2022-2024 年较可比公司成长性更好, 估值具有提升空间	47

1、报喜鸟：践行多品牌战略的中高端男装领军者

报喜鸟为中高端男装领军企业。公司成立于2001年，2007年于A股上市。公司实施“一主一副、一纵一横”的发展战略，服装主业上坚持多品牌战略，围绕中高端男装品牌的定位，目前拥有自有及代理品牌10个，其中包括云翼智能在内的自有品牌6个、代理品牌4个，已形成一个拥有成熟（报喜鸟、哈吉斯、宝鸟、所罗）+成长（恺米切、乐飞叶、Elite、亨利格兰）+培育（东博利尼）阶梯式的品牌结构。产品品类涵盖西服、衬衫（自产为主，2021年温州永嘉&上海松江&安徽合肥产能195万套），以及西裤、夹克、羊毛衫、POLO、羽绒服、速干衣、休闲裤、皮鞋皮具等全品类服饰，各品牌产品能满足中高端男士不同场合下的着装需求。

图1：旗下多品牌由报喜鸟本部、凤凰国际本部、宝鸟本部经营

报喜鸟 										
Logo										
品牌名称	报喜鸟	Hazzys	宝鸟	东博利尼	所罗	恺米切	乐飞叶	Elite	亨利格兰	云翼智能
创办时间	1996年	2000年	2008年	1964年	1994年	1931年	1930年	1969年	2017年	2017年
品牌来源	中国	LF CORP.	中国	意大利	中国	意大利 FENICIA	法国	韩国	中国	中国
品牌定位	中高档商务男装	中高档英伦风格男装、女装品牌	职业装团购品牌	意大利轻奢男装品牌	专业高级定制品牌	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	高档户外休闲品牌	高端校服团购品牌	中高档英伦高尔夫风男装	中高档私人定制服务平台
目标消费群体	30-50岁自信儒雅尊贵的白领商务人士	20-40岁时尚品味的新锐人士	具有统一着装需求的高端商务组织	35-45追求精致生活的中产阶层人士	追求品质的商务高端人士	22-45岁的中产阶层、商务人士	30-50岁户外休闲爱好者	具有统一着装需求的校园组织	30-40岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的男士	定制店、定制品牌商、服饰品牌商、定制贸易商
经营模式	自有品牌	独家授权至2031年	自有品牌	自有品牌	自有品牌	独家授权至2038年4月	独家授权至2026年	合作品牌	自有品牌	自有品牌
经营时间	1996年	2011年	2008年	2010年	2012年	2014年	2016年	2016年	2017年	2017年
发展阶段	成熟	成熟	成熟	培育	成熟	成长	成长	成长	成长	/
销售区域	全国	全国	全国	湖北、江苏、西安、成都	全国（强势：山东、浙江、江苏、湖南、陕西、甘肃）	全国	东北/华北/华东/西北	东北/华北/华东/西北	华东、东北	全国
销售线级	1-5线	1-3线	1-5线	1-2线	1-5线	1-3线	1-3线	1-3线	3-4线	1-3线
主要品类	商务套装、轻正装、时尚休闲、联名、私人定制、婚庆	T恤/衬衫/裤装/卫衣/夹克/西服/帽衫/大衣/羽绒服	衬衫/西装/西裤	T恤/西装/衬衫/裤装/卫衣/毛衫	衬衫/西装/西裤	衬衫	polo/T恤/卫衣/外套/羽绒服/皮肤衣/裤装	制式/运动/冲锋衣棉衣	T恤/裤装/衬衫/外套/针织/羽绒服/毛呢大衣	
明星产品	中高档商务男装	经典英伦风格	职业装团购品牌	风格经典、品质精良	专业高级定制品牌	免烫工艺	户外时尚	高端、国际化	中高档英伦高尔夫风男装	智能化生产
SKU及价格带	西服：3000-5000元/套	800-7000元/件	西服：1000-2000元/套 衬衫：150-400元/件	单西：2980-5980元/件 裤子：1680-2480元/条 衬衫：1180-1680元/件	西服：4000-6000元/套	1199-1599元/件	外套：999-5299元/件 内搭：499-1199元/件	秋冬款：500-800元/套 春夏款：300-350元/套	外套1500-4000元/件 内搭500-3000元/件	西服：1000-2000元/套
猫旗粉丝	167万	263万	/	7215	/	35.1万	120.3万	/	9050	/

资料来源：公司公告、各品牌天猫官方旗舰店、开源证券研究所

公司运营品牌分为零售品牌和团购品牌，零售品牌如报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、Camicissima（恺米切）、LAFUMA（乐飞叶）等实行线上线下相互融合的全渠道营销，线下销售主要为加盟和直营（包括联营）相结合的销售模式，通过开设品牌专卖店、商场专柜/专厅进行品牌服装零售。线上销售主要通过同**第三方平台**如天猫、京东、唯品会等主流电商平台进行合作，开设官方旗舰店实现线上线下同款同价，并尝试推进微商城**小程序“凤凰尚品”**的运营。

报喜鸟本部通过经营自有品牌满足中高端商务人士的着装需求，旗下包括原创品牌报喜鸟（SAINT ANGELO）、专业定制品牌所罗（SOLOSALI）、时尚英伦高尔夫品牌亨利格兰（Henry Grant）。其中主品牌报喜鸟先后荣膺“中国驰名商标”“中国名牌”“中国服装品牌品质大奖”“中国青年最喜爱的服装品牌”和“国家免检产品”

称号等多项国内荣誉。

凤凰国际本部以引进、拓展、经营国际时尚高端品牌来满足客户多元化的时尚需求，目前旗下主要运营意大利轻奢品牌东博利尼（TOMBOLINI）、有“衬衫之父”美誉的意大利衬衫品牌恺米切（CAMICISSIMA）、韩国英伦休闲品牌哈吉斯（HAZZYS）、法国时尚户外运动品牌乐飞叶（LAFUMA）等品牌。凤凰销售本部主要负责各零售品牌的线上、线下全渠道销售网络的构建和运营管理，并发挥各品牌间的协同优势。

宝鸟本部聚焦于 B2B 客户的高端定制业务，通过高端职业装品牌 BONO 为商务客户提供定制服务，并于 2016 年与韩国校服第一品牌衣佰特（ELITE BASIC）合作，为国内校服市场带来朝气与革新。通过招投标、市场开拓等形式获取客户订单，根据客户订单需求进行自主生产或委外加工。

报喜鸟创投平台——上海浚泉信投资有限公司，主要负责报喜鸟对外投资业务，擅长对所投项目进行实业与资本市场的互动，让产业借力资本迅速发展。

1.1、发展历程：从单品牌到多品牌战略，多重改革见效促反转

1996-2006 年：品牌创立初期，依靠加盟迅速扩张。1981 年董事长吴志泽创办永嘉县华侨西服厂，1996 年报喜鸟集团正式组建，开启品牌之路。这一阶段内，公司邀请任达华作为品牌形象代言人，品牌知名度提升，同时终端组建形象统一、价格统一、服务统一、管理统一的特许加盟店组成的销售网络，即“特许加盟、专卖专营”模式，借助加盟商进行网点扩张，网点数从 1997 年的 53 家到 2006 年的 551 家，年复合增速 40%。2006 年报喜鸟启用英文商标 SAINTANGELO。生产端，自产与外协相结合，温州、上海与合肥生产基地陆续投产，2006 年西服产能 30 万套。

2007-2012 年：男装景气度好，多品牌矩阵初步搭建。2007 年报喜鸟集团核心子公司浙江报喜鸟服饰股份有限公司上市，这一阶段内，国内男装市场景气度较好，2009-2012 年市场规模 CAGR 为 11%，公司 2007-2012 年收入 CAGR 为 37%，2012 年收入规模 22.5 亿元，初步搭建包括宝鸟、HAZZYS、东博利尼、所罗在内的多品牌矩阵，渠道网络直营与加盟并存，报喜鸟网点数从 2007 年的 585 提升至 2012 年的 857，复合增速 8%。

2013-2016 年：行业危机下大力改革，报喜鸟低谷转良性，投资失利拖累。终端零售市场疲软导致品牌服装行业进入低潮期，行业竞争激烈、人工成本刚性、库存压力亟待释放、资产运营效率较低。期间国内男装市场 2013-2016 年规模 CAGR 为 5%。公司大力实施多品牌发展战略，主动调整为多品牌运营的组织架构并优化人员，Hazzys 培育逐渐见效，终端零售和门店保持快速增长势头。为解决库存危机，公司一方面回购加盟商存货、部分转代销并计提存货减值，另一方面，从产品、供应链出发，控制 SKU、淘汰落后供应商并逐步建立智慧化工厂，实现智慧化生产以及产业链云平台，是工业 4.0 智能制造在中国服装行业中的首次应用；设计上强调消费者需求体验和产品性价比，从设计师主导过渡到以商品企划主导，同时增强包括直营、加盟、电商、全品类私人定制、奥莱等终端营运能力。2015 年公司通过设立报喜鸟创投参与股权投资业务，投资额合计 1.39 亿元，2016 年计提减值准备 2,967.45 万元。

2017-至今：厘清架构、改革见效，业绩回暖。通过报喜鸟本部、凤凰国际本部、凤凰销售本部、宝鸟本部和报喜鸟创投五个业务板块，围绕中高端男装品牌的定位，已形成一个拥有成熟、成长、培育阶梯式的品牌结构，成熟品牌（报喜鸟、哈吉斯、

宝鸟、所罗)开大店&扩品类&拓渠道,成长品牌(恺米切、乐飞叶、亨利格兰)聚焦优势品类实现快速健康发展,培育品牌(东博利尼)低成本试错、小步快走,以“成长优先、利润导向”为原则高质量稳定可持续发展。公司建立了报喜鸟大规模个性化智能定制系统,按照消费者的个性化订单,通过智能化数据分析和信息整合,生成订单信息指令,驱动智能工厂进行大规模的个性化制造,实现服装定制的最高生产目标——“个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率”,保障了公司全品类私人定制业务的顺利实施。

图2: 2017-至今厘清架构、改革见效,业绩回暖



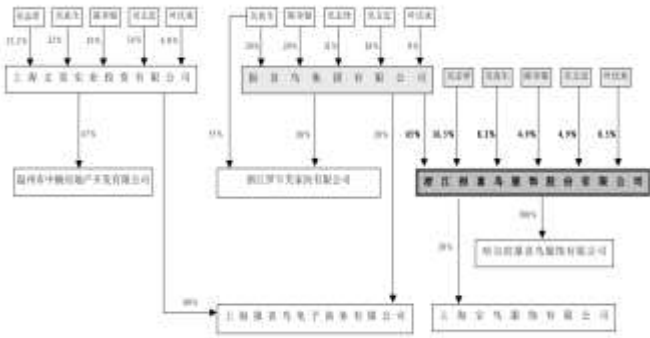
资料来源: Wind、公司公告、开源证券研究所, 注: 哈吉斯市占率为韩国男装市场

1.2、股权结构: 2018年明确实控人, 股权不断集中

前期股权分散、无实控人。公司前期第一大股东为报喜鸟集团有限公司, 由浙江纳士制衣有限公司(吴志泽)、浙江报喜鸟制衣有限公司(吴真生和张玉叶)、和浙江奥斯特制衣有限公司(吴文忠和陈章银)三家企业合并组建, 法定代表人吴志泽先生。而报喜鸟集团有限公司的自然人股东吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来分别持有其 32%、20%、20%、20%、8%, 股权较为分散, 无法确定实际控制人。2004年引进职业经理人。

吴志泽先生及女儿吴婷婷女士多轮增持，2018 年实控人明确，股权不断集中。2014 年 12 月，公司董事长吴志泽先生及其一致行动人吴婷婷、上海金纱由原第二大股东变为第一大股东，占当时公司总股本 15.25%。2015 年开始吴志泽先生通过二级市场增持，2017~2018 年吴志泽先生女儿吴婷婷开始多轮增持，吴志泽先生及其一致行动人吴婷婷女士、上海金纱合计持股占当时总股本的 20%，因此 2018 年公司实控人为吴志泽先生及其一致行动人吴婷婷、上海金纱投资有限公司。2018.9-2019.3 吴婷婷女士继续增持，实控人合计持股进一步提升至 25.8%。

图3：上市初期公司股权较为分散



资料来源：招股说明书

图4：公司 2021 年实控人股权占比 25.8%



资料来源：公司公告、开源证券研究所，注：截至 2021 年年报

创始人全额认购非公开发行股票，股权进一步集中，截至 2022H1 一致行动人持股 38.1%。2022 年 1 月 10 日，公司控股股东吴志泽先生以 7.3 亿元全额认购公司向非公开发行的新股 2.4 亿股，截至 2022H1，吴志泽先生及一致行动人吴婷婷、上海金沙合计持有公司总股本的 38.1%，股权进一步提升有利于决策效率提升，并彰显长期发展信心。

表1：2022 年 1 月公司非公开发行股票募集资金投资项目及金额

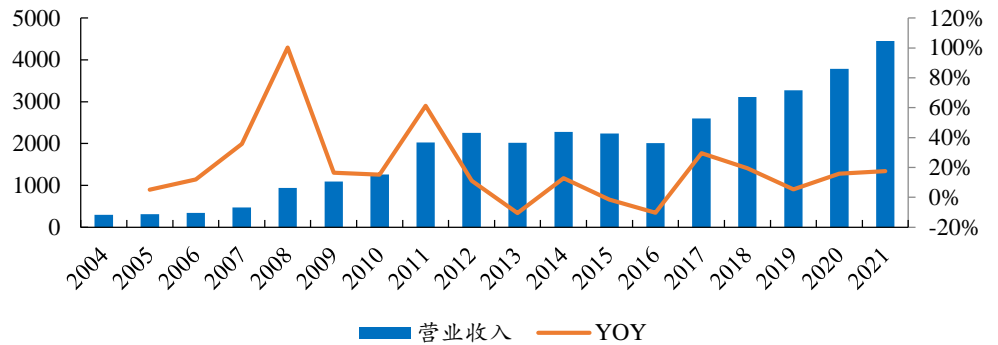
序号	项目名	项目投资总额	调整前募集资金拟投入金额	调整后募集资金拟投入金额
1	企业数字化转型项目	25,500	23,500	18,380.41
2	研发中心扩建项目	10,415	9,297.4	4,297.4
3	补充流动资金	53,000	49,700	49,700
	合计	88,915	82,497.4	72,377.81

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：困境后业绩改善，营运恢复良性

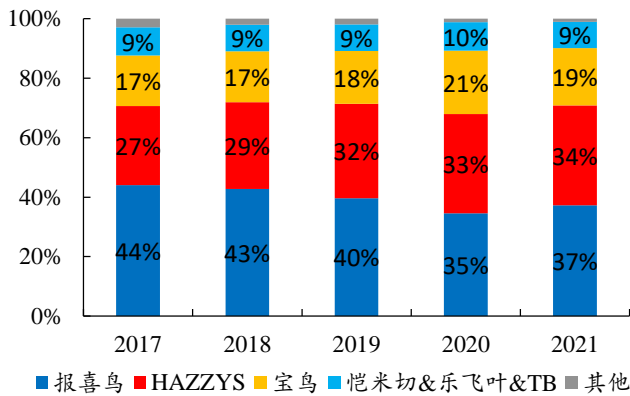
1.3.1、收入：三年 CAGR≈13%，哈吉斯&电商&夹克为主要驱动

收入：公司 2021 年收入 44.5 亿元，其中主营收入规模为 43.3 亿元，2019-2021 年三年的主营收入 CAGR 为 13.1%，其中增长驱动按品牌、渠道和产品看，分别来自哈吉斯&宝鸟、电商&团购、夹克&T 恤&加工费。

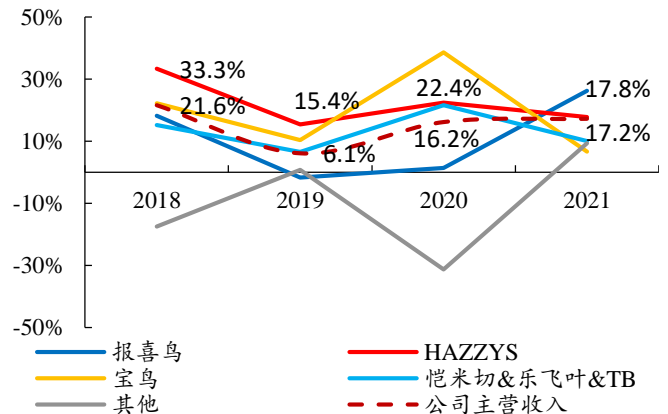
图5：2021 年收入 44.5 亿元，同比增长 17.5%（单位：百万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 按品牌：报喜鸟&哈吉斯&宝鸟贡献主要收入，报喜鸟及哈吉斯收入占比 70% 左右，宝鸟收入占比接近 20%，其他品牌中恺米切&乐飞叶&TB 合计收入占比维持在 9%，较为稳定。以增速看，哈吉斯、宝鸟驱动收入端增长，2019-2021 年哈吉斯、宝鸟收入 CAGR \approx 19%、18%，带动哈吉斯收入占比明显提升，恺米切&乐飞叶&TB、报喜鸟品牌的三年 CAGR \approx 13%、8%。

图6：报喜鸟&哈吉斯&宝鸟贡献主要收入，哈吉斯占比提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：2018-2020 年仅包括恺米切及乐飞叶

图7：哈吉斯保持高增速，2019-2021 年哈吉斯收入 CAGR \approx 19%，报喜鸟逐年改善


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 按渠道：从渠道收入看，直营收入贡献主要收入，渠道收入结构接近直营：加盟：团购：电商=4：2：2：2，从渠道结构看，直营与加盟的门店数量占比相近，截至 2021 年直营：加盟门店数量=55%：45%。以增速看，近三年团购与电商增速驱动收入端增长，2019-2021 年电商、团购的收入 CAGR \approx 30%、15%，带动电商收入占比扩大，2021 年电商收入 6.81 亿元，占比自 2018 的 10% 提升到 16%，直营、加盟渠道近三年的 CAGR \approx 10%、4%。

图8：线下直营与加盟的门店数量占比相近

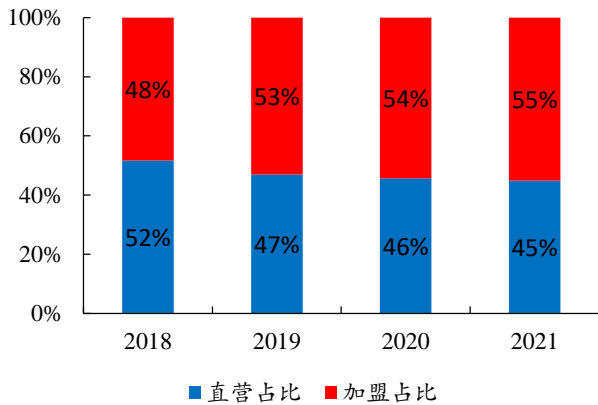
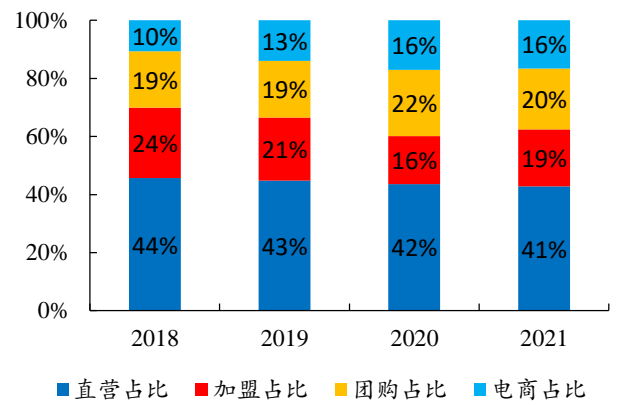


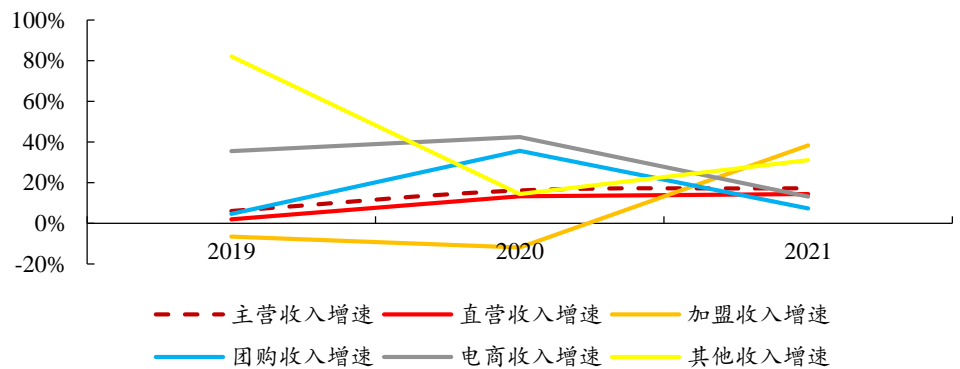
图9：直营收入贡献主要收入，电商收入占比扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

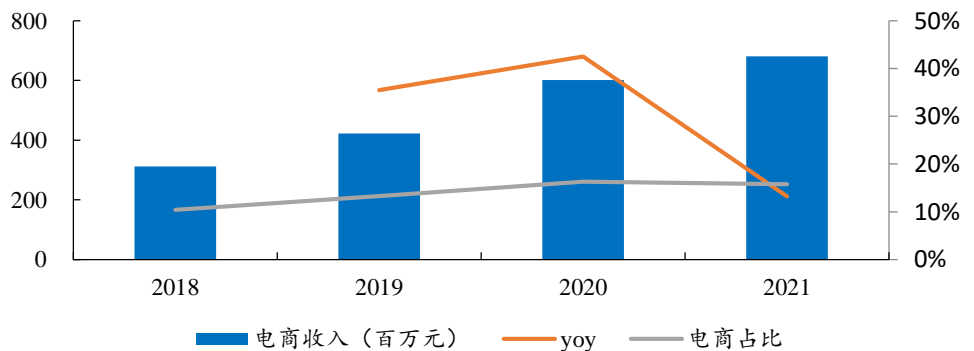
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：团购与电商渠道增速驱动收入端增长，2019-2021年电商收入CAGR≈30%



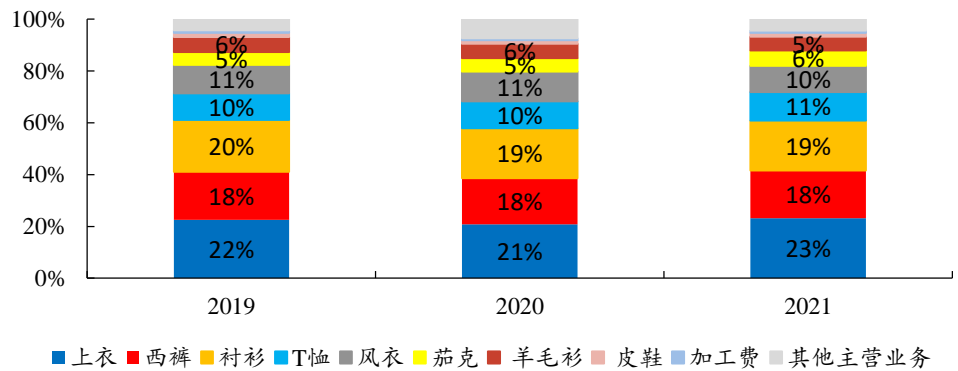
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2019-2021年电商收入CAGR为30%，占比自2018的10%提升到16%

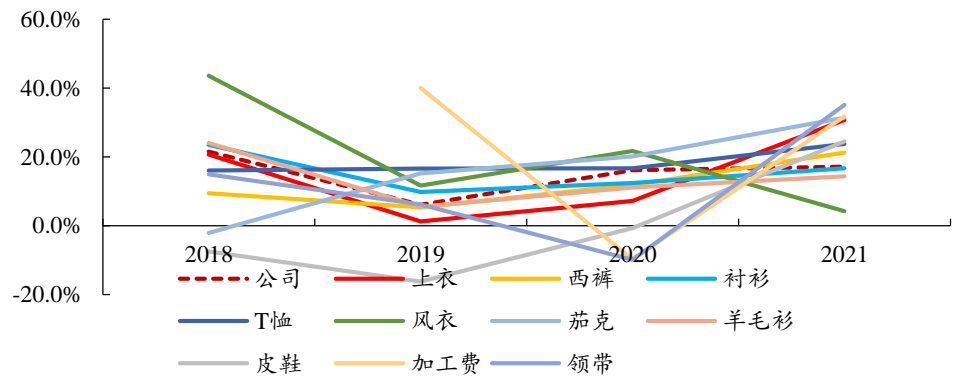


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **按产品：**各产品占比比较稳定，上衣、西裤和衬衫贡献主要收入，共计占比一半以上。以增速看，近三年夹克、T恤、衬衫增速驱动收入端增长，2019-2021年夹克、T恤、加工费的收入CAGR≈22.1%、19%、18.6%，衬衫近三年的收入CAGR为13%。

图12：各产品占比比较稳定，上衣、西裤和衬衫贡献主要收入


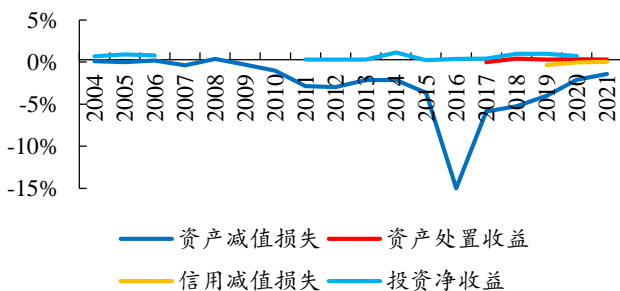
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：夹克/T恤/加工费增速驱动收入端增长，2019-2021年夹克收入CAGR≈22.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3.2、盈利能力：期间费用率下降，盈利能力稳中有升

2011年开始伴随行业景气度下行以及电商对线下的冲击，存货规模及存货周转天数显著提升，2011-2015年公司计提存货减值和坏账损失的规模占收入规模约2-4%。2015年公司用1.39亿元开始股权投资业务，**2016年净利润亏损3.87亿元（占收入的15.3%）主要系资产减值损失影响**，剔除资产减值损失影响2016年营业利润为-0.93亿元，其中资产减值损失中以存货减值及坏账损失为主，二者占比提升至8.2%，同时还受房地产市场波动带来的投资性房地产亏损0.8亿元（占收入的4%）以及投资失利导致0.3亿元亏损（占收入的1.5%）的影响。

图14：2016年资产减值损失占收入的比例为15.3%


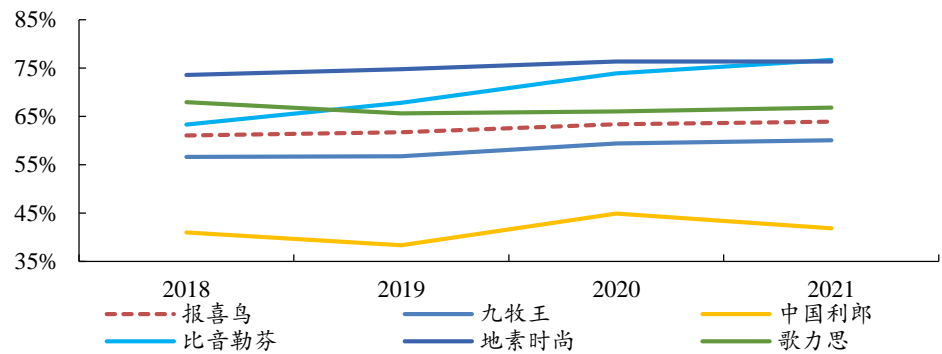
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：资产减值损失中以存货减值及坏账损失为主


数据来源：Wind、开源证券研究所

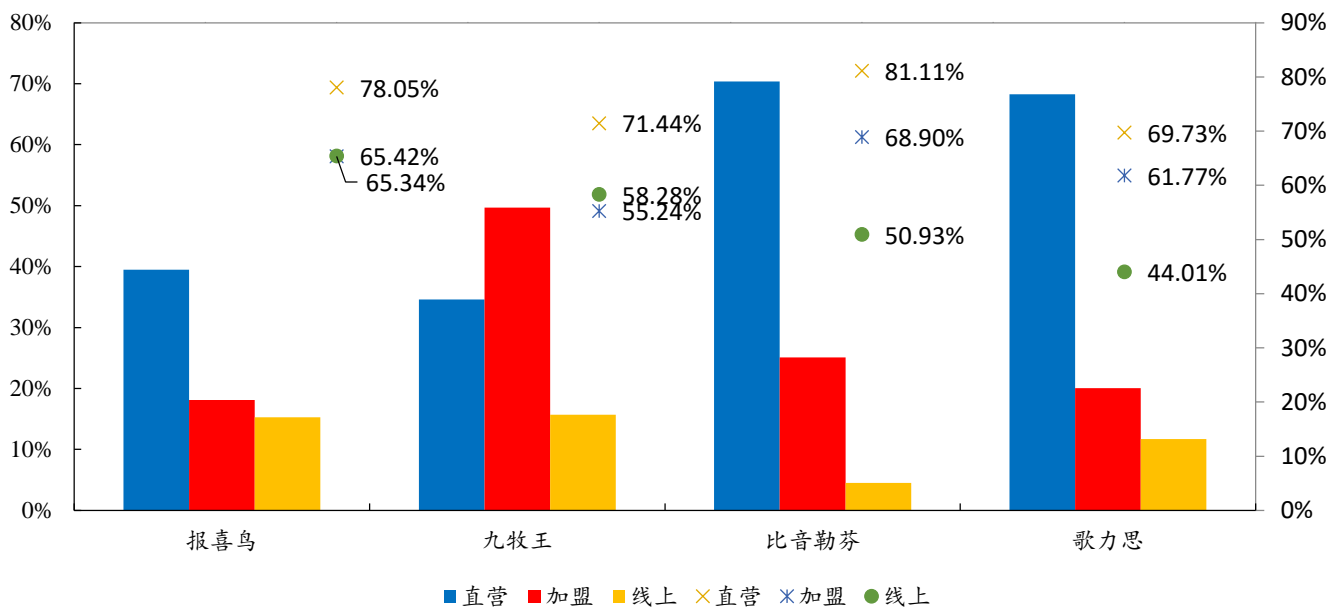
公司毛利率逐年稳步提升。2021 年毛利率 64%，高于九牧王、中国利郎，低于比音勒芬、歌力思及地素时尚，分渠道看，比音勒芬及歌力思高毛利率由直营驱动。

图16：公司毛利率逐年稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

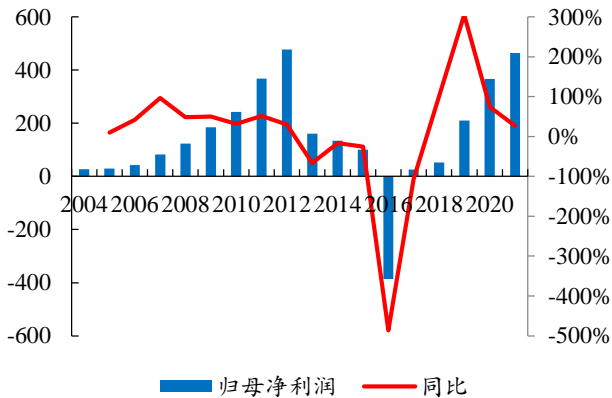
图17：毛利率较高的比音勒芬及歌力思直营占比较高



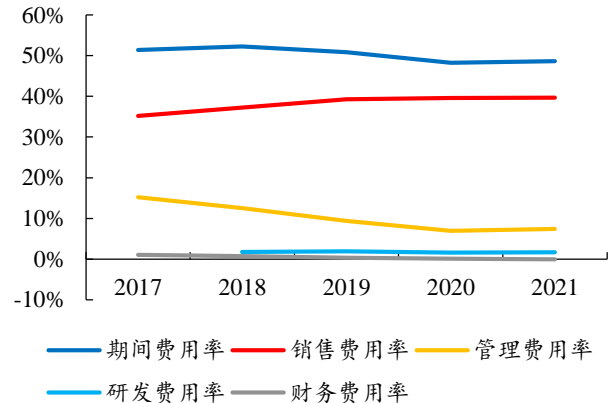
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

2017 年以来期间费用率呈下降趋势，主要系管理费用率下降带动。2021 年期间费用率 48.7% (-0.5pct)，管理费用率 7.4% (-0.4pct)。其中员工薪酬占收入的 5%。销售费用率稳定，2021 年销售费用率 39.6%，逐步提升主要系公司扩大线下规模、加大品宣力度，员工费用、商场费用，广告宣传费分别占收入的 11%、9%、5%。研发费用率稳定维持在 1.6-2% 的水平。

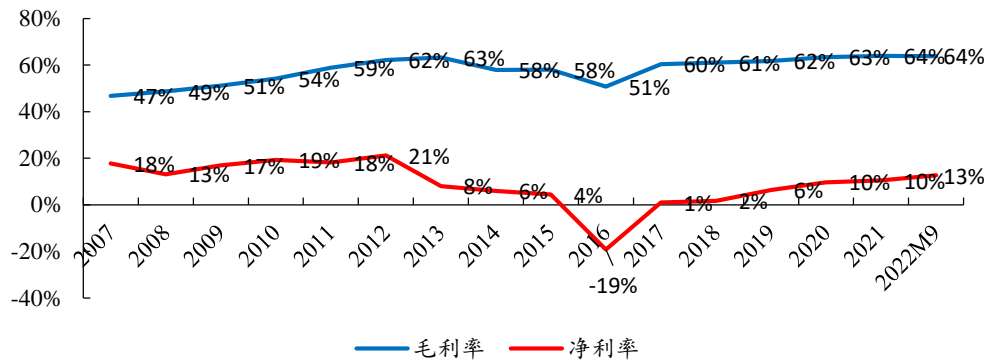
2017 年以来归母净利润逐步恢复，盈利能力稳中有升。经历 2016 年集中计提后，2021 年归母净利润自 2017 年的 0.26 亿元提升至 4.64 亿元，毛利率从去库存阶段中恢复至 64%，净利率提升至 10%，2022M9 净利率进一步提升至 13%。

图18：2021年归母净利润自2017年的0.26亿元提升至4.64亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：管理费用率下降带动期间费用率下降，销售费用率稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2017年以来归母净利润逐步恢复，盈利能力稳中有升


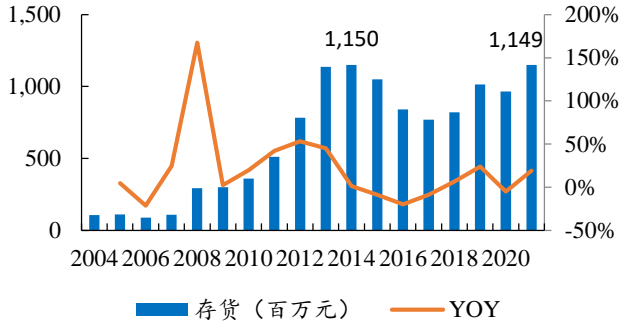
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3.3、营运能力：营运指标恢复健康，维持稳定周转天数

2011年开始存货规模攀升，2014年存货规模达峰主要系主品牌销售不及预期、多品牌直营为主、回购加盟商库存&买断转代销以支持其持续经营三方面因素。为控制存货，公司以店铺为管理核心转向以商品为核心，降成本、增效益、提产销、控库存，通过提高原创产品开发比例降低产品成本、加强商品企划提高产销率、拓展电商去库存渠道增效益，存货规模及周转天数逐年下降。

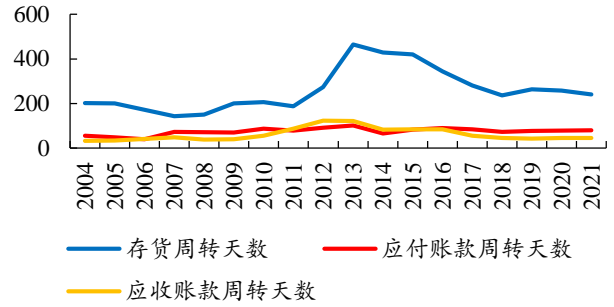
2019-2021年存货规模的CAGR为12%，与收入的13.1%匹配，存货周转天数进一步下降。疫情以来应收账款规模略有提升，2019-2021年应收/应付的CAGR分别为13.8%/17.7%，应收及应付周转天数维持稳定。

图21: 2019-2021年存货规模的CAGR为12%，与收入匹配



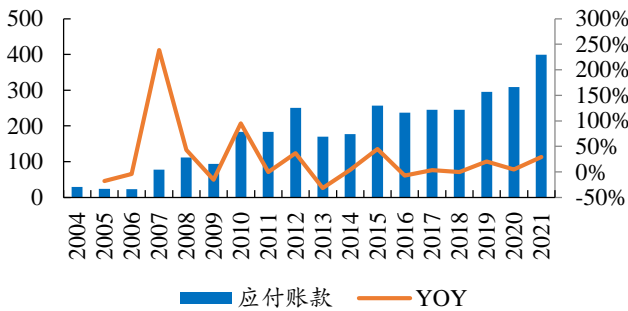
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2019-2021年存货周转天数下降, 应付及应收周转天数稳定



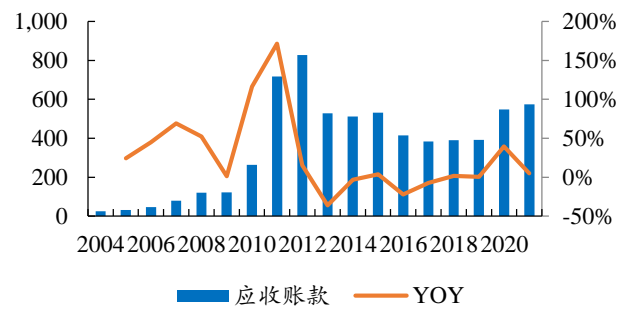
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2019-2021年应付账款规模的CAGR为17.7%，高于收入复合增速（单位：百万元）



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 疫情以来应收账款规模略有提升, 2019-2021年应收账款规模的CAGR为13.8%（单位：百万元）

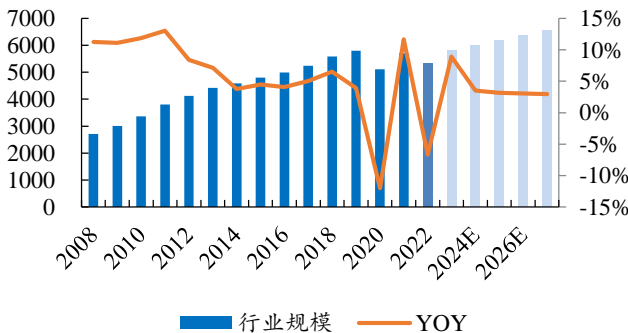


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、行业：运动时尚赛道高增长，低线城市高端消费市场繁荣

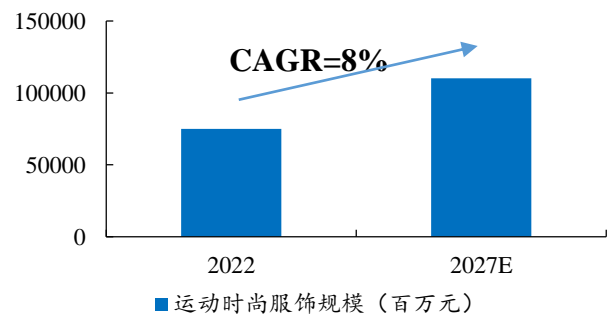
男装市场稳健，运动时尚服饰市场仍处成长阶段。2022年男装行业规模5323亿元，预计未来每年保持4.28%的复合增长。2022年运动时尚服饰市场规模为749.65亿元，2017-2022年以8.4%的CAGR成长，预计2022-2027E以8%的复合增速成长至1101亿元的市场规模。

图25: 预计男装行业未来每年保持4.28%的增速



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图26: 运动时尚服饰市场规模预计至2027E达1101亿元



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

中国中产阶级不断扩容。根据胡润百富，中产阶层家庭的定义为家庭年收入>30万的一线城市以及家庭年收入>20万，以此标准计，2018年我国中产家庭数量达3321万户。根据麦肯锡全球研究所对中产阶级的定义，我国中产阶级家庭可支配收入超16万元，以此标准计，2021年我国中产家庭数量达1.38亿户，预计2025年将扩容至2.1亿户。

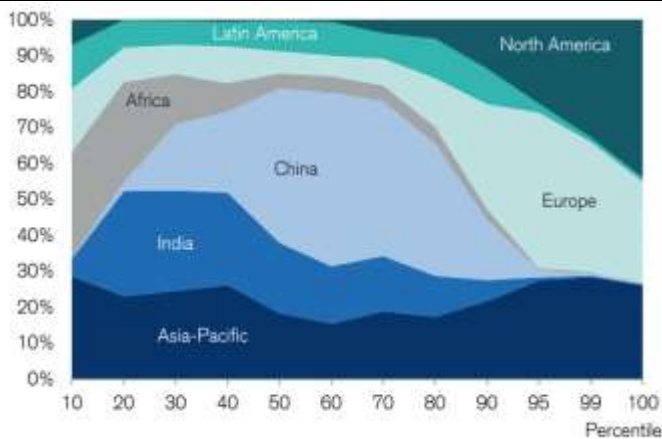
表2: 据麦肯锡 2021 年我国中产阶级家庭可支配收入超 16 万元，中产阶级家庭占比 39%，2025 年预计进一步扩大

机构	测算年份	收入/财富标准	中国中产阶级规模
瑞士信贷研究所	2017	以全球财富标准\$1万~\$10万(约¥7万~¥66万)	3.9亿人(约28%总人口), 预计2022年5亿人
国家统计局	2017	按2016年全国居民五等份(人数各占20%)分组, 人均年可支配收入, 中等收入组:20924元; 中等偏上收入组:31990元; 高收入组:59259元	按中等偏上及高收入组中合计40%人口测算, 约5.5亿人
世界银行	2017	家庭年收入\$1.46万~\$14.6万(¥10万~¥96万)	3亿人(约22%总人口), 7500万户家庭(4人/户)
胡润研究院	2018	一线城市家庭年收入30万以上、新一线及其他城市家庭年收入在20万以上的城镇居民	中产阶层的家庭数量达3321.4万户
麦肯锡全球研究所	2022	中国家庭年可支配收入>¥16万/\$2.18万	2021年1.38亿户(约39%总家庭), 预计2025年接近2.1亿户

资料来源: 胡润百富、开源证券研究所, 注: 胡润研究院的中产阶层收入门槛最高因此测算得出的家庭数量最低, 瑞士信贷研究所/国家统计局/世界银行/麦肯锡的中产阶级收入门槛分别为7/3/10/16万元, 而胡润研究院为20万元

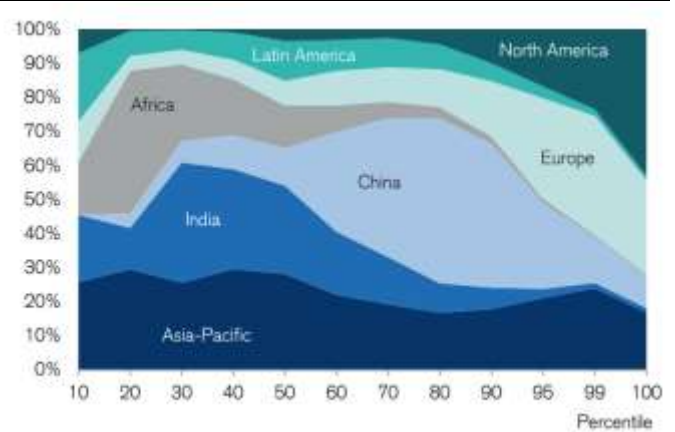
中国是全球中层财富阶级的骨干。根据全球财富分布的地区构成图, 随着时间的推移, 中国财富增长率使国家形象向右移动, 取代了增长记录不那么强劲的国家地区。

图27: 2000年: 中国是全球中层财富阶级的骨干



资料来源: 瑞士信贷

图28: 2020年: 财富增长率使国家形象向右移动



资料来源: 瑞士信贷

中高收入及高收入家庭呈双位数增长。MGI数据显示, 以中国家庭年可支配收入看, 2019~2021年中高及高收入(年收入>16万元人民币/2.18万美元)的中国城镇家庭数量GAGR达18%, 从9900万增至1.38亿, 占总城镇家庭数量的39%。到2025年, 中高级高收入家庭将继续新增7100万户。

线级结构特征 1: 三四线城市的中产阶层将成为未来占比增长最快的群体。尼尔森的消费信心指数调查显示, 2017年三线城市消费信心指数为113, 增速为4.63%, 高于一二线城市增速。

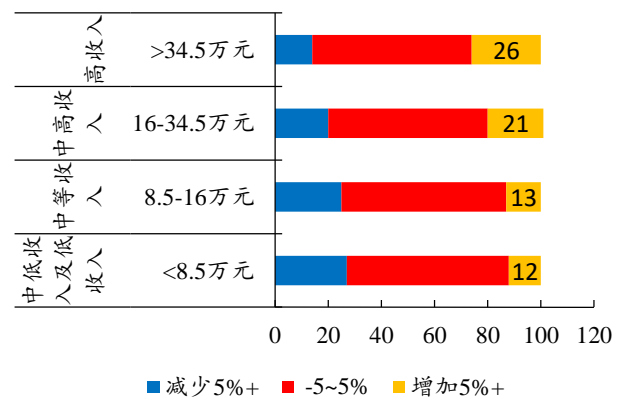
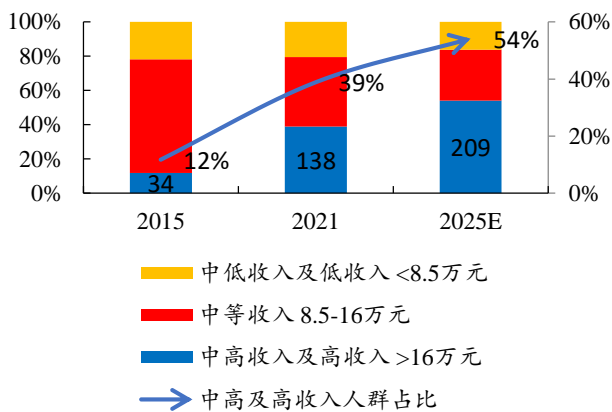
年龄结构特征 2: 在新经济、新行业快速发展的推动下, 年轻群体的创富速率

加快。40岁以下高净值人群中新经济董监高、新经济创富一代为代表的新富群体占比显著提升，已成为高净值群体的中坚力量。根据招行《2021年中国私人报告》调研数据显示，40岁以下高净值人群的比例由2019年的29%升至2021年的42%，高净值人群年轻化趋势凸显。

高端化势头延续。中高收入和高收入家庭的强劲增长以及随之而来的消费实力，有利于优质高端品牌，紧跟创新潮流的本土品牌相继崛起，根据MGI调研，由本土企业所有或管理的外国服装品牌抢占纯外国品牌份额，我们认为这归因于本土企业更了解中国消费者的产品及营销偏好。

图29：中高及高收入家庭占比提至39%（单位：百万户）

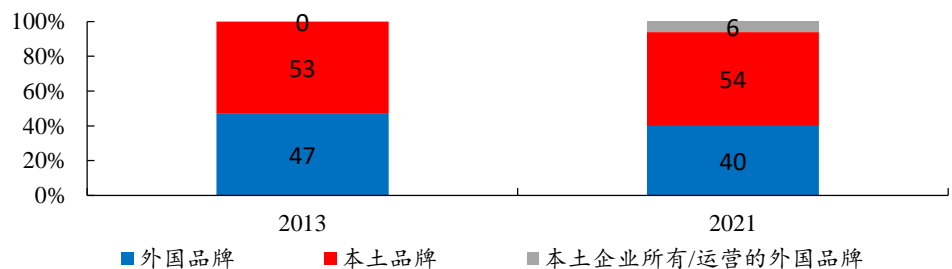
图30：2022年家庭收入越高越愿意增加消费开支



数据来源：MGI、开源证券研究所

数据来源：MGI、开源证券研究所，较高收入为家庭年收入>34.5万元

图31：由本土企业所有或管理的外国服装品牌抢占纯外国品牌份额



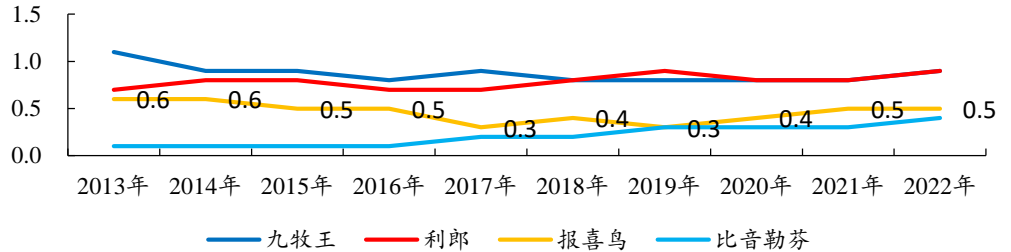
数据来源：MGI、开源证券研究所，包括被本土企业收购的外国品牌以及在中国拥有独立运营/上市实体的品牌

3、报喜鸟：以商务为支点年轻化转型，产品及渠道配合打造大国品牌

自改革开放以来西装成为东方民族融入全球化的一种象征，报喜鸟自1996年至今深耕西服领域，致力于做最适合中国人体型的西服。报喜鸟品牌的产品战略为：坚持“西服做全做宽，休闲做准做精”原则，切分客户、分场景做深做透西服品类，纵向突出西服优势并覆盖全年龄层，横向聚焦30-45岁核心客群做精休闲品类。自2019年开始产品划分为正装、轻正装、休闲三大系列，目前品类划分为私人定制、商务套装、婚庆、轻正装、运动西服。从高端产品、旗舰产品、引流产品三个层面

覆盖全年龄段客群，并推出年轻化产品解决传统西服低频、功能性消费的痛点，提升西服品类消费频次。自 2020 年推出轻商务系列后，报喜鸟品牌的市占率逐年稳步提升，自 2019 年的 0.3% 提升至 0.5%，预计随着轻正装及运动西服销售占比提升，市占率将进一步提升。

图32：自 2020 年推出轻商务系列后，报喜鸟品牌的市占率逐年稳步提升（单位：%）



数据来源：欧睿、开源证券研究所

3.1、横向做精休闲品类，使用功能性面料、提升设计感

商务产品方面陆续推出经典套西、高级定制、婚庆礼服等系列，核心客群为 30-45 岁，西服产品价格带为 3000-5000 元/套。同时推出年轻化产品线——轻正装、运动西服。随着消费者生活场景和穿着体验的不断升级，商务人士对于能够实现会议、商旅、休闲等多场景自由切换的服装需求越来越强烈。为符合当下年轻人对于多场景及舒适性的需求，2020 年报喜鸟品牌重新定义的一个西装细分品类，借助面料与设计突破商务男装在休闲与商务需求之间的界限。具体而言，一方面联合面料供应商开发轻正装独有面料，在保证商务西装穿着舒适性与功能性的基本需求以外，还能够兼顾正装礼服及日常穿着等多种应对场合。另一方面与中国设计师先锋品牌 PRONOUNCE（周俊与李雨山于 2016 年在米兰创立的男装品牌）合作，推出无限喜系列轻正装，打破了传统男装的古板色调，走向年轻化升级之路。

图33：轻正装系列，注重轻面料、轻工艺、轻场景



资料来源：报喜鸟官方公众号

图34：报喜鸟 X PRONOUNCE 联名款改进设计与颜色



资料来源：报喜鸟官方公众号

面料方面，与世界一流面辅料品牌合作，并携手高校与知名面料供应商，做大做强西服领域新生态。西服的质量及档次高低关键在于面料，主要面料成分为羊毛、羊毛+桑蚕丝、羊毛+聚酯纤维、羊毛+亚麻、羊毛+羊绒，报喜鸟合作国际知名面辅料供应企业 Ermenegildo Zegna（意大利奢侈品牌及高档面料供应商）、LANIFICIO LLICERRUTI（意大利高级面料品牌，1881）、Dormeuil（法国高级面料品牌，1842）

等。2022 年先后与东华大学及洸定纺织品(上海)有限公司、浙江三德纺织服饰有限公司、韩国泰明公司、日本魅雅金纺织品有限公司四大面料供应商成功进行了战略合作的签约。报喜鸟产品科技面料包括抑菌抗皱、亲肤环保天丝、羊毛混纺、90%白鸭绒、双面毛纺、新型天鹅绒、自清洁便西、抖抖平。

图35: 报喜鸟品牌现有面料合作品牌为国际知名品牌



资料来源: 报喜鸟天猫旗舰店

图36: 报喜鸟品牌校企合作并战略合作四大面料供应商



资料来源: 报喜鸟官方公众号

设计方面，研究设计适合亚洲人版型，并注重色彩及设计感。公司作为半毛衬男西服、全毛衬西服标准制定者，拥有 18 项西服领域实用新型专利，在行业保持领先地位。旗下各品牌分别建立独立的设计研发团队，涵盖企划、设计、面料、制版，2021 年自有服装设计师 129 名，拥有敏锐的市场流行趋势嗅觉和自主研发能力，研究品牌专属的色彩和适合亚洲人的版型。

3.2、纵向覆盖年轻消费者，迎合消费趋势推出全新运动西服

2022 年进一步携手高校和主流面料供应商，推出“全新运动西服系列”。运动西服的设计灵感源自传统的西装，但运用了运动服的面料和设计元素，使得它既有西装的正式感，又具备了运动服的舒适度和实用性。报喜鸟运动西服系列采用弹力、抗皱、透气、防水、抗菌等高科技面料，应用无肩、无里布、无衬的工艺技术制作而成，兼具时尚度与商务度，穿着效果更时尚、更年轻、更有科技感，适合各种商务活动穿着，特别是差旅活动携带方便，易打理，易搭配，解决传统西服低频、功能性消费的痛点，提升西服品类消费频次。

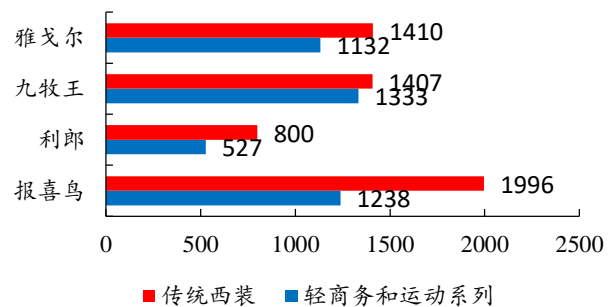
定价方面，轻正装及运动西装价格带低于传统西装，有利于更好把握年轻消费群体。通过对比九牧王、利郎、报喜鸟三个品牌轻商务/运动系列与传统西装的单价，轻商务/运动西装定价通常要更低些，三个品牌中报喜鸟单价略高。

图37: 运动西服版型更时尚/比例更年轻/剪裁更休闲



资料来源: 报喜鸟官方公众号

图38: 轻正装及运动西装价格带低于传统西装



数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 开源证券研究所, 注: 将具备弹

性面料的算作轻正装

配合产品官宣品牌全新代言人。2020年7月官宣品牌全新代言人张若昀，品牌代言人从90年代的任达华、到2000年代的任贤齐、2010年的古天乐，演变为了新一代男星张若昀，向年轻一代消费者诠释当代男性的魅力。2023年3月春夏运动西服新品上市之际官宣脱口秀青年演员庞博为报喜鸟品牌大使及运动西服体验官。

图39：报喜鸟品牌官宣品牌新一代全新代言人



资料来源：报喜鸟品牌官网、报喜鸟官方微博

除此之外，营销上更强调商务场景并注重年轻消费者熟悉的新媒体营销。报喜鸟品牌不断加大在包括在商务人群较集中的机场/高铁站/地铁站等场所投放广告、投放央视宣传“大国品牌”，新媒体营销包括根据主题节日投放内容营销，并根据不同系列进行精准营销，针对婚庆系列，连续多年举办报喜鸟婚礼季活动，结合互联网渠道婚礼季期间通过微信生态圈和短视频等多渠道构造“草地婚礼”场景化，传播“喜文化”；针对定制系列，2010年启动外籍量体师巡店的线下活动。

图40：主品牌加强商务场所广告投放



资料来源：报喜鸟官方微博、开源证券研究所

图41：主品牌根据主题节日投放内容营销



资料来源：报喜鸟官方微博、开源证券研究所

3.3、定制业务：大规模个性化定制，满足 C2B 全品类私人定制

西装作为舶来品催生了一批跟随国际潮流的中国企业，成衣是指根据国际标准码制作而成的西服，通常难以完全贴合消费者的体型，除了自我价值及身份地位的认同外，随着民族自信及大国意识觉醒，中国消费者对于一套量身裁体、绝对合身的高质感西服需求提升，个人西服个性化定制相较仍是蓝海市场。根据华经产业研究院，2019年中国西服市场规模为2241.4亿元，同比2018年增长15%，预计2020年规模可达2577.3亿元，定制化渗透率仍较低，未来有较大发展空间。

C2B 全品类私人定制，终端全渠道促需求，智能化生产平衡个性化与效率。报喜鸟从 2000 年开始以“更适合中国人体型”为目标，提供个性化定制业务，定制业务标准化为（4380-15,480/元套，以上限算，上衣 7900 元/件+裤子 3900 元/件+马甲 3680 元/件或裙子 2990 元/件）目前定制占到品牌总业务的三分之一，是国内外定制加工和品牌营销最具核心优势企业之一。

(1) 设计端，报喜鸟充分考虑亚洲男性身高、体型的特点，通过对累计超过 1 亿消费者的体型数据的分析，可从近 1000 款面料、11 种领型、6 种袖型、45 种纽扣等数十个部位近 20 亿款组合中搭配出不同版型组合。据此报喜鸟品牌研发了舒适版、标准版、修身版 3 种核心西服版型，细分 8 种体型版型，以此满足中国 90% 以上男士能够在报喜鸟选择到更合体的西服。

图42：报喜鸟从近 20 亿款组合中挑出版型搭配



资料来源：报喜鸟品牌官方旗舰店

图43：以“更适合中国人体型”为目标提供定制业务



资料来源：报喜鸟官网

(2) 终端：线下方面，在报喜鸟智慧门店，消费者站在屏幕前即可自动读取个人数据，用户的身材尺寸、款式搭配也会立即生成；同时在营销方面，2010 年针对定制业务设立外籍定制巡店活动，邀请首席量体师朱塞佩塞本、意大利工艺师法比奥索兹、亚利桑德罗、朱塞佩努泽拉等外籍量体师线下巡店，配合单品引流、集中量体、搭配师等活动，加强与顾客的互动，吸引消费者进行定制化产品消费。线上方面，消费者通过线上预约量体时间，实体门店专业定制顾问携带面料、款式图册、色卡本等，免费上门量体并确定款式面料。同时在营销方面，重视重大节假日和主题活动，结合互联网渠道积极开展定制活动宣传。

(3) 生产端：报喜鸟在温州永嘉、上海松江、安徽合肥建立了三大生产基地，主导产品西服、衬衫以自制生产为主，截至 2020 年拥有西服产能 130 万套、衬衫产能 70 万件。其他品类主要采用委外加工方式进行生产，包括衬衫、T 恤、夹克、羊毛衫等。

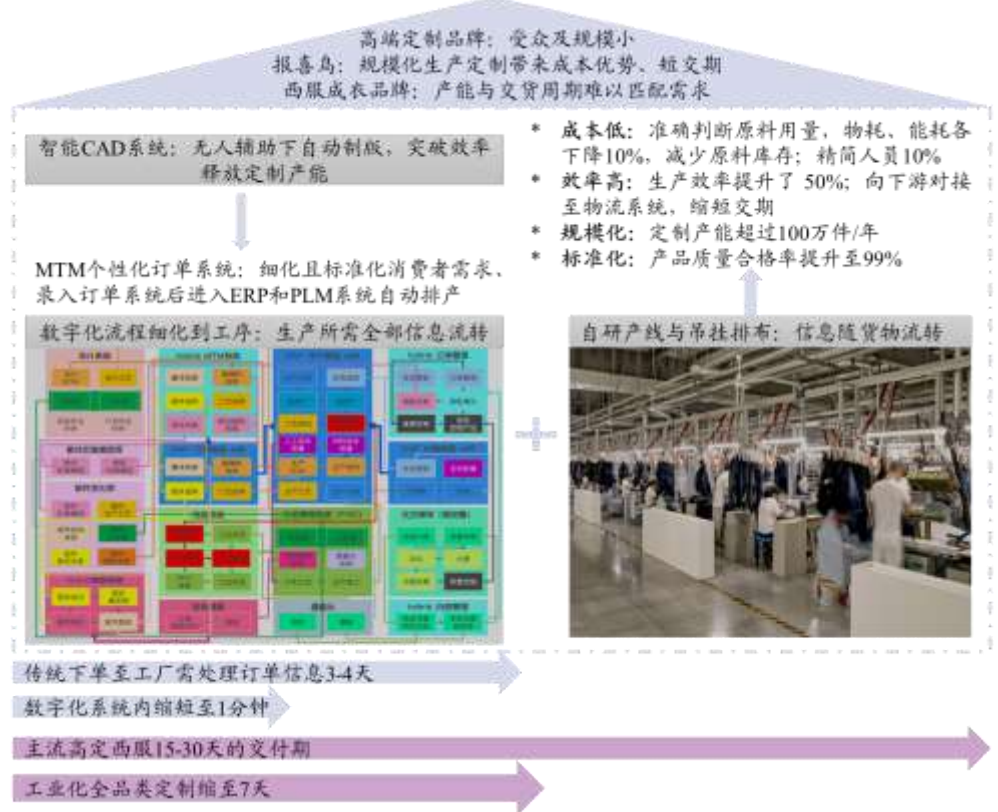
虽然定制业务以销定产，但西服涉及多道工序，包括 25 道剪裁、75 道整烫、296 道缝制、396 道工序，“一衣一版”的定制，意味着每一件衣服在每道工序都有不同，这种非规模化容易损耗效率。报喜鸟通过打造数字化供应链，4.0 全智能化工克服了服装个性化生产品质和生产效率低的瓶颈，完成个性化与效率之间的平衡。从 2014 年开始报喜鸟开始对传统流水线全面智能化改造，2016 年获得了工信部智能制造试点示范企业的称号，基本完成了智能化产线升级。

大规模个性化定制系统的流程基本为：按照消费者的个性化订单，通过智能化

数据分析和信息整合,生成订单信息指令,驱动智能工厂进行大规模的个性化制造,实现服装定制的最高生产目标——“个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率”。

- 在搜集消费者量体数据后,首先需要高效完成制版,制版依赖经验,成熟制版师单天产能仅有3-6件,报喜鸟通过自研智能CAD系统,无人辅助下自动制版,突破制版效率,释放定制产能。
- 其次,受制于西服的贴合性要求,制版后需要保证数据在各环节的统一,报喜鸟自主开发了MTM个性化订单系统,将客户需求细化到面料、风格、尺寸与场景,并发智能排产系统,生成版型、工艺、物料、排单四类生产资源信息,各组数据同步汇集到先进的MES生产执行系统,生成唯一编码,实现所有生产信息的数据化及可视化。
- 再次,数据标准化及可视化后,需要在数百道工序的流转中保证订单信息、版型尺寸、工艺要求的正确传递,报喜鸟通过自研产线、工位及吊挂的排布实现信息随货物流转,将这个编码作为生产缝制条码,根据个人编码服装数据信息,对应的打版、裁片、加工要求会在每位工人平板显示屏上显现。
- 最后,所有原材料和辅料经过CAD软件和自动化裁床设备实现自动裁剪,通过MES+RFID+智能吊挂三位一体的生产过程智能控制系统,以自动化传感技术整合吊挂系统和显示系统,对396个生产工艺操作进行管控,工人根据显示的要求进行多道工序的个性化缝制,确保一人一版、一衣一款、一单一流,同时方便管理人员跟踪生产进度并实时调整生产计划。

图44: 报喜鸟 C2M 具有低成本、短交期、规模化、标准化的优势



资料来源: 数字时氦、开源证券研究所

除数字化定制系统铺设外，生产中自动化设备也较为关键。包括前期设计设备、前期处理设备、缝制设备、整烫设备、输送及钉扣设备、衬衫设备等。以前期处理为例，报喜鸟 CAM 自动裁床系统接收到排单、物料、版型、工艺等信息后，实现一衣一款的单元自动裁剪，最终实现部件化生产和人机协同，成为数字化驱动工厂。

图45：除数字化系统铺设外，生产中自动化设备也较为关键



资料来源：报喜鸟品牌官网、开源证券研究所

大规模个性化定制的优势突出：①**规模化**：目前报喜鸟品牌定制西装年产能 100 万套。②**高效率**：生产效率提高 50%，向下游对接至物流系统，全品类服装定制从下单到交付时间每套服装平均 15 天缩减至 7 天。③**低成本**：效率的提升也让物料消耗下降 10%、能耗下降 10%、并精简生产人员约 10%。④**标准化**：产品质量合格率提升至 99%。

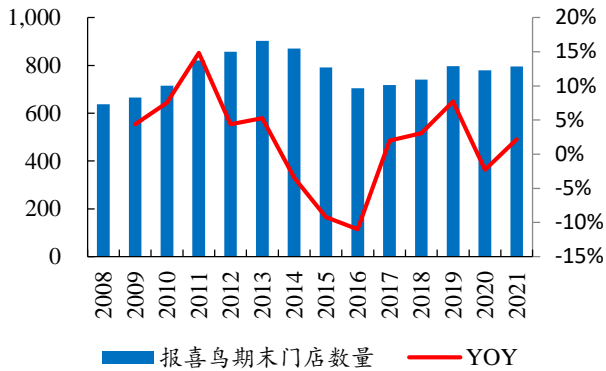
智能工厂的定制产能向行业输出。2017 年，报喜鸟专门设立智能制造品牌“云翼智能”，向行业开放产能。接入平台后，商家可将西服生产完全交由智能工厂，自身仅负责客户量体和交易。对接入者来说，不仅获得了产能和大厂供应商的面料资源，生产成本也大幅降低。目前云翼智能平台已为 2000 多家品牌商、定制店、设计工作室提供定制生产加工服务，单量占智能工厂定制订单的一半。

3.4、渠道：加强中南弱势布局，优化结构及精细化管理提升单店产出

2021 年报喜鸟品牌收入 16.12 亿元，占比 37%，2019-2021 年 CAGR 为 8%，预计报喜鸟品牌线上和集团占比类似为 16-17%。截至 2021 年门店数量 796 家，2019-2021 年门店数量 CAGR 为 2%，其中直营、加盟分别为 229、567 家，占比 29%、71%。

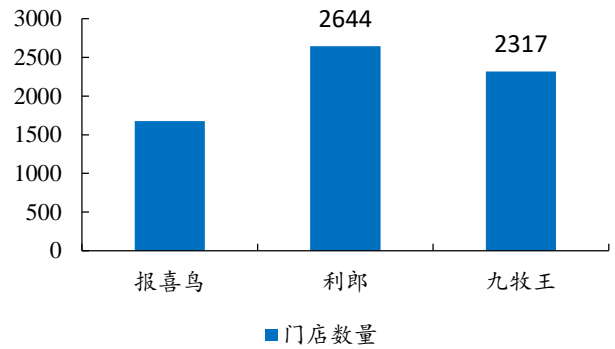
从数量看，男装市场中大众品牌开店空间较广，海澜之家门店截至 2021 年为 5672 家，而中高端男装门店数量历史最高为 3000-3500 家左右。报喜鸟门店在中高端品牌中仍为较低水平，客群及产品风格较为类似的品牌中，截至 2022 年利郎门店为 2644 家剔除轻商务主品牌门店数 2393 家，九牧王品牌门店数 2317 家，雅戈尔为 2160 家，报喜鸟开店空间仍然广阔。

图46: 门店 2017 年重新净开,2019-2021 年 CAGR 为 2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: 报喜鸟门店数量相对仍较少



数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 男装市场中大众品牌开店空间较广, 中高端品牌中报喜鸟品牌开店数较少

	营收	门店	直营加盟比例	单店月店效 (元/家/月)	单店面积 (m²/家)	客单价(元)	折扣	会员数(万)
哈吉斯	14.5	401	301:100(3:1)	344*	121	961	79	246
报喜鸟	16.1	796	229:567(1:2.5)	330*	208	860	82	167
比音勒芬	27.2	1,100	532:568(1:1.1)	402*	160	1405	90	24.1
雅戈尔	50.9	2160	416:1744 (1:4.2)	235	227	464	67	144
中国利郎	33.8	2,644	251:2393(1:9.5)	128	257	327	64	436
PB 男装	33.7	1,573	523:1050 (1:2)	214	/	341	73	664
九牧王	25.4	2,695	908:1787 (1:2)	94	119	519	78	184
卡宾	8.2	416	4:217+432(1:161)	198	/	298	29.4	358
海澜之家	151.3	5,672	727:4945 (1:6.8)	219	/	153	89	1084
七匹狼	35.1	1,876	897:979 (1:1.1)	187	112	233	64	366

资料来源: 各品牌公告、开源证券研究所, 注: 卡宾门店为 2022 年数据, 门店比例为自营: 代销: 批发, 除卡宾外均为 2021 年数据, 会员数截至 2023/3/21, 标*为推算的零售数据、平均门店测算的店效, 因此高于以收入和期末门店计算; 客单价以各品牌天猫旗舰店男装服饰销售额/销量计; 会员数为各品牌旗舰店会员数

持续突破弱势区域。从渠道布局看, 报喜鸟品牌门店以华东为主, 中部及南部为弱势, 比较中南区域门店, 报喜鸟、利郎、九牧王分别为 184、715、554 家。从单价看, 根据天猫旗舰店统计, 报喜鸟传统西服平均单价为 1996 元, 高于利郎和九牧王的 800、1407 元, 报喜鸟轻商务系列平均单价为 1238 元, 高于利郎和九牧王的 527、1333 元, 预计公司将凭借价格相对较低的运动西服及轻正装向中南市场拓展。

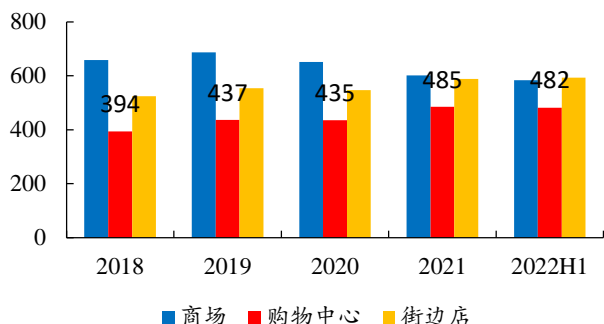
图48: 华中及华南地区为报喜鸟较为薄弱区域



资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

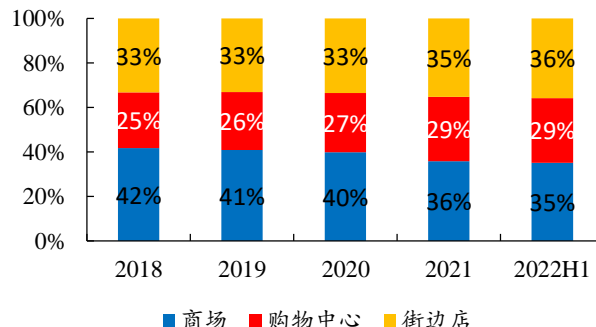
持续优化门店结构，逐步提高购物中心占比。主品牌严格按照 SABC 来划分店铺属性，根据店铺分层分级设计产品拼盘实现精细化管理，并平衡直营、加盟、奥莱、定制的渠道占比，目前门店以加盟为主，占比 71%，2019 年开始占比略有提升。主品牌购物中心门店数量仍处几种业态中较低水平并逐年提升，截至 2021 年购物中心门店为 485 家，占比自 2018 年的 25% 稳步提升至 29%。

图49：业态结构：购物中心数量逐年提升



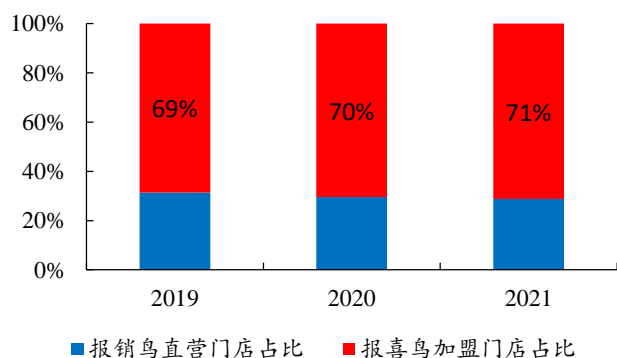
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图50：业态结构：购物中心占比明显提升



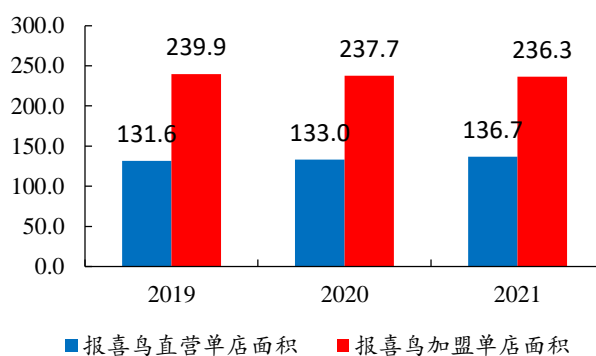
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图51：主品牌门店以加盟为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

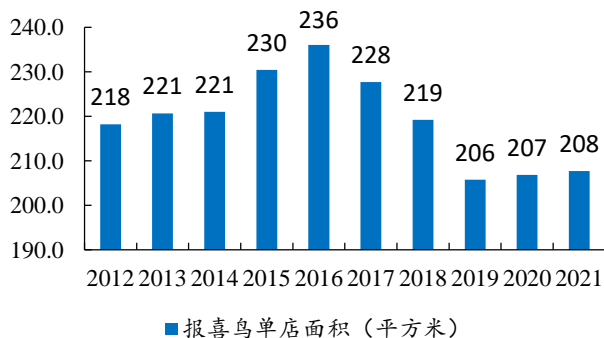
图52：主品牌加盟单店面积更高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

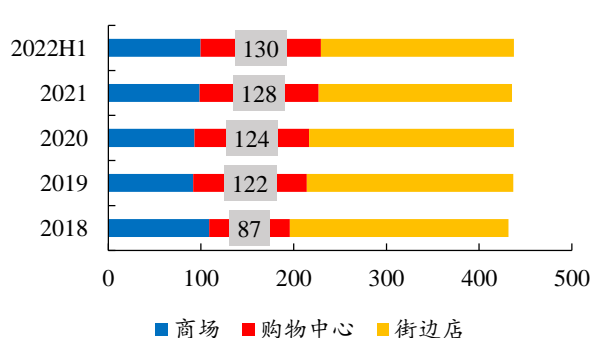
单店面积重新增长，呈现购物中心开大店街边店收缩面积趋势。从单店面积看，报喜鸟平均单店面积为 208 m²，从结构上呈现购物中心开大店、街边店面积收缩的趋势，购物中心单店面积从 2018 年的 97 m² 提升至 2022H1 的 130 m²。

图53：单店面积：2019年起单店面积重新扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图54：单店面积：购物中心开大店、街边店面积收缩



数据来源：公司公告、开源证券研究所

更新门店形象提高进店率。与过去街边店装修相比，新门店形象更明亮、注意色彩搭配、突出品牌代言人，有利于提升消费者进店率。

图55：报喜鸟过去街边店门店形象吸引力不足



资料来源：报喜鸟官方公众号

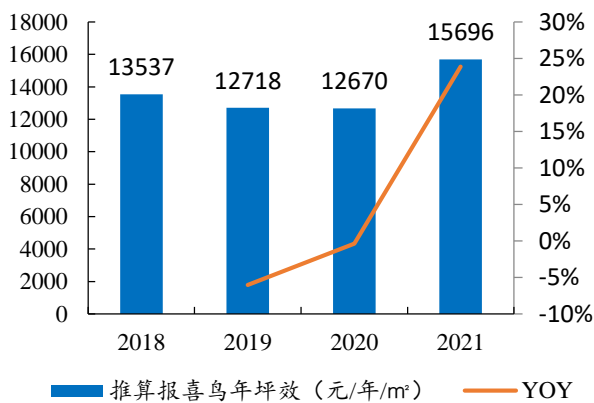
图56：报喜鸟上海浦东八佰伴店



资料来源：报喜鸟官方公众号

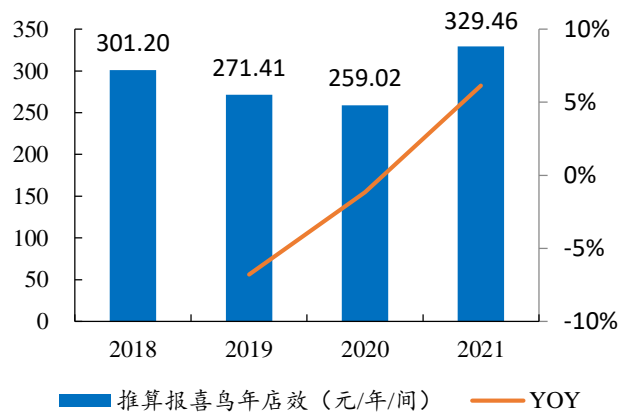
聚焦核心品类“西服”，通过产品力、渠道力、品牌力、运营力的综合提升实现单店业绩的提升。经测算，主品牌 2021 年坪效上升至 1.6 万元/年，店效提升至 329 万元/年。对标同行业品牌，仍有提升空间。

图57：2021 年报喜鸟品牌坪效提升至 1.6 万元/年



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：2021 年报喜鸟品牌店效提升至 329 万元/年



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、哈吉斯：中高端英伦休闲品牌，品牌势能崛起的第二曲线

哈吉斯（HAZZYS）为中高端英伦休闲品牌。LG 时装集团创立于 1974 年，为韩国最大的时装集团之一，2000 年针对追求时尚和品位的 25-40 岁的都市精英，推出旗下高端时尚休闲服饰品牌 HAZZYS，从传统的男士休闲品牌，扩展到女装、配饰、高尔夫、童装、箱包等多品类，目前在韩国男装市场的市占率第三。

LG 集团 2007 年进入中国，由上海迪睿服饰有限公司运作，报喜鸟 2011 年被授权哈吉斯服装品类商标使用权，并持续推进产品年轻化、多品类、多系列发展。授权产品包含男装、女装、箱包、鞋等类别，已成长为公司第二大品牌，2021 年哈吉斯品牌收入 14.5 亿元，2019-2021 年收入 CAGR 为 19%，占比 31%。HAZZYS 主要在一线城市及其他经济发达城市开店，有效填补了公司自有品牌的市场空白，同时公司利用已有的品牌服饰运营管理优势，形成新的业绩增长点。

我们认为哈吉斯的优势在于：独特的市场定位（英伦休闲风）、深入人心的品牌 IP（英国皇家猎犬）、高品质的产品（精心裁剪、流行色彩与优质面料）。凭借以上优势在竞争相对激烈的一二线城市中逐步建立品牌优势，未来将以一二线优势市场为基础加大三四线城市加盟力度提升规模，经我们测算，中长期门店可以开至 829 家（仍有一倍空间）。此外，通过行业分析，自主消费力强且具有足够消费力的年轻消费者，更倾向为自己喜爱的品牌与产品设计支付溢价，而哈吉斯目前已经沉淀了较多年轻消费者，我们认为这是中长期品牌发展的宝贵资产。

HAZZYS 定位中高档休闲服饰，和报喜鸟以西服衬衫等商务正装为主的产品线形成了互补。渠道上，早期借助报喜鸟渠道资源以直营开店，通常选址在一二线城市中高档商场和购物中心开店，如北京 SKP、南京德基广场、上海港汇广场、杭州大厦、哈尔滨远大、西安赛格等。

4.1、品牌：独特中高端英伦休闲风格，品牌 IP 及产品故事化下势能提升

HAZZYS 针对追求时尚和品位的 25-40 岁的都市精英（多为学生与年轻族群），以英式休闲为定位，将传统的基础风格与现代的时尚潮流相结合，主打都市运动休闲，品牌理念=基础+舒服+优雅(干净整洁)+英伦精良(高品质)+都市(城市生活)+有活力的(流行色彩)，重视传统价值的同时融入现代时尚感和创意风格，兼备实用性。

HAZZYS 风格起源于英伦学院风，配合喜爱传统和绅士风度的英国上流社会价值观和传统生活习惯，发展成为独特的服饰体系，比起传统英伦风格，精心裁剪和当今国际流行的色彩使其更加趋向具有现代价值的时尚审美观。英式传统风格最早流行在英国私立大学，以伊顿学院开始的英国九所私立学校以及剑桥/牛津等名门大学生们穿着的校服和运动俱乐部的统一服装为主导。随着这种传统风格渐渐流传到普通人生活中，英式传统风格逐步发展成了具有品格和风味的英伦风。

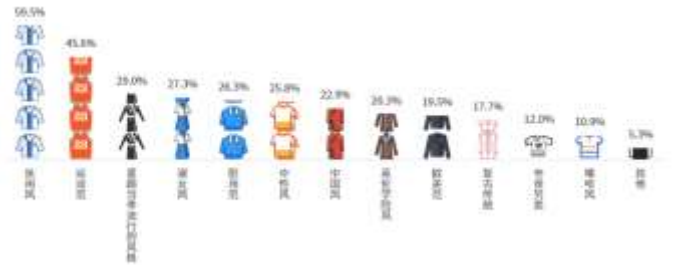
为理解哈吉斯的产品风格与品牌定位，我们选取客群、风格、价格相似的 Gant、比音勒芬、Tommy Hilfiger、法国鳄鱼、拉夫劳伦进行对比。Gant 为美式休闲风格，与英伦风相似的是，美式学院风起源于美国的一种中上阶级文化风格，非常强调穿着者的阶级特性和基督教式的道德价值观，最早流行于美国“常春藤”名校内，呈现出保守与高品质风格。根据艾媒咨询，2022 年中国服饰消费者偏好的服饰类型中，休闲风位、英伦学院风位列第一、第八，59.5%、20.3%的服装消费者会选择休闲风格服饰、英伦学院风。

图59: HAZZYS 风格起源于英伦学院风



资料来源: 哈吉斯京东旗舰店

图60: 59.5%、20.3%的服装消费者选择休闲风格服饰、英伦学院风



资料来源: 艾媒咨询

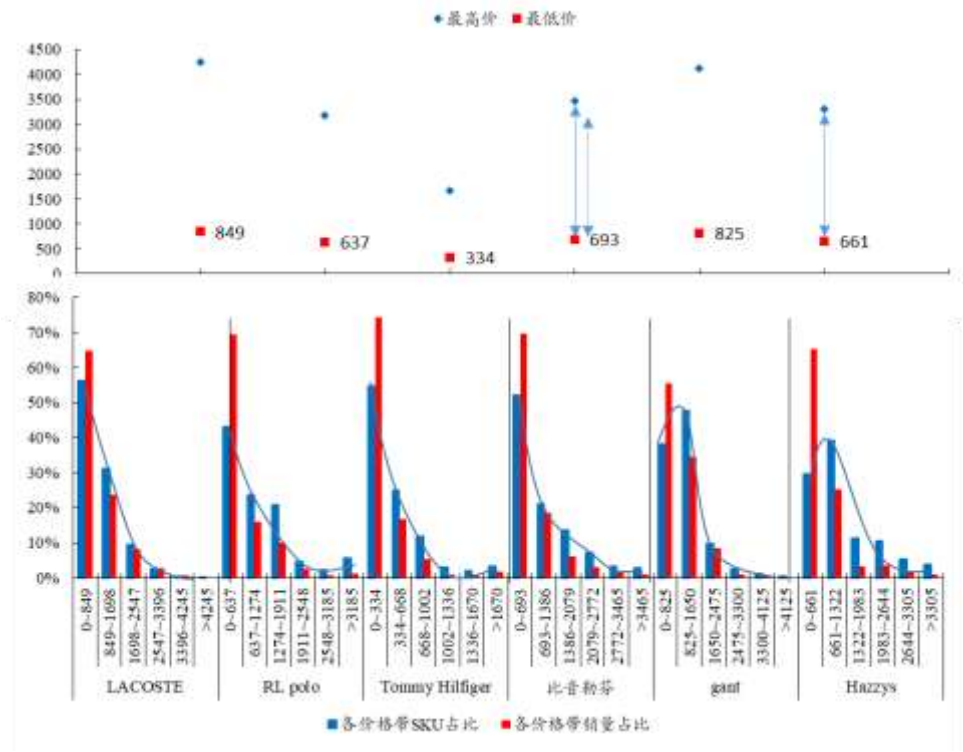
4.1.1、定价: 中高端品牌中定位适中, 价格带有望上移

结论 1: 在类似的品牌中, 哈吉斯定价属于中等, 价格带偏集中。主要商品分布在 611-1332 的价格带中且主力价格带为<1983, 预计随着品牌力提升, 价格带将有进一步提升的空间。

从价格带分布看, 各品类 SKU 占比最多的价格带分别为, tommy (<334)、RL (<637)、比音勒芬 (<693)、鳄鱼 (<849)、哈吉斯 (661-1332)、Gant (825-1650), 从最高价看, Tommy (1670)、RL (3185)、哈吉斯 (3305)、比音勒芬 (3465)、Gant (4125)、鳄鱼 (4245), 哈吉斯的线上定价处于可对比品牌的中等水平, 与国际品牌相比, 高定价产品高于 Tommy 但低于鳄鱼、Gant, 与国内品牌相比, 除高定价产品相对较少外核心价格带与比音勒芬相似。

从主力价格带看, 统计各价格带销量, 以销量累计占比高于 90%的为主力价格带判定标准, tommy (<668)、RL (<1911)、比音勒芬 (<2079)、鳄鱼 (<2547)、哈吉斯 (<1983)、Gant (<2475)。从供给与需求对比来看, 除去低价格带销量最高为线上消费天然属性外, 消费者对于鳄鱼、比音勒芬、Gantg 中高定价的产品接受度较高, 销量占比与 SKU 占比相近, 预计随着哈吉斯品牌力提升, 中高定价产品销量将进一步提升。

图61: 从SKU数量占比(下方)与价格带看(上方), 哈吉斯价格带有望上移



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

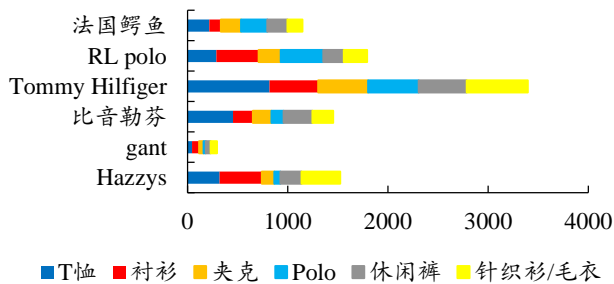
从品类看, 选择哈吉斯及其他可比品牌 2022Q1 各品类 SKU、销量、均价比较:

结论 2: 供给端, 在类似的品种中, 哈吉斯 SKU 宽度中等偏上。SKU 数量在行业中处于中等偏上, 比较丰富, 品类供给结构上看, Tommy 和比音勒芬 T 恤占比最多, Hazzys 与 Gant 的衬衫、针织衫 SKU 占比第一第二, 产品 SKU 结构较为可比, RL 与法国鳄鱼均为 POLO 占比最多。

结论 3: 需求端, 在类似的品种中, 消费者对哈吉斯针织衫、T 恤与衬衫以上品类的认可度较高。从销售结构看, 哈吉斯针织衫、T 恤与衬衫位列前三, 其他品牌 SKU 销量与 SKU 数量结构保持一致, 即比音勒芬 SKU 销量占比最高的仍为 T 恤。

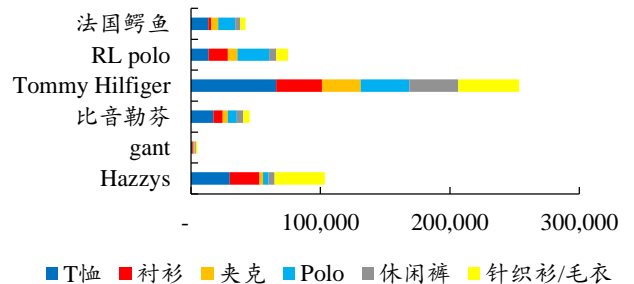
结论 4: 在类似的品种中, Hazzys 在各品类的定价属于行业中等偏上。通过各品类收入及销量测算各品类均价, 与结论 1 相同, 其中分品类看, 夹克定价最高、针织定价较低。

图62: SKU数量:哈吉斯SKU数居中,以衬衫与针织为主



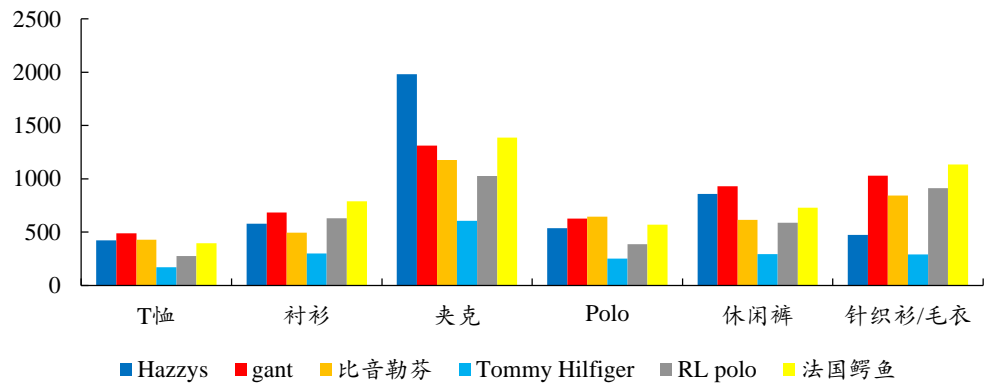
数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图63: SKU销量:哈吉斯针织衫、T恤与衬衫位列前三



数据来源: 魔镜、开源证券研究所

图64：SKU 均价：Hazzys 定价属于行业中等偏上，夹克定价最高、针织定价较低



数据来源：魔镜、开源证券研究所

4.1.2、品牌 IP、产品故事化，品宣与会员运营并进，品牌势能盎然向上

围绕“聚焦产品、强化品牌 IP”的策略，采用“大事件+区域活动+线上联动”，坚持品牌“英伦休闲”调性，强化品牌符号，产品故事化。

图65：复盘哈吉斯经营策略，坚持品牌调性，强调品牌 IP 及产品故事化

哈吉斯经营复盘：坚持品牌调性，强化品牌符号，产品故事化						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营销战略				提升品牌运营能力，丰富品牌品类，增加轻奢品类，增加线上渠道	提升产品，强化品牌IP，采用“大事件+区域活动+线上联动”的品牌建设方式	围绕“英伦休闲，品质先行”的内核主题，持续提升品牌IP，提升产品故事化，加强会员运营
			品牌调性：强化品牌调性，提高品牌调性，提升品牌	品牌调性：强化品牌调性，提高品牌调性，提升品牌		
提高品牌知名度，品牌影响力	设计大赛：邀请知名“千禧一代”原创设计师大赛 艺术家跨界合作 明星同款 TVC广告	品牌故事：对目标人群讲述品牌故事	明星与内容营销：结合明星与内容营销增加曝光率 产品事件：举办跨界联名活动 品牌活动：举办线下品牌活动 品牌故事：第三届中国原创潮流品牌大赛 品牌：2020年秋冬系列发布，上海时装周	明星与内容营销：借助“品牌故事”三大平台进行品牌传播，小红书、抖音、快手等进行内容营销和种草，邀请知名博主进行内容营销 品牌活动：举办线下品牌活动 品牌故事：第三届中国原创潮流品牌大赛 品牌：2020年秋冬系列发布，上海时装周	明星与内容营销：通过种草、植入等方式与明星进行合作，联合品牌、小红书等进行内容营销 品牌活动：举办线下品牌活动 品牌故事：第三届中国原创潮流品牌大赛 品牌：2020年秋冬系列发布，上海时装周	品牌故事：通过内容营销、明星同款等方式，提升品牌知名度 品牌活动：举办线下品牌活动 品牌故事：第三届中国原创潮流品牌大赛 品牌：2020年秋冬系列发布，上海时装周
提升品牌形象	提升品牌国际知名度，持续提升数字品牌	品牌调性：对目标人群讲述品牌故事	品牌调性	品牌调性：对目标人群讲述品牌故事	品牌调性：对目标人群讲述品牌故事	品牌调性：对目标人群讲述品牌故事
				品牌调性：对目标人群讲述品牌故事		
品牌营销组合策略，提升品牌品牌影响力		品牌故事：对目标人群讲述品牌故事				
品牌调性	持续提升品牌调性	品牌故事：对目标人群讲述品牌故事				
产品	品牌：提高品牌品牌调性	品牌故事：对目标人群讲述品牌故事				
渠道						

资料来源：公司公告、开源证券研究所

(1) 品牌 IP 化：HAZZYS 品牌标识源于英国皇家猎犬图案，原形“英国指示犬-Englishpointer”为英国皇家贵族打猎时的随行猎犬，当发现猎物时会用身体特定的姿势向猎人指示猎物所在，1650 年在英国出现，以大胆聪明伶俐和顽强的毅力著称，奔跑步伐大而速度快，动作敏捷、耐力持久，姿态优雅，其抬头、笔直的腿形象化 H 诠释 HAZZYS 的精神。2022 年 9 月 HAZZYS 推出首个 IP 形象。

(2) 产品故事化：包括渔夫与友、POINTER、HRC 系列、明星同款系列、秀场系列等。

图66：2022年9月 HAZZYS 推出首个 IP 形象



资料来源：哈吉斯官方微信公众号

图67：HAZZYS 将产品故事化提升趣味性



资料来源：哈吉斯官网、哈吉斯官方微信公众号、哈吉斯京东官方旗舰店、开源证券研究所

(3) 增强品牌传播，吸引年轻客群：围绕产品，线上借助明星&KOL、抖音&小红书&微博等短视频和热点媒介进行流量宣传及推广，线下举办明星店长活动、全国巡展、参加时装周、联名和主题活动等，不断提升品牌力。例如根据不同产品线设置系列代言人以及单品宣传大使，同时与时尚杂志保持紧密联系，维系时尚定位。

图68：围绕产品借助明星&KOL 进行流量宣传及推广

明星代言人

22年8月女装代言人张碧晨
22年5月官宣女装代言人陈都灵
21年9月云染系列代言人李一桐
20年11月女装代言人谭松韵
20年9月HRC系列代言人



品牌大使

23年2月品牌大使尹昉
22年8月活力大使高瀚宇
22年4月Mark Wigam系列大使崔远奇
22年3月新风尚大使刘楠
22年2月女装品牌大使梁洁
21年10月HRC系列大使白宇帆
21年8月HARIAFO系列大使郑菲
21年8月YOUNG大使费启鸣
21年4月品牌风度大使唐晓天



杂志街拍

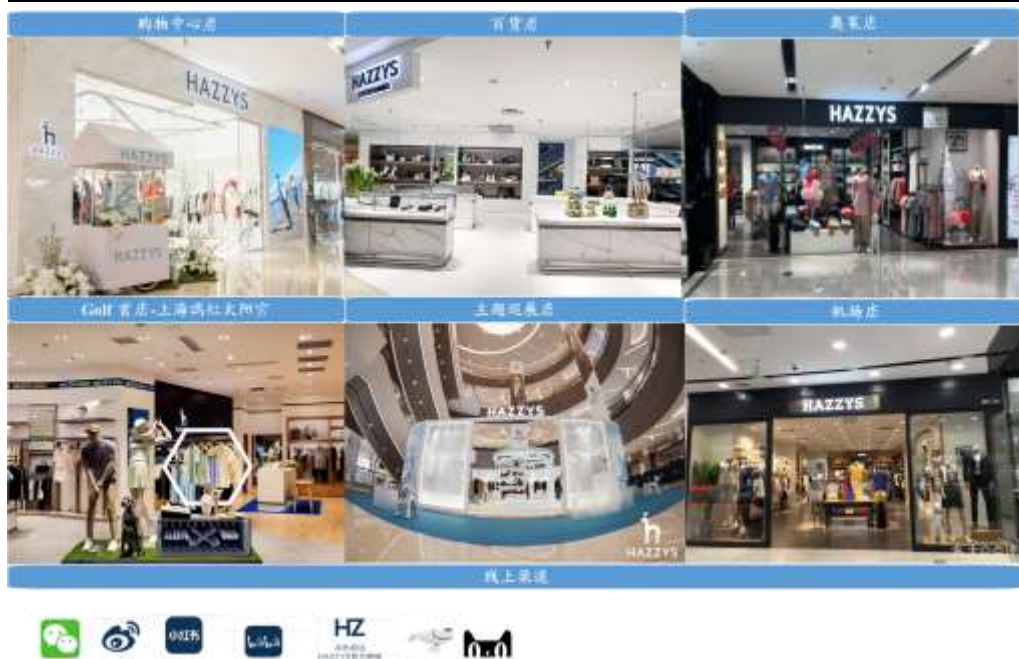
22年4月李响/文雅野/林允/陈逗奇 X 《小资CHIC》
22年4月武大靖 X 《ELLE》
22年3月何德X 《PUSSPUSS》
21年11月戴佩妮 X 《旅游天地》
21年10月张小曼 X 《PowerCircles》
21年10月朱亚文 X 《北京青年周刊》
.....



资料来源：哈吉斯官网、哈吉斯京东官方旗舰店、开源证券研究所

(4) 围绕定位进行品牌塑造与推广，通过会员管理提升复购率。提升线上平台品牌形象、线下升级终端门店形象，提升品牌形象。充分利用数字化系统工具加强会员管理，提升客户综合体验，增强品牌口碑、消费黏性和会员复购率。

图69：围绕定位全渠道进行品牌塑造与推广



资料来源：哈吉斯官网、哈吉斯官方微信公众号、哈吉斯京东官方旗舰店、开源证券研究所

4.2、产品：从细节处培育品牌调性，推进年轻化&多品类&多系列发展

从设计、面料、工艺、裁剪不断培育品牌调性，展示英伦风的考究与时尚风格。

(1) 因地制宜，创建自有设计研发团队，开发适合国内消费者需求的产品。Hazzys 初入中国市场时设计与剪裁未得到市场认可，报喜鸟代理后，商品开发阶段，报喜鸟每个季度根据 LF 公司指定的开发主题，由自有设计师根据主题自主设计，经双方决定后进入打样生产阶段。报喜鸟旗下各品牌分别建立独立的设计研发团队，截至 2021 年自有服装设计师 129 名，涵盖企划、设计、面料、制版，拥有敏锐的市场流行趋势的嗅觉、强大的自主研发能力，并能综合全球流行资源，研究品牌专属的色彩和适合亚洲人的版型。此外，与跨国设计团队保持深度合作，整合全球前沿时尚趋势和设计理念，并升级研发体系和研发设备、引进全球优秀设计人员，不断提升自身设计研发能力。

(2) 除采用本土设计师使得剪裁适合亚洲人身形外，设计简约但兼具成熟与活泼，一方面表现为款式大多为纯色、老花、格纹，仅在胸口处以刺绣方式展现 LOGO，通过 LOGO 的变化使得产品设计简约但充满活力。另一方面，产品配色丰富，例如一件男士 Polo 配有 15 个颜色，其中不乏明亮活泼的配色。

(3) 搭配特殊工艺使产品更具质感和设计感，例如液氨后整理工艺，通过改变棉纤维的截面形状和纤维结晶度，使布料自然光泽、手感柔软、抗皱保型、垂顺，以及包针缝工艺，针脚细密有纹理感，以及酵素洗工艺，在一定 pH 值和温度下降解纤维，使布面较温和地褪色、去毛，并得到持久的柔软效果，也使产品凸显复古怀旧感。

图70：设计剪裁简约但配色丰富，颜色明亮活泼


资料来源：哈吉斯京东官方旗舰店

图71：LOGO 变化使得产品设计简约但充满活力


资料来源：哈吉斯京东官方旗舰店、开源证券研究所

(4) 精选全球优质面料，加大对原创面料研发投入，体现高品质产品。合作意大利、法国、葡萄牙、美国、日本等全球知名面料商，例如 Goretex、Deveaux、Rioplele、EcoCosy、REPREVE、BONOTTO、SOLOTEX、SORONA，并与供应商共同研发新型面料或者工艺，推出独家定制的印花真丝面料，优化供应链信息系统，提升并细化供应商名录管理，加强成本管控，凸显性价比。

表4：精选全球优质面料，加大对原创面料研发投入

科技	简要介绍	代表产品
功能性面料及工艺		
液氨工艺	Regal 整理技术为后加工技术，通过新工艺改变棉纤维的截面形状和纤维结晶度，布料自然光泽、手感柔软、抗皱保型、垂顺	安心领 Polo、易打理针织夹克
酵素洗工艺	在一定 pH 值和温度下降解纤维，使布面较温和地褪色、去毛，并得到持久的柔软效果，色彩更加自然、手感柔和、凸显复古怀旧感	
包针缝工艺	机绣针法之一，针脚细密有纹理感，有品质感	
抗菌后整理	添加抗菌助剂，A 级抗菌，抗菌执行标准:FZ/T73023-2006	
凉感后整理	利用木糖醇在湿热条件下溶解时会吸收热量，使温度降低在吸收人体汗汽时会产生吸热反应，达到降低体表温度的目的	A 级抗菌凉感科技短袖
12 姆米桑蚕丝	独家定制的印花真丝面料	真丝印花茶歇裙
珠地面料	蜂巢孔结构，吸湿透气	温网系列
太极石面料	太极石(TSP)是一种天然矿石富含钛、钾、硒等多种矿物质和微量元素被纳米粉化织固到纱线而制成面料，不易起球、吸湿透气、亲肤柔软	休闲男裤
供应商		
莱卡®	美国莱卡公司推出，改善了织物手感、悬垂性及折痕回复能力，提高舒适感与合身感	
SORONA®	美国杜邦公司推出，独特分子结构满足手温熨烫，生物基纤维赋予记忆塑型功能	3S 哈灵顿夹克
SOLOTEX®	日本帝人公司推出，纤维由如同弹簧一样柔韧的螺旋状分子构造，同时由于易与其他纤维混纺，具有柔软的质感、优越的伸展性、良好的发色性和柔和的缓冲性	
Goretex®	美国戈尔公司推出，三防、无氟防泼水	GORETEX 夹克
克轻® GRAMART®	日本东丽技术轻薄面料，以“克”为单位的轻量艺术，由超细纤维织造，面料轻量且质地柔软，穿着薄如轻翼、携带便利	便携式收纳西装

科技	简要介绍	代表产品
EcoCosy®	全球最大的纤维素纤维生产商赛得利旗下品牌，来自天然种植林的可持续纺织，不易起皱，挺括易打理	伦敦时装周秀款
Riopele	葡萄牙进口面料，riopele 是葡萄牙最古老、最有名的纺织厂之一	/
BONOTTO	1912 年成立的意大利面料工厂，Bonotto 生产的面料以精纺毛织为主，有许多独特的面料技术，如丝绸蛋白类涂饰、酶处理和碳金刚石刷涂等。	理想风衣
REPREVE®	美国 Unifi 公司推出的循环再生纤维，绵延 4.9 万米；兼备 32 支澳洲长线棉纤维强度高、面料挺阔舒适；140D 尼龙丝轻巧防水耐磨损；经典英式缝纫工艺，1 英寸 10.5 针明压线	1928 战壕风衣
Deveaux	DEVEAUX 是法国最大的印花工厂，总部位于法国里昂	/

资料来源：哈吉斯官方微博、开源证券研究所

推进产品年轻化、多品类、多系列发展。哈吉斯的产品系列根据场景分为休闲、通勤、运动、年轻四大类风格，各类风格中延伸多系列。

(1) 年轻化：对休闲品类围绕故事化、乐趣化进行升级创新和年轻化更迭，推出温网系列、云朵系列、ZUBISU*HAZZYS 联名系列、HAZZYS*Playforever 联名款、HARiATO 系列、2022 年 HAZZYS*MARKWIGAN 联名款系列等产品。

(2) 多品类：开发内衣、包、鞋等系列，其中鞋包市场反馈较好后进一步加大开发力度，同时试水高尔夫系列。

(3) 多系列发展：休闲中包括明星同款、部分 HARiATO 老花系列、联名系列、英式假日以及各类主题产品等系列，通勤中包括 Hazzys Black、部分 HARiATO 老花系列、The H OFFICE、都市通勤等，运动中包括 HRC 系列、运动俱乐部、Golf，年轻风格中包含 Poninter 系列。

图72：哈吉斯将产品故事化呈现



资料来源：欧睿国际、开源证券研究所

图73：产品根据场景分为休闲、通勤、运动、年轻系列

系列	系列	系列	系列	系列	系列
明星同款 (明星/海莉主)	HARiATO (哈里斯系列/老花)	联名系列 (MARKWIGAN)	英式假日	渔夫与友、德雷尔一家、渔夫与友、渔夫与友系列	价格带：499-1399 价格带：1299-4399 价格带：1299-3099 价格带：599-1899
Hazzys Black	HARiATO (哈里斯系列/老花)	The H OFFICE	都市通勤		价格带：699-1299 价格带：1299-4399 价格带：1899-2799 价格带：599-1899
HRC系列	运动俱乐部	GOLF			价格带：1299-2799 价格带：1299-4399 价格带：-
Poninter系列					价格带：499-1799
面料					

资料来源：哈吉斯京东旗舰店、哈吉斯天猫旗舰店、哈吉斯小程序、开源证券研究所

4.3、渠道下沉空间广，精耕细作下店效可提升

渠道布局上，哈吉斯实施线上线下相互融合。线上方面，在天猫、京东等第三方平台设立品牌官方旗舰店，预计 2021 年收入占比 20-30%，高于集团整体的 16%。线下方面，截至 2021 年，哈吉斯已在全国核心城市核心商圈、商场、购物中心等建

立了 401 家门店，2019-2021 年的 CAGR 为 3.2%。截至 2022M9，受疫情影响哈吉斯线下门店 391 家，渠道以直营为主，业态上以购物中心为主、精品百货为辅，布局上衣沿海为主，线级结构上以一二线为主。预计未来在一、二线城市与国内大型综合体保持紧密合作，对三、四城市和商圈形成较强的辐射效应同时加大三四线城市加盟商拓展力度，提升整体店铺规模，经测算中长期开店空间仍有 1 倍空间至 829 家。

4.3.1、门店布局：直营拓展购物中心、一二级及沿海城市，三四线渗透率仍较低

从经营模式看，哈吉斯以直营为主，直营单店面积略高于加盟。直营门店占比维持在接近 75% 的水平，直营门店：加盟门店=3:1，直营平均单店面积 123 m²，加盟平均单店面积 117 m²。

图74：哈吉斯线下门店以直营为主，直营：加盟=3:1

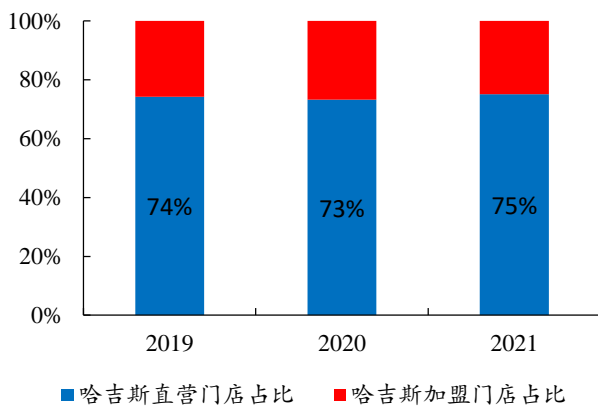
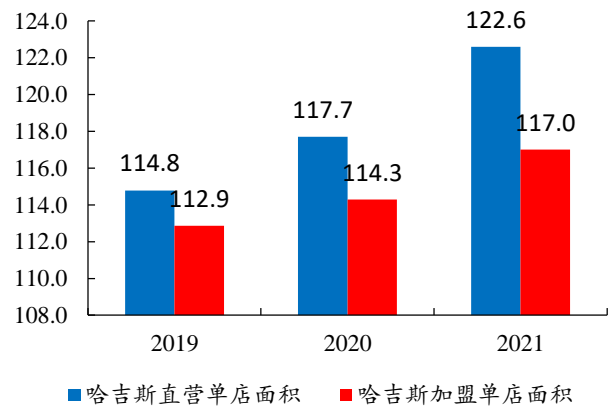


图75：哈吉斯直营单店面积更高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从业态看，线下门店包括全国核心城市核心商圈、商场、购物中心。公司整体线下门店经营策略为购物中心开大店、收缩街边店面积。整体线下门店布局以商场及购物中心为主，尤其 2018 年以来购物中心门店占比明显提升。2022H1 购物中心占比 29%，在门店数量增长的同时购物中心占比自 2018 年的 25% 提升 4pct。其中又布局较好商圈的购物中心，例如北京的国贸、王府井，上海的南京东路、南京西路，广州天河，深圳东门，南京新街口商圈等。

表5：哈吉斯布局热门购物中心商圈

	北京		上海		广州		深圳		杭州		南京	
	商圈	HAZZYS	商圈	HAZZYS	商圈	HAZZYS	商圈	HAZZYS	商圈	HAZZYS	商圈	HAZZYS
1	国贸 CBD 商圈	√	南京东路商圈	√	天河路商圈	√	东门商圈	√	湖滨商圈	√	新街口商圈	√
2	王府井商圈	√	南京西路商圈	√	珠江新城商圈		蔡屋围商圈		城北商圈		南京夫子庙商圈	
3	三里屯商圈		淮海中路商圈		北京路商圈		华强北商圈	√	武林商圈		湖南路商圈	
4	西单商圈	√	徐家汇商圈	√	环市东商圈	√	福田 CBD 商圈		钱江新城商圈	√	桥北商圈	
5	朝青商圈		陆家嘴商圈	√	上下九-永庆坊商圈		下沙商圈		庆春商圈	√	仙林商圈	√

	北京	上海	广州	深圳	杭州	南京
6	长阳商圈 ✓	武宁商圈 ✓	江南西商圈	后海商圈	滨江商圈 ✓	江宁百家湖商圈 ✓
7	西红门商圈	静安新城商圈 ✓	万博商圈	宝安商圈 ✓	大城西商圈 ✓	河西商圈 ✓
8	万柳商圈 ✓	莘庄商圈 ✓	白云新城商圈	华侨城商圈 ✓	人民广场商圈 ✓	新江东商圈
9	望京商圈 ✓	佛罗伦萨小镇商圈 ✓		龙岗中心城商圈	大城北商圈 ✓	珠江路商圈
10	北三环西路商圈 ✓			龙华商圈	下沙商圈	龙江商圈
11	公主坟商圈 ✓			大梅沙商圈 ✓	陈乐商圈	百家湖商圈 ✓
12	常营商圈 ✓					江宁东山商圈 ✓

资料来源：开源证券研究所

图76：哈吉斯线下门店品牌形象活泼亮眼



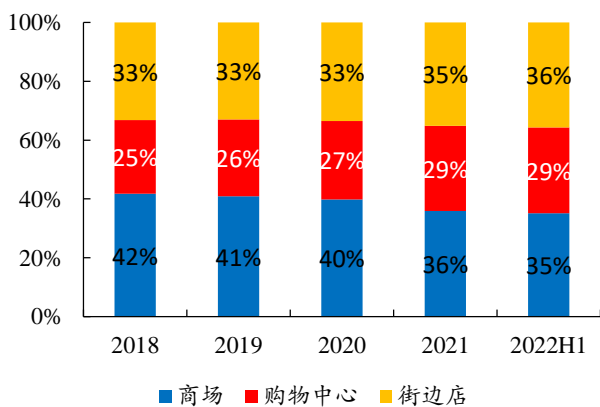
资料来源：哈吉斯官方微博

图77：哈吉斯线下开设主题巡展店



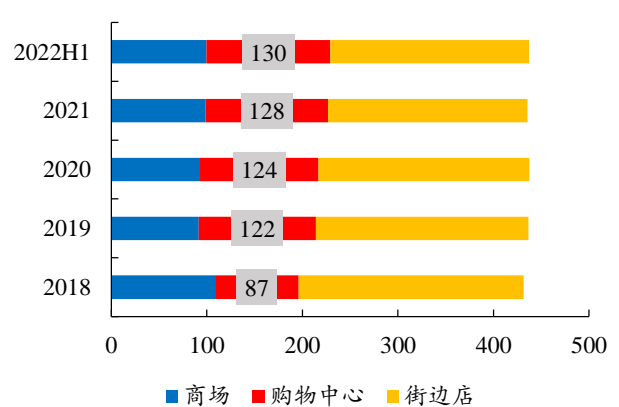
资料来源：哈吉斯官方微博

图78：业态结构：购物中心占比明显提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图79：单店面积：购物中心开大店、街边店面积收缩



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从线级分布看，通过对比各线级 Hazzys、比音勒芬、Tommy Hilfiger、拉夫劳伦、法国鳄鱼的门店保有量及结构，Hazzys 一二线渠道保有量仍有提高空间，当前一二

线门店占比较高，三四线有较大发展空间。

从数量看：目前哈吉斯一线、新一线、二线、三线及以下门店分别为 50、140、123、101 家门店，除线下开店较少的 Gant 外（全国仅 101 家），哈吉斯在一线城市门店保有量低于其他 4 个品牌，在新一线门店低于比音勒芬，三线以下低于 Tommy 和比音勒芬。

从结构看：哈吉斯一线、新一线、二线、三线及以下门店数量占比分别为 12.1%、33.8%、29.7%、24.4%。同行对比下，多数国际品牌对于下沉市场拓店态度谨慎：（1）拉夫劳伦门店基数较少且聚焦一线与新一线开店，三线及以下门店占比仅有 1.5%；（2）与哈吉斯门店数量相似的 Tommy 与法国鳄鱼，Tommy 三线及以下城市门店更多主要系价格带更宽可以覆盖更多下沉市场消费者，三线及以下门店占比分别为 22%、39%。（3）比音勒芬三线及以下市场规模大、占比高，哈吉斯目前占比 24%，距离比音勒芬的 45% 占比仍有较大开拓空间。

图80：从线级分布看：哈吉斯一二线渠道保有量可提高

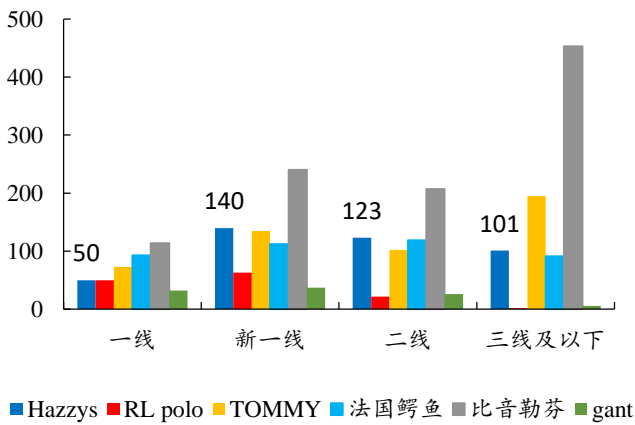
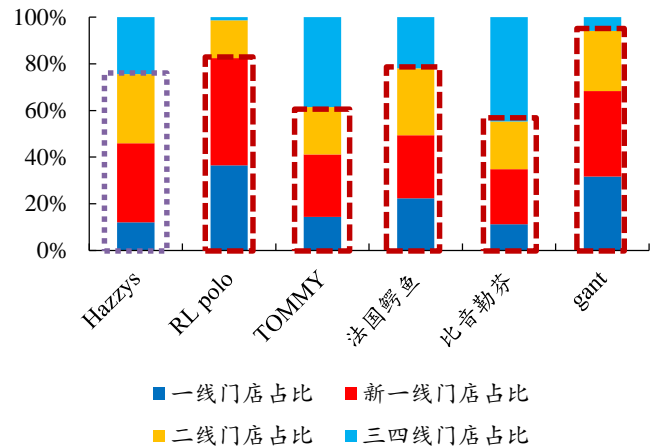


图81：从线级分布看：哈吉斯三四线有较大发展空间



数据来源：各品牌官网、百度地图、开源证券研究所

数据来源：各品牌官网、百度地图、开源证券研究所

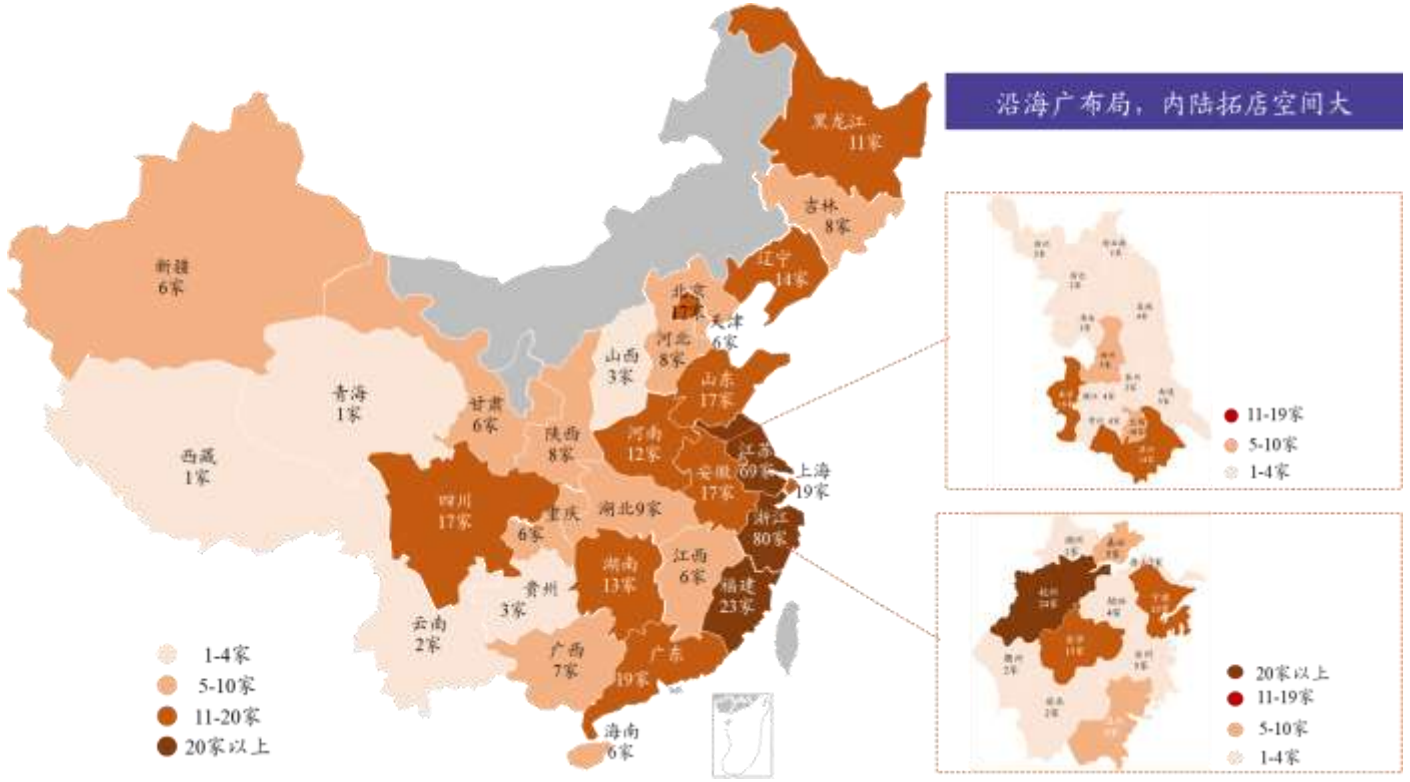
表6：多数国际品牌对于下沉市场拓店态度谨慎，哈吉斯三四线拓展大有可为

品牌	定位	客单价 (男士 POLO)	一线城市		新一线城市		二线城市		三线及以下城市		合计 店数
			店数	占比	店数	占比	店数	占比	店数	占比	
哈吉斯 HAZZYS	英伦休闲	800-1500	50	12.1%	140	33.8%	123	29.7%	101	24.4%	414
比音勒芬 Biem.l.fdlkk	商务/运动/ 休闲	800-4000	114	11.2%	240	23.7%	207	20.4%	453	44.7%	1014
拉夫劳伦 Ralph Lauren	运动休闲	1300-4500	50	36.5%	63	46.0%	22	16.1%	2	1.5%	137
法国鳄鱼 Lacoste	商务休闲	1100-1400	93	22.4%	112	27.0%	119	28.7%	91	21.9%	415
汤姆费格 TOMMY Hilfiger	商务休闲	600-1600	73	14.5%	135	26.7%	102	20.2%	195	38.6%	505
Gant	美式、休闲	300-1600	32	31.7%	37	36.6%	26	25.7%	6	5.9%	101

数据来源：各品牌官网、各品牌小程序、百度地图、开源证券研究所

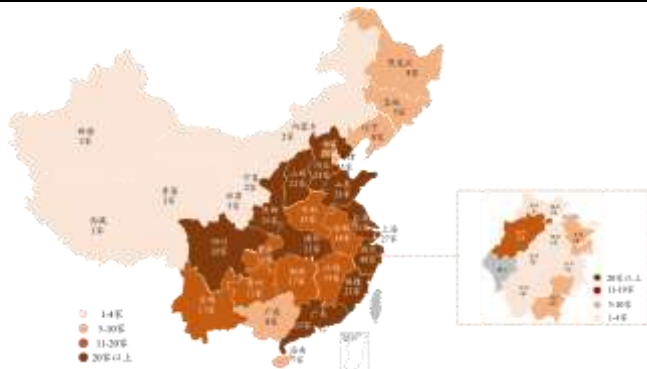
从地区分布看，与 Tommy 和比音勒芬相比，哈吉斯沿海布局较深，尤其在长三角与珠三角区域门店密度较大。排名前五的省份（城市）分别为浙、苏、闽、粤、沪。

图82：哈吉斯门店地区分布：沿海布局较深，相较 tommy 及比音勒芬，内陆拓店空间大



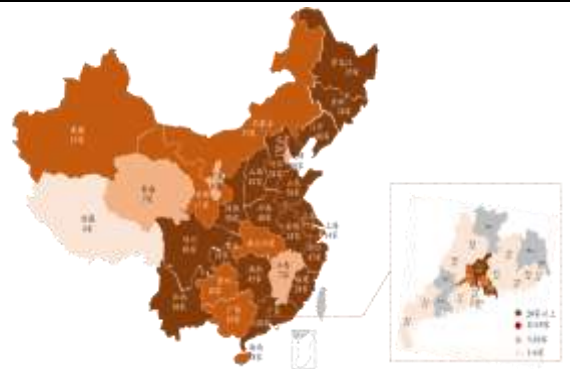
资料来源：Hazzys 品牌官网、百度地图、开源证券研究所

图83：Tommy 门店密度前五的省份为：浙川苏陕鲁



资料来源：Tommy Hilfiger 品牌官网、百度地图、开源证券研究所

图84：比音勒芬门店密度前五的省份为：粤川苏辽赣



资料来源：比音勒芬品牌官网、百度地图、开源证券研究所

4.3.2、门店空间测算：加盟下沉空间充足，预计中长期扩张一倍至 829 家

我们根据各品牌官网及百度地图统计 Hazzys、比音勒芬、Tommy Hilfiger 品牌门店各为 414、1014、505 家，并根据 2022 年城市商业魅力排行榜披露的城市线级，将 337 个地级以上城市划分 6 个等级，发现与比音勒芬、TOMMY 相比，哈吉斯的一二线门店占比较高，Hazzys、比音勒芬、Tommy Hilfiger 的一二线门店占比分别为 76%、55%、61%，Hazzys 在三四线及以下仍有较大扩展空间。

为测算 Hazzys 中长期开店空间，核心逻辑在于其一二线门店基数低仍可加密、且三四线及以下可以拓展具有消费力的城市。由于 Hazzys、比音勒芬、Tommy Hilfiger 三个品牌的核心价格带较为相近，我们认为哈吉斯可以对比比音勒芬及 Tommy 品牌开店，比音勒芬及 Tommy 在某些城市已有门店可以证明某城市也具有对 Hazzys 的消费力。经保守测算，哈吉斯中长期门店数为 829 家，对应增长空间仍有一倍。

表7：经测算，哈吉斯中长期门店数为 829 家，对应增长空间仍有一倍

	哈吉斯 现有门店 (家)	比音勒芬 现有门店 (家)	TOMMY 现有门店 (家)	开店 1 对标比音勒芬 /Tommy	开店 2 按哈吉斯自身 成熟市场反推	保守推算	增长空间
一线	50	114	73	127	71	71	42%
新一线	140	240	135	264	279	219	57%
二线	123	207	102	239	355	216	76%
三线	61	172	100	212	254	177	190%
四线	28	158	63	189	138	100	259%
五线	11	117	32	68	103	44	302%
省直辖县级市	1	6	0	1	1	1	0%
合计	414	1014	505	1100	1200	829	100%

数据来源：各品牌官网、各品牌小程序、百度地图、开源证券研究所

具体测算以一线 A 城市为例：(1) 对标比音勒芬及 Tommy 品牌开店，根据 A 城市的常住人口和现有门店，计算比音勒芬及 Tommy 单店覆盖人口，若哈吉斯门店已经多于比音勒芬及 Tommy，则维持现有门店数量，若少于二者之一，则以比音勒芬及 Tommy 单店覆盖人口的较小值测算开店。(2) 按哈吉斯自身成熟市场反推开店，一线城市中上海门店较为饱和，以上海的人均服装消费和哈吉斯门店计算系数，测算 A 城市相应人均服装消费下的门店数。(3) 以 A 城市开店 1 与开店 2 的孰低为 A 城市的预测开店空间。

表8：以一线 A 城市为例，预测开店空间取对比比音勒芬及 Tommy 品牌开店、按哈吉斯成熟市场开店中低者

省份	常住人口 (万人)	城镇居民人均消费支出 (元/年)	城镇居民人均服装消费支出 (元/年)	哈吉斯现有门店 (家)	比音勒芬现有门店 (家)	TOMMY 现有门店 (家)	哈吉斯当前单店覆盖人口 (万人/家)	比音勒芬当前单店覆盖人口 (万人/家)	Tommy 当前单店覆盖人口 (万人/家)	开店 (1): 对标比音勒芬 /tommy	开店 (2): 按哈吉斯成熟市场反推	预测开店空间 (3)	
一线城市: 4 个	北京	2,189	46,776	3,040	17	26	20	129	84	109	26	17	17
	上海	2,489	51,295	3,334	19	14	27	131	178	92	27	19	19
	广州	1,881	47,162	3,066	5	39	9	376	48	209	39	17	17
	深圳	1,768	46,286	3,009	9	35	17	196	51	104	35	17	17
新一线: 15 个	成都	2,119	28,736	1,868	12	39	20	177	54	106	39	14	14
	南京	942	42,487	2,762	16	15	10	59	63	94	16	21	16
	天津	1,373	36,067	2,344	6	10	6	229	137	229	10	18	10
	青岛	1,026	38,574	2,507	8	20	5	128	51	205	20	19	19
	西安	1,316	28,810	1,873	7	11	10	188	120	132	11	14	11
	武汉	1,365	36,684	2,384	7	7	11	195	195	124	11	18	11
	苏州	1,285	46,566	3,027	14	12	7	92	107	184	14	23	14

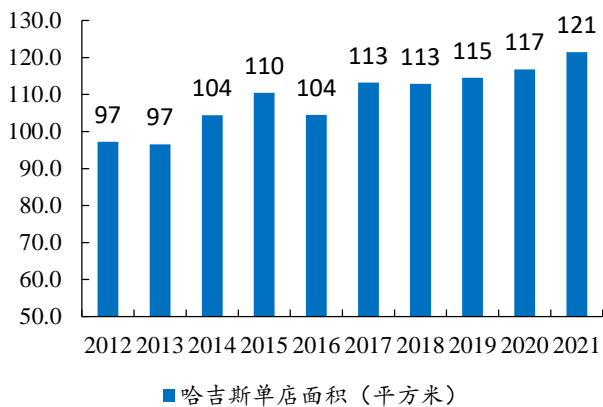
郑州	1,274	28,710	1,866	7	11	4	182	116	319	11	14	11
重庆	3,212	29,850	1,940	6	31	16	535	104	201	31	15	15
杭州	1,220	48,629	3,161	24	10	16	51	122	76	24	24	24
宁波	954	45,362	2,949	13	10	9	73	95	106	13	22	13
长沙	1,024	41,324	2,686	9	23	8	114	45	128	23	20	20
东莞	1,054	39,803	2,587	1	15	5	1054	70	211	15	20	15
合肥	947	32,445	2,109	9	13	4	105	73	237	13	16	13
佛山	961	41,324	2,686	1	13	4	961	74	240	13	20	13

数据来源：Wind、各品牌官网、各品牌小程序、百度地图、开源证券研究所，注：表内以一线及新一线城市为例，2至5线城市的测算同理

4.3.3、单店店效空间测算：单店面积及坪效逐年提升，店效对比竞品提升空间广阔

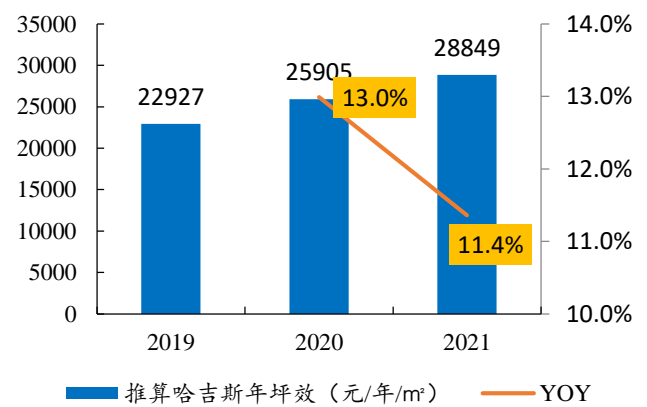
根据 4.4.1 中线下业态布局策略，随着购物中心占比提升及开大店策略，根据哈吉斯线上占比 20% 测算 2021 年单店月店效 29 万，单店年店效 344 万，2020-2021 年单店年店效的 CAGR 为 14.8%。从单店经营结果看，哈吉斯单店面积和坪效不断提升，2021 年哈吉斯平均单店面积为 121 m²/间，2019-2021 年单店面积 CAGR 为 2.5%，2021 年平均单店坪效为 2.9 万元/m²，2020-2021 年单店坪效 CAGR 为 11.4%。

图85：哈吉斯单店面积逐年扩大，2021 年为 121 m²/间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

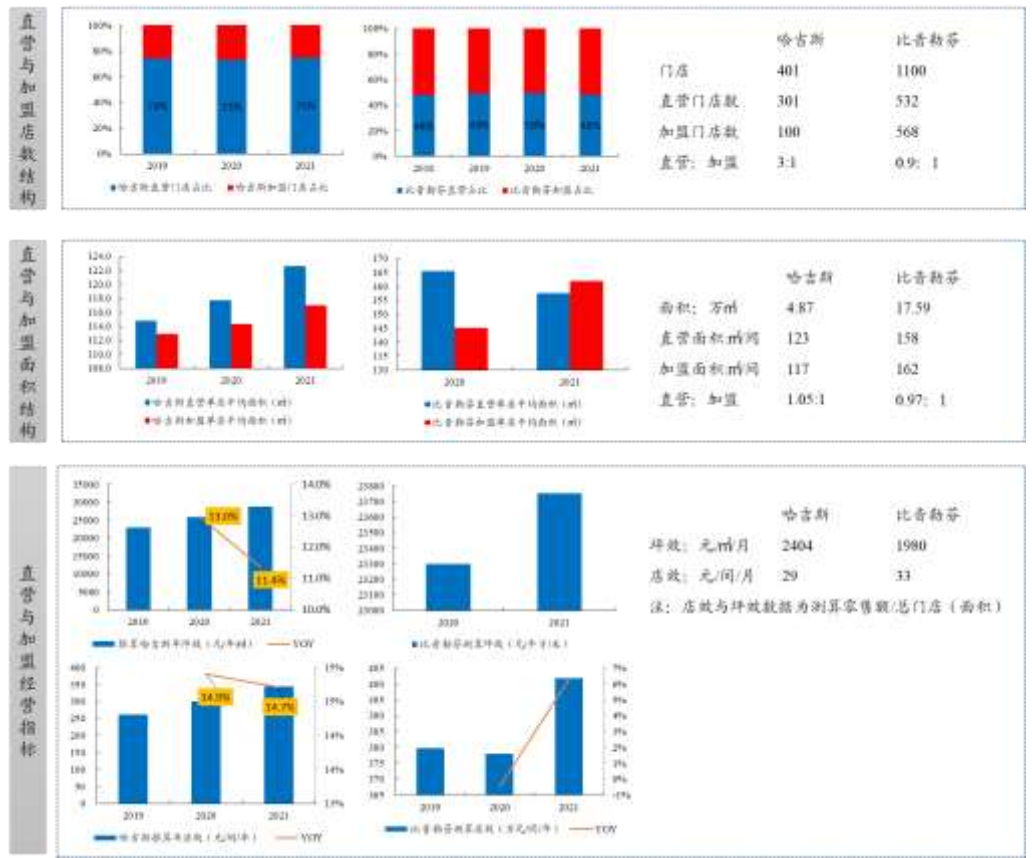
图86：哈吉斯单店坪效逐年提高，2021 年约 2.9 万元/m²



数据来源：公司公告、开源证券研究所

与比音勒芬相比，哈吉斯门店体现精品经营模式。一方面，哈吉斯总门店数量较少且加盟门店占比低，未来通过加盟扩店提升渠道规模，另一方面，哈吉斯单店面积虽小但坪效高，单店面积相差幅度显著高于店效相差幅度，预计未来哈吉斯将通过品牌势能向上提高客流及进店率、多品类多系列提升转化率及连带率，进而提升店效。

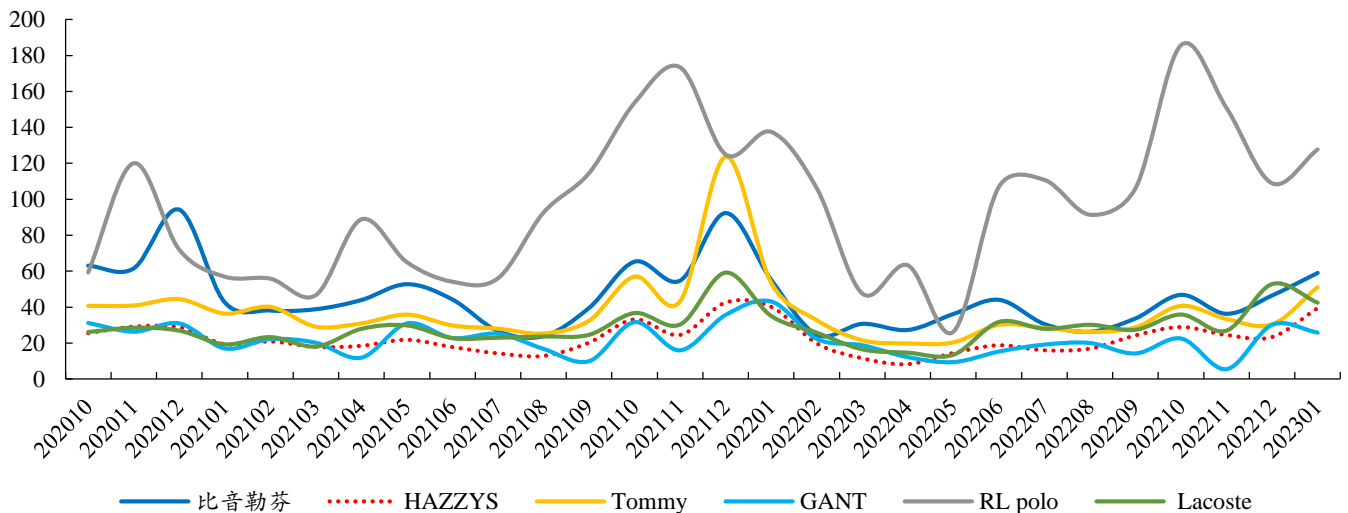
图87：与比音勒芬相比，哈吉斯门店体现精品经营模式



数据来源: 公司公告、开源证券研究所, 注: 图内右侧数据根据 2021 年公司披露的数据测算

根据久谦数据哈吉斯、比音勒芬、Tommy、拉夫劳伦、法国鳄鱼的平均月店效, Gant<哈吉斯<法国鳄鱼<Tommy<比音勒芬<RL polo, 2021 年的月店效分别为 21.6、22、28.3、42.6、46.9、90.2 万元, 哈吉斯月店效分别仍有 28%(法国鳄鱼)、94%(Tommy)、113%(比音勒芬)、310%(RL) 的空间。

图88：线下部分门店平均月店效比较：Gant<哈吉斯<法国鳄鱼<Tommy<比音勒芬<RL polo



数据来源: 久谦、开源证券研究所, 注: 月店效根据线下样本门店店效及样本店铺数推测, 月店效绝对数仅供对比参考

5、其他品牌：宝鸟稳健成长，多品牌孵化值得期待

5.1、团购品牌：职业装品牌宝鸟收入稳健，渠道拓展支撑规模增长

宝鸟系公司职业装品牌。2021 年收入 8.37 亿元，收入占比 19%，2019-2021 年 CAGR 为 18%。宝鸟成立于 2000 年，拥有 10 条世界一流西服、衬衫全自动生产流水线，年产 470 多万套男女高档西服及 430 万件精品衬衫，西服价格带 1000-2000 元/套，衬衫价格带 150-400 元/件。宝鸟通过招投标、市场开拓等形式获取客户订单，根据客户订单需求进行自主生产或委外加工。宝鸟于 2018-2020 年职业服产品产销同行业前三位，已成功为金融、电力、通信、烟草、能源、行政、教育、工商等 40000 多家知名企事业单位提供服务。

图89：职业装品牌宝鸟 2019-2021 年收入 CAGR 为 18%

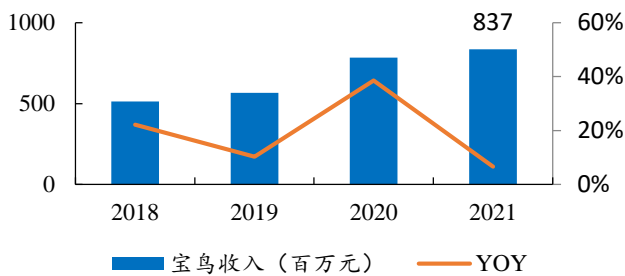


图90：合作 4 万多家知名企事业单位



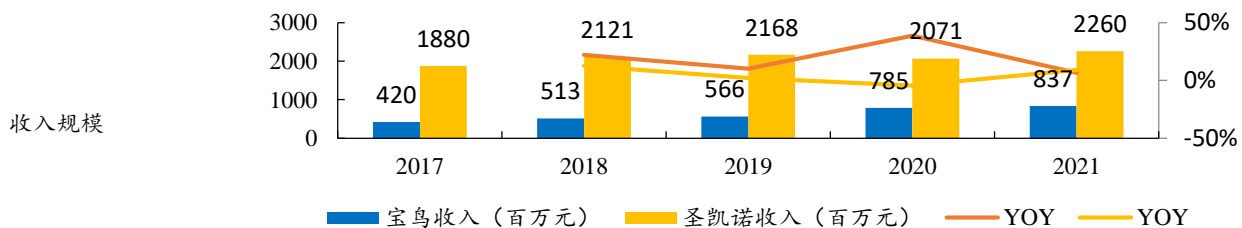
数据来源：公司公告、开源证券研究所

资料来源：宝鸟官网

国内职业装集中采购模式的发展、招标日益规范化趋势。政府需通过公开招标的方式进行采购西服，由于团体定制的服装采购量大，采购价格低于市场平均价格，部分企业纷纷效仿国家机关，通过团体西服定制进行统一批量采购，团体西服定制概念得到普及，市场需求量逐步上升，团体西服定制市场逐步扩大。

表9：宝鸟相较圣凯诺超 2000 亿元的规模仍有较大提升空间

	BONO	圣凯诺
成立时间	2000 年	1997 年
产能	470 多万西服，430 万件衬衫	400 万套西服，1000 万件衬衫
客户	金融、电力、通信、烟草、能源、行政、教育、工商等 40000 多家知名企事业单位	金融、电力、电信、邮政、政府机构及其他企事业单位定制全品类服饰
服务网点	60+	110+
工业 4.0	年 2014 年投资 1 亿多元，历时 2 年，部署工业 4.0 智能化生产，打造“三朵云”的智能制造架构体系，即“云定制”“云工厂”“云数据”	2012 年开启智能定制探索，2022 年，成为行业市场上首批可实现 AI 量体稳定运用的品牌，通过智能采集人体 156 组身材数据，建立全面立体 3D 模型，重新定义精准匹配。



资料来源：宝鸟官网、圣凯诺官网、开源证券研究所

产品端，坚持西服核心品类，围绕设计、面料、技术做好产品。(1) **设计方面：**BONO 在海纳百川的上海建立设计研发中心，组建 200 多名资深设计研发团队，招揽海外设计师将领先国际的制衣技术引入 BONO，指导并不断提升本土技师实力，将国际时尚元素融入职业装的款式设计。(2) **面料方面：**创建面料研发中心，对客户行业特色的精准把握，为行业客户进行专项研发面料。同时合作全球一流的面辅料生产厂家，以高于国家 3% 的质检标准严选成品，确保所有面料符合 BONO 对品质的要求。

渠道端，BONO 在全国各省、市、自治区、直辖市设立了 60 多家服务网络，辐射全国，坚持直营、代理和大客户协同发展，突破总部集采项目稳步布局核心城市，有效加强较大订单的拓展和签订，加快整体业务发展。

图91：BONO 服务网络辐射全国



资料来源：宝鸟品牌官方公众号

表10：BONO 合作全球一流的面辅料供应商

BONO 合作的面辅料	介绍
面料	
维达莱 VBC	创建于 1663 年，全球性的面料供给商，是世界众多顶级成衣品牌的长期合作伙伴。
伊·托玛斯 Ethomas	1922 年创立于意大利，是专业生产优质男士服装面料的完全一体化厂家，服务世界级品牌。
高博乐 GUABELLO	玛佐托集团旗下百年面料品牌。拥有从原毛到最终精纺面料的专业生产能力，在世界毛纺面料业拥有卓越地位。
玛拉尼 Marlane	1815 年始建于意大利，玛佐托旗下专门生产高级西服精纺面料品牌。面料性价比高，深受中高端客户的青睐。
菲拉特 Filarte	意大利专业制造 SUPER110、SUPER130、SUPER150 为主的高端面料品牌。集设计、生产、营销于一体的国际品牌公司。
杰尼亚 Zegna	始于 1910 年，以出产世界上最好的纺织品而蜚声海内外，至今，杰尼亚的面料依然是意大利最引以为豪的出口商品。
辅料	
德国骏马 KUFNER	德国骏马纺织集团为全球衬布行业的领袖公司，于 1862 年在德国慕尼黑成立。拥有 100 资料来源：开源证券研究所多项全球技术专利，产品通过最严格的 oeko-Tex100 Standards

BONO 合作的面辅料
介绍

品质认证。与 Valentino, Armani, CK, HUGO Boss, Max Mara 等国际品牌有良好的长期合作关系。

德国海莎

世界上最著名的垫肩制造商，是生产高级专用纺织及其它材料及制品的跨国集团公司

英国高士 COATS

世界上最大的工业用缝纫线和绣花线制造商及供货商，亦是世界上唯一的环球缝纫线生产商，总部位于英国

日本东丽 TORAY

世界第一的纤维公司，东丽公司创立于 1926 年，是一家综合型化工企业，以生产合成纤维为主，从原料到聚合、纺丝、织布、印染、缝制一条龙生产业务。

日本 YKK

日本吉田工业公司是世界上最大的拉链制造公司，代表着行业标准，采用日本精确的工艺，原料和管理方法，因其不可代替的优良品质，成为拉链行业最大的市场份额拥有者。

资料来源：宝鸟品牌官网、开源证券研究所

5.2、其他品牌：商务及英伦高尔夫协同、户外休闲景气度高

CAMICISSIMA 恺米切：来自创始于 1931 年的意大利 Fenicia 集团，在意大利被誉为“衬衫之父”，90 多年来专注衬衫制作，拳头产品为 100% 全棉免烫衬衫，恺米切于 1962 年研发的“免烫工艺”技术，安全环保，令衬衫随着体温越穿越平整。

恺米切产品线丰富，主要产品线包括经典免烫衬衫、抗菌免烫衬衫、POLO 衫、免烫长裤等多个产品系列，门店提供免费的刺绣和换扣增值服务。目标客群为 30-45 岁的中产阶层、商务人士，主要产品价格带 1199-1599 元/件，授权至 2038 年。

在中国，恺米切目前已在北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、天津、青岛、济南、兰州、合肥、郑州、石家庄等中国 50 个重要城市开设超过 180 家零售网点。

图92：拳头产品为 100%全棉免烫衬衫



资料来源：恺米切品牌官方公众号

图93：截至 2020 年，恺米切共布局 192 家门店



资料来源：恺米切品牌官方公众号

LAFUMA(乐飞叶)：1930 年诞生于法国阿内龙，有近百年历史，是将旅行与生活、自然与都市高度融合的户外休闲品牌，以阿尔卑斯山常见产物法国杨树叶((POPLARLEAF)作为品牌 LOGO，2010 年乐飞叶正式进入中国市场。2018 年乐飞叶成为首个亮相上海时装周的户外休闲品牌并传递出全新的“轻户外·悦旅行”理念，2021 年宣布品牌大使胡可。消费客群为 30-50 岁户外休闲爱好者，30-45 岁追求精致生活的中产阶层人士，外套 999-5299 元/件，内搭 499-1199 元/件，拳头产品为功能外套、皮肤衣、经典派克系列。

图94：乐飞叶是有近百年历史的户外休闲品牌



资料来源：乐飞叶品牌官方公众号

图95：拳头产品为功能外套、皮肤衣、经典派克系列



资料来源：乐飞叶品牌官方公众号

TOMBOLINI（东博利尼）：源自品牌创始人 Eugenio • Tombolini 的家族姓氏，从手工西装到全球化的意大利轻奢男装品牌。东博利尼始终以精致高端面料和精湛的剪裁工艺著称，保持着低调的风格，上扬的斗兽 LOGO 源于拉斐尔著名油画《圣乔治与龙》。消费客群为 30-45 岁追求精致生活的中产阶层人士，单西 2980-5980 元/件，裤子 1680-2480 元/条，衬衫 1180-1680 元/件，拳头产品为零克重单西、Flying 系列、Dream 系列，渠道布局 1-2 线城市。

图96：拳头产品零克重单西、Flying 系列、Dream 系列



资料来源：东博利尼品牌官方公众号

图97：2021 年中国主题形象店升级突出品牌轻奢调性



资料来源：东博利尼品牌官方公众号

HenryGrant（亨利格兰）：创始人家族创立了高贵、优雅的英伦高尔夫格调，定位中高档，产品系列包括英伦高尔夫系列以及英伦时尚的生活休闲系列，将高贵、优雅的英伦高尔夫带到享受轻松、休闲、时尚的生活中。亨利格兰仍处在属于培育期，将品牌 LOGO 更换为小熊猫升级品牌 BI 形象、更新店铺形象，提升品牌终端形象，推广形式以 OOTD(每日穿搭)、朋友圈、微信推文、明星街拍为主，逐步打造小熊亨利（HENRY）和小熊格兰（GRANT）的品牌符号。消费客群为 30-40 岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的男士，外套 1500-4000 元/件、内搭 500-3000 元/件。

图98：打造小熊亨利和小熊格兰的品牌符号


资料来源：亨利格兰品牌官方公众号

图99：产品系列包括英伦高尔夫系列以及生活休闲系列


资料来源：东博利尼品牌官方公众号

6、盈利预测与投资建议

6.1、关键假设

我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 44.3、52.1、60.3 亿元，分别同比-0.6%、+17.6%、+15.8%，分品牌看：

报喜鸟：看好报喜鸟品牌年轻化变革下运动西服系列驱动消费需求及消费频次提升，配合渠道突破（2017 年开始开店重合净增长、中南区域加速拓展）及精细化运营驱动增长，预计 2022-2024 年收入 15.9、18、19.9 亿元，分别同比-1.5%、+13%、+11%。

哈吉斯：看好哈吉斯在运动时尚赛道景气赛道中的快速发展机遇，品牌势能处在不断提升，开店空间广阔，一二线市场可加密并预计依靠加盟加强三四线城市开拓，扩面积、扩品类提升连带及转化率驱动单店成长。预计 2022-2024 年收入 14.4、17.8、21.9 亿元，分别同比-1%、+23.9%、+23.2%。

宝鸟：职业装需求较为稳健，在团购定制需求提升背景下宝鸟收入有较大提升空间（2021 年圣凯诺收入规模 22.6 亿元，宝鸟为 8.4 亿元）。预计 2022-2024 年收入 9.4、10.8、12.4 亿元，分别同比+12%、+15%、+15%。

其他品牌：除报喜鸟、哈吉斯、宝鸟外，公司仍有大众衬衫品牌恺米切、意大利轻奢品牌东博利尼、英式高尔夫品牌亨利格兰、户外休闲品牌乐飞叶等正在孵化，其中仅东博利尼为培育期，其他均为成长期。预计 2022-2024 年收入 3.4、4.2、4.6 亿元，分别-21.3%、+24.4%、+11.1%。

毛利率：我们预计公司 2022-2024 年毛利率分别为 63.2%、63.8%、64.1%。

基于以上核心假设，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.9、6.1、7.3 亿元，分别同比+6%、+23.6%、+19.4%，对应净利率分别为 11.1%、11.7%、12.1%。

表11: 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 4.9、6.1、7.3 亿元, 分别同比+6%、+23.6%、+19.4%

(单位: 百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,273	3,788	4,451	4,425	5,205	6,025
yoy	5.2%	15.7%	17.5%	-0.6%	17.6%	15.8%
A. 报喜鸟	1259	1276	1612	1587	1798	1994
yoy	-1.7%	1.4%	26.3%	-1.5%	13.2%	10.9%
占比 (%)	38.5%	33.7%	36.2%	35.9%	34.5%	33.1%
B. 哈吉斯	1007	1233	1452	1437	1781	2194
yoy	15.4%	22.4%	17.8%	-1.0%	23.9%	23.2%
占比 (%)	30.8%	32.5%	32.6%	32.5%	34.2%	36.4%
C. 宝鸟	566	785	837	937	1078	1240
yoy	10.3%	38.6%	6.6%	12.0%	15.0%	15.0%
占比 (%)	17.3%	20.7%	18.8%	21.2%	20.7%	20.6%
D. 其他品牌	344	397	426	335	417	463
yoy	5.5%	15.2%	7.3%	-21.3%	24.4%	11.1%
占比 (%)	10.5%	10.5%	9.6%	7.6%	8.0%	7.7%
其他业务收入	96	97	125	128	131	135
YOY	-17.6%	1.4%	28.9%	2.5%	2.5%	2.5%
占比 (%)	2.9%	2.6%	2.8%	2.9%	2.5%	2.2%
销售毛利率	61.7%	63.4%	63.9%	63.2%	63.8%	64.1%
销售费用率	39.2%	39.6%	39.6%	39.2%	39.3%	39.2%
管理费用率	9.4%	7.0%	7.4%	6.9%	6.9%	6.8%
研发费用率	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
财务费用率	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
归母净利润	210	366	464	492	609	726
yoy	305.3%	74.4%	26.7%	6.0%	23.6%	19.4%
净利率	6.4%	9.7%	10.4%	11.1%	11.7%	12.1%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

6.2、可比估值

我们选取中高端商务及运动时尚男装比音勒芬、中高端商务男装九牧王&中国利郎、大众商务休闲男装为主的海澜之家, 以及多品牌运营的中高端女装歌力思作为可比公司。我们认为公司主品牌改革成效渐显、哈吉斯开店及单店增长处于上行阶段, 我们预计 2022-2024 年归母净利润 4.9/6.1/7.3 亿元, 对应 EPS 为 0.3/0.4/0.5 元, 公司较同行可比公司拥有更强的成长性, 公司/可比公司 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 16%/13%, 当前股价对应 PE 为 16.0/12.9/10.8, 对应 2023 年 PE 为 12.9 低于可比公司平均的 14.7, 估值具有提升空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表12: 公司对应 2023 年 PE 为 12.4, 2022-2024 年较可比公司成长性更好, 估值具有提升空间

品牌定位	公司代码	公司简称	截至 2023 年 4 月 7 日		归母净利润				EPS			PE	
			总市值 (亿元)	2022-2024 年 CAGR	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
中高端	002154.SZ	报喜鸟	75	16%	0.3	0.3	0.4	0.5	16.0	12.9	10.8		
		平均		13%	0.6	0.5	0.8	1.0	19.3	14.7	11.7		
中高端	002832.SZ	比音勒芬	184	25%	1.1	1.4	1.8	2.1	22.9	18.6	15.3		
中高端	601566.SH	九牧王	59	22%	0.3	-0.2	0.4	0.6		22.6	16.5		

品牌定位	公司代码	公司简称	截至 2023 年 4 月 7 日	归母净利润	EPS				PE		
中高端	1234.HK	中国利郎	47	8%	0.4	0.4	0.4	0.5	10.6	9.0	8.0
中高端	603808.SH	歌力思	41	9%	0.8	0.4	0.8	1.1	32.0	14.4	10.7
大众消费	600398.SH	海澜之家	270	10%	0.6	0.5	0.7	0.8	11.8	9.2	7.9

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：海澜之家、比音勒芬盈利预测来自开源证券研究所，其他均为 Wind 一致盈利预测。

7、风险提示

主品牌运动西装推进、哈吉斯品牌势能及渠道拓展、新品牌孵化不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2760	3877	4094	4942	5651	营业收入	3788	4451	4425	5205	6025
现金	694	1907	2220	2441	3155	营业成本	1387	1606	1629	1884	2163
应收票据及应收账款	548	574	519	779	724	营业税金及附加	36	44	44	52	60
其他应收款	71	60	96	79	118	营业费用	1501	1765	1735	2046	2362
预付账款	46	74	54	86	81	管理费用	264	329	305	359	410
存货	965	1149	1130	1469	1482	研发费用	60	76	75	88	102
其他流动资产	435	111	74	87	91	财务费用	4	-3	-3	-3	-3
非流动资产	2099	2241	1751	1547	1375	资产减值损失	-90	-75	-62	-50	-50
长期投资	247	248	248	248	248	其他收益	64	65	65	65	65
固定资产	488	446	440	438	449	公允价值变动收益	-9	-8	0	0	0
无形资产	228	214	202	189	176	投资净收益	25	19	18	21	24
其他非流动资产	1136	1332	861	671	502	资产处置收益	1	1	0	0	0
资产总计	4859	6118	5845	6489	7026	营业利润	516	625	661	814	970
流动负债	1357	1773	1418	1665	1765	营业外收入	6	13	13	13	13
短期借款	104	80	80	80	80	营业外支出	9	22	22	22	22
应付票据及应付账款	391	507	480	639	628	利润总额	513	616	652	806	961
其他流动负债	862	1186	858	946	1057	所得税	123	136	143	177	211
非流动负债	180	78	46	56	60	净利润	390	479	508	628	750
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	24	15	16	20	24
其他非流动负债	180	78	46	56	60	归属母公司净利润	366	464	492	609	726
负债合计	1536	1851	1464	1721	1825	EBITDA	670	716	828	1013	1166
少数股东权益	94	105	121	140	164	EPS(元)	0.25	0.32	0.34	0.42	0.50
股本	1218	1459	1459	1459	1459	主要财务比率					
资本公积	286	769	769	769	769	成长能力					
留存收益	1724	1933	2175	2372	2668	营业收入(%)	15.7	17.5	-0.6	17.6	15.8
归属母公司股东权益	3228	4161	4260	4628	5037	营业利润(%)	87.1	21.2	5.8	23.2	19.1
负债和股东权益	4859	6118	5845	6489	7026	归属于母公司净利润(%)	74.4	26.7	6.1	23.6	19.3
						获利能力					
						毛利率(%)	63.4	63.9	63.2	63.8	64.1
						净利率(%)	9.7	10.4	11.1	11.7	12.1
						ROE(%)	11.7	11.2	11.6	13.2	14.4
						ROIC(%)	11.3	10.0	10.6	12.2	13.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	31.6	30.3	25.0	26.5	26.0
						净负债比率(%)	-17.2	-39.7	-48.1	-48.7	-58.2
						流动比率	2.0	2.2	2.9	3.0	3.2
						速动比率	1.2	1.4	2.0	2.0	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
						应收账款周转率	8.0	7.9	8.1	8.0	8.0
						应付账款周转率	3.2	3.6	3.3	3.4	3.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.25	0.32	0.34	0.42	0.50
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.42	0.36	0.34	0.76
						每股净资产(最新摊薄)	2.21	2.85	2.92	3.17	3.45
						估值比率					
						P/E	21.5	16.9	16.0	12.9	10.8
						P/B	2.4	1.9	1.8	1.7	1.6
						EV/EBITDA	10.5	8.7	7.1	5.6	4.3

现金流量表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	719	619	530	500	1108
净利润	390	479	508	628	750
折旧摊销	171	152	233	272	284
财务费用	4	-3	-3	-3	-3
投资损失	-25	-19	-18	-21	-24
营运资金变动	18	-142	-194	-380	106
其他经营现金流	161	152	4	4	-4
投资活动现金流	-301	235	276	-49	-87
资本支出	76	146	-31	-26	-3
长期投资	-288	310	0	0	0
其他投资现金流	-513	691	244	-75	-90
筹资活动现金流	-145	344	-493	-230	-307
短期借款	-134	-23	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	242	0	0	0
资本公积增加	1	483	0	0	0
其他筹资现金流	-12	-357	-493	-230	-307
现金净增加额	273	1198	313	221	714

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn