

报喜鸟系列报告之二：HAZZYS 是如何成长的

报喜鸟 (002154)

历史回顾：15 年盈亏平衡，18 年放开加盟后加速

我们将 HAZZYS 的发展分为 3 个阶段：1) 初入中国，水土不服 (2007-2011 年)：报喜鸟 2007 年与 LG 集团合作获得 HAZZYS 的品牌代理权，但在品牌刚进入中国出现水土不服的问题，一方面由于作为韩国品牌、版型偏小，另一方面也由于韩国的交货周期和中国不完全同步。2) 本土化阶段 (2011-2018 年)：2011 年报喜鸟获得全部 HAZZYS 的商标使用许可权，在国内成立了本土的研发团队，针对中国人的版型和审美重新设计；但这一阶段，品牌仍以直营为主，到 2014 年仍为亏损，2015 年首次实现了盈亏平衡。3) 加速发展阶段 (2018 年至今)：此前品牌渠道主要集中在一二线，18 年开始放开加盟、做渠道下沉，2018 年净开 62 家 (同比增长 20%)；HAZZYS 的加盟商多来自商务男装和高端女装。

产品优势：性价比高、女装占比高、年轻化突出

我们分析，HAZZYS 相较竞品 (TOMMY、LACOSTE、GANT、DECO 等) 的优势在于：1) 产品结构更合理，女装占比更高，且 20 年进一步发展配饰系列；2) 性价比高：以 POLO 衫为例，HAZZYS 的 POLO 衫单价 990 元、竞品在 1500 元以上；3) 报喜鸟具备产品开发权，从而使得 HAZZYS 的版型相较竞品更符合中国群体；4) 产品更加年轻化，使得品牌核心客群年龄段低于竞品。产品优势直接使得品牌的复购率和连带率更高。

渠道优势：平效高、扣点低、退换货条件好

HAZZYS 放开加盟后，受到加盟商的欢迎，我们分析主要由于：(1) 品牌店效和平效较高：2020 年 HAZZYS 店效约 294 万元、平效约 2.5 万元；(2) 退换货率高、库存压力小，而这主要由于公司在奥莱和线上发展顺利；(3) 渠道扣点低于其他品牌、且终端折扣率控制良好，从而加盟商盈利较好。

盈利预测和投资建议

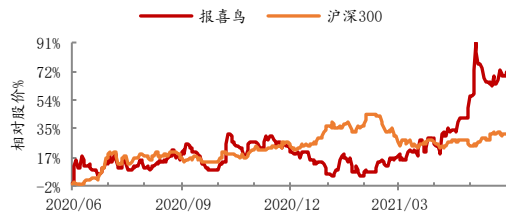
我们分析，HAZZYS 处于加速发展期，且品牌在开店、店效提升、线上加速、盈利能力提升等方面仍有空间。维持 21-23 年 EPS0.38/0.5/0.62 元，对应 PE 分别为 13/10/8X，维持“买入”评级，维持目标价 7.6 元 (对应 21 年 20XPE)。

风险提示

存货积压风险，店效提升不及预期，渠道调整不及预期，系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	7.6
最新收盘价：	4.97
股票代码：	002154
52 周最高价/最低价：	5.62/2.9
总市值(亿)	60.52
自由流通市值(亿)	55.17
自由流通股数(百万)	1,109.96



分析师：唐爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

研究助理：朱宇昊
邮箱：zhuyh@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话：

相关研究

1. 【华西纺服】报喜鸟深度报告：主品牌、HAZZYS 双轮驱动，大股东全额定增

2021.05.10

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,273	3,788	4,558	5,615	6,757
YoY (%)	5.2%	15.7%	20.3%	23.2%	20.3%
归母净利润(百万元)	210	366	467	603	754
YoY (%)	305.3%	74.4%	27.5%	29.1%	25.1%
毛利率 (%)	61.7%	63.4%	67.3%	67.6%	68.0%
每股收益 (元)	0.17	0.30	0.38	0.50	0.62
ROE	7.5%	11.4%	13.1%	15.0%	16.3%
市盈率	28.80	16.51	12.95	10.04	8.02

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 历史回顾：15年盈亏平衡，18年放开加盟后加速.....	4
2. 产品优势：性价比高、女装占比高、年轻化突出.....	4
3. 渠道优势：平效高、扣点低、退换货条件好.....	6
4. 成长驱动：开店、店效提升、线上发力、利润率提升.....	6
5. 盈利预测.....	7
6. 风险提示.....	7

图表目录

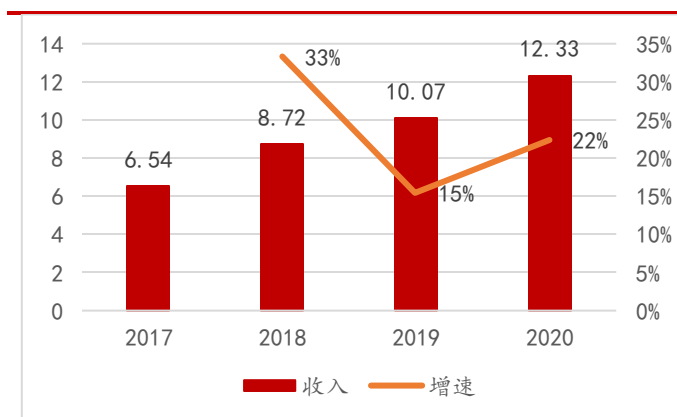
图 1 HAZZYS 近年销售额（亿元）.....	4
图 2 HAZZYS 历年店数（家）.....	4
表 1 淘宝同业数据对比.....	4
表 2 营销策略.....	5

1. 历史回顾：15 年盈亏平衡，18 年放开加盟后加速

HAZZYS 定位英伦都市休闲品牌，品牌由韩国 LG 服装集团创立于 2000 年，针对追求时尚和品位的 25-40 岁的都市精英群体；品牌名称来自 1928 年成立的英国剑桥大学赛艇俱乐部，而品牌 logo 则借鉴了英国皇家猎犬。

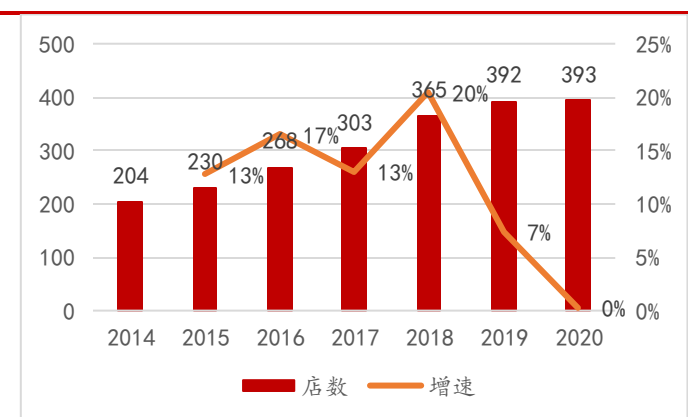
我们将 HAZZYS 的发展分为 3 个阶段：**(1) 初入中国，水土不服 (2007-2011 年)**：报喜鸟 2007 年与 LG 集团合作获得 HAZZYS 的品牌代理权，而在 HAZZYS 刚进入中国的几年却出现水土不服的问题，一方面由于作为韩国品牌、版型偏小，另一方面也由于韩国的交货周期和中国不完全同步。**(2) 本土化阶段 (2011-2018 年)**：2011 年报喜鸟获得全部 HAZZYS 的商标使用许可权，在国内成立了本土的研发团队，包括设计师、版师、面料师、工艺师等数十人，针对中国人的版型和审美设计服装；2012 年 HAZZYS 贡献收入超 1 亿元，成为报喜鸟第二大支柱品牌；但这一阶段，品牌仍以直营为主，到 2014 年仍为亏损，2015 年随着店效逐步提升，HAZZYS 首年实现了盈亏平衡。**(3) 加速发展阶段 (2018 年至今)**：此前品牌渠道主要集中在一二线，18 年开始放开加盟、做渠道下沉，2018 年净开 62 家、店铺数同比增长 20%；HAZZYS 的加盟商多是做商务男装和高端女装的出身，拥有一定的 VIP 群体基础。

图 1 HAZZYS 近年销售额 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 HAZZYS 历年店数 (家)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 产品优势：性价比高、女装占比高、年轻化突出

我们分析，HAZZYS 相较竞品 (TOMMY、LACOSTE、GANT、DECO 等) 的优势在于：1) 产品结构更合理，女装占比高于竞品，且 20 年开始进一步发展配饰系列；2) 产品性价比高：以 POLO 衫为例，HAZZYS 的 POLO 衫单价 990 元、竞品 POLO 衫单价 1500 元以上；3) 报喜鸟具备产品开发权，从而使得 HAZZYS 的版型相较竞品更符合中国群体；4) 产品更加年轻化，使得品牌核心客群年龄段低于竞品。产品优势直接使得品牌的复购率和连带率更高。

表 1 淘宝同业数据对比

Hazzys (哈吉斯)	比音勒芬	LACOSTE	GANT	Tommy Hilfiger
--------------	------	---------	------	----------------

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

照片					
粉丝数量	229 万	16.2 万	164 万	34.7 万	164 万
商品数量	1412 件	511 件	1000+	1000+	1000+
销量前十	销量：13094 件 价位带：442-742 元/T 恤	销量：1882 件 价位带：614-1530 元/T 恤	销量：9912 件 价位带：325-840 元	销量：903 件 价位带：256-806 元	销量：3040 件 价位带：390-890 元/POLO 衫

资料来源：淘宝，华西证券研究所

拓展品类、按系列订货，提高连带率。2007 年进入中国市场以来，HAZZYS 一直以男装和女装业务为主；在成衣之外，HAZZYS 积极拓展了配饰等其它品类。消费者对于整体穿搭的要求越来越高，更加关注鞋、帽、配饰等的整体感。因此从订货端开始，公司即改变了此前的按品类订货，2020 年开始按系列来订货、从而带动了连带率的提升。

注重跨界营销、签约韩流明星、重视品牌年轻化打造。品牌负责人此前做广告出身，在营销方面较为擅长。公司在明星带货、网络推广结合上做的较好，并做了较多跨界营销、快闪店等活动。

表 2 营销策略

签约明星	签约 Red Velvet 队长裴珠泫（配饰类）、陆星材等年轻一代韩流明星，打入年轻市场。
推出自有品牌	2017 年秋冬，HAZZYS 专门推出了针对年轻消费群体的 Phiz 系列。该系列以英国指示犬的狗头为标志，狗狗丰富的眼神和表情正体现了当下年轻人的生活态度。
推出联名	2017 年，HAZZYS 携手法国传奇艺术家 Ramdane Touhami，推出了 HAZZYS x Ramdane 限量合作系列；2018 年，HAZZYS 获得了网球四大满贯之一——温布尔登网球锦标赛（“温网”）的授权，推出了温网跨界系列，包含网球 Polo，短裤、网球连衣裙等；2019 中秋，完成了自己在伦敦城的新品发布走秀；2021 年 5 月，HAZZYS 跨界萌宠行业，携手英国知名玩具品牌 Playforever 重磅推出联名新品。
举办赛事吸引新锐设计师	2015 年启动了两年一届的“原创潮流插画设计大赛”，以特定主题征集新锐插画设计师的作品。所有的优胜者都能获得丰厚的奖励，而名次位于前列的设计师，他们的作品将被采纳并制作成 T 恤等产品出售，双方将签订版权协议。
一日店长	每年都有 4-5 个店铺举办“一日店长”的活动，公司会邀请十几个当红明星来担任一日店长吸引流量，例如曾邀请过黄景瑜、谭松韵等热播剧明星
快闪店	2013 年起，HAZZYS 开始试水线下主题巡展活动，例如“千寻之冠”，“飞屋城堡”等，现场也会布置成皇冠和城堡的场景。巡展还会邀请设计师、造型师等嘉宾亲临现场。目前 HAZZYS 每年举办 30-50 场快闪店活动，每场活动持续时间在一周左右、每场活动销售额在 70-80 万左右。
线上小程序	2019 年筹建单独的新零售事业部，运营仅仅一年时间，线上官方小程序销售额突破 1 个亿，探索出一条围绕“公众号+视频号+小程序+企业微信”的私域打法。2021 年 5 月，Playforever 联名款在小程序首发，确认了联名款产品以正价销售的策略，线上线下活动齐蓄力，专注视频号直播转化。 报喜鸟集团将加快全面推进私域布局的步伐，发布“双百计划”——培养 100 个优秀的标杆导购主播和 100 家直播标杆门店，提升私域的覆盖率和留存能力。

资料来源：淘宝，华西证券研究所

3. 渠道优势：平效高、扣点低、退换货条件好

HAZZYS 放开加盟后，受到加盟商的欢迎，我们分析主要由于：（1）品牌店效和平效较高：我们假设 HAZZYS 的渠道结构为直营/加盟/线上各占 60%/20%/20%，从而推出 2020 年 HAZZYS 店效约 294 万元；我们假设单店面积在 120 m²左右，从而估计平效约 2.5 万元；（2）退换货率高、库存压力小，而这主要由于公司在奥莱和线上发展顺利；（3）渠道扣点低于其他品牌、且终端折扣率控制良好，从而加盟商盈利较好。

4. 成长驱动：开店、店效提升、线上发力、利润率提升

HAZZYS 目前在国内中高端英伦休闲风格细分市场处于领先地位，品牌通常选址在一二线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。2020 年 HAZZYS 在线下共 393 家门店，以华东（尤其是江浙沪）为主，其中一二线城市共 324 家门店、占比 72%。报喜鸟 2020 年排名前五的直营店中，HAZZYS 占到了四席。

从品牌成长驱动看，我们分析来自以下 4 个方面：开店、店效提升、线上发力、盈利能力继续提升。

开店：分地区来看，华东为品牌的优势地区，华南、西南发展提速，东北地级市布局较完善、核心城市仍具提升空间。2020 年 HAZZYS 开始组织架构调整，在全国设置销售分公司，加速布局。我们在《报喜鸟深度报告》中曾分析：对比同样定位中高端、面料优质、具备国外设计元素的运动休闲品牌比音勒芬来看，我们分析：（1）相较于比音勒芬，HAZZYS 仍有较大开店空间，2020 年比音门店数为 979 家，HAZZYS 393 家，二者均主要在一二线购物中心和商场开店，我们分析比音店铺能达到 1000 家主要由于比音渠道下沉能力更强，比音的渠道下沉能力主要得益于比音的客群的年龄段更高、购买力更强；（2）HAZZYS 价格带较比音低、且品类更多；（3）HAZZYS 店效更高，2020 年 HAZZYS/比音直营店效估计分别为 368 万/274 万，我们分析比音由于开店更快、对平均店效有一定稀释。

店效提升：我们分析，公司店效提升空间来自：（1）渠道优化，公司将逐步关闭低效店铺，在客流量大的位置替换新店铺；（2）加大品牌推广，例如明星带货、抖音自播带货、一日店长活动、快闪店活动等；（3）产品组合上做调整、提升连带率，例如 2020 年公司开始做手袋、皮具。

线上加速：线上开展全员营销，自播助力品牌推广。公司线上包括：（1）微商城——由新零售事业部管理，新零售事业部开展全员营销，上至总经理、下至导购均参与营销推广，2020 年微商城收入过亿元；（2）淘宝、唯品会等传统电商平台全覆盖，天猫“双十一”三天实现销售过亿元；（3）抖音等内容营销渠道，目前抖音主要是做推广、销售占比较少。

盈利能力提升：我们分析，盈利能力提升主要来自：1）加盟快速开店、盈利能力更强的加盟业务占比提升；2）更严格的零售折扣管理；3）加强供应链管理提升产品倍率，即在不提价的情况下、加强成本控制；4）品牌议价能力提升，获得更好的渠道条件。

5. 盈利预测

我们分析，HAZZYS 处于加速发展期，且品牌在开店、店效提升、线上加速、盈利能力提升等方面仍有空间。维持 21-23 年 EPS0.38/0.5/0.62 元，对应 PE 分别为 13/10/8X，维持“买入”评级，维持目标价 7.6 元（对应 21 年 20XPE）。

6. 风险提示

存货积压风险，店效提升不及预期，渠道调整不及预期，系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,788	4,558	5,615	6,757	净利润	390	497	641	802
YoY(%)	15.7%	20.3%	23.2%	20.3%	折旧和摊销	171	90	88	90
营业成本	1,387	1,490	1,818	2,164	营运资金变动	78	99	77	89
营业税金及附加	36	46	56	68	经营活动现金流	719	784	899	1,070
销售费用	1,501	1,823	2,246	2,703	资本开支	-43	15	26	21
管理费用	264	410	505	608	投资	-288	-755	-903	-1,081
财务费用	4	-10	-9	-8	投资活动现金流	-301	-717	-849	-1,026
资产减值损失	-90	-121	-123	-127	股权募资	0	0	0	0
投资收益	25	23	28	34	债务募资	359	-104	0	0
营业利润	516	678	875	1,096	筹资活动现金流	-145	-246	-140	-140
营业外收支	-3	3	3	4	现金净流量	273	-179	-90	-96
利润总额	513	681	879	1,099	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	123	184	237	297	成长能力				
净利润	390	497	641	802	营业收入增长率	15.7%	20.3%	23.2%	20.3%
归属于母公司净利润	366	467	603	754	净利润增长率	74.4%	27.5%	29.1%	25.1%
YoY(%)	74.4%	27.5%	29.1%	25.1%	盈利能力				
每股收益	0.30	0.38	0.50	0.62	毛利率	63.4%	67.3%	67.6%	68.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	10.3%	10.9%	11.4%	11.9%
货币资金	694	515	425	329	总资产收益率 ROA	7.5%	8.7%	9.5%	10.1%
预付款项	46	45	55	65	净资产收益率 ROE	11.4%	13.1%	15.0%	16.3%
存货	965	939	946	948	偿债能力				
其他流动资产	1,054	1,900	3,054	4,423	流动比率	2.03	2.25	2.29	2.35
流动资产合计	2,760	3,398	4,480	5,765	速动比率	1.28	1.59	1.77	1.93
长期股权投资	247	247	247	247	现金比率	0.51	0.34	0.22	0.13
固定资产	488	431	360	293	资产负债率	31.6%	31.5%	33.8%	35.2%
无形资产	228	212	201	189	经营效率				
非流动资产合计	2,099	1,974	1,839	1,709	总资产周转率	0.78	0.85	0.89	0.90
资产合计	4,859	5,372	6,320	7,474	每股指标 (元)				
短期借款	104	0	0	0	每股收益	0.30	0.38	0.50	0.62
应付账款及票据	391	449	548	652	每股净资产	2.65	2.92	3.30	3.80
其他流动负债	862	1,064	1,411	1,799	每股经营现金流	0.59	0.64	0.74	0.88
流动负债合计	1,357	1,513	1,959	2,451	每股股利	0.00	0.11	0.11	0.11
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	180	180	180	180	PE	16.51	12.95	10.04	8.02
非流动负债合计	180	180	180	180	PB	1.26	1.70	1.51	1.31
负债合计	1,536	1,692	2,139	2,631					
股本	1,218	1,218	1,218	1,218					
少数股东权益	94	124	162	210					
股东权益合计	3,322	3,679	4,181	4,843					
负债和股东权益合计	4,859	5,372	6,320	7,474					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。