

2021年08月08日

# 报喜鸟系列报告之三：国潮搭台，定制发力

## 报喜鸟(002154)

### 主要观点：

我们此前曾发布了公司深度报告、HAZZYS 专题报告，此次我们专门针对报喜鸟主品牌进行探讨。目前市场担心男装赛道持续萎靡、从而担心主品牌的成长性，我们认为，男装行业持续低迷不仅仅在于男性消费频次低、行业被运动、休闲分流，更多在于行业自身缺乏品类创新、面料创新、管理创新；而报喜鸟则转型较早，一方面通过拓展休闲单西、弹性面料解决西装场景痛点，另一方面打造私人订制解决库存痛点，在年轻化调整、渠道结构调整、引入信息系统进行加盟精细化管理、智能制造供应链打造上步伐均领先于行业，因此在数据上短期已体现在 21Q1 领先于同行复苏；中长期在国潮回归、疫情带来行业洗牌的背景下，我们判断主品牌空间有望达到 30-50 亿元；更进一步，公司有望成长为多品牌运营集团，不排除 HAZZYS 之外仍有新品牌成为增长点。

### 历史回顾：学习韩企商品企划模式

2016 年后，公司变化在于：(1) 大股东回归主业：2018 年前公司一直处于无实控人状态，吴总早在 2012 年已开始增持、更于 2018 年与女儿吴婷婷增持至 20%、成为公司实控人，2019 年增持至 25%，2020 年进一步全额认购 8.8 亿元定增、股权进一步增至 39%；(2) 学习韩企商品企划模式，从高加价率、低售罄率、低折扣率转向高周转、高折扣模式；(3) 打造全品类私人定制的智能制造体系，2020 年私人订制占比已从 2014 年 15% 提升至 30%；(4) 多品牌方面适度收缩，HAZZYS、主品牌、宝鸟是当前主要驱动。

### 公司优势：产品年轻化，供应链智能化，渠道精细化

(1) 产品：西装需要解决单一场景和难打理两个痛点，公司一方面推出休闲单西拓展应用场景，另一方面开发弹性面料解决难打理痛点；(2) 供应链：西装肩和领两个部位的制作是痛点，报喜鸟推出更适合中国人的西服版型；公司智能制造体系是业内仅有的两家工业 4.0 标准之一，可以实现 6.54 天交货、价格有优势、返修率低，壁垒在于自动打版和自动剪裁；(3) 渠道：商场和购物中心占比 2/3，率先实行加盟商精细化管理、较高的退换货比例，店效高于同业。

### 成长空间：预计长期终端规模 30-50 亿元

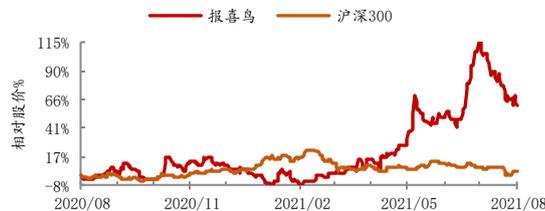
我们分析，未来主品牌成长空间主要来自：1) 外延开店，主品牌开店空间在 1200-1500 家，若对标劲霸加大加盟比例有望达到 2000 家；2) 店效提升，目前店效为 253 万元，未来有望达到 300 万元；国外 RalphLauren 品牌店效则可达 616 万元。维持 21/22/23 年归母净利润分别为 5.54/7.28/9.24 亿元、对应 PE 分别为 12/9/7X，维持买入和目标价 9.1 元（暂不考虑定增摊薄，对应 21 年 20XPE）。

### 风险提示

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：买入  
目标价格：9.1  
最新收盘价：5.24

股票代码：002154  
52 周最高价/最低价：7.21/2.98  
总市值(亿)：63.80  
自由流通市值(亿)：58.16  
自由流通股数(百万)：1,109.96



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

### 相关研究

- 【华西纺服】报喜鸟系列报告之二：HAZZYS 是如何成长的  
2021.06.07
- 【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

疫情反复风险；开店进度低于预期风险；系统性风险。

## 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	4,717	5,911	7,133
YoY (%)	5.2%	15.7%	24.5%	25.3%	20.7%
归母净利润(百万元)	210	366	554	728	924
YoY (%)	305.3%	74.4%	51.1%	31.5%	27.0%
毛利率 (%)	61.7%	63.4%	67.3%	67.6%	68.0%
每股收益 (元)	0.17	0.30	0.45	0.60	0.76
ROE	7.5%	11.4%	15.2%	17.2%	18.4%
市盈率	30.37	17.41	11.52	8.76	6.90

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 历史回顾：学习韩企商品企划模式，定位高周转、高折扣 .....	4
2. 公司优势：产品年轻化，供应链智能化，渠道精细化 .....	7
2.1. 产品优势：轻正装系列年轻化，打造符合中国人版型西装 .....	7
2.2. 供应链优势：个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率 .....	10
2.3. 渠道优势：新兴渠道占比高叠加精细化管理，店效较同业高 .....	14
3. 成长空间：预计长期终端规模达 30-50 亿元 .....	15
4. 盈利预测 .....	16
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1 历年主品牌收入及增速（亿元） .....	5
图 2 2020 年店铺数量区域分布占比 .....	5
图 3 主品牌历年店数及增速 .....	5
图 4 主品牌店效及平效 .....	5
图 5 2014-2023 年西服市场规模（亿元） .....	5
图 6 报喜鸟上市至今股价走势（前复权，元） .....	7
图 7 报喜鸟工艺流程图 .....	10
图 8 报喜鸟生产周期 .....	12
图 9 报喜鸟及同业店铺结构 .....	14
图 10 报喜鸟及同业直营店店效（万元） .....	14
表 1 公司历史回顾 .....	6
表 2 西服工艺难度 .....	8
表 3 结合国潮驱动主品牌潮流转型 .....	8
表 4 我国主要西服品牌目标客户与价格（收入单位：亿元，价格带单位：元，店数单位：家） .....	9
表 5 公司定制流程 .....	11
表 6 公司服装打版主要优势 .....	11
表 7 报喜鸟 VS 酷特智能生产流程对比 .....	12
表 8 报喜鸟及同业对比（收入单位：亿元） .....	13
表 9 报喜鸟单店模型 .....	14
表 10 主品牌开店空间 .....	16

我们此前曾发布了公司深度报告、HAZZYS 专题报告，此次我们专门针对报喜鸟主品牌进行探讨。目前市场担心男装赛道持续萎靡、从而担心主品牌的成长性，我们认为，男装行业持续低迷不仅仅在于男性消费频次低、行业被运动、休闲分流，更多在于行业自身缺乏品类创新、面料创新、管理创新；而报喜鸟则转型较早，一方面通过拓展休闲单西、弹性面料解决西装场景痛点，另一方面打造私人定制解决库存痛点，在年轻化调整、渠道结构调整、引入信息系统进行加盟精细化管理、智能制造供应链打造上步伐均领先于行业，因此在数据上短期已体现在 21Q1 领先于同行复苏；中长期在国潮回归、疫情带来行业洗牌的背景下，我们判断主品牌空间有望达到 30-50 亿元；更进一步，公司有望成长为多品牌运营集团，不排除 HAZZYS 之外仍有新品牌成为增长点。

## 1. 历史回顾：学习韩企商品企划模式，定位高周转、高折扣

报喜鸟成立于 1996 年，2007 年上市，是温州第一家国内上市的鞋服企业。2017 年后公司重新聚焦主业，2020 年报喜鸟主品牌店数 779 家（加盟/直营为 549/230 家）、收入 12.76 亿元，在疫情后实现率先复苏。2020 年报喜鸟主品牌直营、加盟店数分别为 230、549 家，直营店数占比约 30%、渠道以加盟为主。

### 1.1.1. 品牌战略回顾：率先发展私人定制，持续研发新品类、新面料

回顾品牌发展历史，我们分为 4 个阶段：

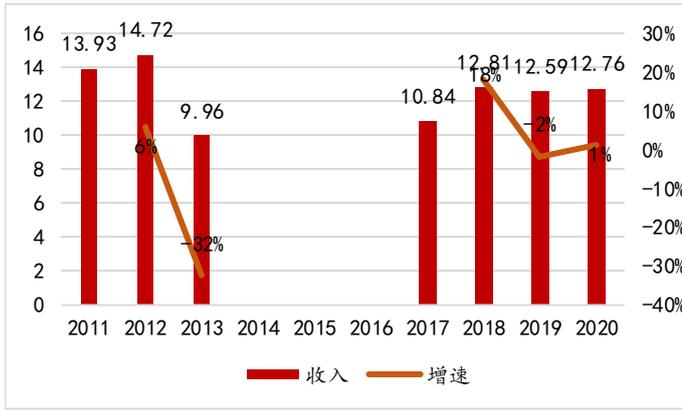
(1) **1996-2000 年名牌发展阶段**：行业由杂牌向品牌化发展，报喜鸟成为中国本土最早的高端定位男装。

(2) **2001-2010 年提价驱动阶段**：西装行业放缓、叠加商场崛起，在此期间广东品牌依托商场渠道快速扩张；报喜鸟在 07、08 年直营扩张较快、此后由于商场费用高企有所放缓，公司净利增长更多来自毛利率提升。

(3) **2011-2015 年：加大加盟扩张力度但遭遇行业阵痛、转型多元化**：此前报喜鸟的加盟模式为点对点小加盟商模式，利于精细化管理，但不利于扩张；2010 年下半年后，报喜鸟定位的日韩风格西装兴起，借此之际公司提出巨人计划（由小加盟转为大加盟模式）、加大加盟扩张力度（提高人均开店），特别是针对商场渠道痛点，公司找到了应对方法——扶持加盟商在二线商圈开大店，这一阶段一度抢占了庄吉、法派等品牌较多份额；但 2012 年后行业进入去库存阶段、公司也在 2013 年迎来历史库存高点，2015 年将互联网金融作为第二主业。

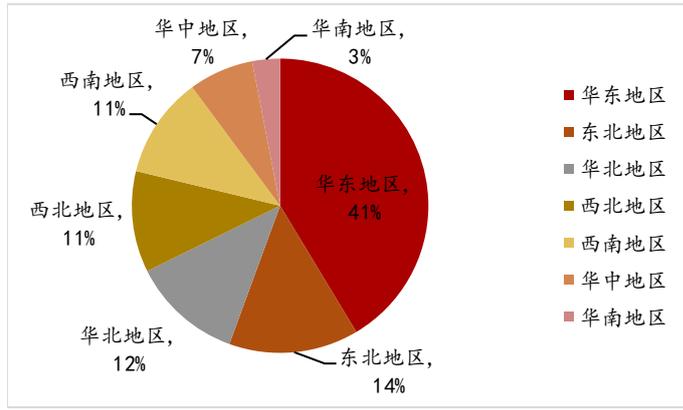
(4) **2016 至今回归主业阶段：学习韩企商品企划模式，打造全品类私人定制，持续拓展新品类、新面料**。代理 HAZZYS 之后，报喜鸟在商品企划方面深入学习了韩企，坚决走商品企划之路，管控目标是高周转率和高平效（过去公司按面积铺货、此后按照目标周转率），即从高加价率、低售罄率、低折扣率转向高周转、高折扣。2013 年公司开始尝试拓展私人定制，2015 年正式召开智能制造战略发布会，2020 年私人定制占比已从 2014 年 15% 提升至 30%。多品牌方面，公司一度高达 11 个品牌、近年来逐步收缩到 5-6 个品牌，HAZZYS、主品牌、宝鸟是当前主要驱动。

图 1 历年主品牌收入及增速 (亿元)



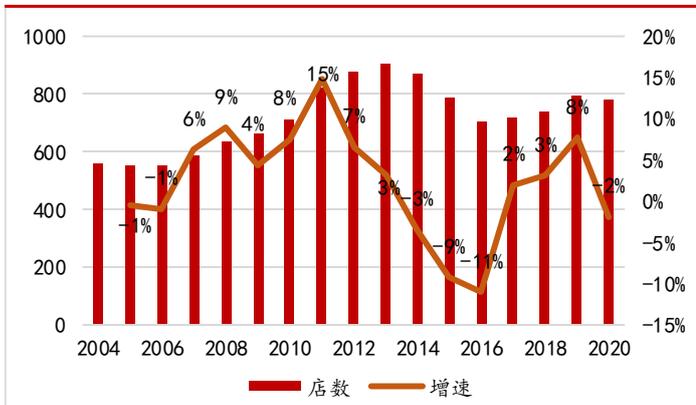
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2020 年店铺数量区域分布占比



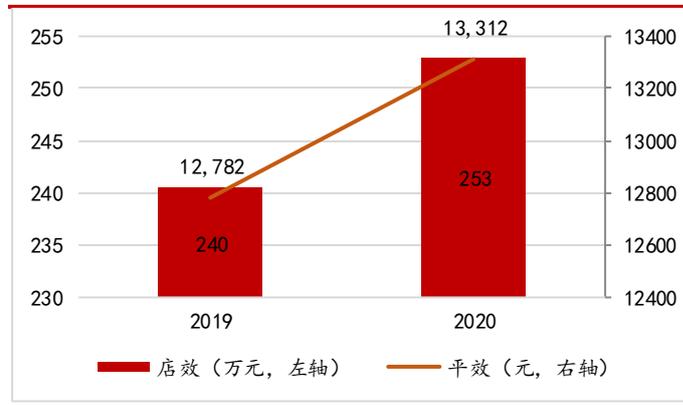
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 主品牌历年店数及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 主品牌店效及平效



资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：假设加盟商出货折扣 5 折。单店店效=收入/(直营店数+加盟店数\*加盟出货折扣)

图 5 2014-2023 年西服市场规模 (亿元)



资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

表 1 公司历史回顾

行业	时间	公司
由杂牌向品牌发展	1984 年	吴志泽家族创立浙江纳士制衣有限公司
	1996 年 3 月	纳士公司与浙江报喜鸟制衣有限公司、浙江奥斯特制衣有限公司合并，成立了报喜鸟集团。这也是温州第一个打破传统家庭式经营模式、自愿联合组建的服饰集团，总资产达到 2000 余万元。
	1998 年	邀请香港影星任达华担当形象代言人，“报喜鸟”品牌迅速成为公众焦点。
	1999 年	报喜鸟的 CS 顾客满意工程“为顾客服务”在全国市场内外散开。CS 工程的核心内容是：报喜鸟全国统一价、永不打折。
商场渠道大力发展，广东品牌崛起	2001 年	成立股份公司
	2007 年	公司上市，08 年后外延放缓，净利增长更多来自提价
行业去库存	2011 年	公司推出巨人计划，加快加盟扩张、开大店、提高人均店数
	2012 年	报喜鸟推出两款专利西服：凉爽西服、零克重西服。
	2013 年	公司库存历史高位，回购加盟商库存
	2014-2015 年	启动智能制造项目，投资 1 亿多元，公司开始建立报喜鸟大规模个性化智能定制系统，构建“C2M+O2O”的运行模式
线上崛起，国潮回归	2020 年	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，拥有西服产能 130 万套/年、衬衫产能 70 万件/年；其他品类采用委外加工生产。
	2021 年	拟向安徽长丰（双凤）经济开发区购买工业用地约 160 亩，建设研发生产服务型基地（双凤工业园），原上海松江工业园、合肥工业园的部分生产、办公、仓库、后勤等配套设施将迁往双凤工业园，预计总投入金额约 3.5 亿元，投产后高档职业装产能将提升至 100 万套。  同 CCTV 合作《大国品牌》

资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 1.1.2. 公司治理回顾：大股东 2017 年持续增持，经营职业化

公司由 5 个合伙人共同创立，2010 年解禁后不同股东之间有所分歧，其他创始人陆续减持退出，最终其他 4 个创始人分别负责集团的 PE、家纺、地产、金融等业务，现任董事长吴总负责服装业务。2018 年前公司一直处于无实控人状态，而吴总早在 2012 年已开始增持、更于 2018 年与女儿吴婷婷增持至 20%、成为公司实控人，2019 年增持至 25%，2020 年进一步全额认购 8.8 亿定增、股权进一步增至 39%。

在管理上，公司采取了“资本家族化、经营职业化”的治理结构，比传统家族经营在“任人唯贤”方面具有显著优势，各品牌负责人由职业经理人担任，这也为报喜鸟吸引真正的人才打下基础。公司上市后在 2008 年、2017 年推出过 2 次股权激励。

在多品牌管理上，公司实施管理后台共享（信息化系统等）、研发和市场独立（保证每个品牌自己的风格），每个品牌有独立的运营团队；总部对成熟的品牌（如宝鸟）进行战略管控，对新品牌则可细化到运营管控。

图 6 报喜鸟上市至今股价走势（前复权，元）



2008 年 12 月股权激励，149 名，发行期 1777.8 万份股票期权，行权价格为 2.76 元（前复权）。	截至 2011 年 11 月 17 日，报喜鸟集团连续六个月内累计减持公司股份 670 万股，占总股本 1.14%。	2014 年 8 月报喜鸟集团向吴真生、吴婷婷、陈一帆转让 3%、5%、7% 合计 8790 万股、对应 15% 股份；12 月向吴真生、吴文忠、叶芯甸分别转让 1781/1557/2736 合计 6075 万股、对应 10.37%	吴真生于 2017 年 1 月 13 日期间通过大宗交易减持 2964 万股，减持均价为 4.57 元（前复权），占总股本 2.53%。	2018 年 5 月-2019 年 12 月，董监高谢海静、吴亚女士拟减持 70.31 万股，谢海静拟减持 56.54 万股	2021/3/22-9/21，吴利女士拟减持 70.31 万股，谢海静拟减持 56.54 万股
2009 年 12 月增发募集 7.8 亿元用于新增 178 家店，增发价为 4.46 元（前复权）	2012 年吴真生减持了 281 万股，报喜鸟集团和吴志泽增持了 271 万股，陈章银减持了 134 万股	2015 年 6 月报喜鸟集团向许小平、郑小云、林凯文转让 10.3% 股份	2017 年 3 月向 57 人定向发行激励股票共 1 亿股，售价为 2.56 元/股（前复权），有效期 3 年。	2017-2019 年 3 月，吴婷婷增持 1.01 亿股，增持均价 3.27 元（前复权）。	5 月 10 日盘后公司拟向控股股东吴志泽先生非公开增发不超过 2.72 亿股、募资金额不超过 8.8 亿元，增发均价为 3.19 元/股（前复权）
2010 年 8 月 31 日至 10 月 13 日，报喜鸟集团累计减持 1251 万股，减持均价为 5.19 元（前复权）。	2012 年 12 月增发募集 0.41 亿元用于营销网络优化建设，发行价 4.29 元（前复权）。	2015 年 7 月 10 日至 2016 年 1 月 9 日，吴志泽通过二级市场增持 840 万股，增持均价 6.77 元（前复权）。	2018 年 5 月 30 日-11 月 29 日，谢海静、吴利亚减持 179 万股，减持均价 3.1 元（前复权）。	章袖元、吴利亚、葛武静自 2019 年月至 2020 年 11 月共减持公司股票 334 万股，减持均价 3.671 元（前复权）。	

资料来源：wind，华西证券研究所

## 2. 公司优势：产品年轻化，供应链智能化，渠道精细化

### 2.1. 产品优势：轻正装系列年轻化，打造符合中国人版型西装

我们认为，一方面，休闲品类的时尚很难抓住，但西装风格永存，国外仅做西服的品牌能做成百年企业；另一方面，随着千禧一代逐渐成为消费主力，90 后、00 后的西装消费频率远高于前辈，此前 70、80 后的西装消费频次是 1-2 年购置 1 套西装，而 90、00 后 1 年购置 5-6 套西装成为主流；但我们同样认为，西装品类年轻化、与运动和休闲争夺份额，需要解决单一场景和难打理两个痛点。

针对与此，报喜鸟的做法在于：

(1) 品类上，打造休闲西服，拓展西服应用场景；开发弹性面料，解决难打理痛点；打造全品类私人订制，符合年轻人个性化需求。公司推出高级定制、商务正装、商务休闲系列、时尚休闲系列和婚庆礼服等 5 个系列，覆盖多应用场景。

公司从 13 年秋冬产品就开始了产品年轻化、时尚化转变；2015 年后，公司加强了产品原创、即从面料端开始研发和采购降低成本，先从外套、衬衫做起，随后做针织类，同时降低 SKU；2019 年报喜鸟“轻”正装系列全新上市，采用了报喜鸟升级改造后的轻柔弹力羊毛面料，轻柔透气，采用弹力微皱肌理、减轻上身的束缚感，更加轻便舒适及易打理、更适合运动休闲场景；近些年进一步推出了商旅便西（西装即使从箱子中拿出抖抖就能平）。此外，公司实行差异化定价，即传统西装定位为入门级消费、适度降价引流，而时尚版新品定价则较高、主要针对高端 VIP 客户推出。

(2) 版型上，西装被称为“服装之王”的根本在于设计和制作难度高于其他服装，肩和领两个部位的制作是痛点。报喜鸟针对中国人体型推出更适合中国人的西服版型：目前公司互联网平台和智能制造平台积累量体数据 10 亿条、提供不同版型组合 20 万条、提供面料、配件数据 20 万条。在传统西服版型中，英式衣长较长，美式次之，欧式最短。穿着西服的标准衣长是要盖过臀峰或 2/3 位置，过长或过短的西服都会显得格格不入；报喜鸟根据对中国男性体型特征的分析研发出了 8 种体型版型，设计适当的衣长、精准的比例设计、极佳的修身效果，使中国男士穿着更显腿长，身材更加挺拔。

表 2 西服工艺难度

工艺	难点
肩的处理	如果以简单的直线裁剪肩缝，很难解决肩部曲线问题，服装也达不到合体挺括的效果
领的处理	使用领面和挂面结合的方式对技术要求较高，初学者掌握起来难度较大，而且结合过程中要特别调节领口和领面的缝面
缝制图案	缝制图案有特殊要求，设计者必须考虑织物使用的特点，注意其用途、面料的种类、穿着的年龄等因素
款式设计	西服的新款设计相对于其他服饰更为困难，需要考虑肩、领的处理和图案的创新

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

(3) 营销上，重新聘请张若昀作为代言人，此前代言人为任达华、古天乐；全面使用小红书、抖音、微博等渠道向年轻群体进行种草推送；国潮崛起背景下，报喜鸟通过合作 CCTV《大国品牌》、推出联名款等一系列动作。

表 3 结合国潮驱动主品牌潮流转型

2020 年 9 月 22 日	报喜鸟在杭州良渚文化艺术中心发布了 2020 年秋冬新品大秀，并正式推出与中国先锋设计师品牌 PRONOUNCE 合作的联名系列“无限喜”，以一种新的形式把传统中国
-----------------	--

文化中的民族元素应用到服装上

TmallChinaCool 天猫全球 报喜鸟借由对“国潮”的演绎与诠释来驱动品牌的潮流转型  
时装周

2021 年 公司旗下高端商务职业装定制品牌 BONO 登陆 CCTV《品牌强国》节目，向公众展现出报喜鸟在坚持西装定制的过程中不断融合新元素的成果。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

(4) 消费者服务上，公司提供免费干、水洗、改衣等服务，从运营结果上我们关注消费者画像、且高端品牌更关注复购率：公司 80、90 后占比近年有所提升；VIP 销售约占一半、东北强势市场占比更高。

表 4 我国主要西服品牌目标客户与价格（收入单位：亿元，价格带单位：元，店数单位：家）

高端客户	品牌	Kiton	CasreAttolini	Caraceni	Zegna	Hugo Boss	Dunhill	Armani	Cerruti1881
	价格带	19000-35000	10000-30000	28000 起	15000-30000	5000-10000	10000-20000	3000-10000	2000-18000
	销售收入	-	-	-	-	26.5	-	-	-
	店数	7	-	-	-	319	66	250	-
中高端客户	品牌	报喜鸟	威可多	雅戈尔	金利来	希努尔			
	价格带	1000-8000	300-3000	500-5000	300-2000	500-5500			
	销售收入	12.7	-	56.7	10.43	12.69			
	店数	797	111	3073	846	424			
中端客户	品牌	海澜之家	伟志	威可多					
	价格带	400-1000	700-2000	300-3000					
	销售收入	173.34	-	-					
	店数	6542	213	111					
中低端客户	品牌	庄吉	顺美	杉杉	罗蒙	红豆			
	价格带	100-1500	300-2000	150-1000	150-2000	150-1300			
	销售收入	0.97	-	-	-	23.84			

店数	1000	100	4098	55	1279
----	------	-----	------	----	------

资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：销售收入和店数均为中国地区数据。

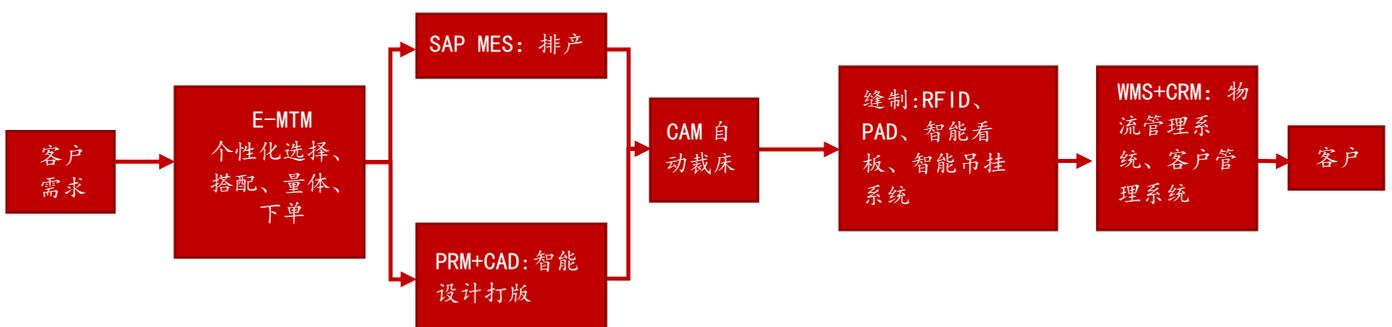
## 2.2. 供应链优势：个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率

我们分析，服装定制的优势无需多言，即降低库存、增加客户粘性等，但其痛点在于：规模效应降低成本，因此**量体、打版、剪裁等智能制造环节是关键**。

针对于此，报喜鸟从 2015 年开始建设大规模个性化智能定制系统（SAP Hybris 解决方案），实现了 C2M 形式的全渠道个性化定制，成为国内仅有的两家能达到工业 4.0 标准的先行者之一。公司定制业务分为报喜鸟定制、所罗定制、云翼智能、互联网定制。对比同业来看，报喜鸟定制的优势在于：（1）交期更短，可以实现 6.54 天交货；（2）性价比更高：西装 2680 元起、衬衫 700-800 元，低于同业价格；（3）终端更广，公司有 800 家左右门店均可实现获客，并配有 300 多名量体师；（4）全品类，不仅包括西服、衬衫，马夹、大衣、夹克、裤子、羊毛衫均可定制；（5）返修率低。

（1）工艺上，工业 4.0 智能化生产利用互联网+、物联网、大数据、O2O 等技术，实现“个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率”，具体来说：客户需求通过 E-MTM 个人量体系统下达 DIY 定制订单，所有订单信息通过 SAP 智能排单系统传导排单信息和物料信息、PLM+CAD（CAD 系统构建智能版型模型库，可以对客户形体数据进行度身打版，自动修正并设计排料图）系统传导已经标准化的版型信息和工艺信息至 CAM 自动裁床系统，由该系统对客户的定制化订单进行自动裁剪，之后进入自动生产控制系统（MES 生产执行系统、RFID 无线设备技术、PAD 智能看板、智能吊挂系统），在缝制车间实现单件流的缝制，再通过 WMS 仓储管理系统和 CRM 客户管理系统，最终实现交货。同时，整个生产流程可通过 HYBRIS 电子商务互动平台实现客户对订单的全程跟踪和可视化，该系统可以做到真正的 O2O，无论在哪个环节接受的订单，都可智能搜索最近的门店发货，报喜鸟是国内服装领域首家引入该系统的企业。

图 7 报喜鸟工艺流程图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

效果上，我们关注：（1）效率：通过这套系统改进，报喜鸟的个性化定制系统能够实现 6.54 天完成从订单获取到发货的全流程，将交期从 15 天降至近 7 天、生产效

率提升了 56%，且售后生产合格率 99.9%、人效提升 50%、裁剪人员精简 50%、降低了生产成本 30%（机器的“一次裁剪”替代了由毛裁再精改，同种面料不同订单集合裁剪，降低了 10%的物耗），库存大幅下降。（2）返修率，即质量管控：公司建立了“品质提升五步法”：信息系统、自动化设备、目视管理、技能培训和检验把关。1）信息系统：把解决问题的方案模块化、清单化录入信息系统，CAD 自动对个性化样板纠错，出库扫描核对系统解决面料出错，可以最大程度上降低次品率。2）将方案固化在自动设备上：CAM 能够实现精准剪裁，降低误差。3）质量管理可视化：“红、橙、蓝”三色品质监测使产品质量一目了然。4）员工专业技能培训：公司会对新员工及质量合格率低低的员工进行培训。5）检验把关：对产成品的个性化规格尺寸、外观质量专业化分工检验。

未来公司将进一步创造条件，争取对接阿里犀牛智造平台——计划在永嘉打造一个西服定制领域的“灯塔工厂”融入阿里犀牛智造体系。

（2）营销推广上，目前报喜鸟在全国有 700 多家网点、500 多名专职量体师，可在 72 小时内上门免费量体搭配，360 小时完成成衣交付，并可根据消费者需求实现西装、大衣、夹克、羊毛衫等全品类定制。

表 5 公司定制流程

定制优势	定制流程
72 小时内上门	当非门店订单产生后，报喜鸟会派出量体师和搭配师上门给顾客进行量体和搭配建议，除了常规的皮尺、面料册等工具，还会配备一只 Ipad，为消费者展示产品的搭配效果展示。
上传 SAP 管理平台	数据采集完成后，每个订单在报喜鸟中都拥有唯一编码，这一编码输入芯片，植入智能衣架，开始流转每个车间。芯片中存储着订单相关的所有信息，面辅料、裁剪方式，工艺操作图等等。
360 小时完成成衣交付	在服装完成自动打版、裁剪之后，每道工序上的工人可以通过无线射频识别器读取订单操作信息，按照操作示意图完成工序操作，在一道工序完成后，衣物会带着所有物料来到下一个工位，直至所有工序完成，完成打包出货。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 6 公司服装打版主要优势

技术优势	技术特点
服装 CAD 系统、服装 CAM 自动裁剪系统	重点加强 CAD 系统中度身打版、MTM 系统模块的应用
无图纸生产	采用单层与多层自动裁剪系统（CAM）衔接的方式，直接将来自 CAD 的排料图裁成衣片，具有效率高、精度高、换款快的特点，实现一定意义上的无图纸生产
小批量、多品种	新增服装吊挂传输系统，采用计算机编程技术，将生产工序输入计算机，从而实现流水线工艺的自动编排，生产平衡调度，同时实现多个品种的混线生产

**高效率、高质量** 缝纫设备选用现代已经发展成熟的技术，例如无油或微油润滑系统，伺服电机直驱式缝纫系统、电脑多程序控制方式的应用等，以确保服装缝纫机加工的高效率、高质量。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 8 报喜鸟生产周期



资料来源：温州市服装商会，华西证券研究所。

表 7 报喜鸟 VS 酷特智能生产流程对比

	报喜鸟	酷特智能
订单生成	上门服务、线下门店、线上 E-MTM 系统	移动端 APP、线下门店 RCMTM 系统
排单	SAP MES 系统	APS 智能排程系统
绘图、打版	云端数据库+CAD 智能设计、打版	IMDS 研发设计系统+CAD
排料	PRM 生产执行系统	MES 制造执行系统
裁剪	CAM 自动裁床	智能剪裁
缝制	CAM 自动裁床	手工+机器缝制
整烫	CAM 自动裁床	MTM 系统
质检	IPD 看板+人工	MTM+人工
入库	WMS 智能仓储	WMS 智能仓储
物流	CRM 销售管理系统	跨境电商物流系统

资料来源：公司公告，招股书，华西证券研究所。

表 8 报喜鸟及同业对比（收入单位：亿元）

	雅戈尔	报喜鸟	酷特智能	衣邦人	suit supply
定制业务收入	5.23	5.11	3.42	未公布	未公布
定制业务占比	9.23%	40%	54.71%	未公布	未公布
生产规模	年产 150 万套西服、1000 万件衬衫，其中智能车间年产量可达 15 万套以上	每年 130 万套西服、70 万件衬衫	每年 45 万套定制西装、22 万件定制衬衫	-	-
店数	3000 余家	779	106	52	8
客群定位	高端商务人群	80 后、90 后年轻消费者	1. 特云蓝 Cotte Yolán：商务人士 2. 红领 RED COLLAR：大众潮流 3. 瑞璞 R. PRINCE：新郎/伴郎婚庆礼服	中高端消费人群	中端价位的服装品牌，介于高端和平民之间
定制品类	服装，衬衫	套西上衣、马夹、衬衫、大衣、夹克、裤子、羊毛衫	衬衫，西装，男士礼服	男士西装套装/衬衣/女士西装/裙装/马甲等	西装、衬衫、针织衫、口袋巾、皮包、鞋袜、小皮件、时尚配件、领带夹、袖扣等
产品价位	MAYOR 衬衫价格 1500 元左右，西装在 6000-15000 元之间	西服定制 2680 元起；高级定制西服 4000-6000 元/套（所罗定制）；云翼智能西服 1000-2000 元/套；衬衫 599-999 元	公司西装套装售价 2980 元起，衬衣售价 590 元起。	单人西装 2299-49975 元。团队定制西服 1499-3799 元	衬衣价格均价人民币 680，西装从人民币 2480 到人民币 6180，私人定制从人民币 6480 起。
交付期限	试样约一月，不试样约半月、智能工厂可缩短至 5 天	2 天内上门量体，10 天内完成交付、最快 6.54 天	6 小时完成标准化流程对接。线上量体，7 天成衣	量体后 10 个工作日内发货	2-3 周
特点	高端到店量体定制	全品类私人定制	大规模个性化定制	提供团队定制服务，售后保障服务佳	同类品牌中性价比高，可选颜色面料丰富。
云端数据库	牵手中国联通打造 5G 制衣智能制造平台——覆盖缝制、整烫等各环节的西服生产吊挂系统。“每个吊挂架上的编号包含着诸如面料、尺寸、工艺标准等信息，通过每个工位前的专属平板电脑显示给工人。布料到达工位时，工人已经了解这套西服前一道工序的完成状况、本道工序的工艺和时间要求，缝制时不会出现偏差。	智能 MDP 产品数据分析系统，运用数据智能分析，捕捉流行趋势和需求，提高设计的精准度。报喜鸟自创办以来共采集超 1 亿+不同区域的中国男士体型数据，研发了 3 个核心西服版型（舒适版、标准版、修身版），8 个体型版型，能够满足 90% 中国男士的需求。	版型、款式、面料、BOM 四大数据库，达到百万亿量级的数据，可以满足 99.99% 的人体个性化定制需求。自主研发专利量体工具和量体方法，采集人体 19 个部位的 22 个尺寸，并采用 3D 激光量体仪，实现人体数据在 7 秒内自动采集完成。系统内近 10000 个数据的同步变化，能够满足驼背、凸肚、坠臀等 113 种特殊体型。	-	-

资料来源：公司公告，公开资料，华西证券研究所。

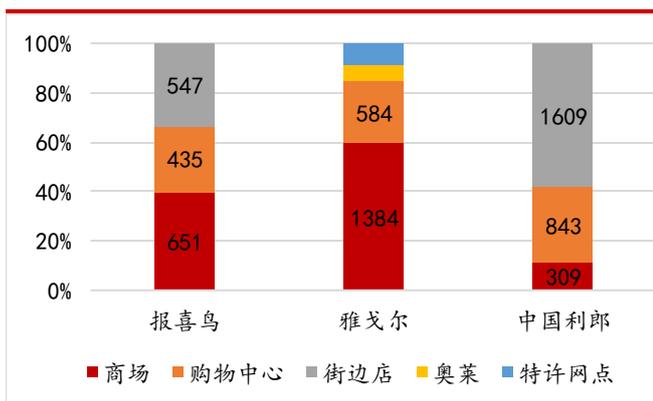
## 2.3. 渠道优势：新兴渠道占比高叠加精细化管理，店效较同业高

**商场和购物中心占比 2/3。**公司自 13 年开始去库存和店铺结构调整，目前渠道结构中商场店/购物中心店/街边店占比分别为 40%/27%/33%、购物中心和商场店占比合计超过 67%，远超过利郎、海澜之家等。在线上方面，公司保持线上线下同款同价，并推进微商城小程序“凤凰尚品”的运营。

**扁平加盟模式。**(1) 公司早期加盟商采取点对点模式、即小加盟商模式，我们分析，这种模式优势在于利于精细化终端管理，但由于加盟商偏小、实力不足，不适用于快速扩张，而同行采用的省代模式则相反；因此在 2011 年后，公司采取了更能平衡管理与扩张的扁平加盟模式、即大加盟商模式，加大加盟商的人均开店力度；(2) 公司在引入信息化系统、加盟商全覆盖、实时跟踪库存方面做得较早，比如 BI 系统的引入公司是国内第一家；(3) 库存方面，在商品企划上学习韩国，从根源上降低库存；对加盟商，公司采用不同折扣、不同退换货率水平，承担了加盟商 20-25% 的库存，减轻经销商库存压力。

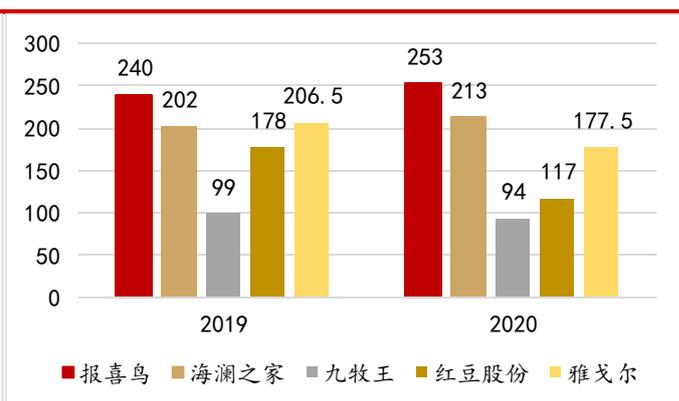
**店效高于男装同业。**2020 年报喜鸟/海澜之家/雅戈尔/红豆股份/九牧王店效分别为 253/213/136/117/178 万元，高于同业水平，我们分析主要由于：1) 西装占比更高且加价率更高，公司坚持不打折，做二三线市场的 LV；2) 购物中心等新兴渠道占比更高，客流量高于街边店。

图 9 报喜鸟及同业店铺结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 报喜鸟及同业直营店店效 (万元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所。

表 9 报喜鸟单店模型

店铺面积 (平方米)	120
年销售收入 (万元)	300
平效 (万元)	2.50
货物成本及运输费用 (万元)	150
毛利 (万元)	150

毛利率	50%
费用：	
装修费用摊销	12
员工工资（万元）	30
员工（人）	5
平均工资（万元）	6
租金（万元）	22
尾货处理费用	6
广告支出、工商税务消防、环保等	18
营运资本（万元）	150
资本周转次数	2
税前利润（万元）	62
所得税费用	1.9
净利（万元）	60
净利率	20%
售罄率	65%
实际进货金额	208
退货比例	20%
剩余库存	15%
库存占用资金	31
现金回报	29
ROIC	12%

资料来源：华西证券研究所。

### 3. 成长空间：预计长期终端规模达 30-50 亿元

我们分析，未来主品牌成长空间主要来自：1) 外延开店，我们测算，假设一线城市中每座城市开 40 家、二线城市中每座城市开 20 家、三线及以下地级市每座城市开 1.5-2.5 家，则开店空间为 1200-1500 家，2020 年底公司总门店数为 779 家，开店空间仍有 54%-93%；2) 店效提升，我们测算，公司 2020 年直营店店效为 253 万元，

我们分析，随着定制业务效率提升以及年轻化改革后拓展轻正装等系列，公司店效有望达 300+万元；综上市场规模有望达 36-45 亿元。

表 10 主品牌开店空间

	城市数量	购物中心+百货数量	渗透率	单座城市开店空间	开店空间	2020 年底门 店数	开店 空间
一线	5	1577	6%	40	200		
二线	30	5135	12%	20	600		
三线及以下地级市	302	2067	15%	2	604		
总和	337	8779	-	-	1404	779	80%

资料来源：华西证券研究所

对标国内劲霸品牌来看，劲霸在全国拥有 2000 多家门店，若报喜鸟放开加盟政策、店数达到 2000 家，则市场规模有望达到 50-60 亿元（250-300 万元/家\*2000 家=50-60 亿元）。

对标国际品牌 Ralph lauren 来看，Ralph lauren 产品结构包括女士服饰、男士服饰以及家居产品。女士产品包括运动装、牛仔服、连衣裙以及鞋类和配饰等；男士产品包括全套男式定制服装，包括西装、运动外套、礼服衬衫、礼服裤、燕尾服、上衣和领带等；此外，Ralph lauren Home 提供浴室及床上用品。截至 2021/3/31，Ralph lauren 在全球拥有 1198 家直营店，2020 财年，直营收入规模达 27.8 亿美元、对应 180 亿元人民币（换算汇率：1 美元=6.5 元人民币，下同），直营店效为 232 万美元、对应 1508 万元人民币；剔除疫情影响，2019 财年直营收入规模达 37.41 亿美元、对应人民币 243 亿元，直营店效为 316 万美元、对应人民币 2054 万元。其中假设 30%为男士产品，则男士产品店效为 616 万元。

我们认为，报喜鸟主品牌店效仍有较大市场空间，对标 Ralph lauren 来看，我们假设公司店效达 300-600 万元，若店数按 1000 家计算，市场规模达 30-60 亿元。

## 4. 盈利预测

我们分析，主品牌的优势在于：1) 产品端：推出轻正装系列抓住年轻消费者，重视面料、版型研发，打造符合中国人版型西装；2) 供应链端：打造工业 4.0 智能工厂，交期缩短至 6.54 天，解决传统定制模式规模不经济的缺点，实现个性化缝制不降低品质、单件流不降低效率；3) 渠道端：提前去库存，新兴渠道占比高，店效高于同行。维持 21/22/23 年归母净利分别为 5.54/7.28/9.24 亿元、对应 PE 分别为 12/9/7X，看好 HAZZYS 处于成长期+主品牌领先于行业复苏的趋势，维持买入，维持目标价 9.1 元（暂不考虑定增摊薄，对应 21 年 20XPE）。

## 5. 风险提示

存货积压风险：库存积压将影响公司业绩和盈利的稳定性；

店效提升不及预期：主品牌店效提升不及预期将对公司业绩造成不利影响；

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	4,717	5,911	7,133	净利润	390	589	775	983
YoY(%)	15.7%	24.5%	25.3%	20.7%	折旧和摊销	171	90	88	90
营业成本	1,387	1,542	1,914	2,284	营运资金变动	78	90	80	96
营业税金及附加	36	47	59	71	经营活动现金流	719	865	1,033	1,257
销售费用	1,501	1,840	2,302	2,779	资本开支	-43	15	26	21
管理费用	264	369	461	535	投资	-288	-755	-903	-1,081
财务费用	4	-11	-12	-14	投资活动现金流	-301	-717	-847	-1,024
资产减值损失	-90	-121	-123	-127	股权募资	0	0	0	0
投资收益	25	24	30	36	债务募资	359	-104	0	0
营业利润	516	804	1,058	1,344	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	-97	45	93
利润总额	513	807	1,061	1,347	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	123	218	286	364	<b>成长能力</b>				
净利润	390	589	775	983	营业收入增长率	15.7%	24.5%	25.3%	20.7%
归属于母公司净利润	366	554	728	924	净利润增长率	74.4%	51.1%	31.5%	27.0%
YoY(%)	74.4%	51.1%	31.5%	27.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.30	0.45	0.60	0.76	毛利率	63.4%	67.3%	67.6%	68.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	10.3%	12.5%	13.1%	13.8%
货币资金	694	598	643	736	总资产收益率 ROA	7.5%	10.0%	11.0%	11.6%
预付款项	46	46	57	69	净资产收益率 ROE	11.4%	15.2%	17.2%	18.4%
存货	965	972	996	1,001	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	1,054	1,922	3,096	4,475	流动比率	<b>2.03</b>	<b>2.27</b>	<b>2.34</b>	<b>2.45</b>
流动资产合计	2,760	3,537	4,792	6,281	速动比率	1.28	1.61	1.82	2.03
长期股权投资	247	247	247	247	现金比率	0.51	0.38	0.31	0.29
固定资产	488	431	360	293	资产负债率	31.6%	31.6%	33.6%	34.3%
无形资产	228	212	201	189	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2,099	1,974	1,839	1,709	总资产周转率	0.78	0.86	0.89	0.89
资产合计	4,859	5,511	6,632	7,990	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	104	0	0	0	每股收益	0.30	0.45	0.60	0.76
应付账款及票据	391	465	577	688	每股净资产	2.65	2.99	3.47	4.12
其他流动负债	862	1,095	1,469	1,872	每股经营现金流	0.59	0.71	0.85	1.03
流动负债合计	1,357	1,560	2,046	2,561	每股股利	0.00	0.11	0.11	0.11
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	180	180	180	180	PE	17.41	11.52	8.76	6.90
非流动负债合计	180	180	180	180	PB	1.26	1.75	1.51	1.27
负债合计	1,536	1,740	2,226	2,740					
股本	1,218	1,218	1,218	1,218					
少数股东权益	94	129	176	235					
股东权益合计	3,322	3,771	4,406	5,249					
负债和股东权益合计	4,859	5,511	6,632	7,990					

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，11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。

### 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。

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。