

## 谁无暴风劲雨时, 守得云开见月明

## ——报喜鸟首次覆盖

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002

☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨

✉️ : mali@stocke.com.cn

## 报告导读

公司深耕服饰行业二十余载, 品牌年轻化改革成效显著, 目前已形成 HAZZYS 与主品牌双轮驱动, 子品牌多点开花的黄金局面。

## 投资要点

## □ 17年回归服装初心, 业绩持续高速兑现

公司是国内老牌服装企业, 15年公司受困多元化转型桎梏, 转型失败后, 2017年公司开始自上而下改革, 明确包括股权结构、发力主业、发力子品牌等方向。2017年-2020年, 业绩持续高速兑现, 营收/归母净利润年均复合增速高达10%/94%。

## □ 主品牌+HAZZYS 双轮驱动, 子品牌多点开花

(1)HAZZYS: 英伦风本土化教科书式案例。复盘公司的发展史, 产品的本土化是公司成功最为重要的因素。公司强势产品具有广品类、高性价比、匠心设计的特点, 具有强竞争力、生命周期长的特点; 顶级营销资源助力公司高速发展。

(2)主品牌: 年轻化放量可期。公司2020年大刀阔斧进行西装年轻化改革, 推出轻正装面向年轻消费群体, 舒适与功能性兼具, 一经推出便受到热烈反响。

(3)子品牌多点开花: 公司子品牌分别布局定制化、户外运动、意式衬衫等领域, 产品力强且具备一定稀缺性, 疫情之下逆势增长, 凸显其强劲内生力。

## □ 公司业内的核心优势在哪?

(1)老牌服装企业, 深谙国人核心需求, 助力子品牌本土化进程。公司深耕行业25年, 对于国人的需求具有感性(经验)与理性(1亿以上个体数据)的认知, 能够更好地为子品牌进行赋能。

(2)数十载耕耘西装, 造就优质客户与生产基础。中高端西装是门槛极高的服装种类, 公司耕耘西装已数十载, 积累了良好的口碑与广泛的群众基础、拥有国际一流生产设备与工艺基础、汇聚国内外顶尖设计团队, 为公司可持续发展注入动力源。

## □ 未来主要的增长点是什么?

1) 产品年轻化扩大消费群体。主业品牌推出轻正装系列符合当代年轻人的需求, 穿着舒适兼具功能性, 拥有更亲民的价格。目前处于放量初期, 业绩增长已十分显著, 未来有望带动公司整体业绩高速增长。

2) 线上渠道大有可为。公司目前线上收入占比仅20%, 且发力主要集中于天猫与自有微商城凤凰尚品, 未来随着公司在电商领域的开拓与加码有望持续保持高速增长。

3) 疫情恢复, 线下门店经营正常。公司目前主要的收入来源依然集中于线下, 2020-2021疫情反复影响终端门店经营情况, 公司凭借自身强劲内生力逆势保持高速增长。未来随着疫情的好转, 业绩增长有望再加速。

## □ 催化剂:

电商渠新渠道拓展顺利、疫情恢复消费者需求反弹、产品品类拓展顺利。

## □ 盈利预测及估值

我们相信公司在17年回归服装主业后的努力正在获得成效。无论hazzys在产品风格+IP加持下的高速成长趋势还是主品牌年轻化+品牌升级的战略均逐步获得消费者认可。尤其hazzys在过去十年发展顺畅一直保持着20%~30%的增长速度从无到有收入规模来到12亿, 我们认为在休闲英伦风成功本土化并获得

## 评级

## 买入

上次评级 买入

当前价格 ¥5.93

## 单季度业绩

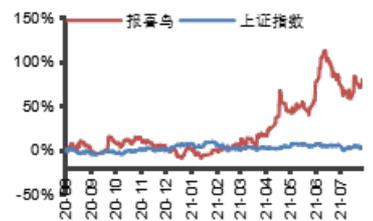
## 元/股

2Q/2021 0.07

1Q/2021 0.15

4Q/2020 0.10

3Q/2020 0.10



## 公司简介

公司是一家以服装为主业, 涉足投资领域的股份制企业。公司主要从事报喜鸟品牌西服和衬衫等男士系列服饰产品的设计、生产和销售。

## 相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

消费者认可后, Hazzys 有望在未来进一步扩大受众人群和品牌影响力, 成为中国中高端休闲装市场中不可忽视的一大品牌。

我们预计 21/22/23 年公司归母净利润有望上行至 6.1/7.6/9.4 亿元, 同比增速 66%/23%/24%, 对应 EPS 为 0.50/0.62/0.77 元/股, 当前股价对应 PE 为 12/10/8。目前公司的估值相较可比公司以及 A 股龙头公司而言还有很大的提升空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

1) 疫情出现反复; 2) 展店不及预期; 3) 同店增长不及预期; 4) 存货去化不畅带来风险; 5) 其他风险;

#### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	3,788	4,581	5,475	6,514
(+/-)	15.74%	20.94%	19.51%	18.98%
净利润	366	613	757	935
(+/-)	74.45%	67.34%	23.43%	23.50%
每股收益 (元)	0.30	0.50	0.62	0.77
P/E	19.7	11.8	9.5	7.7

## 投资逻辑

### 超预期因素

- 1) HAZZYS 超预期放量。
- 2) 主品牌轻正装销售超预期。
- 3) 子品牌间形成彼此协同与赋能。

### 超预期逻辑推导路径

1) 市场原有预期: 公司推行“多品牌经营”战略历经十五年, 徒有“多品牌”之形而无“多品牌”之实。除主品牌报喜鸟之外的各品牌也一直处在式微的阶段。

我们认为: HAZZYS 在通过多年市场培育期后, 收入体量已从 2012 年的 1 亿元左右上升到 2020 年 12 亿元以上, 已与主品牌达成公司“两个强势品牌支撑和推动集团规模突破性发展”的期望, 且目前以恺米切与乐飞叶为代表的子品牌增长强势, 产品在中国市场具有一定稀缺性。2020 年, 疫情冲击之下, 公司各子品牌均交出正增长乃至正高速增长答卷, 我们认为, 公司的强劲内生力一定程度上已得到了检验。

2) 市场原有预期: 公司 15 年转型金融, 投资失利, 管理层对于公司的发展没有清晰的规划。

我们认为: 回顾公司 2015 年转型的背景, 是基于公司受困于行业调整, 公司利润持续下滑的前提下, 无奈之下做出的“多元化”转型的选择。事实上, 同期大量的服装企业都有相同关于“聚焦化”还是“多元化”的疑惑。公司在次年宣告投资失利后, 重振旗鼓, 明确发展主业、明确股权结构、明确子品牌选择等多个问题, 其后 3 年公司持续兑现高增速业绩。即便是从今天的角度来看, 公司在 2017 年做出的断尾求生的决策是需要具有相当超前的战略眼光与魄力的。因此我们认为, 公司在服装领域确实拥有较强前瞻性, 若公司能坚定发展服装主业, 有望实现业绩高速兑现。

3) 市场原有预期: 主品牌存在老化的问题。

我们认为: 2020 年主品牌签约契合品牌调性国民男星张若昀, 从品牌形象上先行完成年轻化; 重新划分公司西装板块业务, 历时 9 个月以上研发, 推出价格更亲民、穿着更舒适、搭配更随意的轻正装系列。因产品设计中使用大量公司专利技术与特有工艺, 故具有较强壁垒性。目前公司已试水线上直播, 反响极为强烈, 预计未来有望成为公司重要新增长点。

### 风险提示

- 1) 疫情出现反复;
- 2) 展店不及预期;
- 3) 同店增长不及预期;
- 4) 存货去化不畅带来风险;
- 5) 其他风险;

## 正文目录

<b>1. 深耕行业 25 年，老牌服饰企业再启程</b>	<b>6</b>
1.1. 主品牌稳健发展，子品牌多点开花	6
1.2. 报喜鸟发展历程复盘：回归初心，迸发强劲增长力	7
<b>2. HAZZYS：一流产品+顶级营销+渠道优化，高速高质成长</b>	<b>10</b>
2.1. 品牌发展历程：耕耘十五载，书写品牌本土化教科书	10
2.2. 产品端：从 HAZZYS 看中国人需要什么样的英伦风产品	11
2.2.1. 产品端：克制而张扬，打造中国专属英伦风	11
2.2.2. 竞品分析：高性价比、产品类、别样设计，打造产品长生命周期	15
2.3. 营销端：手握顶级明星资源，高频曝光，线下互动效果显著	17
2.4. 渠道端：同店增长强势，线上渠道大有可为	18
<b>3. 主品牌年轻化成果斐然，子品牌强势成长</b>	<b>19</b>
3.1. 主品牌：深耕西装行业，轻正装发力品牌年轻化	19
3.1.1. 传统商务西装基本盘稳固，疫情之下定制业务承压	19
3.1.2. 重新解读商务精英西装需求，轻正装发力品牌年轻化	19
3.2. 宝鸟：一流品质与服务，客户订单持续高增	21
3.3. 其他子品牌：增长强势，成长性可期	22
3.3.1. 恺米切：渠道营销加速调整，业绩保持高速增长	22
3.3.2. LAFUMA：法国著名户外品牌，核心品类功能性、时尚度并升	23
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1：报喜鸟多品牌矩阵发展历史	6
图 2：公司股权结构图（截至 21 年 Q1）	7
图 3：公司发展历程复盘	9
图 4：公司 logo 及产品风格	10
图 5：细节之处更见用心	12
图 6：中韩两国 PHIZ 系列热门款对比	12
图 7：联名顶级设计师与超级 IP 打造新鲜货品	14
图 8：18/19 两度携手温网，打造爆款系列	14
图 9：公司近年和国内明星合作不完全统计	17
图 10：谭松韵一日店长，与粉丝亲密互动	18
图 11：“城市漫步”城市巡演	18
图 12：公司历年渠道收入占比	18

图 13: 公司终端门店店效测算 (万元, %)	18
图 14: 签约国民男星张若昀官宣图, 分别对应传统西装、休闲西装、礼服三种风格	20
图 15: 报喜鸟 XPRONOUNCE 联名发布轻正装	20
图 16: 公司产品系列展示	21
图 17: 服务网点遍布全国	22
图 18: 近年营收及增长强势 (百万元, %)	22
图 19: 恺米切近年营收及增速 (百万元, %)	22
图 20: 恺米切近年门店数量及增速	22
图 21: LAFUMA 近年营收及增速 (百万元, %)	23
图 22: LAFUMA 近年门店数量及增速	23
表 1: 公司产品定位详情	6
表 2: 公司 17-20 年业绩持续保持高速增长	8
表 3: 公司门店数量增长情况	11
表 4: 公司五大系列产品	13
表 5: 主要竞品对比	16
表 6: 疫情之下, 主品牌相较同行优先恢复	19
表 7: 公司分品牌增速拆分	24
表 8: 公司费用端拆分	24
表 9: 可比公司比较	25
表附录: 三大报表预测值	26

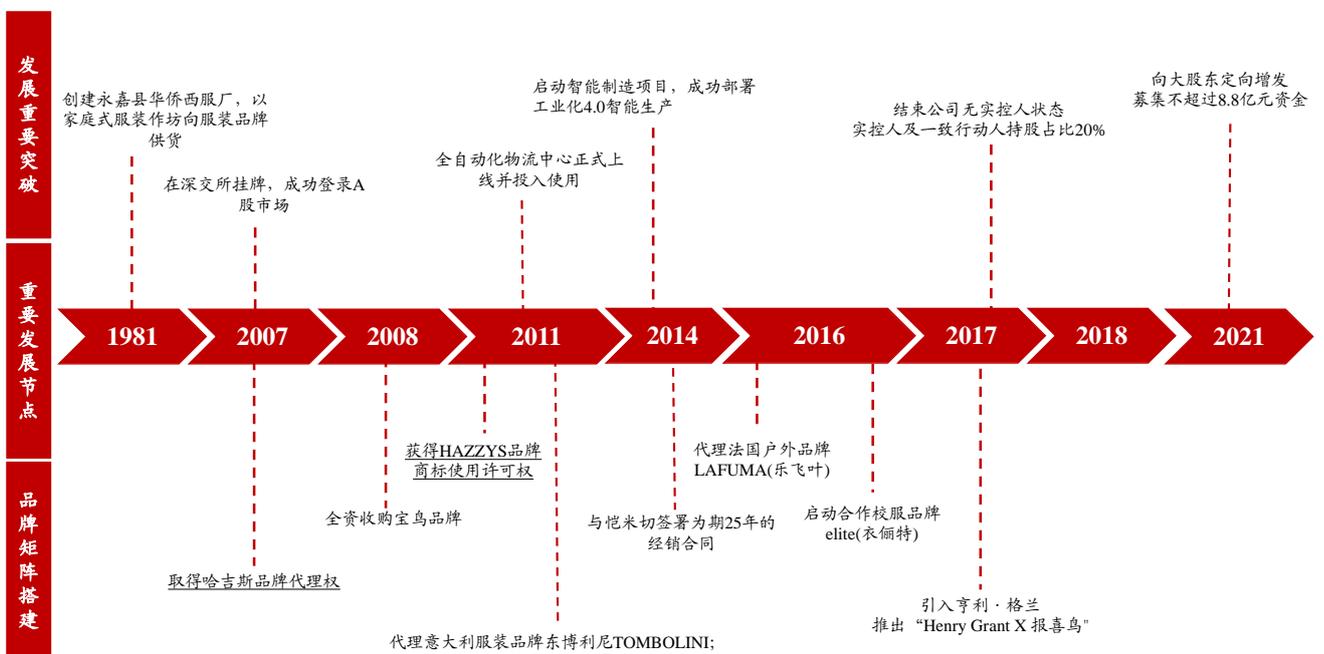
## 1. 深耕行业 25 年，老牌服饰企业再启程

### 1.1. 主品牌稳健发展，子品牌多点开花

**深耕行业 25 年，多品牌全面开花。**公司组建于 1996 年，2007 年公司正式在深交所挂牌上市，目前拥有温州、上海、合肥三大生产基地，合计西服产能 130 万套/年，衬衫产能 70 万件/年。公司旗下主要品牌为报喜鸟、HAZZYS、宝鸟、LAFUMA、恺米切。自 2017 年公司完成业务调整以来，公司营业收入从 26.01 亿元攀升至 37.87 亿元，年均复合增速为 9.85%；归母净利润自 0.26 亿元上升至 3.67 亿元，年均复合增速高达 93.90%。

**渠道方面，公司采取线上、线下、团购相结合，线上收入占比逐年提升。**2020 年公司营业收入中直营/加盟/团购/电商的渠道占比分别为 42%/16%/22%/16%。2018-2020 年，公司电商渠道收入占比从 10% 增长至 16%，目前公司电商主要聚焦于主流平台，正持续加码抖音等新渠道的开拓，预期未来占比有望进一步提升。

图 1：报喜鸟多品牌矩阵发展历史



数据来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

表 1：公司产品定位详情

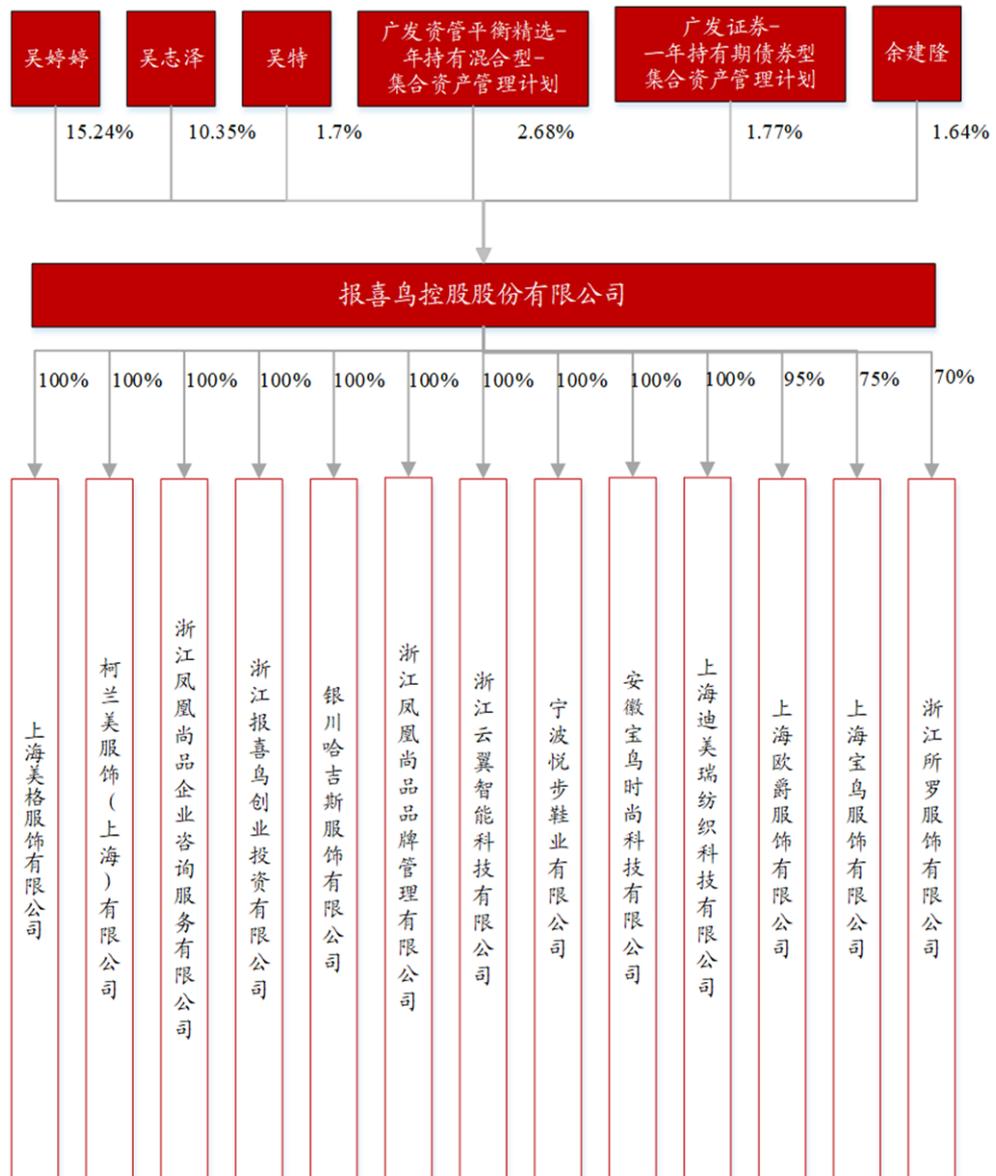
品牌名称	定位	目前发展状况
自有品牌		
报喜鸟	中高档商务男装	2020 年实现收入 12.76 亿元，同比增长 1.35%；门店 779 家
宝鸟	职业装团购品牌	2020 年实现收入 7.85 亿元，同比增长 38.61%。
授权品牌		
哈吉斯	中高档英伦风格品牌	2020 年实现收入 12.33 亿元，同比增长 22.40%；门店 393 家
恺米切	极具性价比的意大利专业衬衫	2020 年实现收入 1.64 亿元，同比增长 13.95%；门店 192 家
乐飞叶	高档户外休闲	2020 年实现收入 1.82 亿元，同比增长 38.61%；门店 67 家

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：报喜鸟品牌收入中包含亨利格兰的收入；宝鸟包含衣佰特收入

**18年确定实际控制人，21年定增有望加强管理层控制力。**2018年以前，公司股权结构较为分散，2018年吴志泽先生及其一直行动人吴婷婷女士、上海金纱合计持有公司股本的20.00%，截至目前，实际控制人吴婷婷女士与吴志泽先生合计持股比例达25.59%。21年5月公司发拟定增募资8.8亿，增发完成后，公司控股股东全额认购持股比有望达39.36%，对公司控制进一步加强。

图2：公司股权结构图（截至21年Q1）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2. 报喜鸟发展历程复盘：回归初心，迸发强劲增长力

回顾报喜鸟的财务数据、股价以及估值表现，我们可以将报喜鸟成立至今的发展历程大致分为四个阶段：

1) 2003年前后：完成第一轮跑马圈地，品牌先发优势迎来发展繁荣期。

2001-2003 年，中国服饰品牌开启第一轮跑马圈地，并在其后的两年，受益于中国加入 WTO、国民人均可支配收入提升等原因，公司品牌优势凸显，步入发展繁荣期。

### 2) 2008-2013: 完成西装主业布局，发力数字化。

公司明确主品牌细分为三个系列 Classic/Business/Fashion 进行发展，并完成宝鸟的全资收购完成定制板块布局，至此，公司基本完成西装主业的布局。

信息化方面，公司采用 SAP 技术优化门店系统，加快数据处理，进一步提升公司快反能力与门店控制能力。2011 年，公司全自动化物流中心上线。此阶段公司不断加码公司工业信息化建设，基本完成数字化布局。

### 3) 2013 年-2016 年: 行业调整，利润承压，试水金融投资失利。

2013 年起男装行业整体调整，终端零售市场疲软，公司净利润持续下滑，公司不可避免地开始关店止损与商铺出售断尾求生。

2015 年，公司斥资 1.39 亿元试水互联网金融；2016 年，报喜鸟投资的 5 家互联网公司 4 家业绩持续严重亏损。公司多元化转型失败，且因投资产生资金分流，对企业也造成一定程度的内耗。

2016 年，报喜鸟出现上市以来首次全年亏损。

### 4) 2017-至今: 明确方向，重振士气，多项措施并举，服装板块欣欣向荣

2017 年，公司推出股权激励计划重振士气，并大刀阔斧对公司进行改革，重新明确公司各个方向。

- 明确发力服装：2017 年公司对业务模块重新进行划分，明确四大业务模块，其中三大业务板块为服饰业务，明确专注服装业务发展。
- 明确实控人：2018 年，公司实控人明确，结束多年来股权分散问题。
- 明确发力的子品牌、西装发力定制：同期，公司明确需发力的子品牌，主动收缩关停部分盈利能力较弱品牌。西装主业持续发力定制化方向，此阶段宝鸟（负责定制）的营业收入从 4.20 亿元上升至 7.85 亿元。

公司经营与盈利状况在 2017 当年即出现明显改善。发展至今，公司各子品牌全面开花，业绩高速兑现。

**表 2: 公司 17-20 年业绩持续保持高速增长**

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入 (百万元)	2601	3110	3273	3788
YOY		20%	5%	16%
归母净利 (百万元)	26	52	210	366
YOY		100%	305%	74%
毛利润	1570	1899	2019	2401
YOY		21%	6%	19%
毛利率	60%	61%	62%	63%
净利润	30	51	204	390
YOY		67%	301%	91%
净利率	1%	2%	6%	10%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

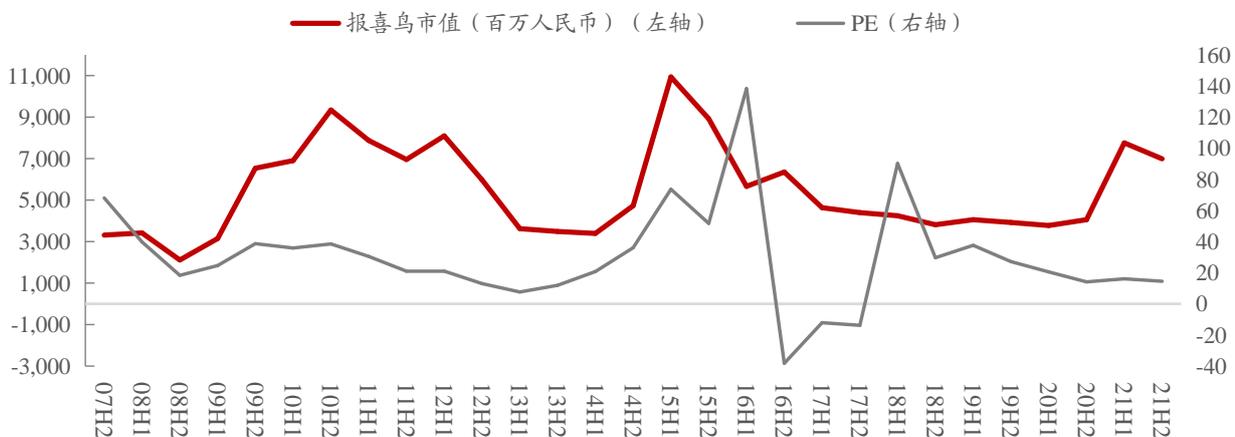
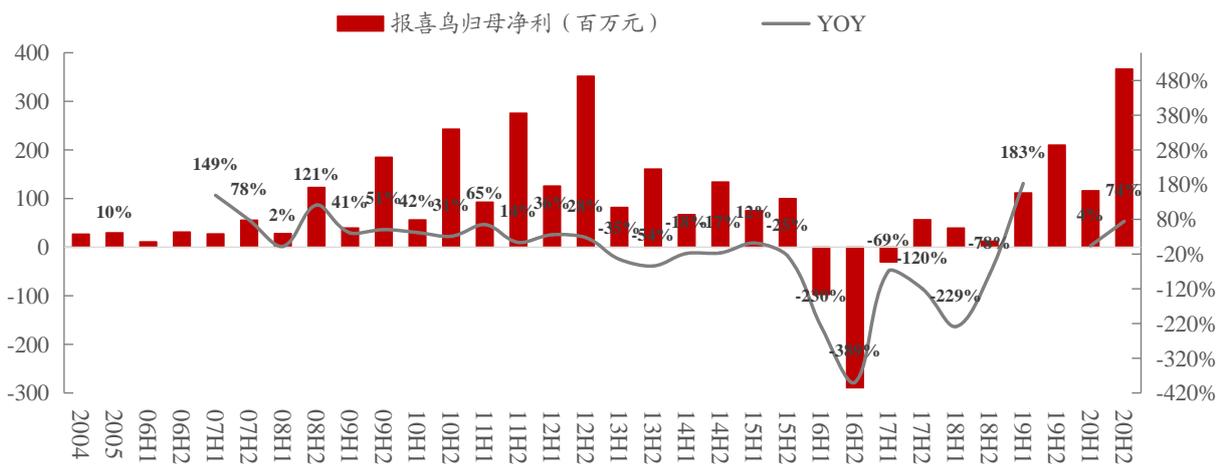
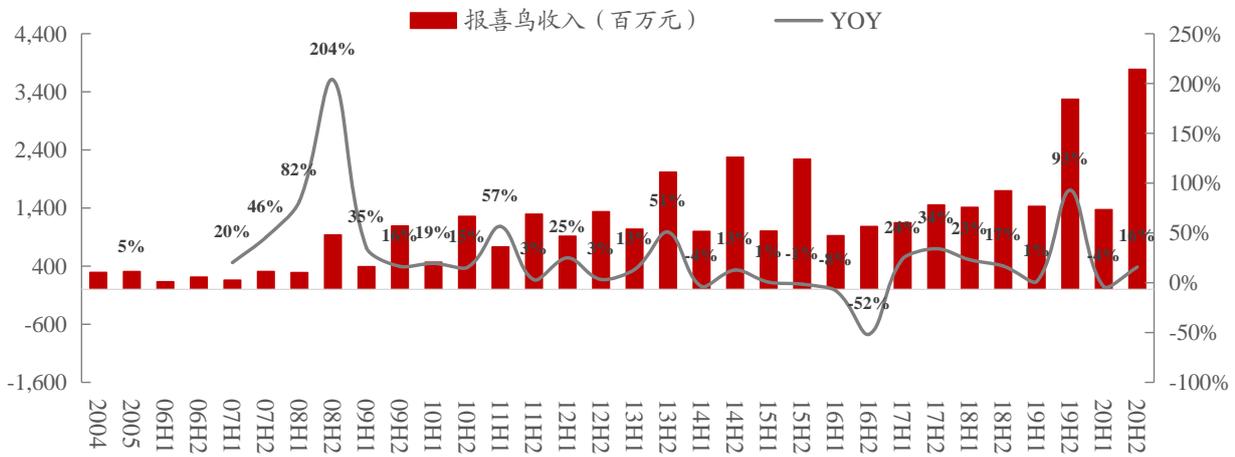
图 3：公司发展历程复盘

2008年前，完成首轮跑马圈地  
品牌先发优势迎来发展繁荣期

2008-2013年，发力数字化  
完成西装主业布局

2013-2016年  
行业调整，利润承压  
试水金融投资失利

2017-2018年，重振士气  
多项优化措施并举  
服装主业欣欣向荣



数据来源：公司公告、wind、浙商证券研究所

## 2. HAZZYS：一流产品+顶级营销+渠道优化，高速高质成长

中高端英伦休闲服饰，目标消费者为青年都市精英。HAZZYS 名称源于英国著名的运动——赛艇，公司 logo 为具有英国皇家猎犬元素的盾形徽记。公司产品品类丰富，主流消费群体年龄段为 25-40 岁，产品价格带位于单件 800-7000 区间。

图 4：公司 logo 及产品风格



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.1. 品牌发展历程：耕耘十五载，书写品牌本土化教科书

复盘公司在中国的发展历程，大致可以分为三个阶段：

#### 1) 2007-2011 年：初入中国，水土不服。

2007 年，HAZZYS 进入中国，与报喜鸟达成了代理合作，此阶段货品均由韩国母公司 LF 直接供应，产品版型、设计、审美都以韩国的当地趋势为标杆，产品在国内接受度不佳。且由于存在交货周期不同步，品牌运营效率不佳。品牌整体发展缓慢，

#### 2) 2011-2018 年：货品完成本土化升级，营销与渠道资源显著改善。

2011 年，由于合作融洽，HAZZYS 与报喜鸟签署了商标使用权，报喜鸟的权限范围显著扩大。公司在国内成立专属研发设计团队，糅合韩国设计基因，针对中国人的审美与身材打造专属版型与款式，中韩两国货品出现明显差异性，两国设计从单向输出转变为双向交互。

同时，报喜鸟通过其自身丰富的营销经验和渠道资源，助力 HAZZYS 快速扩大影响力、迅速开设网点。2015 年，HAZZYS 店效逐步提升，实现盈亏平衡。

#### 3) 2018 年-至今：渠道优化进行时。

2018 年，HAZZYS 首次确定放开加盟限制，销售区域显著扩大，渠道数量明显增长。2020 年由于疫情原因，线下渠道拓展停滞；随着疫情恢复，未来公司线下渠道数量有望进一步提升。同时，公司线上业绩亮眼，2019 年双十一期间公司销售额过亿，自有平台凤凰尚品年销售过亿。公司电商收入持续保持高速增长。且公司电商仅发展主流平台，抖音等新渠道尚未放量，目前公司电商收入占比仍较低，远未达到天花板。

**表 3：公司门店数量增长情况**

HAZZYS	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
门店数量	303	365	392	393
YOY		20%	7%	0%
直营门店			291	288
加盟门店			101	105
品牌收入（百万元）	654	872	1007	1233
yoy		33%	15%	22%
单店收入	2.16	2.39	2.57	3.14

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

## 2.2. 产品端：从 HAZZYS 看中国人需要什么样的英伦风产品

回顾来看，起源于 2012 年的 HAZZYS 本土化的改革过程是公司产品得以获得市场青睐的核心。我们认为，英伦风之所以能经久不衰，风靡全球，其背后是人们对于“优雅而自然”的核心风格的偏好，而中国消费者的认可是决定英伦风品牌在国内生命周期长度的关键因素。

### 2.2.1. 产品端：克制而张扬，打造中国专属英伦风

**“克制而张扬”，HAZZYS 交出中国专属英伦风答卷。**对于中国人需要什么样的英伦风产品，我们认为哈吉斯给出了非常好的答案。HAZZYS 先天具有 LF 集团的优良的基因，发源亚洲，对于面料、剪裁以及产品细节具有较高要求。公司独立设计团队在深度结合中国消费者的需求后，在经典英伦风格中注入率真、自在的时尚元素，形成“克制的张扬”的当代英伦风格，具体而言：

**①设计上结合英伦风优势，细节之处更见用心。**产品设计方面，公司综合了英伦风与学院风优势，在强势产品风衣、夹克、卫衣、格子衬衫上精益求精，高度注重细节设计，如加配主题性纽扣与配件、大量使用刺绣（双股棉纱、柔软精致且着色都高）、贴布绣等元素，在提升产品精致度的同时，更兼具时尚与趣味性。在版型与剪裁方面，结合中国人的身材与需求量身打造。以公司的沙滩裤与衬衫为例，公司沙滩裤版型通过反复的优化，突出穿着者的线条感，起到修饰腿型、臀线腰线轮廓更为精致的作用；女士方格衬衫则会根据女性需求，在衣领处缩短 3cm 纽扣距离，同时搭配小方领，起到修饰脸型，显脸小的效果。

图 5：细节之处更见用心



不同系列产品徽章logo会随着系列的不同而改变

充满质感的刺绣贴布LOGO，会根据系列的不同调整贴布绣与刺绣工艺与风格

带有主题性的刺绣与纽扣配件，充满趣味性。

资料来源：天猫旗舰店、京东旗舰店、浙商证券研究所浙商证券研究所

**②丰富产品系列，广泛覆盖目标消费者各类场景需求。**公司产品品类丰富，强势产品包括风衣、衬衫、针织衫、T恤、单西等，男女装分布较均衡。目前公司已推出五大主题系列，分别为 PHIZ（街潮风）、True Blue（经典英伦风夹克、风衣为主打）、HRC（滑雪服、羽绒服为主打的秋冬运动系列）、A Passage to India（典雅女士裙装），衍生出适宜消费者的多种场景的风格服饰。

**③自有 IP，风格街潮酷炫，深受年轻消费者热捧。**2017 年秋冬，公司深度挖掘自身 logo 基因，推出了针对年轻消费群体的 PHIZ 系列，该系列以英国指示犬个性的狗头为标志，为公司的自有 IP。产品推出后因其街潮个性的风格在年轻消费者中大受好评，成为许多顾客到店询问的第一单品。同时，各系列也遵循本土化原则，中韩两国差异性明显。

图 6：中韩两国 PHIZ 系列热门款对比



中国地区PHIZ 系列热门单品



韩国地区PHIZ 系列热门单品

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表 4: 公司五大系列产品

系列	风格/特点	图例
PHIZ	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 街潮风格居多，区别于以往HAZZYS经典的系列，更适合追求潮流的年轻人。</li> <li>● 该系列以时髦的卫衣、连帽衫和毛衣为主打，<u>具有辨识度极高的Phiz狗狗图案，部分单品采用了难度极高的多重面料刺绣拼布工艺，是秋冬季百搭的活力单品。</u></li> </ul>	
HRC	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 系列全称: HAZZYS ROYAL CLUB SKI TEAM (HAZZYS皇家滑雪俱乐部系列)</li> <li>● <u>该系列主打轻户外滑雪风格，主打产品为滑雪服，搭配不同单品。标志性特点为蓝白红三色碰撞，以纯净无暇的白、热情洋溢的红、干练简洁的蓝寓意勇敢无畏又暗藏温柔。</u></li> <li>● 羽绒内芯源自北纬43度黄金羽绒带。</li> <li>● 系列代言人为X玖少年团伍嘉成</li> </ul>	
CORNWALL	<ul style="list-style-type: none"> <li>● CORNWALL，指英国康尔沃地区，该地区为英国世界级海景地区，位于英国南部，以壮美的海岸线著称。</li> <li>● <u>该系列采用英国顶级面料品牌Liberty印花面料，花型以怀旧笔触再现闲适海滨田园风情，仿佛置身英国“天涯海角”，伴着海风、海浪散步。</u></li> </ul>	
A Passage to India	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 印度之旅</li> <li>● 主打产品以碎花为主要特点，标志性图案为在印度广受欢迎、被认为神圣的动物的大象。产品风格优雅，部分产品采用真丝面料，更显夏日灵动。</li> </ul>	
True Blue	<ul style="list-style-type: none"> <li>● True Blue真实之蓝，源自同名英国电影《True Blue》，承袭电影中的无畏精神，从牛津大学和剑桥大学赛艇对抗赛中汲取灵感，展现永不言败的经典英伦风格。</li> <li>● 主打版型延续英伦传统美学特点。</li> </ul>	

资料来源：公司官网、天猫旗舰店、京东旗舰店、浙商证券研究所

**④联名款不断，携手顶级艺术家持续打造重磅产品。** 公司不断尝试通过与艺术家、超级IP和新锐设计师的跨界联名吸引更多消费者的关注。

休闲服饰领域，合作国际顶尖设计师与超级IP注入产品新鲜血液。2017年，HAZZYS携手法国传奇艺术家 Ramdane Touhami (巴黎著名地标性买手集合店 Colette 创始人)，推出了 HAZZYS x Ramdane 限量合作系列。2018年6月，公司与著名设计师 Selby (与LV合作衣橱旅行系列，Fendi珠宝设计师) 推出联名插画系列产品，以红巴士、大钟楼等伦敦经典符号为基础，搭配细腻丰富的调色。2019年11月，公司携手全球最大再生纤维素纤维制造商旗下 Cosy 首度推出由再生纤维素纤维为主要材料的联名款。此外，公司还多次与其他品牌合作发布联名，如 PlayForever(英国的玩具车模品牌)、ZUBISU(纽约设

计师品牌,以街头潮流元素和标志性的兔子角色而闻名)、EcoCosy (全球最大再生纤维素纤维制造商赛得利旗下品牌) 等等。

**体育运动领域, 18/19 两度携手温网, 打造爆款系列。**网球是英国最为古老而优雅的运动之一, 自李娜以后在国内具有较高国民度。公司 2018 年首次跨界联名网球四大满贯之一温布尔登网球锦标赛, 针对温网元素 (紫色、云杉绿、LOGO) 发布全新 HAZZYS 温网跨界系列, 主推的产品包括 POLO 衫、POLO 裙等。2019 奶奶公司再度携手温网发布秋冬系列, 面料端采用小山羊绒, 延续温网基因, 舒适优雅。两次联名系列一经推出, 大受欢迎。

图 7: 联名顶级设计师与超级 IP 打造新鲜货品



HAZZYS x Selby  
联名插画系列服装



HAZZYS x Playforever  
明星限量联名款



HAZZYS x Ramdane  
合作限量款  
登陆Colette时尚战舰



Cosy x HAZZYS  
联名款

资料来源: 公司官方公众号、浙商证券研究所

图 8: 18/19 两度携手温网, 打造爆款系列



2018 联名系列



2019 联名系列

资料来源: 公司官方公众号、浙商证券研究所

⑤**储备新锐设计力量，缔造品牌、设计师双赢合作局面。**HAZZYS 于 2015 年启动了“原创潮流插画设计大赛”计划，以特定主题征集新锐插画设计师的作品。优胜者将获得丰厚的奖励，包括现金奖励、作品在权威艺术展览展出、签订版权协议。制作联名产品、提供平台予以支持等等。截至目前，公司已成功举办四届，吸引了大量国内外知名艺术院校学生和新锐设计师报名参加。

### 2.2.2. 竞品分析：高性价比、广品类、别样设计，打造产品长生命周期

公司目前主要竞品包括比音勒芬与 Tommy Hilfiger，相较而言，我们认为 HAZZYS 是一个发展全面而综合的品牌。具有品类广且强势产品多、在运动休闲与都市休闲中达到微妙平衡、价格定位中高端、产品设计富有活力等特点。这些特点又进一步决定了其具有广泛的消费客群和广年龄段的覆盖，具有较长的生活周期。

比音勒芬与 HAZZYS 的相似之处在于其定位之初均为高端运动时尚领域，经过多年的发展，两者的定位与产品风格出现了显著不同。比音勒芬持续在高尔夫球运动领域优势显著，产品品质高、定价高、专业性强；哈吉斯则相对追求泛体育化、IP 化，更休闲化、力求在随意与正统之间获得平衡，产品定价较低，覆盖群体广泛。

HAZZYS 与 Tommy Hilfiger 均为品类繁多的中高端休闲服饰，目标消费群体年龄段均为 25-40 岁之间。产品风格方面，Tommy Hilfiger 继承美式经典风格，多年来风格较为固定，多以蓝红白的经典配色为主。HAZZYS 则融合了韩式设计与经典英伦风，本土化后更兼顾中国消费者需求。

表 5: 主要竞品对比

	HAZZYS	比音勒芬	Tommy Hilfiger
polo衫			
产品吊牌价	990	1180	990
价格带	790-1180	699-2780	490-1390
卫衣			
产品吊牌价	1290	1380	1190
价格带	990-1490	769-1980	690-2990
连衣裙			
产品吊牌价	1190	1680	1390
价格带	1090-3290	1680-2680	790-2590

资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

### 2.3. 营销端：手握顶级明星资源，高频曝光，线下互动效果显著

**手握顶级明星资源，高频曝光，覆盖广年龄段粉丝。**公司核心高管葛奇鹏家族以传媒事业起家，其自身具有强明星资源，广泛开展与明星的合作，产品曝光度居高不下。根据我们的不完全统计，仅 2018 年，公司就与 21 位明星开展合作，其中不乏顶级流量明星与常青树大咖，针对粉丝年龄层次从 70 后到 90 后。同时，公司也积极开展与时尚博主、萌宠博主等自媒体合作。与此同时，HAZZYS 以其独特的设计风格与品味、舒适的穿着体验赢得了大量明星的热爱，自身也是中韩明星爱穿私服品牌，仅根据韩国 PHIZ 官网媒体露出统计，21 年至今，已有 10 位左右韩国明星在综艺或电视节目中穿着公司服饰出现。

图 9：公司近年和国内明星合作不完全统计



资料来源：公司官网、公司官方公众号、公司官方微博、浙商证券研究所

**“一日店长”，打通线上线下互动，一举两得。**公司 2019 年起试水“一日店长”活动，邀请明星到店担任“一日店长”为客户现场服务，2019 年“一日店长”为 90 后男神汪东城；2020 年“一日店长”为新晋小花谭松韵。活动现场，明星也通过线上直播展现当季新款示范穿搭、门店服务于环境。该项活动一方面可以为线下门店招揽人气，也可以转化部分线上粉丝成为品牌用户，一举两得。

**主题巡演，精准触达地区客户。**2013 年起，公司开始试水线下主题巡展活动，作为品牌每年重要的快闪活动。主题多种多样，如“千寻之冠”、“飞屋城堡”、“萌宠来袭”、“城市漫步”、“蓝色英伦”，锚定公司全年风格。2020 疫情发生前，公司每年巡展场次已由每年 10 场增加至 50 场以上，每场巡展持续时间在一周左右。线下会场会根据主

题进行相应的布置，并邀请设计师、造型师、时尚博主等嘉宾亲临现场，为 VIP 客户带来个性化体验，更为精准地触达地区目标人群。

图 10：谭松韵一日店长，与粉丝亲密互动



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

图 11：“城市漫步”城市巡演

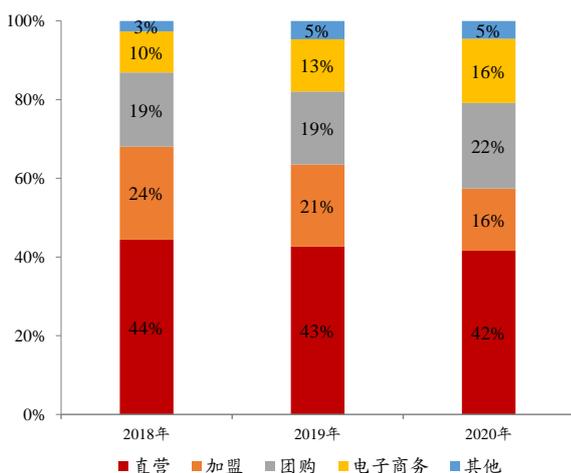


资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

## 2.4. 渠道端：同店增长强势，线上渠道大有可为

**疫情阻碍加盟进程，优质产品及严格管理拉动同店强势增长。**2020 年-2021 年疫情影响持续。公司加盟进程进一步受阻。受益于公司优质的产品有严格的管理，从报表端来看，我们估算公司门店单店店效在 18-20 年分别达到 230、221、239 万，估算 2020 年公司终端门店单店零售规模（考虑联营分成和增值税）达到 353 万元，疫情之下持续高速增长的单店销售收入体现了公司极强的内生增长。

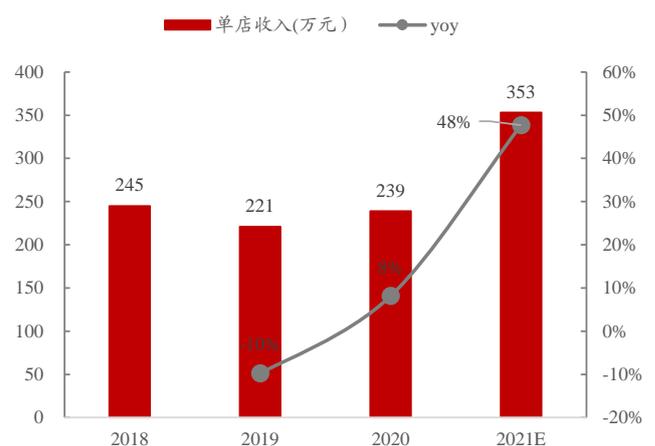
图 12：公司历年渠道收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：单店收入=渠道收入/有效渠道数量；其中，有效渠道数量=期初门店数-本期关店数+本期新开店铺数\*0.6

图 13：公司终端门店店效测算（万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**线上仍集中主流平台，未来大有可为。**公司目前进驻的电商平台包括天猫、京东、微商城、唯品会，具体而言，公司 2019 年/2020 年均实现天猫双十一销售品破亿，公司

自有微商城平台凤凰尚品目前年销售收入过亿。目前公司发力主要集中于主流平台，新兴渠道上如抖音、快手等持续推广中，未来电商渠道有望持续保持高速增长，且目前电商收入占比大约在公司营收的 20%，提升空间仍巨大。

### 3. 主品牌年轻化成果斐然，子品牌强势成长

#### 3.1. 主品牌：深耕西装行业，轻正装发力品牌年轻化

##### 3.1.1. 传统商务西装基本盘稳固，疫情之下定制业务承压

**深耕中高端商务西装，匠心于行。**公司主品牌自成立以来明确定位中高端男士商务服饰，锚定 30-50 岁消费者区间，西装价格带位于 3000-5000 元之间。数十年，报喜鸟坚持“高知名度、高品质、高格调和重消费体验”的“三高一重”经营目标，建立了国内强有力的品牌力与深厚的消费者基础。

**疫情压力之下，强势保持业绩向上趋势。**疫情期间，全行业增长乏力的大背景下，主品牌在商务赛道表现亮眼。20 财年实现营业收入 12.76 亿元，较上年同期增长 1.35%，恢复速度显著高于同行业平均水平，同期中国利郎/雅戈尔/九牧王全年营收同比下降 26.72%/7.61%/6.47%。

**定制类业务布局超 20 年，已形成成熟工业化流水线。**2000 年报喜鸟首次推出个性化定制业务，并通过对 1 亿多消费者的体型数据进行分析，研发了核心与细分的西服版型。2014 年公司已实现全品类私人定制，同期，公司历时一年布局工业 4.0 智能化生产。通过 C2B 定制全流程模式，公司目前已实现在全国范围内搭配师和量体师 72 小时内上门服务，定制服装 360 小时送货上门。

**婚庆定制业务承压，疫情消退需求有望快速反弹。**婚庆系列是报喜鸟定制板块重要业务来源，2020 年受疫情影响，婚庆市场受到严重影响，预计未来随着疫情恢复，该项业务有望持续修复。公司自 2008 年起即开展大量婚礼营销活动，包括“喜阅良缘婚礼季”、“国潮婚礼”等等，已建立了较强品牌力。

**表 6：疫情之下，主品牌相较同行优先恢复**

品牌	2017 年营业收入 (亿元)	2018 年营业收入 (亿元)	2019 年营业收入 (亿元)	2020 年营业收入 (亿元)
报喜鸟主品牌	10.84	12.81	12.59	12.76
YOY		18%	-2%	1%
九牧王	25.70	27.30	28.60	26.70
YOY		7%	5%	-6%
中国利郎	24.40	31.70	36.60	26.80
YOY		30%	15%	-27%
雅戈尔	98.40	96.40	124.20	114.80
YOY		-2%	29%	-8%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

##### 3.1.2. 重新解读商务精英西装需求，轻正装发力品牌年轻化

**牵手契合品牌调性国民男星张若昀，品牌形象年轻化。**公司首位品牌的代言人为任达华，在当时反响强烈。其后，公司又相继签约任贤齐、古天乐，但消费者印象仍停留

在任达华。2020年，公司签约国民男星张若昀，以期实现品牌形象年轻化。签约的背后，是公司对于优秀演员张若昀能吃苦、有想法的品性的欣赏，与公司对服装设计与质量严格要求的调性相匹配。

图 14：签约国民男星张若昀官宣图，分别对应传统西装、休闲西装、礼服三种风格



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**与 PRONOUNCE 联名发布轻正装，重新解读年轻一代西装需求。**2019年，公司重新定位了商务精英男性的着装需求，将产品系列划分为正装、轻正装、休闲的三大系列。2020年，公司联合中国先锋设计师品牌 PRONOUNCE，历时9个月推出“无限喜”主题联名系列，其特点为廓形宽松，配色跳跃，面料呈现轻薄但兼具功能性。具体的工艺方面，本次产品大胆使用了3D针织工艺、以及一些绗棉及绗缝工艺。

**专利技术+新颖设计+亲民价格，轻正装或将引领西装潮流文化。**报喜鸟率先将“轻”概念融入核心产品西装当中，使用国家专利弹力伸缩袖口设计工艺使西服可随意挽袖，使用软式剪裁下的无垫肩、无里无衬内里结构设计工艺使成衣比普通西服轻50%，并采用修身的剪裁方式，随意当中也不乏正式。具体搭配上，可内穿圆领体恤衫，搭配运动鞋。价格在2000元左右，相对更亲民。

图 15：报喜鸟 X PRONOUNCE 联名发布轻正装



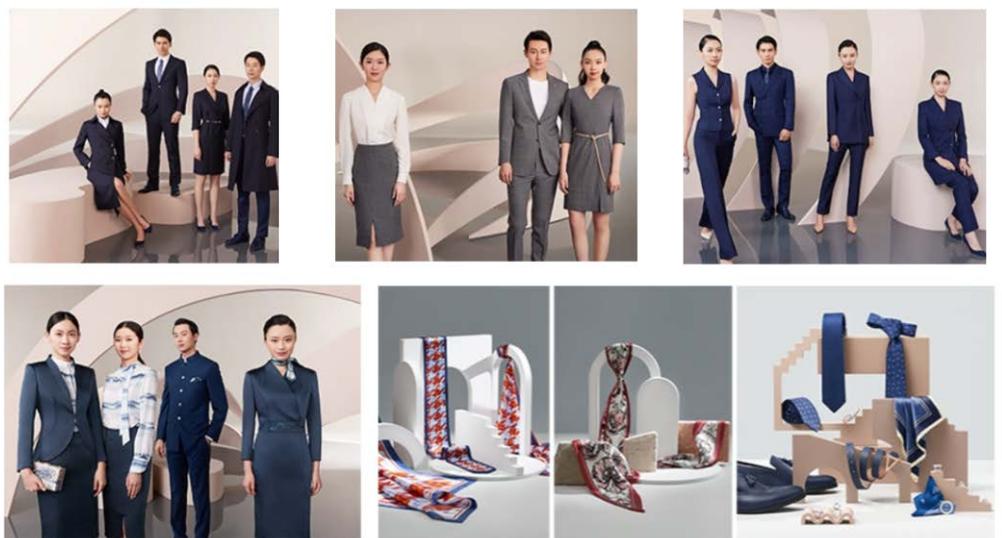
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**线上销售试水反馈强烈**，2020年3月17日，人气歌手、演员袁成杰身着“轻正装”在温州报喜鸟旗舰店参与直播，在天猫平台直播“带货”。当日开播3小时观看量超过十万人次、互动次数超过30万，进入当天服饰赛道排名前十名，线上反馈强烈，未来有望为公司主业板块提供强增长动力。

### 3.2. 宝鸟：一流品质与服务，客户订单持续高增

**高端商务职业装团购定制品牌，三大基地产能充足。**宝鸟是报喜鸟集团下属专业从事高端职业西装定制的子公司，于2000年成立，以“时尚职业装”为核心理念，力求推动传统职业装时尚化。目前拥有上海松江、安徽合肥、浙江永嘉三大生产基地，年产80万套男女高档西服、100万件精品衬衫。为全国大量企事业单位提供团购定制服务。2017-2020年宝鸟品牌分别实现营业收入4.20/5.13/5.66/7.85亿元，同比增长22.21%/10.31%/38.61%，持续保持高增长趋势，2020疫情期间，高毛利的防护用品占比提升带动营收超预期增长。

图 16：公司产品系列展示



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**全国网点布局，政企采购客源稳定。**公司目前服务网点全国超60家，基本实现主要销售区域全覆盖。通过招投标、市场开拓获得政府、企业订单是宝鸟主要盈利方式之一。宝鸟品牌先后在2019、2020年获评“企业采购十大服装供应商”，“政府采购十大服装供应商”。截至2020年，宝鸟职业装已累计服务近6万家企事业单位。

**一流的产品设计与工艺，全自动流水线生产。**具体而言，产品设计方面，公司汇聚顶尖的国际技师团队，拥有11项国家实用新型专利；产品工艺由名列世界前五大工艺师的乔瓦尼·内利亚担任首席工艺师进行统率，力求寻找面料的可塑性与人身体活动的机能性之间的平衡；产品生产方面，引入国外高端设备，实现从服装设计、前期处理、缝制、整烫、输送到钉扣的全流程自动化生产。目前，公司已拥有10条世界一流的西服、衬衫全自动生产流水线。

**试水团购校服有望进一步拓宽业务范围。**宝鸟品牌于2017年与韩国Hyungji集团的校服品牌elite签约成立合资企业，联手韩国市场排名第一的校服品牌elite正式进军中国校服市场。Elite在韩国拥有230家的专卖店，校服市场占有率25%，是韩国校服市场第一品牌。宝鸟将依托自身供应链管理方面本土化的成本优势发力校服板块，未来有望进

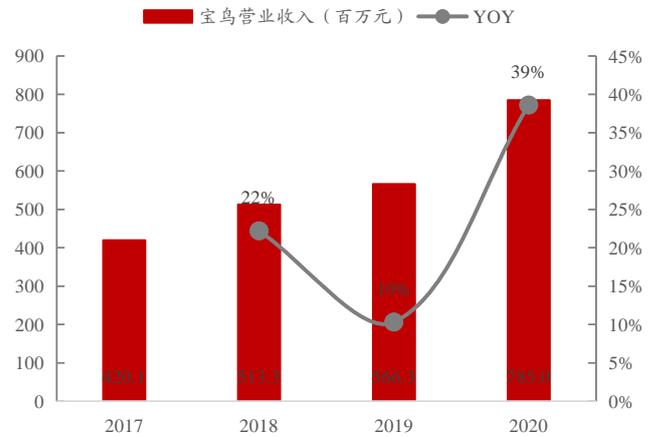
一步带来业绩增量。

图 17: 服务网点遍布全国



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 18: 近年营收及增长强势 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.3. 其他子品牌: 增长强势, 成长性可期

#### 3.3.1. 恺米切: 渠道营销加速调整, 业绩保持高速增长

**意式定制高端服饰, 八十年专注衬衫领域。** 恺米切 (CAMICISSIMA) 原为意大利 FENICIAS.p.A 集团旗下衬衫定制品牌, 在意大利, 恺米切衬衫年销量超过 1000 万件, 每三位男士中就有一人穿恺米切衬衫, 被誉为“衬衫之父”。该品牌由报喜鸟公司于 2011 年引入中国, 定位意式高端定制衬衫。

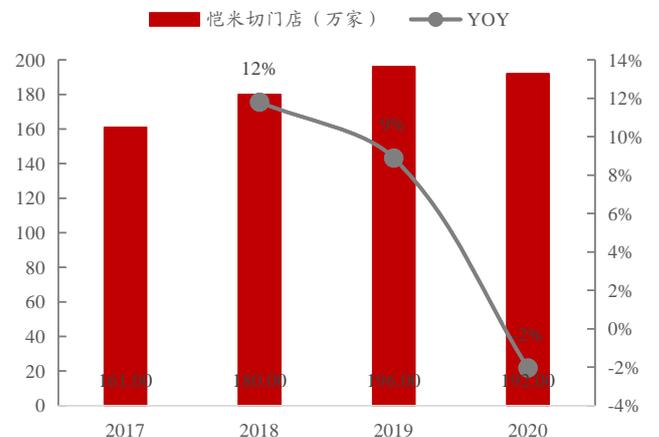
**定位高性价比意式服饰, 疫情之下凸显高成长性。** 公司主打“免烫工艺”技术, 主要产品为意大利 100% 全棉无烫衬衫, 品牌目标客户定位为 30-45 岁的中产阶层、商务人士消费群体, 产品兼具舒适性及体面度。2017-2020 年公司恺米切品牌实现营收从 1.00 亿元增长至 1.64 亿元, CAGR 约 18%。即便是疫情之下, 消费低迷的 2020 年, 公司亦实现同比 13.95% 的营收增长, 成长性凸显。门店拓展方面, 2017-2020 年, 公司历年数量分别为 161/180/198/192 家。

图 19: 恺米切近年营收及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 20: 恺米切近年门店数量及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

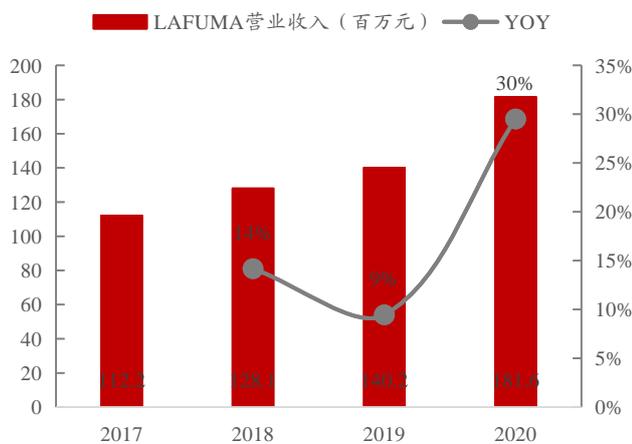
**优化网点结构加速渠道调整，营销力度逐步加大。**公司 2018 年起加快网点拓展，提升网点覆盖率、影响力，关闭低绩效店铺优化网点结构，公司延续“买送”销售模式，提升线上销售占比。营销方面，通过大型缝纫机巡展、CHIC 服装展、奥迪跨界活动、明星商拍、小红书带货等提升品牌知名度和影响力，扩大目标客群。

### 3.3.2. LAFUMA：法国著名户外品牌，核心品类功能性、时尚度并升

**法国著名户外品牌，风格简约品类齐全。**LAFUMA 品牌起源于法国，在当地市场有一半以上的消费者使用 Lafuma 背包。品牌初期以生产制式军用 LAFUMA 背包闻名，之后在世界休闲风潮盛行时研发专业的多功能休闲背包、休闲服，并率先采用高科技的 GORE-TEX 防水透气布料。Lafuma 品牌由报喜鸟于 2017 年引入中国。2017-2020 年公司分别实现营业收入 1.12/1.28/1.40/1.81 亿元，同比增长 14.18%/9.45%/29.51%。2017-2020 年公司门店数量分别为 85/81/82/67 家。

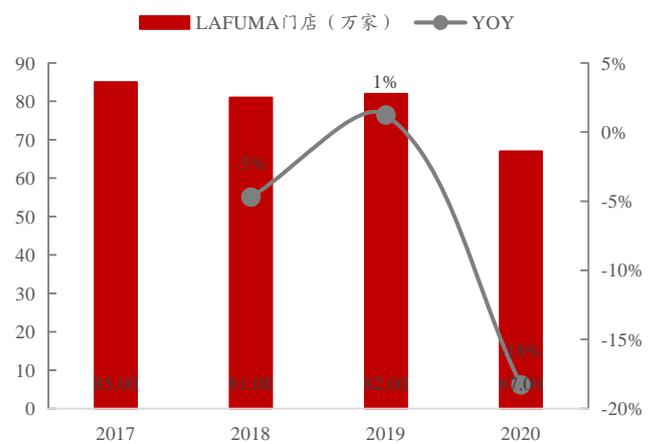
**深度挖掘高档户外产品专业性，核心品类功能性+时尚度并升。**LAFUMA 品牌坚持“轻户外，悦旅行”主题，根据品牌定位加强核心品类的研发和功能性面料的开发。2014 年，Lafuma 提出 FiT 的概念，在保证户外功能性的基础上，进一步加强设计环节；自 2018 年起公司持续强化公司“轻户外、悦旅行”、“穿 LAFUMA 拍照好看”的品牌形象定位。目前已推出 Urban 城市生活和 Holiday 度假旅行两大系列领跑户外时尚。

图 21：LAFUMA 近年营收及增速（百万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：LAFUMA 近年门店数量及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

我们认为公司在 17 年回归服装主业后的努力正在获得成效。无论 HAZZYS 在产品风格+IP 加持下的高速成长趋势还是主品牌年轻化+品牌升级的战略均逐步获得消费者认可。我们预计 21/22/23 年公司收入同增 25%/20%/19% 至 46/55/66 亿元，分品牌而言我们认为两个主品牌将成为公司增长最大的推动力：

- ① HAZZYS：此前疫情阻碍公司门店扩张进程，但是我们预期在疫情控制逐渐稳定的情况下，明年开始 HAZZYS 有望重启门店扩张进程。我们预计 21/22/23 年线下渠道数量约为 390/430/470 家；同时基于品牌强劲内生力，HAZZYES 单店店效有望持续提升，我们预计 HAZZYS 有望在线下保持 20% 以上的收入增速；

同时，公司线上收入有望维持高速增长，预计公司 21/22/23 年线上收入增速为 30%/25%/25%。线上与线下的共同发力下，我们预计 HAZZYS21~23 年收入有望达到 29%/26%/26%。毛利率方面，线上占比提升以及各渠道盈利能力的提升有望带动毛利率继续上行。

- ② 报喜鸟：21 年相较 20 年疫情情况有所好转，公司定制业务有望反弹，另外品牌年轻化业务以及品牌升级之后的提价，都让单店销售在 21 年恢复高增长。分渠道拆分来看，我们认为报喜鸟主品牌线上有望继续维持 21 年 20% 左右的增长速度，另外我们认为产品的年轻化及直营管理的精细化有望让线下单店保持双位数增长。综合来看，我们预计主品牌 21/22/23 年收入增速为 27%/16%/16%。
- ③ 宝鸟&LAFUMA&恺米切：虽然占比较小，但是我们认为两个品牌主打产品在市场上具有稀缺性，且目前均处于不断优化与丰富中，随着公司运营与营销的优化，预计将持续保持强势增长趋势。

**表 7：公司分品牌增速拆分**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总收入</b>	<b>3176.93</b>	<b>3690.68</b>	<b>4580.86</b>	<b>5474.70</b>	<b>6513.79</b>
YOY	6%	16%	24%	20%	19%
<b>报喜鸟</b>	<b>1259.28</b>	<b>1276.31</b>	<b>1629.18</b>	<b>1879.88</b>	<b>2168.26</b>
YOY	-2%	1%	28%	15%	15%
<b>HAZZYS</b>	<b>1007.03</b>	<b>1232.59</b>	<b>1587.27</b>	<b>2006.07</b>	<b>2518.41</b>
YOY	15.44%	22.40%	28.78%	26.38%	25.54%
<b>恺米切</b>	<b>144.05</b>	<b>164.15</b>	<b>207.54</b>	<b>245.63</b>	<b>280.67</b>
YOY	4%	14%	26%	18%	14%
<b>LAFUMA</b>	<b>140.19</b>	<b>181.55</b>	<b>239.72</b>	<b>293.78</b>	<b>345.34</b>
YOY	9%	30%	32%	23%	18%
<b>宝鸟</b>	<b>566.30</b>	<b>784.96</b>	<b>863.46</b>	<b>992.98</b>	<b>1141.93</b>
YOY	10%	39%	10%	15%	15%
<b>其他</b>	<b>60.09</b>	<b>51.12</b>	<b>53.68</b>	<b>56.36</b>	<b>59.18</b>
YOY	1%	-15%	5%	5%	5%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

从毛利率和净利率来看，随着毛利率和净利率最高的 HAZZYS 收入占比不断扩大，我们认为公司的盈利能力将会持续提升。同时规模的不断扩大也使得规模效应的加持下公司利润率有望保持提升。

**表 8：公司费用端拆分**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>毛利率</b>	<b>63.38%</b>	<b>67.30%</b>	<b>67.49%</b>	<b>67.70%</b>
销售费用率	39.62%	40.25%	39.95%	39.75%
管理费用率	6.96%	7.06%	6.96%	6.76%
<b>净利率</b>	<b>9.68%</b>	<b>13.39%</b>	<b>13.83%</b>	<b>14.35%</b>

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

我们相信公司在 17 年回归服装主业后的努力正在获得成效。无论 hazzys 在产品风格+IP 加持下的高速成长趋势还是主品牌年轻化+品牌升级的战略均逐步获得消费者认

可。尤其 hazzys 在过去十年发展顺畅一直保持着 20%~30% 的增长速度从无到有收入规模来到 12 亿，我们认为在休闲英伦风成功本土化并获得消费者认可后，hazzys 有望在未来进一步扩大受众人群和品牌影响力，成为中国中高端休闲装市场中不可忽视的一大品牌。

我们预计 21/22/23 年公司归母净利润有望上行至 6.1/7.6/9.4 亿元，同比增速 66%/23%/24%，对应 EPS 为 0.50/0.62/0.77 元/股，当前股价对应 PE 为 12/10/8。目前公司的估值相较可比公司以及 A 股龙头公司而言还有很大的提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 9：可比公司比较**

	2020	2021E	2022E	2023E
报喜鸟估值	19.7	11.8	9.5	7.7
比音勒芬估值	30.6	24.0	19.2	16.1
太平鸟估值	32.8	23.6	19.5	15.9
九牧王估值（万得一 致预期）	22.0	21.3	19.4	17.6

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、疫情反复：公司目前渠道收入主要依然来源于线下，若疫情反复，或影响公司线下渠道收入。
- 2、展店不及预期：公司需要选取合适渠道进行拓店，若在此过程中缺乏符合公司产品定位渠道，或造成公司展店数量不及预期。
- 3、同店增长不及预期：HAZZYS 产品要求较强设计风格及时尚性，若设计中未符合当季潮流，或造成销售不及预期。
- 4、存货去化不畅带来风险：若公司产品出现由于消费者偏好变化或者潮流变化带来销售未及预期，同时折扣店未能成功处理存，将导致存货减值压力。
- 5、其他风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,760</b>	<b>3,351</b>	<b>4,121</b>	<b>5,241</b>
现金	694	928	1,456	2,427
交易性金融资产	380	500	500	500
应收账款	548	597	619	683
其它应收款	30	43	44	60
预付账款	46	73	99	98
存货	965	1,175	1,368	1,437
其他	96	36	36	36
<b>非流动资产</b>	<b>2,099</b>	<b>2,168</b>	<b>2,175</b>	<b>2,204</b>
金额资产类	3	3	3	3
长期投资	247	247	247	247
固定资产	488	496	513	529
无形资产	228	228	228	228
在建工程	1	1	0	0
其他	1,132	1,193	1,184	1,196
<b>资产总计</b>	<b>4,859</b>	<b>5,519</b>	<b>6,296</b>	<b>7,445</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,357</b>	<b>1,555</b>	<b>1,665</b>	<b>1,992</b>
短期借款	104	104	104	104
应付款项	391	465	497	672
预收账款	363	470	482	560
其他	499	516	582	657
<b>非流动负债</b>	<b>180</b>	<b>194</b>	<b>226</b>	<b>263</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	180	194	226	263
<b>负债合计</b>	<b>1,536</b>	<b>1,750</b>	<b>1,891</b>	<b>2,256</b>
少数股东权益	94	0	0	0
归属母公司股东权	3,228	3,770	4,405	5,189
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,859</b>	<b>5,519</b>	<b>6,296</b>	<b>7,445</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>719</b>	<b>581</b>	<b>751</b>	<b>1085</b>
净利润	390	613	757	935
折旧摊销	102	101	102	101
财务费用	9	(3)	(9)	(22)
投资损失	(25)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	18	(185)	(162)	0
其它	225	81	88	96
<b>投资活动现金流</b>	<b>(301)</b>	<b>(270)</b>	<b>(100)</b>	<b>38</b>
资本支出	76	30	30	30
长期投资	0	0	0	0
其他	225	240	70	(68)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(145)</b>	<b>(78)</b>	<b>(123)</b>	<b>(151)</b>
短期借款	104	104	104	104
长期借款	0	0	0	0
其他	(248)	(182)	(226)	(255)
<b>现金净增加额</b>	<b>273</b>	<b>233</b>	<b>528</b>	<b>972</b>

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3788</b>	<b>4581</b>	<b>5475</b>	<b>6514</b>
营业成本	1387	1498	1780	2104
营业税金及附加	36	37	44	52
营业费用	1501	1844	2187	2589
管理费用	264	324	381	440
研发费用	50	69	83	98
财务费用	4	(3)	(9)	(22)
资产减值损失	90	93	102	105
公允价值变动损益	(9)	2	3	(1)
投资净收益	25	25	25	25
其他经营收益	60	60	60	60
<b>营业利润</b>	<b>516</b>	<b>807</b>	<b>996</b>	<b>1231</b>
营业外收支	(3)	0	0	(1)
<b>利润总额</b>	<b>513</b>	<b>807</b>	<b>996</b>	<b>1230</b>
所得税	123	194	239	295
<b>净利润</b>	<b>390</b>	<b>613</b>	<b>757</b>	<b>935</b>
少数股东损益	24	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>366</b>	<b>613</b>	<b>757</b>	<b>935</b>
EBITDA	808	1016	1229	1482
EPS (最新摊薄)	0.30	0.50	0.62	0.77
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.7%	20.9%	19.5%	19.0%
营业利润	87.1%	56.5%	23.4%	23.6%
归属母公司净利润	74.4%	67.3%	23.4%	23.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	63.4%	67.3%	67.5%	67.7%
净利率	9.7%	13.4%	13.8%	14.4%
ROE	12.6%	17.3%	18.5%	19.5%
ROIC	14.1%	18.0%	19.0%	0.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.6%	31.7%	30.0%	30.3%
净负债比率	46.2%	46.4%	42.9%	43.5%
流动比率	2.0	2.2	2.5	2.6
速动比率	1.3	1.4	1.6	1.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	1.1
应收帐款周转率	8.1	8.0	9.0	10.0
应付帐款周转率	3.2	3.5	3.7	3.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.30	0.50	0.62	0.77
每股经营现金	0.59	0.48	0.62	0.00
每股净资产	2.65	3.10	3.62	4.26
<b>估值比率</b>				
P/E	19.7	11.8	9.5	7.7
P/B	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.1	7.2	6.0	4.9

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>