

报喜鸟 (002154. SZ)

变革重焕新生，哈吉斯快速成长打开景气空间

买入

核心观点

男装行业集中度持续走高，中高端和时尚年轻市场驱动增长。国内男装零售规模 6030 亿元，CAGR 3.4%，其中头部中高端/年轻时尚市场 CAGR 分别比整体高 3 和 6 百分点。男装 CR15 显著高于女装且持续增加，其中大多传统西服公司市占率下滑，而卡位景气细分赛道、积极变革的公司市占率持续提升。

公司概况：积极改革，聚焦主业，多品牌集团重启成长。经过 26 年发展，公司成为拥有中高端西服报喜鸟（占 37%）、中高档英伦哈吉斯（占 34%）和职业团购装宝鸟（占 19%）三大核心品牌的多品牌集团。2012~2016 年行业低迷、投资失利和新品牌亏损致业绩大幅下滑，2017 年后聚焦主业、主品牌积极改革和哈吉斯成功培育，公司重回高增长，收入/业绩 CAGR 14%/106%。

报喜鸟：智能化、年轻化、新零售驱动，传统西服品牌焕发新生。2014 年报喜鸟成功实现定制业务智能化大规模生产，大幅优化交期、效率、质量和成本，定制业务规模和技术水平在同行较优，占主品牌收入近 30%。2019~2022 年依次推出轻正装、代言人张若昀、融合国潮的联名系列和运动西服等，运动西服打破传统条框，广受年轻消费者追捧，目前在西服中占比达 15~20%。在新形象、新品类、新零售驱动下，主品牌焕发新生机，CAGR4 10%。

哈吉斯：卡位景气赛道，精心培育驱动强势成长，拓店空间广阔。在英伦风服饰盛行背景下，哈吉斯凭借英伦风基因、领先研发设计能力、高质量主题营销和跨界合作、拓展女子和年轻系列、进驻高端渠道等举措成功培育影响力，2017~2021 年收入 GAGR 22%至 14.5 亿元。从成长空间看，第一，中国个人可投资产超 1000 万元人数 262 万，而比音勒芬（零售额 39 亿元）消费群仅 70+ 万，轻奢品牌仍有广阔空间。第二，哈吉斯对标风格相近、定位更高的比音勒芬有约 700 家门店差距，我们测算发现下沉市场渗透率非常低，未来品牌将通过线上订单分布指导下沉市场拓店计划，开店空间广阔。

风险提示：疫情反复；市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道扩张不及预期。

投资建议：看好集团改革效能释放和新品牌成功培育下的中长期成长性。公司经历行业调整和投资失利阵痛后实施一系列变革，重回高增长。主品牌在智能化、年轻化、新零售驱动下，获得超越传统西服的阿尔法增长；哈吉斯凭借独特的英伦基因，在集团精心培育下强势成长，从中国高净值人群和下沉市场渗透率看，预计仍有广阔成长空间。我们看好公司中长期成长潜力，维持盈利预测，预计 2022~2024 年净利润分别为 5.5/6.8/8.0 亿元，同比增长 17%/24%/18%，维持合理估值为 5.6~6.0 元（对应 2022 年 15~16x PE），下半年复苏弹性大，当前估值性价比较高，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,919	5,732	6,535
(+/-%)	15.7%	17.5%	10.5%	16.5%	14.0%
净利润(百万元)	366	464	545	677	796
(+/-%)	74.4%	26.7%	17.3%	24.3%	17.5%
每股收益(元)	0.30	0.32	0.37	0.46	0.55
EBIT Margin	14.3%	14.2%	13.7%	14.9%	15.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	11.2%	12.0%	13.5%	14.3%
市盈率(PE)	13.1	12.4	10.6	8.5	7.2
EV/EBITDA	9.9	10.5	10.4	8.5	7.5
市净率(PB)	1.49	1.39	1.27	1.15	1.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按预期总股本计算

公司研究·深度报告

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 联系人：关峻尹
0755-81981391 0755-81982834
dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	5.60~6.00 元
收盘价	3.95 元
总市值/流通市值	5763/4400 百万元
52 周最高价/最低价	6.09/3.34 元
近 3 个月日均成交额	61.23 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《报喜鸟 (002154.SZ) - 上半年收入和业绩增长 1%，库龄优化》 —— 2022-08-23
《报喜鸟 (002154.SZ) - 变革重焕新生，哈吉斯快速成长打开景气空间》 —— 2022-07-03

内容目录

男装行业集中度持续走高，中高端和时尚年轻市场驱动增长	6
六千亿男装赛道平稳发展，行业集中度显著高于女装且持续提升	6
头部中高端品牌、时尚年轻市场驱动成长	7
竞争格局：行业竞争激烈，卡位景气赛道、积极改革的品牌市占率提升	8
公司概况：积极改革，聚焦主业，多品牌集团重启成长	10
业务分析：以报喜鸟和哈吉斯为主，多品牌、全渠道运营模式	10
股权结构：吴志泽和吴婷婷是实控人，一致行动人持股 38%	12
发展史：从代工制造到高端男装，积极改革，危机过后焕发新生	13
收入业绩重回高增长，库存改善，现金流充裕	15
报喜鸟：智能化、年轻化、新零售驱动，传统西服品牌焕发新生	17
行业回暖，主品牌改革顺利，增长在同行领先	17
定制行业蓬勃发展，报喜鸟较早转型智能化大规模生产，效益显著提升	18
景气品类、新零售渠道打造第二增长曲线，主品牌焕发新生机	21
哈吉斯：卡位景气赛道，精心培育驱动强势成长，拓店空间广阔	24
发展简史：卡位景气领域，精心培育下品牌在中国市场快速成长	24
成功之路复盘：英伦风基因，高质量“营销+产品+渠道”全方位布局，品牌影响力初具	25
成长性：对标比音勒芬，哈吉斯潜在消费群、渠道开拓空间广阔	29
盈利预测	35
假设前提	35
未来 3 年业绩预测	36
盈利预测情景分析	36
估值与投资建议	37
绝对估值：6.0–6.4 元	37
相对估值：5.6–6.0 元	38
投资建议	39
风险提示	40
附表：财务预测与估值	42
免责声明	43

图表目录

图1: 全国居民衣着人均消费支出 (单位: 元、%)	6
图2: 中国男装行业市场规模及增速 (单位: 百万元、%)	6
图3: 中美日韩男装行业前 15 大公司集中度	6
图4: 中国男装和女装行业前 15 大公司集中度	6
图5: 2012~2021 年中国头部中高端男装规模与增速 (百万元)	7
图6: 中国男装行业各细分赛道零售额增速	7
图7: 中国男装行业各年龄段销售额增速	7
图8: 2011~2021 年中国主要头部服装集团市占率演变历程 (剔除运动公司)	9
图9: 2021 年中国头部中高端男装品牌 (不含运动品牌) 基本情况	10
图10: 中国头部中高端西服品牌在整体男装行业份额	10
图11: 中国头部中高端休闲时装品牌在整体男装行业份额	10
图12: 集团分品牌收入情况	12
图13: 集团分品牌零售网点情况 (不包括团购品牌)	12
图14: 2021 年公司各渠道收入占比	12
图15: 2020~2021 年公司各渠道毛利率	12
图16: 公司股权结构 (截至 2022 年中报)	13
图17: 公司发展史	13
图18: 公司发展历程 (收入、净利润、利润率)	15
图19: 公司历年营业收入及增速	16
图20: 公司历年净利润及增速	16
图21: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率	16
图22: 公司历年 ROE、ROA	16
图23: 公司历年费用率	17
图24: 报喜鸟营运资金周转天数	17
图25: 报喜鸟经营活动现金流净额和净利润 (亿元)	17
图26: 报喜鸟对比同行业其他公司净现比	17
图27: 报喜鸟营业收入及增长 (亿元)	18
图28: 报喜鸟门店数及单店收入	18
图29: 报喜鸟单店面积及单平收入	18
图30: 报喜鸟及同类品牌收入增速	18
图31: 报喜鸟定制业务智能化生产流水线	20
图32: 报喜鸟定制业务收入占比	21
图33: 智能化定制产线上线后成效	21
图34: 报喜鸟品牌代言人张若昀	21
图35: 报喜鸟轻正装系列	22
图36: 2020 年报喜鸟 x PRONOUNCE 联名系列	23
图37: 报喜鸟运动西服系列	23

图38: 2021-3-21 董事长吴志泽在直播间	24
图39: 公司电商收入及增长	24
图40: 哈吉斯品牌发展史	25
图41: 哈吉斯品牌收入	25
图42: 哈吉斯品牌门店数和单店收入	25
图43: 21世纪初的男装和女装英伦风格	26
图44: 哈吉斯——英伦风服饰	26
图45: 哈吉斯部分优质面料展示（从左到右分别应用在 Polo、夹克、针织羊毛衫）	26
图46: 2017 年《飞屋城堡》线下主题巡展	27
图47: 2020ss 春夏时装秀在英国伦敦举办	27
图48: 哈吉斯与温网跨界系列首发酒会	28
图49: 哈吉斯女装代言人陈都灵	28
图50: 哈吉斯女装系列	28
图51: 哈吉斯 x Ramdane 限量合作系列	28
图52: 各品牌各线城市门店数占比	29
图53: 哈吉斯与比音勒芬、LACOSTE、Tommy 对比	30
图54: 哈吉斯、比音勒芬、LACOSTE、Tommy 中国门店数	31
图55: 哈吉斯、比音勒芬、Tommy 中国销售额测算值（亿元）	31
图56: 哈吉斯与比音勒芬的零售额测算值对比（亿元）	31
图57: 哈吉斯与比音勒芬的线下门店数对比	31
图58: 哈吉斯、比音勒芬、LACOSTE、Tommy 天猫旗舰店价格分布（按销售额）	32
图59: 男装、女装、鞋子销售金额占比	32
图60: 中国中产和新中产户数统计	33
图61: 新中产服装品牌消费偏好	33
图62: 中国个人可投资产超 1000 万元的人数及比音勒芬会员数（万人）	33
图63: 比音勒芬和哈吉斯各级城市门店数拆解	34
图64: 各级城市比音勒芬和哈吉斯门店数、社零总额占比	34
图65: 比音勒芬和哈吉斯单店零售额测算（含税，万元/月）	35
图66: 比音勒芬和哈吉斯单平米零售额测算（含税，元/月）	35

表1: 公司品牌介绍	11
表2: 报喜鸟定制业务与同业对比（收入单位：亿元）	19
表3: 报喜鸟轻正装和运动西服	22
表4: 哈吉斯门店指标拆解	29
表5: 公司盈利预测假设条件	36
表6: 盈利预测与市场重要数据	36
表7: 情景分析（乐观、中性、悲观）	37
表8: 公司盈利预测假设条件（%）	37
表9: 资本成本假设	38
表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	38
表11: 可比公司估值表	39

男装行业集中度持续走高，中高端和时尚年轻市场驱动增长

六千亿男装赛道平稳发展，行业集中度显著高于女装且持续提升

男装行业总体规模约 6000 亿元，复合增速 4%。2021 年全国居民衣着人均消费支出为 1419 元，同比增长 14.6%，对比 2019 年复合增长 3.0%。男装行业自 2013 年以来稳步增长，至 2021 年达到 6030 亿元，CAGR 8 为 3.9%。预计未来五年将以 2.8% 的年均增速平稳增长。

男装行业前 15 大公司集中度显著高于女装，呈持续提升趋势，且相比发达国家仍有提升空间。由于女性对时尚要求多样性、潮流更新迭代速度要求高，再加上女性消费者对特定品牌忠诚度相对较低，因此女装赛道竞争激烈程度高于男装，头部集团集中度明显低于男装。2021 年国内男装行业前 15 大集团（报喜鸟集团排第 12）集中度 26.1%，比女装高 14p. p.，且集中度呈持续走高趋势（相比 2012 年+6.7p. p.）。同时，美国、日本、韩国发达成熟市场男装行业前十五大公司集中度分别为 34%、57%、33%，因此国内男装行业头部企业集中度有望进一步走高。

图1：全国居民衣着人均消费支出（单位：元、%）



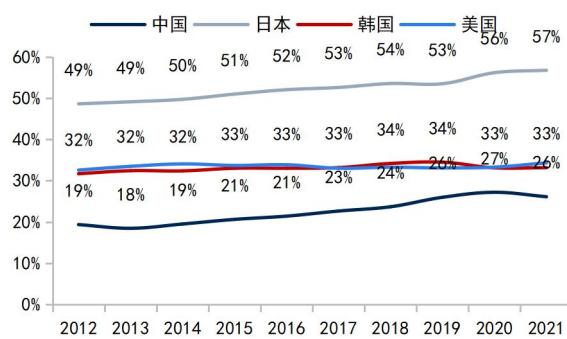
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图2：中国男装行业市场规模及增速（单位：百万元、%）



资料来源：中商网、中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图3：中美日韩男装行业前 15 大公司集中度



资料来源：中商网，各公司公告，国信证券经济研究所测算

图4：中国男装和女装行业前 15 大公司集中度



资料来源：中商网，各公司公告，国信证券经济研究所测算

头部中高端品牌、时尚年轻市场驱动成长

头部中高端男装品牌增速近年加快，平均增速比整体男装高 3 百分点。我们选取在国内零售规模在 5 亿元以上、基础款秋装天猫旗舰店定价在 300 元以上的品牌（已剔除运动品牌），将其定位为“中高端男装”，不完全统计下 2021 年头部中高端男装的品牌合计规模在 537 亿元左右。从增长趋势看，2012~2016 年受到服装行业库存危机影响，平均增速在 4% 左右，2016 年后随着行业大环境回暖、国民消费升级，头部中高端男装品牌增长加速，即使考虑到疫情影响，2017~2021 年复合增速达到 6.4%，比整体男装行业增速高 3.0p.p.。

图5：2012-2021 年中国头部中高端男装规模与增速（百万元）



资料来源：中商网，中国产业信息网，各公司公告，国信证券经济研究所整理

年轻世代、时尚市场增速较高，驱动男装行业增长。Z 世代指的是 1995~2010 年之间出生的青少年，我国 Z 世代人口约 2.26 亿，占总人口 16%。由于 90 后和 Z 世代成长在国内经济快速发展的 20 年，家庭条件相对富裕，受到良好文化教育和各种新事物影响，因此相对老一辈人，具有更强烈的消费意愿、追求时尚潮流的消费观。据灼识咨询统计（不同咨询机构统计口径不同，这里数据仅供参考），2014~2018 年国内 15~25 岁和 26~35 岁年龄层消费男装的增速分别比整体男装行业高 1.0p.p. 和 3.4p.p.，且预计在 2018~2023 年增速比整体男装行业分别高 2.4p.p. 和 2.3p.p.。在年轻消费者驱动下，2014~2018 年男装行业中时尚类增速较整体高 5.8p.p.。

图6：中国男装行业各细分赛道零售额增速



资料来源：慕尚集团招股书，灼识咨询，国信证券经济研究所整理

图7：中国男装行业各年龄段销售额增速



资料来源：慕尚集团招股书，灼识咨询，国信证券经济研究所整理

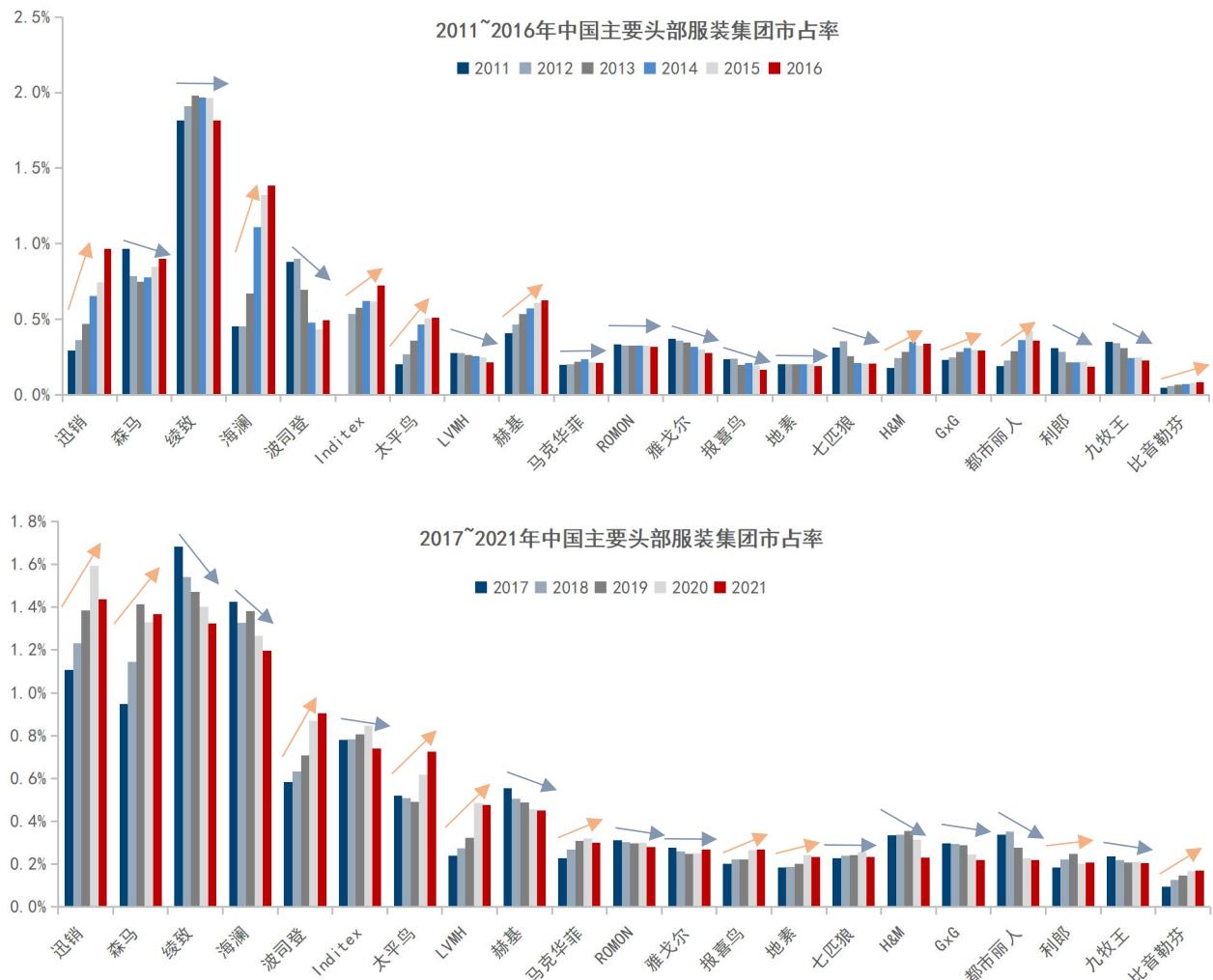
竞争格局：行业竞争激烈，卡位景气赛道、积极改革的品牌市占率提升

（一）服装行业整体增速趋缓，景气细分赛道和积极改革的品牌得以快速扩张

2011~2016 年服装零售疲软，快时尚和大众休闲兴起，传统西服市占率下滑。经历前十年快速扩张后，国内服装行业进入零售疲软去库存阶段，行业格局出现分化。1) 快时尚在国内兴起，迅销集团、Zara、太平鸟、H&M、GXG、都市丽人等快时尚企业市占率迅速提升；2) 定位大众商务休闲男装的海澜之家凭借产品高性价比和渠道托管加盟模式实现快速扩张。3) 定位传统西服的男装公司雅戈尔、报喜鸟、七匹狼、利郎、九牧王市占率均出现较大幅度下滑，在行业发展艰难时期，雅戈尔、报喜鸟、七匹狼、九牧王选择向投资业务转型，其中报喜鸟因库存高企和投资失利在 2016 年计提资产减值 3.1 亿元，导致当年巨亏 3.9 亿元。

2017~2021 年定位景气细分赛道、积极变革的公司获得快速扩张机遇。2017~2021 年国内服装行业步入平稳发展阶段，复合增速 4.4%，在这个过程中行业竞争格局再次出现分化。1) 定位景气赛道的品牌得以快速扩张，如童装品牌巴拉巴拉（母公司森马集团）；定位高端运动休闲的比音勒芬；中高端英伦、具有运动休闲属性的哈吉斯（代理公司报喜鸟）等。2) 积极向年轻化转型改革的品牌得以快速成长，如经历年轻化转型、组织激励制度改革的太平鸟；聚焦羽绒服主赛道、品牌转型升级颇有成效的波司登；重新聚焦主业、产线智能化转型和品类年轻化转型的传统西服品牌报喜鸟；推出轻商务系列的利郎等。

近 10 年受到行业需求影响，大多数传统西服公司市占率呈现下滑趋势，而报喜鸟凭借组织管理上的积极变革、主品牌的智能化和年轻化转型、代理品牌哈吉斯的精心培育，在经历危机后重新回到经营正轨，2017 年后实现市占率的持续提升（从 0.20% 提升至 0.27%）。

图8：2011~2021年中国主要头部服装集团市占率演变历程（剔除运动公司）


资料来源:中商网，中国产业信息网，各公司公告，国信证券经济研究所测算

(二) 行业格局分散，报喜鸟和哈吉斯对标细分赛道头部品牌均有较高成长空间

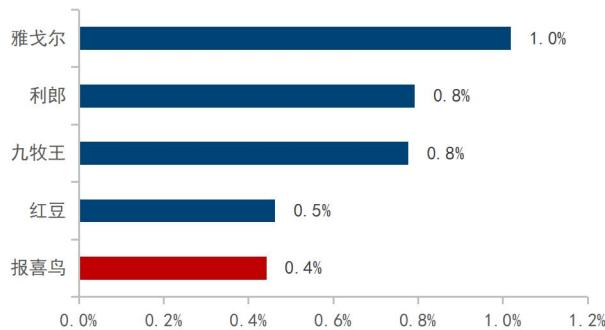
2021年我们选取在中国零售规模5亿元以上(不完全统计)、基础款秋装(长袖圆领普通卫衣)天猫旗舰店定价在300元以上的品牌(剔除运动品牌)，我们称之为“头部中高端男装品牌”。若按照产品区分，报喜鸟主品牌和哈吉斯品牌分别处于两个细分赛道，竞品如下：

- 1) 报喜鸟对标头部中高端西服品牌有1倍以上成长空间。雅戈尔、利郎、九牧王、报喜鸟主品牌定位偏向商务正装和商务休闲。雅戈尔零售规模在60亿元以上，利郎、九牧王在40~50亿元。报喜鸟约27亿元，在整体男装行业市占率0.4%，对标头部的雅戈尔、利郎、九牧王品牌均有1倍以上成长空间。
- 2) 哈吉斯对标头部中高端休闲时装品牌有较高成长空间。哈吉斯、比音勒芬、Tommy Hilfiger、拉夫劳伦等偏向“高端运动休闲”、“英伦风”、“美式经典”等，产品风格总体相近，比音勒芬零售规模在39亿元，Tommy Hilfiger、拉夫劳伦接近10亿元。哈吉斯约18亿元，在整体男装行业市占率0.3%，对标产品风格相近的比音勒芬有1倍以上成长空间。

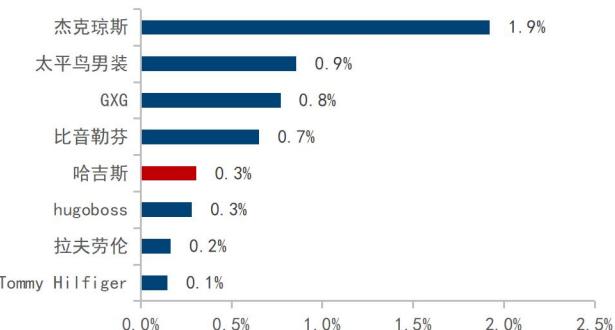
图9：2021年中国头部中高端男装品牌（不含运动品牌）基本情况

零售规模	品牌名称	在整个男装市占率
50亿元以上	马克华菲、雅戈尔	0.8%以上
40–50亿元	GXG、利郎、太平鸟男装、九牧王	0.65~0.8%
30–40亿元	比音勒芬、Selected	0.5~0.65%
15–30亿元	报喜鸟、哈吉斯、卡宾、李维斯、Lee、Hugoboss	0.25~0.5%
5–15亿元	Tommy Hilfiger、拉夫劳伦、Massimo Dutti	0.1~0.25%

资料来源：中商网，中国产业信息网，各公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中国头部中高端西服品牌在整体男装行业份额


资料来源：各公司公告，中商网，中国产业信息网，国信证券经济研究所测算

图11：中国头部中高端休闲时装品牌在整体男装行业份额


资料来源：各公司公告，中商网，中国产业信息网，国信证券经济研究所测算

公司概况：积极改革，聚焦主业，多品牌集团重启成长

业务分析：以报喜鸟和哈吉斯为主，多品牌、全渠道运营模式

公司旗下自有品牌包括报喜鸟、宝鸟、所罗、亨利格兰、云翼智能、东博里尼，合作品牌有伊丽特，代理品牌有哈吉斯、恺米切、乐飞叶，品牌定位总体在中高端领域。渠道上，线下不断提升购物中心渠道占比、突破中部弱势市场、关闭低效门店，核心品牌依靠店效驱动增长，同时加大电商渠道布局、拓展抖音直播等新零售平台。

表1：公司品牌介绍

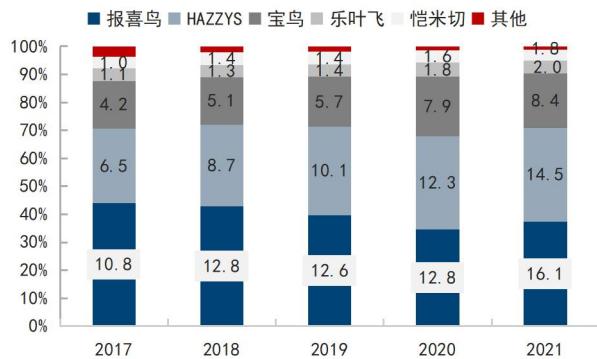
品牌名称	品牌定位	目标客户群	产品价格带	主要销售城市
自有品牌				
报喜鸟	中高档商务男装	30~50岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士	西服: 3000~5000元/套 衬衫: 150~400元/件	1~5线城市
宝鸟	职业装团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织	西服: 1000~2000元/套 衬衫: 150~400元/件	1~5线城市
所罗	专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士	西服: 4000~6000元/套	1~5线城市
亨利·格兰	中高档英伦高尔夫风男装	30~40岁追求轻松、品味生活理念和健康外套	1500~4000元/件 活力生活方式的男士 内搭: 500~3000元/件 单西: 2980~5980元/件	3~4线城市
东博利尼	意大利轻奢男装品牌	30~45岁追求精致生活的中产阶层人士	裤子: 1680~2480元/条 衬衫: 1180~1680元/件	1~2线城市
合作品牌				
衣俪特	高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织	秋冬款: 500~800元/套 春夏款: 300~350元/套	1~3线城市
代理品牌				
哈吉斯	中高档英伦风格男装、女装品牌	25~40岁时尚、品味的都市精英	800~7000元/件	1~3线城市
恺米切	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	30~45岁的中产阶层、商务人士	1199~1599元/件	1~3线城市
乐飞叶	高档户外休闲品牌	30~50岁户外休闲爱好者	外套: 999~5299元/件 内搭: 499~1199元/件	1~3线城市

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

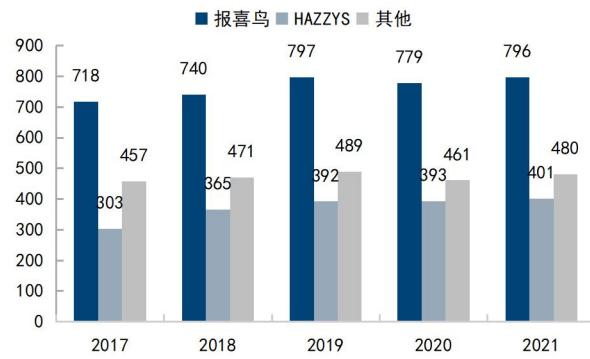
（一）分品牌：多品牌协同运营，店效驱动，三大核心品牌持续兑现高增长

自有品牌报喜鸟和代理品牌哈吉斯近5年均贡献公司70%的收入，2021年分别实现收入16.1和14.5亿元，哈吉斯品牌得益于公司成功培育，定位景气赛道、形成良好的产品力，实现高速增长。主品牌报喜鸟在年轻化转型、新品类扩张的驱动下，从2019年开始恢复较好增长。近年来，各品牌增长主要由单店收入驱动。

- 1) **报喜鸟主品牌定位中高档商务男装**，目标客群为30~50岁自信、儒雅、尊贵商务人士，西服定价在3000~5000元/套，渠道上依托加盟商下沉到3~5线城市，2021年底有接近800家门店。
- 2) **哈吉斯品牌定位中高档英伦风男装和女装**，目标客群为25~40岁时尚休闲都市精英，定价800~7000元/件，由于合作方对品牌调性、单店质量有严格要求，2021年底有401家门店，主要开设在1~2线城市。近5年，哈吉斯品牌在公司成功培育下快速增长，2017~2021年复合增速为22.1%。
- 3) **宝鸟品牌是职业装团购品牌**，拥有产能195万套，西服1000~2000元/套、衬衫：150~400元/件。宝鸟在全国设立60多家服务网络，目前已累计为8万家企业事业单位提供团购定制职业装。宝鸟依托稳定客源快速成长，2020年宝鸟参与防疫物资生产和销售，实现收入同比大幅增长39%，2021年在高基数下继续增长7%至8.4亿元。
- 4) **其他**：除了三大核心品牌外，公司还有代理品牌恺米切、乐叶飞，自有品牌所罗、亨利·格兰、东博利尼，合作品牌衣俪特，品牌矩阵全面覆盖中高档商务、性价比衬衫、中高档英伦风、高档户外休闲等领域，2021年合计收入为4.3亿元，占公司总收入10%。

图12: 集团分品牌收入情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

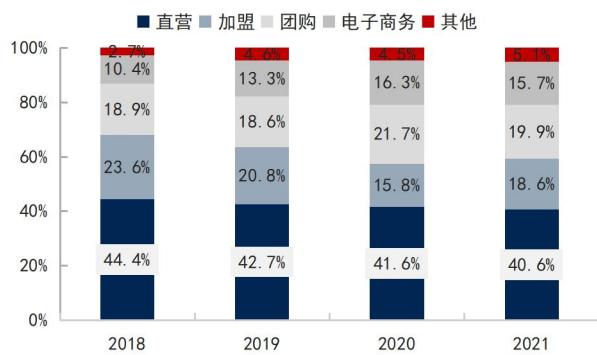
图13: 集团分品牌零售网点情况（不包括团购品牌）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

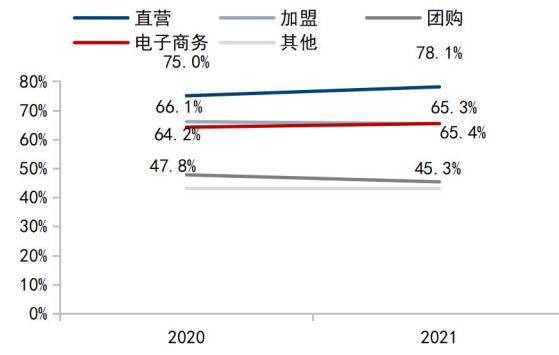
（二）分渠道：直营占收入四成，电商快速发展，毛利率较高

公司直营收入占比在略高于 40% 水平，近年来有小幅下降趋势。团购渠道主要是宝鸟和衣俪特两个团购品牌，合计占收入 20% 左右。电商业务迅速增长，收入占比从 2018 年 10.4% 提升至 2021 年 15.7%。

从毛利率看，2021 年直营/加盟/电商/团购分别为 78%/65%/65%/45%，各渠道毛利率均显著高于其他大众男装品牌，反映公司较高的加价倍率。

图14: 2021 年公司各渠道收入占比


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

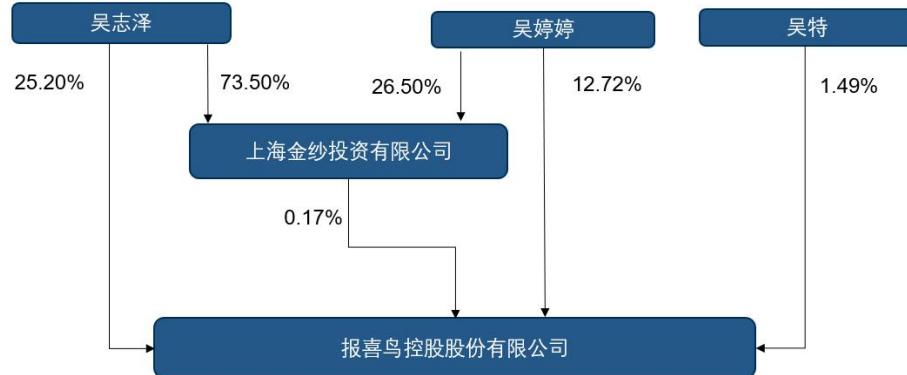
图15: 2020~2021 年公司各渠道毛利率


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构：吴志泽和吴婷婷是实控人，一致行动人持股 38%

2017 年 7 月开始创始人兼董事长女儿吴婷婷女士开始多轮增持公司股份，2018 年 7 月增持完成后吴志泽及吴婷婷、上海金纱投资有限公司合计持股超过 20%，改变了公司多年实控人不明确、股权分散的局面。

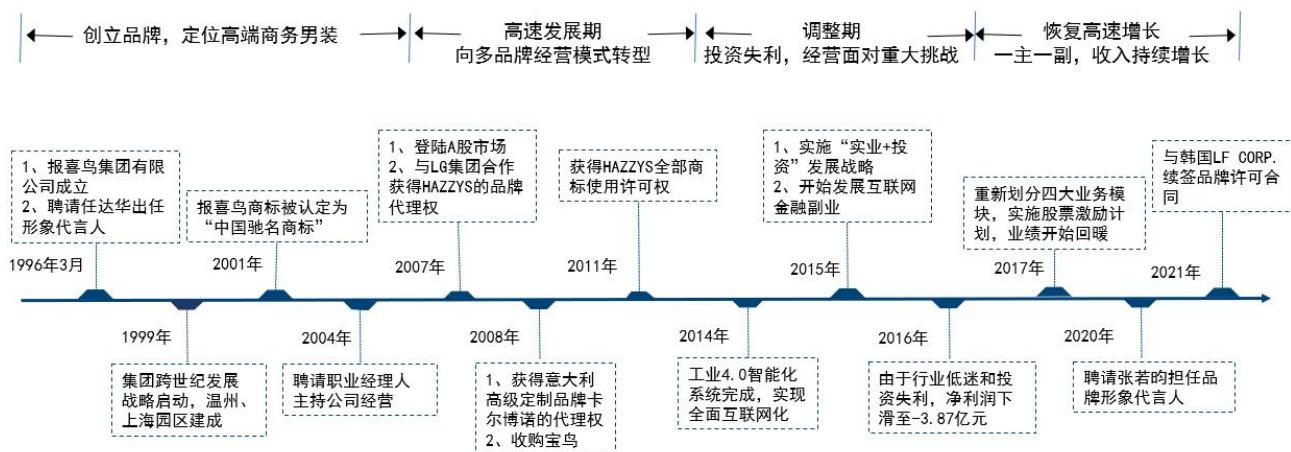
截至 2022 年 6 月 30 日，公司董事长兼总经理吴志泽先生及其一致行动人吴婷婷、上海金纱合计持有公司总股本的 38.1%，其余前十大股东中，吴特持有公司总股本的 1.49%，其余均为机构持股。吴特、吴婷婷并未担任公司董监高。

图16：公司股权结构（截至 2022 年中报）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

发展史：从代工制造到高端男装，积极改革，危机过后焕发新生

公司组建于 1996 年，在之后的三个五年间，公司分别以名牌发展、多品牌经营、跨行业发展为战略支撑，在后续的十几年里，发展成为主业突出、品牌知名、业务多元的卓越企业。目前公司主营西服、西裤、衬衫、夹克等品类，全面覆盖中高及高端消费群体的商务、休闲、户外领域，满足消费者个性化、时尚化的需求。

图17：公司发展史


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(一) 1996~2005 年：创始人代工起家，创立品牌，定位高端商务男装

80 年代，公司创始人吴真生通过卖热水器赚到了人生的第一桶金，并在 1990 年创办了浙江报喜鸟制衣公司。在温州十年打假中，他严格把控产品生产质量，1994 年在温州人民路开设 1 家近 1000 平米的报喜鸟专卖店，品牌雏形初显。1996 年三大制衣公司合并，成立报喜鸟集团。

1999 年，集团跨世纪发展战略启动，温州、上海工业园区建成投产，公司生产能力大幅提高，成为国内优等高端男式服饰供应商之一。同年，公司聘请任达华出任形象代言人。

2001 年，浙江报喜鸟服饰股份有限公司成立，“报喜鸟”被认定为“中国驰名商标”。公司致力于成为国内本土中高端商务男装领头羊，2005 年凭借极高的品质获得中国服装品牌年度“品质大奖”，当年实现收入 3.1 亿元。

（二）2006~2012 年：高速发展期，逐步完善多品牌矩阵

2006~2012 年，在中国商务正装景气驱动下，公司凭借较好品牌力和产品口碑脱颖而出，进入高速增长期，收入利润快速增长，收入/净利润 CAGR 分别为 37%/50%。

2007 年，报喜鸟 A 股上市。2008 年，品牌推出商务系列、经典系列、时尚系列三大系列。除此之外公司获得意大利高级定制品牌“卡尔一博诺”的代理权，收购宝鸟服饰。2011 年获得哈吉斯在中国的代理权。

（三）2012~2016 年：大规模智能定制系统上线，但因行业调整、投资失利陷入危机

2012 年国内服装行业陷入库存危机，叠加电商平台兴起对线下生意冲击，公司业绩出现大幅下跌，业绩 CARG 3 为 -41%。**2015 年，在行业持续低迷、业绩持续下滑背景下，公司参与股权投资业务，主要涉及互联网、大时尚等新兴产业，投资小鬼网络、仁仁科技、小凌鱼金服、吉姆兄弟、乐裁网络等，合计金额 1.39 亿元。**

2016 年，主品牌报喜鸟为一次性清理过季库存导致公司毛利率同比下滑 7 百分点，旗下子品牌恺米切、圣捷罗、法兰诗顿仍然亏损，叠加因投资公司亏损、库存跌价、房产商业跌价而计提 3.1 亿资产减值令公司出现上市以来首次亏损，亏损达到 3.9 亿元。

在调整期，公司明确回归主业发展、剥离部分亏损子品牌、清理库存轻装上阵、积极推行自主品牌定制业务大规模智能化转型，2014 年工业 4.0 智能化系统完成，线上 C2B 平台上线，生产向智能化转变。一系列积极举措为之后复苏奠定基础。

（四）2017~至今：积极改革、焕发新生，哈吉斯成为第二增长曲线

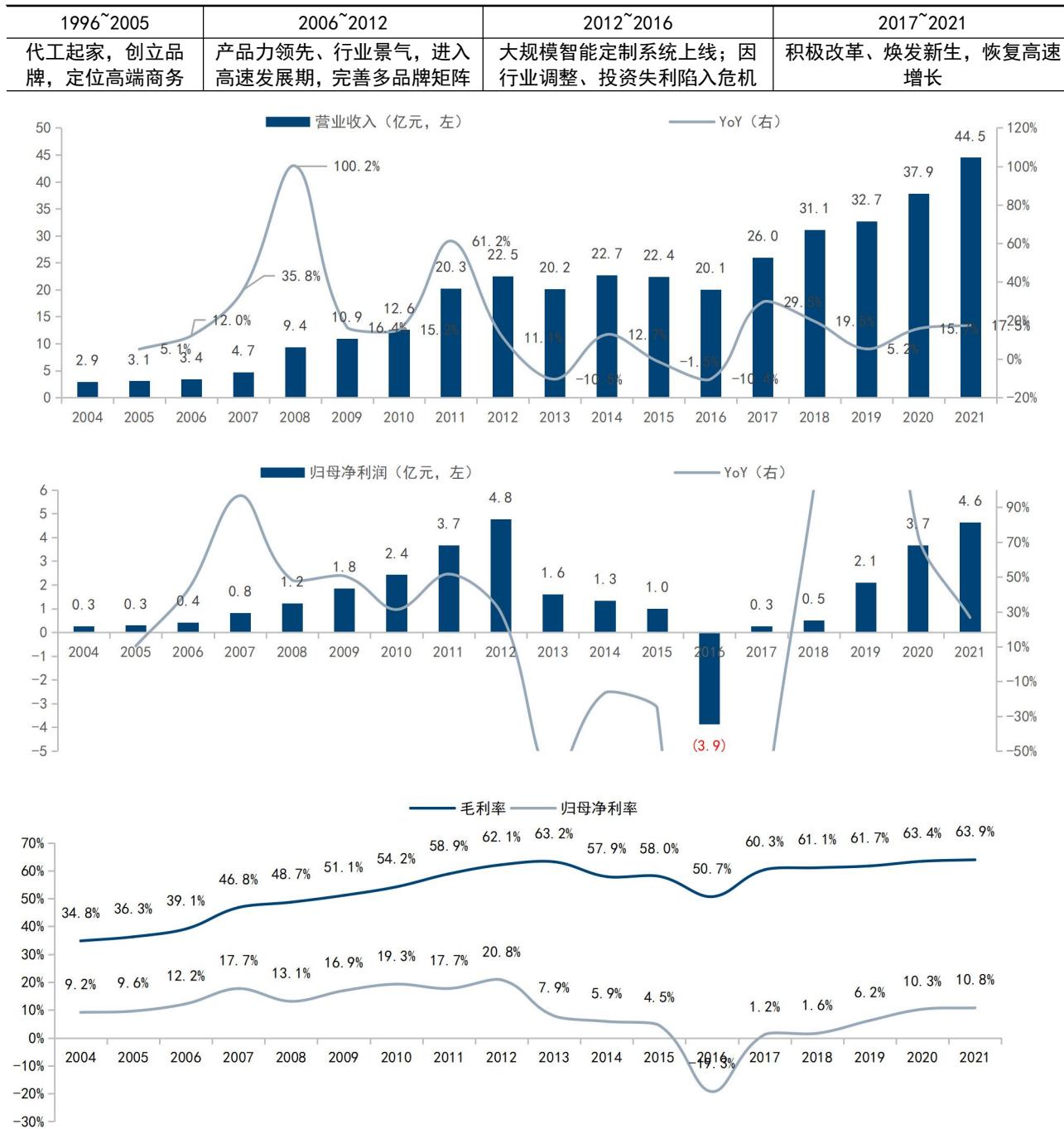
2017 年公司对业务重新进行划分，明确自有品牌、国际代理品牌、职业装品牌和投资管理四大模块，聚焦服装主业。**同年推出股权激励计划，激励股份占总股本 8.5%，授予 57 名员工，极大鼓舞员工士气，当年收入、净利润同比增幅 20%、100%。**

2017 年 7 月开始董事长女儿吴婷婷女士开始多轮增持公司股份，2018 年 7 月增持完成后吴志泽及吴婷婷、上海金纱投资有限公司合计持股超过 20%，改变了公司多年实控人不明确、股权分散的局面。

面对持续萎缩的网贷平台小凌鱼金服，2019 年 2 月公司果断以 1000 万转让全部股权（相比收购价折价 4500 万元）。

各品牌发展重新回到正轨。1) 报喜鸟自主品牌聚焦核心品类西服、发挥大规模定制化优势并开拓年轻、时尚、运动西服产品系列，继任达华、任贤齐、古天乐后，公司于 2020 年邀请国民男星张若昀任报喜鸟自主品牌形象代言人，2021 年联合 PRONOUNCE 推出“无限喜”轻正装系列，强化年轻时尚品牌形象、焕发新生；2) 哈吉斯品牌保持独特的风格，坚持品牌调性，在集团成功培育下单店效益迅速增长；3) 宝鸟品牌稳步开拓企事业单位团购大客户。

在一系列改革措施落地后，公司进入高速增长期。**2017~2021 年，公司持续兑现高增长，收入/净利润 CAGR 分别为 14%/106%。**

图18：公司发展历程（收入、净利润、利润率）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收入业绩重回高增长，库存改善，现金流充裕

收入和业绩经历快速增长遇行业调整而下滑，一系列变革后重回正轨。2004年公司实现2.9亿元收入，并进入增长起步期，2004~2006营业收入CAGR达到8.5%。2007年，报喜鸟A股上市，在中国正装市场高度景气驱动下，进入快速增长期，2011年获得哈吉斯在中国的代理权，2007~2011年收入CAGR 29.3%至20.3亿元。2012年国内服装行业陷入库存危机，叠加电商平台兴起对线下生意冲击，报喜鸟

2012~2016 年收入下滑，投资失利、折扣促销和存货减值令业绩大幅下滑，2016 年亏损 3.9 亿元。2017~2021 年，公司多轮定增明确实控人地位、聚焦主业、股权激励、自主品牌年轻化改革和哈吉斯成功培育，积极变革下收入 CAGR 14.4%，业绩大幅修复。

毛利率、净利率近 5 年持续恢复改善，盈利能力较强。公司近 5 年毛利率均维持在 60%以上，2021 年公司毛利率 63.9%，高于同行业的中国利郎（42%）、九牧王（60%）、红豆股份（31%）。公司毛利率主要受到两个因素影响，一方面报喜鸟自主品牌收入内约 50%是西服，西服基本全自产，供应环节的利润对集团毛利率是正向贡献，另一方面，团购渠道毛利率仅 45%，团购收入占比 20%，对集团毛利率有一定的负向影响。2021 年公司实现净利润率和 ROE 分别为 10.8% 和 11.2%，即使受到下半年疫情影响，仍然保持在较好水平。

图19：公司历年营业收入及增速



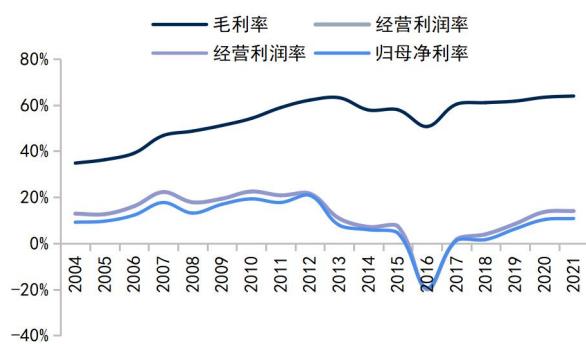
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：公司历年净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：公司历年 ROE、ROA



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

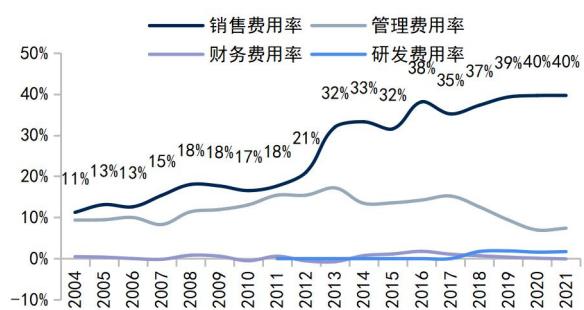
直营占比过大导致费用率较高。2019~2021 公司销售费用率 39.3%/39.6%/39.6%，主要是由于直营店占比过高（报喜鸟/哈吉斯分别有 29%/75% 门店为直营店），需要承担租金、员工、装修和运营费等，因此处于正常水平；管理费用率 9.4%/7.0%/7.4%；研发费用率 1.9%/1.6%/1.7%，体现公司注重研发投入。

2013 年后存货周转天数持续大幅优化至 237 天，目前处于可控水平。2012 年国内服装行业受到库存危机冲击，2013 年公司存货周转达到最高值 465 天，2016 年公司大力度清理库存并计提减值导致亏损 3.9 亿元，2017 年存货周转天数下降

至 281 天。随着定制智能化推进、库存管控能力提升，2019~2021 年公司存货周转 263/257/237 天，即使受到疫情影响仍呈现稳步优化趋势。总体而言，公司主品牌所处的中高端西服领域和哈吉斯所处的中高端休闲男装领域对潮流款式更新迭代要求较低，因此当前存货周转处于可控水平。

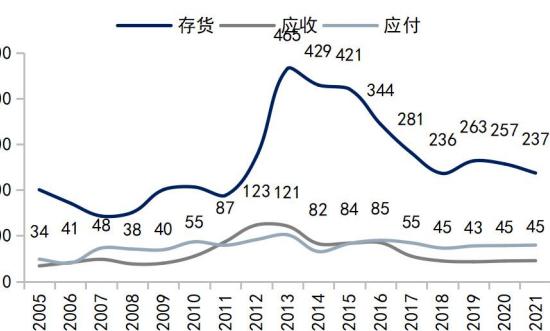
经营现金流充足，净现比在同行较高：2019~2021 公司经营活动现金流净额 3.9/7.2/6.2 亿元，净现比 1.88/1.96/1.33，高于同行业其他公司水准。公司盈利能力和存货水平持续优化，应收账款健康（45 天左右），因此经营现金流保持可观水平。

图23：公司历年费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24：报喜鸟营运资金周转天数



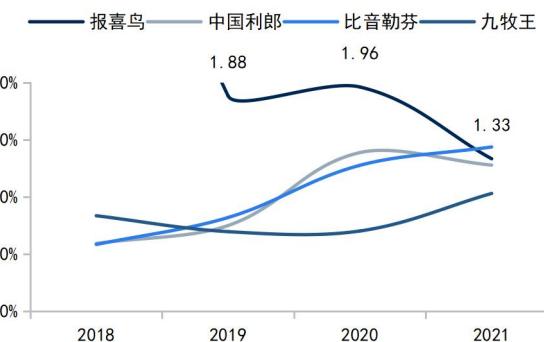
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：报喜鸟经营活动现金流净额和净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：报喜鸟对比同行业其他公司净现比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

报喜鸟：智能化、年轻化、新零售驱动，传统西服品牌焕发新生

行业回暖，自主品牌改革顺利，增长在同行领先

从行业大背景看，2016 年后国内服装零售环境回暖、国民消费升级，头部中高端男装品牌增长加速，且在年轻消费者驱动下，年轻时尚市场增速较高。公司从 2017 年开始聚焦服装主业，并对自主品牌施行一系列改革措施。在智能定制化、时尚运动新品类开拓和线上新零售的驱动下，2019~2021 年报喜鸟自主品牌在坪效驱动下

实现快速增长，收入增速比雅戈尔、利郎、九牧王、红豆等同类品牌较优。

图27：报喜鸟营业收入及增长（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图28：报喜鸟门店数及单店收入



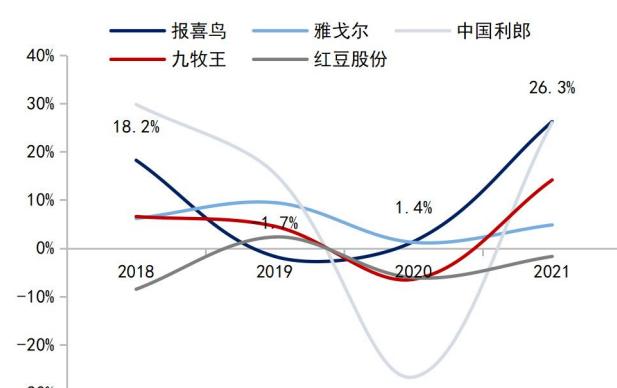
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图29：报喜鸟单店面积及单平收入



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图30：报喜鸟及同类品牌收入增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

定制行业蓬勃发展，报喜鸟较早转型智能化大规模生产，效益显著提升

（一）国内定制服装市场预计突破 2600 亿元，顺应消费升级趋势，蓬勃发展。

2021 年首届服装行业定制周实现近 5000 万元的零售成交额，参与的零售企业订单量同比增长 121%，供应链企业订单量同比增长 39%。据中研普华研究院统计，2022 年我国服装定制市场规模预计将突破 2600 亿元。从需求端看，定制业务体现人们对穿衣品质、设计内涵和个性化需求日益增长，顺应消费升级大趋势。从供给端看，定制化服装的需求的快速提升倒逼服装供应商结合现代数字化科技提高大规模定制生产的智能化水平。

（二）竞争格局：报喜鸟定制收入约 5 亿元，相比其他零售品牌、代工厂商具有一定优势。目前，国内中等规模以上的服装定制企业大约有 200 多家，不少企业通过大规模工厂化定制系统的研发，大大降低了库存和中间商的成本，产品性价

比优势凸显，市场竞争力显著。其中报喜鸟定制西服生产规模为 100 万套高档职业装，占比接近 30%（5 亿元），可 7 天交付。与国内部分同行对比：

1) **生产规模上**，报喜鸟规模与酷特智能接近，大于乔治白，小于雅戈尔。2) **产品定位上**，报喜鸟主流产品的价格区间为 3000-9000 元，主要定位 30~50 岁白领和商务人士。价格中枢总体高于酷特智能、乔治白、衣邦人等，低于雅戈尔。3) **从竞争优势而言**，一方面，报喜鸟定制业务比国内大部分零售品牌做的更早，在智能车间系统先进性、量体定制经验、员工储备和产品研发等全方位领域均有明显优势；另一方面报喜鸟作为拥有丰富零售经验的零售品牌，能更直接的面对终端消费者和了解终端消费者需求，比其他从代工起家做定制业务的品牌同样拥有明显优势。

表2：报喜鸟定制业务与同业对比（收入单位：亿元）

	报喜鸟	酷特智能	乔治白	衣邦人	雅戈尔
定制业务收入/亿元	5	5.3	1.4	-	-
定制业务占比	接近 30%	80%	95%	-	-
生产规模	个性化定制西服年 年产 100 万套高档产能约为 45 万套， 职业装 个性化定制衬衣年 产能约为 22 万件	个性化定制西服年 年产 100 万套高档产能约为 45 万套， 职业装 个性化定制衬衣年 产能约为 22 万件	-	-	年产 82.38 万套 西服，612.47 万 套衬衫
主要技术	C2M 形式的全渠 道个性化定制	酷特服装 C2M 产 业链进行自动化单 元化设计、裁剪、吊 挂、分拣、仓储系 统	SAP 智能订单商 务系统、智能裁床 系统	C2M 模式：互联网+现 实时数据采集、上 门量体+工业裁剪、 智能吊挂系统、智 能分拣系统、智 能仓储系统	通过 5G、大数 据、AI 等技术应 用实 现智能的在线分 析与诊断，助力构 建智能制衣生产协 同平台，
定制品类	西装/衬衫	男士、女士正装全 系列各品类	时尚职业装	西装/衬衣/裙装等西装/衬衣	
交付周期	约 7 工作日	约 7 工作日	-	10 工作日左右	5 工作日左右
主流产品定价	西装 3000-9000	2000-3000	2000-7000	2000-5000	西装 4000-15000， 衬衣 1500 左右
目标消费群体	30-50 岁的白领、 商务人士	商务人士	企事业单位客户	25-45 岁中产阶层	高端商务人群

资料来源：各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

（三）传统定制业务转型大规模智能化生产，效益提升显著

为满足消费者着装日益时尚化、个性化的需求，结合服装行业互联网化的趋势，报喜鸟一直持续积极推广 C2B 私人定制业务。2014 年报喜鸟宣布进军西服大规模智能化定制化领域，下半年布局工业 4.0 智能化产线。

从技术层面看，大规模智能化定制生产主要涉及三大难点：

1) **智能化“制版”技术难度大，“制版”效率影响定制产能天花板。**“制版”即根据量体数据和客户个性化需求为顾客做定制设计，是大规模定制生产的核心环节，制版的效率直接影响了定制产能天花板。早期服装打板的 CAD 软件主要来自海外，成熟稳定却没有优化的动力，报喜鸟找到一家国内 CAD 开发商，双方共同开发建模，从最基础版型开始，逐步建立模型匹配不同身体尺寸系统，让机器学会制版的逻辑。2015 年，这套合作研发的智能 CAD 系统，已经能够在无人辅助的情况下自动制版，**制版过程低于一分钟，平均效率提升 120 倍**，极大提高了定制业务产能天花板、降低生产成本。

2) **客户需求信息要统一量化成数据，准确洞察需求，并保证在全流程中一致。**客户往往拥有碎片化需求，而面对同一份量体数据和顾客需求，不同设计人员会有不同的意见，从而影响生产效率。为此，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，并将需求数据录入订单系统，自动发至 ERP 和 PLM 系统中排产，仓库按“批次”备货，细化到了每一件。

3) 建立自动化大规模生产流水线，克服西服工序繁多问题。当拥有足够多的数据基础和先进的算法系统后，接下来需要把数据应用到指导大规模智能化生产上，但西服多达 385 道工序流程，对产线智能化能力要求很高。报喜鸟与供应商“衣拿”共同研发基于报喜鸟逻辑的个性化定制的服装吊挂系统，投入大量费用反复试验和磨合，寻找产线、工位与吊挂排布的最优解，产线不断优化。二期建设的时候，智能产线已实现不同部件并行生产，大幅提高生产效率。

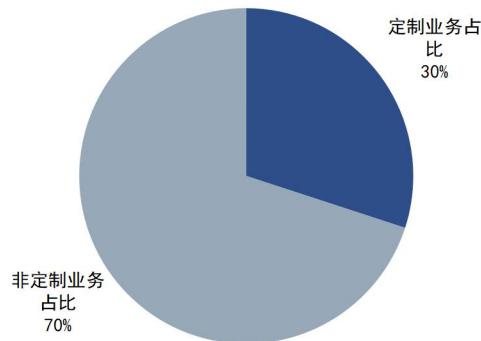
图31：报喜鸟定制业务智能化生产流水线



资料来源：报喜鸟微信公众号，国信证券经济研究所整理

多年经验和数据积累叠加智能系统投入，报喜鸟定制业务效益形成较好优势。凭借早期积累的丰富的私人量体定制业务经验、近 20 年精湛的生产工艺技术、全国 800 多家零售渠道网络、300 多名量体师和数十万消费者量体形成的数据库，配合新建的智能化流水线和多年技术投入，报喜鸟定制业务效益相比 2014 年以前大幅提升，交期从原本 15 天缩短至 7 天，生产效率提升 50%，产品质量合格率从 95% 提升至 99%，物耗、能耗各下降 10%，精简人员 10%。

目前报喜鸟定制业务占品牌收入接近 30%，定制业务优秀的数字化能力很好地提升公司库存管控能力，报喜鸟公司存货周转天数从 2015 年的 421 天下降至 2021 年的 237 天。

图32：报喜鸟定制业务收入占比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：智能化定制产线上线后成效

- ↓ 物耗下降10%，能耗下降10%
- ↑ 生产效率提升50%
- ↓ 同等产量人员精简10%
- ↓ 交付时间从14天缩短至最快7天
- ↑ 合格率从95%提升至99%

资料来源：报喜鸟微信公众号，国信证券经济研究所整理

景气品类、新零售渠道打造第二增长曲线，主品牌焕发新生机

过去26年，报喜鸟主品牌一直致力于研发西服版型、革新制衣技术，从挺柔西服、全麻衬西服、抗皱西服到轻正装、商旅西服，致力于打造适合中国人版型的西服，满足新世代着装需求，而与此同时，传统西装领域增长乏力、竞争激烈。2019年报喜鸟正式推出轻正装系列，品牌向年轻化、时尚化、运动方向拓展，收获良好的反响，并顺应新零售趋势，公司积极开拓线上渠道，加强抖音直播营销。

(一) 代言人方面，与张若昀合作，品牌形象向年轻潮流转向。在成立初期，报喜鸟聘请任达华担任品牌代言人，借助广告语“我爱报喜鸟”以及影星任达华的影响力，品牌知名度急剧攀升；2006年，报喜鸟聘请影视歌三栖明星任贤齐担任新的形象代言人并实现品牌战略的成功转型，将新的品牌定位在30~50岁的中产阶层；2020年，围绕品牌年轻化和时尚化，报喜鸟聘请张若昀作为品牌代言人，张若昀沉着冷静、温文尔雅、成熟稳重、有个性的气质，与报喜鸟品牌风格和理念高度契合，新代言人的加入又为品牌注入了潮流、时尚新元素。

图34：报喜鸟品牌代言人张若昀


资料来源：报喜鸟官网，国信证券经济研究所整理

（二）产品方面，开拓轻正装、联名、运动品类，打破传统西装认知，瞄准年轻时尚需求

从近几年趋势看，年轻白领穿衣越来越偏好休闲舒适和个性化彰显。轻正装和运动西服的推出既能满足商务社交场合的着装要求，又能很好地满足时尚、休闲、舒适、个性化需求，打破传统西装千篇一律的认知，同时又因其更高的性价比，广泛受到年轻人的喜爱。从猫旗上主流价格带看，轻正装、运动西服普遍在1000~1500元，线下约为1500~2000元，性价比高于传统西服套装（3000元左右）。

凭借上述优势，短短1~2年时间，轻正装和运动西服产品线迅速增长，目前已占报喜鸟主品牌整体收入8~10%（占西服类收入15~20%），顺利成为第二增长曲线。

表3：报喜鸟轻正装和运动西服

系列	轻正装	运动西服
图片		
热销价格带	1160~1489 元	1060~1290 元

资料来源：报喜鸟天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

第一，轻正装系列：面料和工艺升级，打造“商务+运动休闲”感。2019年报喜鸟“轻”正装系列上市，“轻”的含义是自由自在、放松无束缚。报喜鸟轻正装系列在原有面料、工艺基础上进行技术升级，打造运动休闲感，让男士可以减少商务着装的束缚。从面料上看，轻正装采用轻柔弹力羊毛面料，减轻上身束缚感。从工艺看，轻正装系列在原有工艺上的基础上升级轻结构与无结构工艺，打造男士轻量感着装体验，将胸衬与垫肩设计轻薄化，很好地呈现简洁感西装线条与自然肩型。2021年报喜鸟进一步推出商旅便西，从箱中拿出“抖一抖”就能平整，具有易打理、适合多种场景优点。轻正装因为轻便舒适、容易打理、性价比高、年轻时尚等特点，深受年轻职场白领欢迎。

图35：报喜鸟轻正装系列



资料来源：报喜鸟天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

第二，联名系列：融合时尚国潮元素，广泛吸引年轻人关注。2020年报喜鸟联合中国设计师先锋品牌PRONOUNCE合作推出限量系列“无限喜”，PRONOUNCE设计师周俊与李雨山从报喜鸟文化基因中的核心元素“喜”，提取中国文化中美好寓意——囍，融合PRONOUNCE的DNA元素无限符号∞，造就既有原始几何美感又有

工业感层次的“无限喜”视觉元素。报喜鸟 x PRONOUNCE 联名系列的色彩运用打破了传统男装常用的古板调色板，材质上选择新颖的丝质精工面料、环保皮革、抗皱羊毛等，同时采用面料立体薄绗棉和手工艺感的线条饰边。

联名系列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，打破刻板印象的同时又增添国潮元素，广泛吸引年轻消费者关注。

第三，运动西服：打破传统，拓宽应用场景，提升消费频次。2022年公司通过凤凰尚品视频号“我们正当红”直播活动，发布公司新产品线运动西服，运动西服打破传统西装条条框框，且定位偏功能性和运动的景气赛道，深受年轻白领追捧，很好地解决传统西服消费频次低、应用场景较少、群体较窄的痛点。

图36: 2020年报喜鸟 x PRONOUNCE 联名系列



资料来源：报喜鸟天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图37: 报喜鸟运动西服系列



资料来源：报喜鸟天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

3) 积极发展电商和新零售渠道，通过布局小程序和社群扩大私域流量池

公司的线上销售除通过传统三方平台外，还积极推进微商城小程序“凤凰尚品”，大力发展直播电商。报喜鸟通过视频号、小程序、不同直播平台等数字化工具，形成“电商+社群”两条销售线路，推动公域流量向私域流量的存量转化。

电商重心向短视频和直播转移，大力发展社群私域。2019年，报喜鸟开始积极筹划私域领域的布局，通过组建新零售事业部、搭建官方小程序商城，尝试社群玩法和社群矩阵布局，2020年底已拥有2000+社群，积累了稳定的私域池流量。

2021年，报喜鸟新零售事业部将工作重心向短视频和直播赛道转移。以2021年3月的25周年庆活动为例。在社区营销方面，报喜鸟店全体员工转入线上小程序零售，依托微信生态强大的用户基数，在整体的传播/裂变路径上形成与其他直播平台优势，并在朋友圈、社群、小程序构成完整闭环，强化私域布局。最终，报喜鸟直播战报数据显示，周年庆活动期间，全体导购累计直播1165小时、观看量超1300万、互动数达845万、线上线下销售合计突破5000万元，周年庆活动营销的成功很好地展示出报喜鸟做电商直播的能力。

2021年公司线上收入6.8亿元，2018~2021年，复合增速为29.7%，占收入比重从10.4%提升至15.7%。

图38: 2021-3-21 董事长吴志泽在直播间



资料来源：报喜鸟官网，国信证券经济研究所整理

图39: 公司电商收入及增长



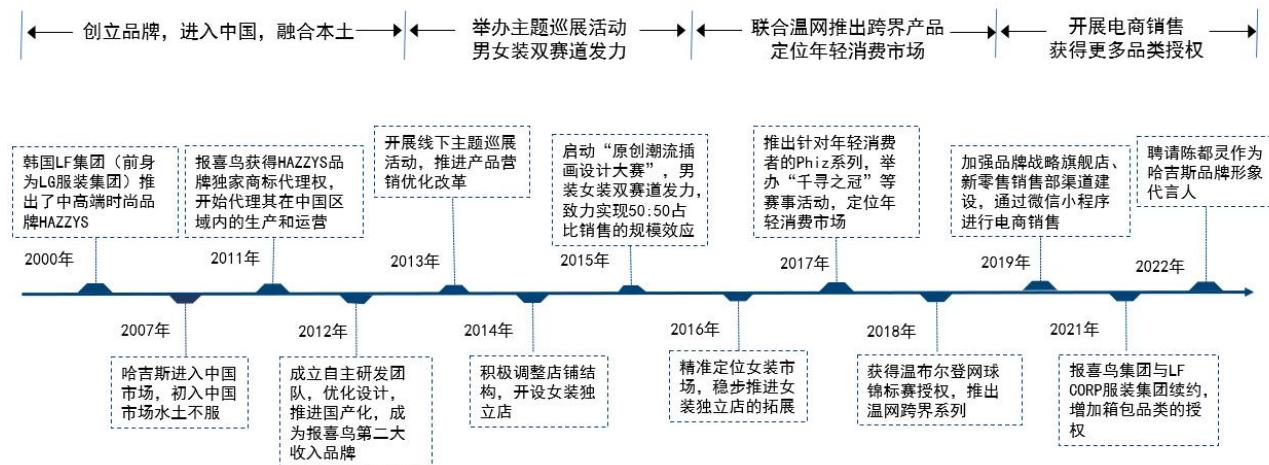
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

哈吉斯：卡位景气赛道，精心培育驱动强势成长，拓店空间广阔

发展简史：卡位景气领域，精心培育下品牌在中国市场快速成长

发展历程：品牌、产品、渠道共同发力，英伦风品牌从水土不服到快速崛起。2000年，韩国LG集团创立哈吉斯，品牌标识源于英国皇家猎犬图案，象征着英国贵族的传统和荣誉。2007年哈吉斯进入中国市场，最初与高尔夫运动联系一起。2011年报喜鸟正式运营哈吉斯，2012年哈吉斯在中国组建自主研发团队，在产品的设计和开发上最大限度地满足中国消费者的要求。

哈吉斯积极拓品类、自创IP、推出跨界联名系列，并通过巡展提升品牌影响力；在渠道上，哈吉斯进驻高端购物中心并打造线上线下全渠道运营体系，坚决关闭业绩不达标低效店、开拓奥莱处理过季商品。十年来凭借纯正的英伦传统风格，高品质的面料和精致工艺细节，逐步在中国积累了一大批高净值客户。2017~2021年哈吉斯收入复合增速为22%，目前在中国已拥有400家门店，2021年收入规模达到14.5亿元。

图40：哈吉斯品牌发展史


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图41：哈吉斯品牌收入


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：哈吉斯品牌门店数和单店收入


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成功之路复盘：英伦风基因，高质量“营销+产品+渠道”全方位布局，品牌影响力初具

我们认为哈吉斯在中国的成功发展主要得益于独特的英伦基因、景气的定位、品牌调性成功培育和强大的产品力。

（一）受益于英伦风服饰风靡，哈吉斯独特的风格助其快速发展。英伦风指的是“英国的风格”，在18世纪早期从皇室中出现和兴起。传统的英伦风服饰高贵优雅、经典古朴、简洁自然，并拥有精致的剪裁，考究的做工。进入21世纪，英伦风被赋予了更多时尚和个性的元素，男装设计大胆运用多变的印花、格子图案来柔化男性硬朗的风格，女装则偏简约。英伦风服装将法式的浪漫和韩系的气质相结合，展现出浪漫、精致的气质美，因此能风靡全球，经久不衰。

哈吉斯定位中高档英伦风格，同时综合了当今国际流行的色彩与适合亚洲人的版型设计，精选优质面料，经典的英伦风展示大不列颠贵族家庭的高贵外表，同时又加入率真、自在时尚元素，重新诠释当代英式贵族优雅。品牌整体定位追求时尚品味的25~40岁新锐人士，受益于产品的高品质以及独特、景气的市场定位，

成立后经过几年的发展，哈吉斯便跻身于一线休闲品牌。

图43：21世纪初的男装和女装英伦风格



资料来源：《浅析“英伦风”服饰风格的演变历程》，国信证券经济研究所整理

图44：哈吉斯——英伦风服饰



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（二）研发实力保持领先水准，组建自主设计团队，版型设计更符合中国人身型

1) **从产品设计方面看**，品牌于2007年进入中国市场，起初与高尔夫运动联系一起。初入中国前几年，哈吉斯遇到了水土不服的问题，例如，韩国热卖的商品在中国不受待见、韩国的交货周期和中国不同步、中国市场需求变化更快。要解决这些问题，在中国组建独立的研发设计团队十分关键。

2011年报喜鸟获得哈吉斯品牌独家商标代理权，2012年总部给予哈吉斯中国的自主研发权，由哈吉斯遵循韩方季度开发主题，结合国内市场需求进行自主研发。哈吉斯顺利组建研发团队，包括设计师、版师、面料师、工艺师等在内有近40人。研发团队的成立让哈吉斯能够在把握流行趋势的基础上更好地立足于中国市场，在产品的设计和开发上最大限度地满足中国消费者的需求，与同类国际品牌相比，哈吉斯版型更符合中国人的身型，因此迅速地占领高净值顾客的心智。

3) **从研发和品质方面看**，产品从原料环节就遵循“品质为先”的原则，面料部门会与供应商联合开发面料，并指定供应商挑选优质面料，例如，在棉、精仿羊毛、雪纺等常用的面料中，哈吉斯都是精选全世界最优质的供应商。

图45：哈吉斯部分优质面料展示（从左到右分别应用在Polo、夹克、针织羊毛衫）

棉、麻、丝混纺面料

棉、亚麻、10%桑蚕丝混纺，面料手感细腻、滑爽舒适
兼具棉的柔软性，丝的顺滑感、麻的透气性。整体风格偏商务；表面有肌理感
面料挺括，易打理，商务中带有一丝休闲。



高密度牛津纺组织

使用solotex纤维织造，质地舒适，面料表面有微微的
皱感，易打理，穿着持久，挺括有型，风格休闲。



强缩绒羊毛

强缩绒改善和提高面料内在质量和外观效果，
使外观优美，手感丰厚柔软。



资料来源：哈吉斯官方旗舰店，国信证券经济研究所整理

（三）全方位高质量营销、拓展女子和年轻品类，品牌调性和影响力快速建立

2012年搭建本土研发设计团队后，提升哈吉斯在中国的影响力则成为重中之重，

为此哈吉斯在营销上开展顾客亲自体验品牌文化的俱乐部、以伦敦艺术项目为代表的高质量文化营销活动，不断强化品牌英伦基因并注入时尚新生命力；在产品上开拓年轻系列和女子品类，逐步提升品牌知名度和美誉度。

1) 开展主题巡展、举办设计大赛、跨界合作、伦敦时装秀等强化品牌基因

积极在商场举办巡展，宣扬品牌基因、提升品牌影响力。2013年，哈吉斯试水线下主题巡展活动，例如“千寻之冠”，“飞屋城堡”等，现场布置成皇冠和城堡的场景，极好地凸显品牌蕴含的英伦基因。巡展有效地提升品牌知名度，哈吉斯每年巡展场次从最初的10场增加至50场，每场持续时间一周左右。以销售表现最好的门店为例，巡展当月的销售额能占全年销售的约20%。

举办主题比赛挖掘新锐设计师、跨界合作艺术家，并实现高质量和高粘性推广。2015年，哈吉斯启动了两年一届的“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，吸引了国内外知名艺术院校学生和新锐设计师报名参加。2017年，哈吉斯举办“千寻之冠”原创插画设计大赛、艺术家跨界合作、明星同款、看点播报、主题等活动，大大增强了会员互动和会员粘性。

先后在伦敦、上海举办时装秀活动，强化英伦基因，加大品牌曝光度。2019年，以“BACK TO LONDON”为主题，回到品牌灵感来源地-伦敦，举办2020ss春夏时装秀；同年举办了维多利亚格纹产品推广活动、英国Liberty品牌联合推广活动，重新强调品牌独特的英伦风格和品牌调性，同时在国内举办第三届中国原创潮流插画大赛、品牌巡展等加大曝光量。2020年，受上海时装周和天猫邀请，开启哈吉斯2021春夏上海时装秀，同步天猫双十一资源，增加活动曝光量。

图46: 2017年《飞屋城堡》线下主题巡展



资料来源：金华银泰百货官网，国信证券经济研究所整理

图47: 2020ss 春夏时装秀在英国伦敦举办



资料来源：报喜鸟公司官网，国信证券经济研究所整理

2) 获温网锦标赛授权，为英伦风注入高端时尚运动元素，并签约代言人陈都灵

从李娜夺冠开始，中国人对网球的关注度越来越高，很多人开始接触和了解网球。2018年，哈吉斯获得了网球四大满贯之一——温布尔登网球锦标赛的授权，推出了温网跨界系列，包含网球Polo, 短裤、网球连衣裙等。网球是英国中产绅士骨子里的孤独美学，恰恰与洋溢着浓郁英伦风情的哈吉斯品牌高度契合，此次合作极好地提升了品牌调性和影响力。

2022年5月25日，哈吉斯官宣陈都灵为品牌形象代言人。陈都灵灵动清新的形象，完美适配哈吉斯的夏日全新HRC系列，给消费者呈现全新的感觉，代言人的加入为品牌吸引到更多年轻消费群关注。

图48：哈吉斯与温网跨界系列首发酒会



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图49：哈吉斯女装代言人陈都灵



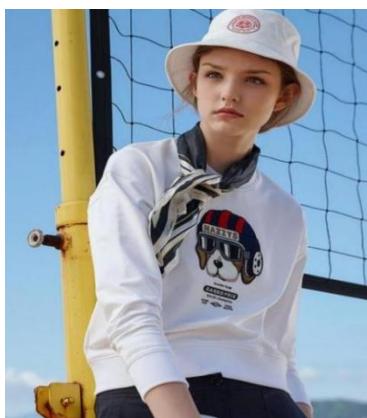
资料来源：哈吉斯微信公众号，国信证券经济研究所整理

3) 新增年轻系列和女子品类，拓宽品牌覆盖面

女子系列：2015年哈吉斯开始加大女子系列的投入，制定未来实现男装与女装销售业绩各占50%的目标。2016年拓展女装独立店，精准定位高端时尚休闲女装市场。之后哈吉斯逐步发展女装规模，促进男女装货品比例与结构更加合理化。

年轻系列：2017年，推出针对年轻时尚消费者的自有IP Phiz系列以及与RAMDANE的限量合作系列，提升了品牌在偏年轻消费者的知名度和影响力。在打造自有IP的同时，哈吉斯还尝试通过与艺术家、超级IP和新锐设计师的跨界联名活动，同年哈吉斯携手法国传奇艺术家Ramdane Touhami，推出了哈吉斯x Ramdane限量合作系列，吸引年轻消费者关注。

图50：哈吉斯女装系列



资料来源：哈吉斯天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图51：哈吉斯 x Ramdane 限量合作系列



资料来源：哈吉斯天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

（四）进驻高端渠道保护品牌调性，近年通过新媒体营销和电商开拓下沉市场

早期借助自主品牌渠道资源快速拓展。哈吉斯进入中国后借助报喜鸟渠道资源迅速开设网点，2012年末哈吉斯共有144家网点，单店面积接近100平米。2014年，哈吉斯品牌开始注重渠道质量，优化正价店和奥莱店的配比、坚决关闭开业满3年零售额仍不能达到预期的网点。2015~2019年，哈吉斯继续保持快速拓店的趋势，门店数从230家增长到392家。

高端渠道保护品牌调性，品牌增长转为高质量坪效驱动。2019年，哈吉斯重点加强品牌战略旗舰店、新零售销售部的渠道建设，并在新开90家网点的同时关闭了低效网点63家。作为高端英伦风品牌，保护品牌调性是保持品牌基因的关键，因此韩国总部对哈吉斯门店城市和商圈选址、单店店效和坪效都有一定的要求，2019~2021年哈吉斯开店速度放缓，总店铺数仅增加9家，随着店铺结构的升级和质量优化，收入增长由坪效所驱动（单平收入两年CAGR 17.8%）。

表4：哈吉斯门店指标拆解

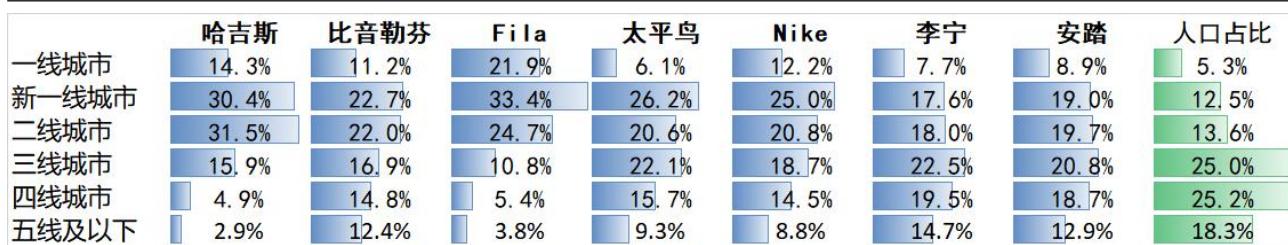
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
收入（亿元）	-	6.54	8.72	10.07	12.33	14.52
yoY	-	-	33.3%	15.4%	22.4%	17.8%
门店数	268	303	365	392	393	401
-直营	-	-	-	291	288	301
-加盟	-	-	-	101	105	100
单店收入（万元/月）	15.3	17.4	17.7	20.9	24.4	15.3
单店面积（平米）	104	120	123	119	117	123
单平收入（元/月）	-	1360	1430	1466	1777	2036

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：假设哈吉斯线上收入占比20%。

下沉市场渠道覆盖面不足，近年通过新媒体营销和电商开拓三四线。哈吉斯对渠道质量和单店店效要求更高，与定价略高的比音勒芬相比，哈吉斯门店在一一线和新一线城市占比达到45%（比音勒芬为34%），在三线及以下城市占比为24%（比音勒芬为44%），因此哈吉斯对下沉市场的覆盖范围不足。

2016年，哈吉斯利用互联网加强品牌推广，定期根据社会热点及时跟进品牌宣传。2019年，哈吉斯加强新零售销售部建设，开设微信小程序商店。哈吉斯线上销售占比约20%，在一些尚未覆盖门店低线城市，线上则能弥补相当一部分需求。

图52：各品牌各线城市门店数占比



资料来源：哈吉斯公司官网，比音勒芬公司官网，百度地图，国信证券经济研究所整理；备注：数据可能与实际有误差，仅供参考

成长性：对标比音勒芬，哈吉斯潜在消费群、渠道开拓空间广阔

从产品风格、价格定位和消费群来看，哈吉斯与比音勒芬、LACOSTE、Tommy hilfiger相似度较高。我们认为，虽然比音勒芬和哈吉斯在品牌影响力上不如LACOSTE、拉夫劳伦、Tommy hilfiger等海外品牌，但由于长期深耕中国市场、拥有本土化研发设计团队、版型设计上针对中国人特定的身材和偏好，因此产品力上相对主要面向全球市场的海外品牌更有优势，品牌在中国成长前景较好。

1) **哈吉斯：**以经典英伦风为主，展现大不列颠贵族家庭高贵风格，在此基础上加入年轻时尚元素，重新诠释英式风格优雅，定位总体偏向商务休闲，2018年与温网合作、2022年布局高尔夫领域；2021年末门店数401家，零售额约18亿元。

2) **比音勒芬：**于2003年成立，成立之初专注高尔夫运动服饰，并向高端时尚和

生活系列延伸，秉承高尔夫奢华品味与高贵品质，精准卡位高端时尚运动细分赛道，影响力持续扩大、占领国内下沉市场高端消费者的心智，比音勒芬运动属性比哈吉斯更强，目前拥有 1100 家门店，2021 年零售额约 39 亿元。

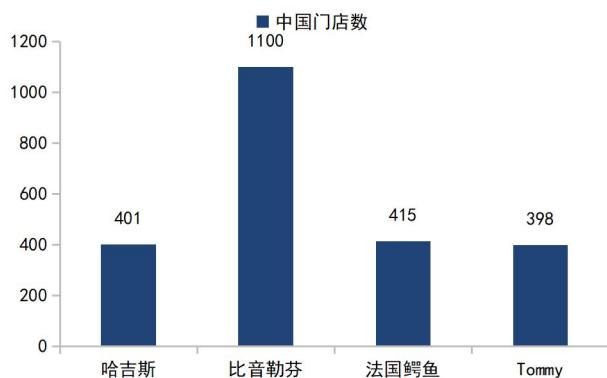
3) **法国鳄鱼**：1933 年成立，邀请网球冠军代言。不断革新，逐渐成为体现法式优雅，倡导生活艺术的品牌，目前旗下涵盖网球、高尔夫、生活等系列。2018 年全球销售额 31 亿欧元，在中国拥有 415 家零售网点。

4) **Tommy hilfiger**：1985 年成立，以男装设计起家，定位美国中产阶段时尚人群。品牌崇尚自然、简洁的风尚，同时设计理念中无不渗透出青春的动感活力，与美国本土的风格特点十分和谐，受到年轻一代美国人的热爱。目前品牌在全球零售额 42 亿美元，在中国拥有约 400 家零售网点，销售额 8.9 亿元人民币。

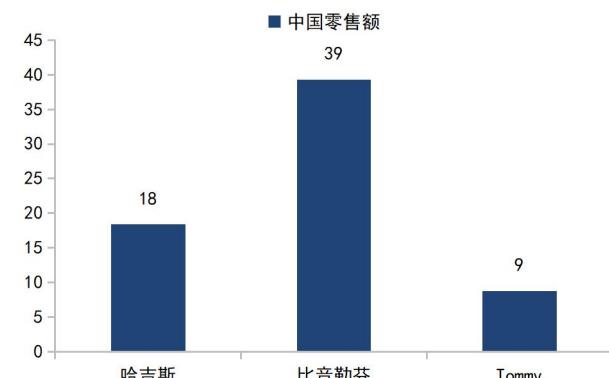
图53: 哈吉斯与比音勒芬、LACOSTE、Tommy 对比

	哈吉斯			比音勒芬		
猫旗粉丝数量	248 万			21.2 万		
商品类型	男士衬衫	polo 衫	夹克	男士衬衫	polo 衫	夹克
图片						
最热销价格	792 元	792 元	2152 元	972 元	780 元	2680 元
同类型价位带	500-1500 元	400-1200 元	1800-3000 元	700-2700 元	500-5280 元	1260-5680 元
	LACOSTE			Tommy hilfiger		
猫旗粉丝数量	178.1 万			189.5 万		
商品类型	男士衬衫	polo 衫	夹克	男士衬衫	polo 衫	夹克
图片						
最热销价格	857	1090	1801	347	443	1315
同类型价位带	730-1490	596-1590	814-3290	347-973	312-952	417-2373

资料来源：比音勒芬、哈吉斯、LACOSTE、Tommy hilfiger 天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

图54: 哈吉斯、比音勒芬、LACOSTE、Tommy 中国门店数


资料来源：各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

图55: 哈吉斯、比音勒芬、Tommy 中国销售额测算值（亿元）


资料来源：中国产业信息网，各公司公告，国信证券经济研究所整理

下面我们选取与哈吉斯产品风格类似、定位相近，同在中国市场深耕且颇有成就的高端时尚运动细分龙头比音勒芬对标分析。从多维度探讨哈吉斯的成长空间。

据测算，2021 年哈吉斯零售额 18.4 亿元（比音勒芬为 39.3 亿元），哈吉斯线下门店数 401 家（比音勒芬为 1100 家），若对标比音勒芬，哈吉斯还有 1 倍以上成长空间。

图56: 哈吉斯与比音勒芬的零售额测算值对比（亿元）

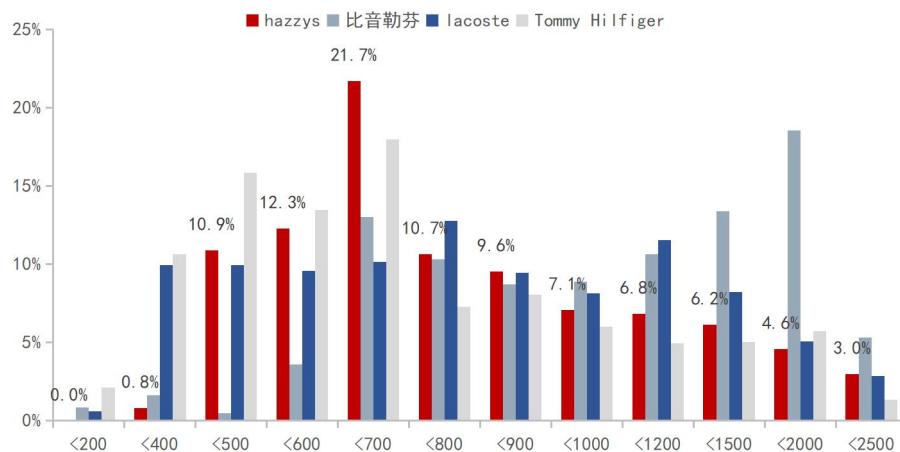

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图57: 哈吉斯与比音勒芬的线下门店数对比


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

（一）从价格定位看，哈吉斯价格区间中枢低于比音勒芬 400 元左右

从价格带看，哈吉斯 0~500 元，500~1000 元，1000~1500 元，1500 元以上的销售 额占比分别为 11.7%/61.3%/13%/14%，价格区间中枢接近 750 元，高于 Tommy，与 LACOSTE 接近，而相较比音勒芬低 400 元左右。

图58: 哈吉斯、比音勒芬、LACOSTE、Tommy 天猫旗舰店价格分布（按销售额）


资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理；备注：统计区间为 2021 年 1~12 月

（二）从品类上看，哈吉斯男女品类结构更均衡，鞋类仍然是空白领域

哈吉斯男装、女装占销售金额比重分别为 68% 和 32%，男装占比与 LACOSTE 相近，大幅高于比音勒芬和 Tommy。相对而言，除了在鞋类领域仍然空白外，哈吉斯男女结构更均衡、所能覆盖人群理论上较比音勒芬更广。

图59: 男装、女装、鞋子销售金额占比


资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

（三）从中国高净值人群看，轻奢品牌潜在消费群仍有广阔提升空间

第一，中国拥有新中产 1000 万户以上，服装消费更偏好中高端和轻奢品牌。据胡润统计，2018 年我国中产阶级家庭户数有 3321 万，新中产家庭户数超过 1000 万（新中产指一线城市家庭年收入 30 万以上，其他城市 20 万以上，且不超过 150 万，同时家庭净资产超过 300 万）这些新中产平均家庭年收入 65 万元，相对无房贷压力，因此他们对于服装消费越来越不满足于普通“物有所值”，他们关注品牌的功能和潮流属性、所能彰显的身份地位等。据胡润调研统计，在服装上，50% 的新中产偏好消费中高端品牌，24% 偏好轻奢品牌。

第二，中国个人可投资产超 1000 万的人数双位数增长，2021 年预计近 300 万人。

据《中国私人银行业报告》，我国高净值人群（个人可投资资产超 1000 万的人数）从 2014 年的 104 万人增长到 2020 年 262 万人，维持 16.6% 的复合增长，并有望在 2021 年增长 13% 至 296 万人。

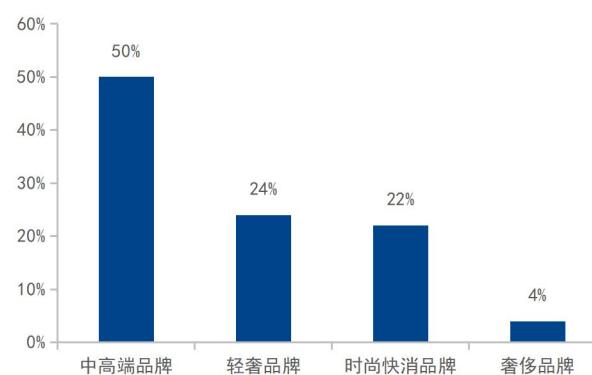
2021 年比音勒芬实现零售额约 40 亿元，拥有 VIP 会员人数仅 70 万（买过一次比音勒芬的服饰并注册便可成为会员），而中国高净值人群、新中产、中产的人数是比音勒芬 VIP 会员的数倍且保持快速增长。**2021 年哈吉斯实现零售额仅 17 亿元，从潜在消费群来看，对标比音勒芬，我们认为哈吉斯具有十分广阔成长空间。**

图60: 中国中产和新中产户数统计

	中产	新中产
定义	一线城市家庭年收入 30 万以上，其他城市 20 万以上	一线城市家庭年收入 30 万以上，其他城市 20 万以上，但不高于 150 万，同时家庭净资产 300 万以上
平均年龄	-	35 岁
职位	-	65% 中层管理者，18% 高管
平均家庭年收入	-	65 万元
平均家庭年可支配收入	-	50 万元
家庭户数	3321 万户	1000 万户以上

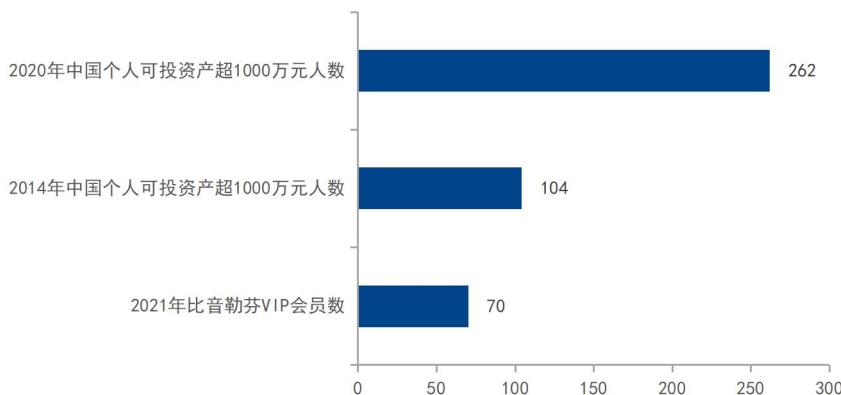
资料来源：《2018 中国新中产圈层白皮书》，国信证券经济研究所整理

图61: 新中产服装品牌消费偏好



资料来源：《2018 中国新中产圈层白皮书》，比音勒芬公司公告，国信证券经济研究所整理

图62: 中国个人可投资产超 1000 万元的人数及比音勒芬会员数（万人）



资料来源：《2021 中国私人银行业研究报告》，比音勒芬公司公告，国信证券经济研究所整理

（四）哈吉斯品类结构更均衡、价格定位更低，未来下沉市场渠道拓展空间广阔

城市分级和门店统计：我们首先按照 2019 年人均社零（排除疫情干扰）0~7.2 万人，把全国地级城市和主要省直属县级市划分为 12 个等级（1 级最高，12 级最低）。再分别根据比音勒芬和哈吉斯官网披露的门店分布位置，统计每个城市人均社零、公司现有店数、每百万人店数等指标。

哈吉斯店效和坪效均显著高于比音勒芬，主要体现在渠道分布定位差异。哈吉斯门店月坪效（3220 元/平米）相较比音勒芬显著更高（1998 元/平米），因此，即

使门店面积较小（哈吉斯平均为 123 平米，比音勒芬为 160 平米），哈吉斯单店月零售额仍然达到 38.6 万元，高于比音勒芬的 31.5 万元。

单店零售的差距与品牌渠道分布定位有一定关联。比音勒芬总体门店分布与全国社零分布比例接近，而哈吉斯在 1~5 级城市门店分布比例显著高于社零占比（1~5 级城市占全国比重，哈吉斯门店为 78%，社零总额为 55%，比音勒芬门店为 56%），可见哈吉斯在高线城市、高端渠道深挖力度更大。

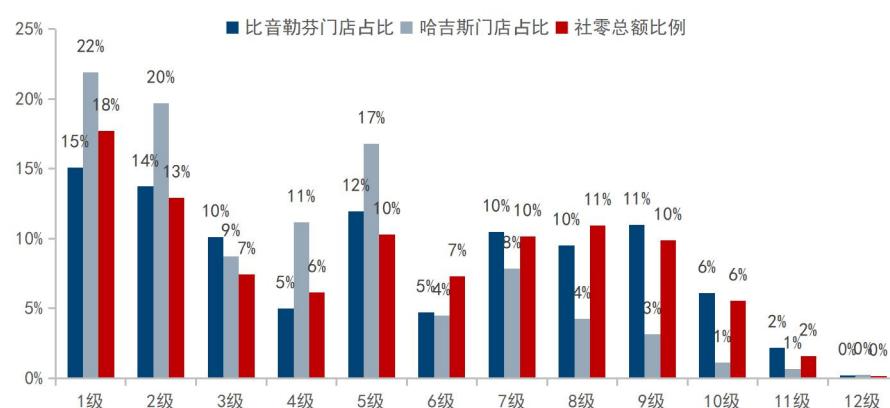
对标比音勒芬，哈吉斯下沉市场深挖空间广阔，线上订单分布将指导未来下沉市场布局。无论是从哈吉斯目前的男女品类结构看、还是从哈吉斯价格定位看，理论上哈吉斯可覆盖的潜在消费群更广。而 2021 年末哈吉斯仅 401 家门店，距离比音勒芬 1100 家有近 700 家差距，主要差距在于哈吉斯在下沉市场仍然空白，这部分市场仅能由电商做一部分弥补，而远未能满足潜在消费者需求，目前品牌正通过分析线上订单的地区分布来指导未来在下沉市场开店计划。从比音勒芬的渠道分布可见，中国下沉市场不乏消费力强劲的消费者，随着未来哈吉斯品牌影响力的提升，中低层级城市可深挖的空间十分巨大。

图63：比音勒芬和哈吉斯各级城市门店数拆解

城市分级指标	1级	2级	3级	4级	5级	6级	7级	8级	9级	10级	11级	12级	合计
划分标准 (人均社零)	>6.0	5.0~6.0	4.5~5.0	4.0~4.5	3.5~4.0	3.0~3.5	2.5~3.0	2.0~2.5	1.5~2.0	1.0~1.5	0.5~1.0	0.0~0.5	-
城市数量	8	13	10	10	18	21	44	58	74	54	42	11	363
人口数量 (万人)	10985	9849	6472	5997	11465	9235	15431	20180	23114	17898	8407	1522	140557
人口比例	7.8%	7.0%	4.6%	4.3%	8.2%	6.6%	11.0%	14.4%	16.4%	12.7%	6.0%	1.1%	100.0%
社零总额 (亿元)	73112	53325	30663	25382	42508	30057	42007	45267	40765	22898	6558	576	413117
社零总额比例	17.7%	12.9%	7.4%	6.1%	10.3%	7.3%	10.2%	11.0%	9.9%	5.5%	1.6%	0.1%	100.0%
平均单个城市社零 (亿元)	9139	4102	3066	2538	2362	1431	955	780	551	424	156	52	1138
人均社零总额 (万元)	6.66	5.41	4.74	4.23	3.71	3.25	2.72	2.24	1.76	1.28	0.78	0.38	2.94
比音勒芬门店数	154	140	103	51	122	48	107	97	112	62	22	2	1020
比音勒芬门店占比	15.1%	13.7%	10.1%	5.0%	12.0%	4.7%	10.5%	9.5%	11.0%	6.1%	2.2%	0.2%	100.0%
哈吉斯门店数	98	88	39	50	75	20	35	19	14	5	3	1	447
哈吉斯门店占比	21.9%	19.7%	8.7%	11.2%	16.8%	4.5%	7.8%	4.3%	3.1%	1.1%	0.7%	0.2%	100.0%

资料来源：wind，各城市统计公报，各品牌官网，国信证券经济研究所；备注：1) 城市人口、社零总额主要取 2019 年数据。2) 比音勒芬门店数据为 2021 年 9 月，哈吉斯为 2022 年 6 月，数据与实际可能有误差，仅供参考

图64：各级城市比音勒芬和哈吉斯门店数、社零总额占比



资料来源：比音勒芬官网，哈吉斯官网，国家统计局，wind，国信证券经济研究所整理；备注：1~12 级是按人均社零把中国城市分成 12 个等级，具体分类方法见上图

图65: 比音勒芬和哈吉斯单店零售额测算(含税, 万元/月)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 备注: 2017~2019 年换算成包括租金扣点的口径, 换算后与 2020~2021 年口径一致。

图66: 比音勒芬和哈吉斯单平米零售额测算(含税, 元/月)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 备注: 2017~2019 年换算成包括租金扣点的口径, 换算后与 2020~2021 年口径一致。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

按假设前提, 我们预计公司未来 3 年归母净利润 5.5/6.8/8.0 亿元, 增速分别为 17%/24%/18%。每股收益分别为 0.37/0.46/0.55 元

- 1、收入: 预计 2022~2024 年分别 49.2/57.3/65.4 亿元, 同增 10.5%/16.5%/14.0%
 - 1) 报喜鸟品牌, 预计 2022~2024 年收入分别增长 6.6%/12.3%/9.7%。参考公司发展规划, 考虑到 3~5 月疫情对开店进度影响, 我们预计主品牌 2022~2024 年开店增速分别为 3%/3%/2.5%, 单店收入预计增速为 3.5%/9%/7%。
 - 2) 哈吉斯品牌, 预计 2022~2024 年收入分别增长 10.8%/23.1%/19.3%。参考公司发展规划, 考虑到 3~5 月疫情对开店进度影响, 我们预计哈吉斯开店增速分别为 4.5%/8.5%/7.5%, 单店收入预计增速为 6%/13.5%/11%。
 - 3) 宝鸟根据上半年收入增速情况和下半年订单预期, 2022 年预计收入增速在 23%, 2023 和 2024 年分别假设为 17% 和 15%。
- 2、毛利率: 预计 2022~2024 年分别为 62.5%/63.5%/63.3%。2022 年毛利率预计下滑至 62.5%, 主要是由于毛利率较高的直营渠道收入占比下滑, 预计 2023 年渠道结构恢复到正常水平, 毛利率 63.5%, 同时我们预计公司未来将多开加盟店, 因此预计毛利率会呈现小幅下滑趋势, 假设 2024 年为 63.3%。
- 3、费用率: 假设 2022~2024 年管理和研发费用率基本保持稳定, 财务费用率则根据经营活动现金流净额预期预计为 -0.7%~-0.8%。由于公司上半年疫情期间费用管控力度较好, 且费用率较高的直营收入占比下滑, 因此预计 2022 年销售费用率下降至 39.5%, 同时我们预计公司未来将多开加盟店, 因此预计销售费用率呈现小幅下滑趋势, 假设 2023~2024 年分别为 39.3%/38.8%。
- 4、其他经营收益率: 由于 2022 一季度其他经营收益率达到 3.1%(政府补贴较多), 假设 2022 年全年经营收益率为 0.5%, 2023~2024 年保持在 0.2% 左右。
- 5、所得税率: 预计在 2022~2024 年所得税率为 25%。
- 6、归母净利润: 预计 2022~2024 年分别为 5.5/6.8/8.0 亿元, 增速分别为 17%/24%/18%。

表5：公司盈利预测假设条件

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	3110	3273	3788	4451	4919	5732	6535
报喜鸟	1281	1259	1276	1612	1718	1929	2115
-门店数	740	797	779	796	820	844	866
-单店收入	1.73	1.58	1.64	2.02	2.10	2.28	2.44
哈吉斯	872	1007	1233	1452	1609	1981	2364
-门店数	365	392	393	401	419	455	489
-单店收入	2.39	2.57	3.14	3.62	3.84	4.36	4.84
宝鸟	420	513	566	785	837	1029	1204
其他品牌	304	326	344	397	426	438	486
收入 yoy	19.5%	5.2%	15.7%	17.5%	10.5%	16.5%	14.0%
报喜鸟	18.2%	-1.7%	1.4%	26.3%	6.6%	12.3%	9.7%
-门店数	3.1%	7.7%	-2.3%	2.2%	3.0%	3.0%	2.5%
-单店收入	14.7%	-8.8%	3.7%	23.6%	3.5%	9.0%	7.0%
哈吉斯	33.3%	15.4%	22.4%	17.8%	10.8%	23.1%	19.3%
-门店数	20.5%	7.4%	0.3%	2.0%	4.5%	8.5%	7.5%
-单店收入	10.7%	7.5%	22.1%	15.5%	6.0%	13.5%	11.0%
宝鸟	22.2%	10.3%	38.6%	6.6%	23.0%	17.0%	15.0%
其他品牌	7.5%	5.5%	15.2%	7.3%	3.0%	10.9%	9.6%
毛利率	61.1%	61.7%	63.4%	63.9%	62.5%	63.5%	63.3%
费用率							
销售费用率	37.3%	39.2%	39.6%	39.6%	39.5%	39.3%	38.8%
管理费用率	12.6%	9.4%	7.0%	7.4%	6.7%	6.7%	6.6%
研发费用率	1.7%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
财务费用率	0.7%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.7%	-0.8%	-0.8%
其他经营收益率	-3.6%	-1.4%	-0.6%	-0.2%	0.5%	0.2%	0.2%
所得税率	60.4%	27.6%	23.9%	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
归母净利润（百万元）	51.8	210.1	366.5	464.4	544.6	677.0	795.5
yoY	99.9%	305.3%	74.4%	26.7%	17.3%	24.3%	17.5%
归母净利率	1.6%	6.2%	10.3%	10.8%	11.2%	11.9%	12.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

未来3年业绩预测

我们预计2022~2024年收入分别为49.2/57.3/65.4亿元，同增10.5%/16.5%/14.0%，净利润分别为5.5/6.8/8.0亿元，增速分别为17%/24%/18%。每股收益分别为0.37/0.46/0.55元。

表6：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,919	5,732	6,535
(+/-%)	15.7%	17.5%	10.5%	16.5%	14.0%
净利润(百万元)	366	464	545	677	796
(+/-%)	74.4%	26.7%	17.3%	24.3%	17.5%
每股收益(元)	0.30	0.32	0.37	0.46	0.55
EBIT Margin	14.3%	14.2%	13.7%	14.9%	15.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	11.2%	12.0%	13.5%	14.3%
市盈率(PE)	13.1	12.4	10.6	8.5	7.2
EV/EBITDA	9.9	10.5	10.4	8.5	7.5
市净率(PB)	1.49	1.39	1.27	1.15	1.03

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司2022-2024年净利润分别为5.8亿、7.2亿、8.4亿元；2) 中性假设下，公司2022-2024年净利润分别为5.5亿、6.8亿、8.0亿元；3) 悲观假设下，公司2022-2024年净利润分别为5.1亿、6.4亿、7.5亿元。

表7：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,924	5,745	6,559
(+/-%)	15.7%	17.5%	10.6%	16.7%	14.2%
净利润(百万元)	366	464	579	718	844
(+/-%)	74.4%	26.7%	24.7%	24.0%	17.5%
摊薄EPS	0.30	0.32	0.40	0.49	0.58
中性预测					
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,919	5,732	6,535
(+/-%)	15.7%	17.5%	10.5%	16.5%	14.0%
净利润(百万元)	366	464	545	677	796
(+/-%)	74.4%	26.7%	17.3%	24.3%	17.5%
摊薄EPS(元)	0.30	0.32	0.37	0.46	0.55
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,915	5,718	6,512
(+/-%)	15.7%	17.5%	10.4%	16.3%	13.9%
净利润(百万元)	366	464	510	636	748
(+/-%)	74.4%	26.7%	9.9%	24.7%	17.6%
摊薄EPS	0.30	0.32	0.35	0.44	0.51
总股本(百万股)	1,218	1,459	1,459	1,459	1,459

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

综合绝对估值和相对估值，公司股票合理估值区间在5.6-6.0元，维持“买入”评级。

绝对估值：6.0-6.4元

在主品牌稳健增长，哈吉斯快速成长的驱动下，我们预计公司在未来几年收入端保持一定增长，随着收入增长，假设费用率小幅优化，具体假设情况如下表所列示：

表8：公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	5.2%	15.7%	17.5%	10.5%	16.5%	14.0%	12.8%	11.5%	10.4%
毛利率	61.7%	63.4%	63.9%	62.5%	63.5%	63.3%	63.4%	63.5%	63.6%
管理费用/营业收入	11.3%	8.5%	9.1%	8.4%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
销售费用/销售收入	39.2%	39.6%	39.6%	39.5%	39.3%	38.8%	38.7%	38.6%	38.5%
营业税及附加/营业收入	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
所得税税率	27.6%	23.9%	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比率	-	19.9%	124.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1. 3 T	25. 00%
无风险利率	2. 50% K_f	13. 55%
股票风险溢价	8. 50% 有杠杆 Beta	1. 33
公司股价 (元)	3. 95 K_e	13. 78%
发行在外股数 (百万)	1459 $E / (D+E)$	97. 29%
股票市值 (E, 百万元)	5764 $D / (D+E)$	2. 71%
债务总额 (D, 百万元)	160 $WACC$	13. 53%
Kd	6. 00% 永续增长率 (10 年后)	1. 00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 6. 0-6. 4 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

6. 20		WACC 变化				
		12. 9%	13. 2%	13. 53%	13. 8%	14. 1%
永续增长率变化	1. 6%	6. 66	6. 48	6. 32	6. 16	6. 02
	1. 4%	6. 61	6. 44	6. 28	6. 12	5. 98
	1. 2%	6. 56	6. 39	6. 24	6. 09	5. 94
	1. 0%	6. 51	6. 35	6. 20	6. 05	5. 91
	0. 8%	6. 47	6. 31	6. 16	6. 01	5. 88
	0. 6%	6. 43	6. 27	6. 12	5. 98	5. 84
	0. 4%	6. 38	6. 23	6. 08	5. 94	5. 81

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析

相对估值：5. 6-6. 0 元

公司在 2016 年后重新聚焦服装主业、积极进行一系列变革，集团发展重回正轨。其中主品牌报喜鸟定位男士西服，2019 年向年轻化转型，推出“轻正装”、“运动西服”等商务休闲款式，广受年轻消费者喜爱；代理品牌哈吉斯卡位中高档英伦风的景气细分赛道，同时具有一定的运动休闲属性，在集团精心培育下呈现快速增长趋势，未来发展空间广阔。我们看好公司未来的成长前景，预计公司 2021~2023 年净利润的复合增速 20%。

根据报喜鸟集团的发展历程、两大品牌定位和风格，我们从 A 股和港股服装上市公司中选出四类公司作为可比分析对象：

1) **主营男士正装、商务休闲的服装公司：**中国利郎、七匹狼、九牧王主要定位男士商务，海澜之家定位男士大众商务休闲，近年商务装需求疲软，叠加疫情冲击，整体增长乏力，导致整体估值偏低，2022 年平均 PE 和 PEG 为 12. 5 和 0. 59。而其中九牧王正在积极投入营销费用进行品牌重塑和升级，据 wind 一致预期，2022 年平均 PE 和 PEG 分别为 19. 5 和 0. 57。

2) **定位景气细分赛道服装公司：**比音勒芬精准卡位高端运动休闲细分领域，与哈吉斯产品风格、消费人群相近，2022 年 PE 和 PEG 为 14. 6 和 0. 67；森马服饰主力品牌之一巴拉巴拉位于服装景气赛道童装，占据龙头地位且市占率持续提升，近两年受到疫情影响导致业绩低迷，2022 年 PE 为 15. 5；特步国际是定位大众领域的本土运动公司，库存危机后专注跑步专业领域的营销和研发，通过拳头产品突破大众消费者认知，品牌成长势能良好，2022 年 PE 和 PEG 分别为 22. 1 和 1. 01。

该板块 3 个上市公司平均 2022 年 PE 为 17.4。

3) 积极改革提质增效的服装公司：波司登是国内羽绒服龙头品牌，前几年重新聚焦主业，经历品牌升级和重塑后恢复高增长，2022 年 PE 和 PEG 分别为 19.1 和 1.01。太平鸟是本土快时尚龙头企业，经过 2015 年的年轻化转型、2019 年的组织激励改革后，品牌定位中高端年轻潮流领域，得以快速成长，2021 年下半年后受到疫情影响，业绩低迷，2022 年 PE 和 PEG 分别为 14.3 和 2.36。

4) 高端女装公司：女装行业竞争格局相对男装激烈，叠加 2021 年下半年以来疫情的影响，高端女装公司受到冲击较大。地素时尚、歌力思、江南布衣三个公司 2022 年平均 PE 和 PEG 分别为 11.6 和 1.97。

综合比较各类公司的当前和历史 PE、业绩预期增速及报喜鸟集团两大主力品牌所处细分赛道成长的预期表现，我们认为公司估值应高于传统男士西服公司和高端女装公司的均值，而略低于定位景气子赛道和积极改革的服装公司估值，因此维持公司 2022 年 15~16x PE，合理的目标价格区间为 5.6~6.0 元。

表11：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价				EPS			PE			g	PEG	总市值
			人民币	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021~2023			
002154	报喜鸟	买入	3.95	0.32	0.37	0.46	0.55	12.3	10.7	8.6	7.2	19.9%	0.54	58	
主营男士正装或商务休闲公司															
01234	中国利郎	买入	3.09	0.39	0.49	0.56	0.65	7.9	6.3	5.5	4.7	19.7%	0.32	38	
002029	七匹狼	无评级	5.65	0.32	0.36	0.42	0.43	17.7	15.9	13.6	13.0	14.1%	1.13	44	
601566	九牧王	无评级	7.86	0.34	0.40	0.61	0.66	23.1	19.5	12.8	11.9	34.3%	0.57	45	
600398	海澜之家	增持	4.45	0.41	0.54	0.63	0.70	10.9	8.2	7.1	6.4	24.0%	0.34	194	
平均值								14.9	12.5	9.7	9.0		0.59		
定位服装景气子赛道的品牌公司															
002832	比音勒芬	买入	20.33	1.15	1.39	1.71	2.03	17.7	14.6	11.9	10.0	21.9%	0.67	115	
002563	森马服饰	增持	5.26	0.55	0.34	0.56	0.62	9.6	15.5	9.5	8.5	0.6%	27.76	142	
01368	特步国际	买入	9.29	0.36	0.42	0.54	0.68	25.6	22.1	17.2	13.7	21.9%	1.01	243	
平均值								17.6	17.4	12.9	10.7		9.81		
积极改革提质增效的服装公司															
03998	波司登	买入	3.61	0.16	0.19	0.23	0.27	22.6	19.1	15.9	13.3	18.9%	1.01	389	
603877	太平鸟	增持	17.59	1.44	1.23	1.62	1.98	12.2	14.3	10.9	8.9	6.1%	2.36	86	
平均值								17.4	16.7	13.4	11.1		1.68		
高端女装公司															
603587	地素时尚	买入	14.58	1.43	1.22	1.52	1.78	10.2	12.0	9.6	8.2	3.0%	3.99	70	
603808	歌力思	增持	9.10	0.87	0.58	1.09	1.28	10.5	15.7	8.4	7.1	11.8%	1.33	34	
03306	江南布衣	买入	8.22	1.08	1.15	1.36	-	7.6	7.1	6.0	5.2	12.2%	0.59	42	
平均值								9.4	11.6	8.0	6.8		1.97		

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所预测和整理。备注：无评级的 A 股股票 EPS 预测值来自 wind 一致预期，无评级的港股股票 EPS 预测值来自彭博一致预期

投资建议

看好集团改革效能释放和新品牌成功培育下的中长期成长性。公司经历行业调整和投资失利阵痛后实施一系列变革，重回高增长。主品牌在智能化、年轻化、新零售驱动下，获得超越传统西服的阿尔法增长；哈吉斯凭借独特的英伦基因，在集团精心培育下强势成长，从中国高净值人群和下沉市场渗透率看，预计仍有广阔成长空间。我们看好公司中长期成长潜力，维持盈利预测，预计 2022~2024 年净利润分别为 5.5/6.8/8.0 亿元，同比增长 17%/24%/18%，维持合理估值为 5.6~6.0 元（对应 2022 年 15~16x PE），下半年复苏弹性大，当前估值性价比较高，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 5.6~6.0 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 8.5%,WACC 为 13.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态 PE 进行修正,最终给予公司 15~16 倍 PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 11%/17%/14%,可能存在对公司开店数量和店效增长预计偏乐观、进而高估未来 3 年收入的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 62.5%/63.5%/63.3%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年归母净利润分别为 5.5/6.8/8.0 亿元,可能存在费用和资产减值低估,从而导致对公司未来 3 年业绩预测值高于实际值。

具体来看,可能存在的风险有:

1、新冠肺炎疫情反复且持续过长风险

受新型冠状病毒肺炎疫情的影响,近期全国各地疫情出现反复、零散分布的状况。处在疫情地区的公司终端门店营业受到影响,一方面由于疫情期间各地实行较为严格的出行管制,公司店铺日均客流量可能明显下降,另一方面,疫情可能改变人们消费习惯,造成人们消费更谨慎,需求大幅减少,影响公司当期销售表现和加盟商提货积极性。

2、市场竞争加剧与知识产权被仿冒风险

1) 市场竞争加剧风险:

国内品牌服装行业是一个充分市场化竞争的行业。品牌服装企业的竞争力主要体现在品牌定位及品牌影响力、研发设计能力、商业模式、营销网络等方面。公司主要产品为高端正装和休闲服饰,主要目标群体为中产收入以上消

费人群。目前行业内各品牌之间的竞争较为激烈。如果未来公司不能够持续提升品牌影响力，推出优质受认可的产品，将可能导致消费者流失，公司市场份额下滑。

2) 知识产权被仿冒风险：

报喜鸟和哈吉斯品牌定位于高端领域，品牌具有一定的知名度和美誉度，是公司的核心竞争优势之一。品牌是影响消费者购买选择的重要因素，不同品牌产品用料、质量、服务、设计特点不同，产品定价也不同。由于服饰的款式、品牌标识和装修陈列风格十分直观，易于模仿，因此随着公司市场影响力的不断增强，存在因知识产权受到竞品侵害，而导致品牌形象受到损害、经营业绩受到影响的风险。

3、存货比重较大及其跌价的风险

截至 2021 年 12 月 31 日，公司存货合计 11.5 亿元，增长 19%，主要是公司备货增加所致。传统服装行业通过先备货再销售，未来如因消费需求动能不足、行业竞争加剧等原因导致存货变现困难，有可能出现存货减值超过跌价准备计提数额的情况，公司存在存货跌价风险。不过公司也在积极加强产品研发的精准度、增加供应链的快速反应能力，同时积极推进私人定制业务的开展。公司定期对存货进行减值测试，力争降低存货风险。

4、网点拓展不达预期的风险

公司继续扩大规模，加快网点拓展促进增长，公司将紧跟商业综合体的推进加强渠道布局，并积极关注新媒体多元化的线上渠道变化，稳步推进线上线下渠道升级，提升渠道拓展效率。但网点拓展受市场环境、行业发展趋势、新零售模式等因素影响，具有不确定性，存在拓展不达预期的风险。

5、线上业务开展不达预期的风险

根据中国互联网络发展状况统计调查，我国网民规模 10.32 亿，网联网普及率高达 73%，中国网民数量增长见顶，必将带来电商流量增长趋缓，电商业务将进入存量竞争时代。随着拼多多、快手、抖音等互联网平台的快速发展，传统电商平台流量被分化，电商平台竞争更加白热化。公司正紧随渠道变革，积极关注和探索新渠道的发展模式，巩固传统电商，积极推进新零售，保持品牌调性的前提下大力发展直播电商，努力提升线上销售占比。但若公司未能及时适应电商平台新的发展格局，线上业务开展可能低于预期。

6、投资项目效益不达预期的风险

公司坚持“实业+投资”的发展战略，投资收益受经济形势、市场环境、投资标的企业内部管理状况等因素影响，具有不可预见性，存在不确定风险。公司通过投资浚泉信投资，并参与设立投资基金，通过该平台利用外部资源、发挥公司内部优势，充分整合资源，强化公司产业布局，积极寻找对主业发展具有引领作用或科技前沿领域的项目，提高资金使用效益。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	694	1907	2433	2848	3362	营业收入	3788	4451	4919	5732	6535
应收款项	619	635	674	817	931	营业成本	1387	1606	1847	2092	2398
存货净额	965	1149	1054	1133	1297	营业税金及附加	36	44	44	52	58
其他流动资产	101	164	181	211	240	销售费用	1501	1765	1943	2253	2536
流动资产合计	2760	3877	4364	5031	5852	管理费用	264	329	338	393	442
固定资产	489	496	504	565	599	研发费用	60	76	83	95	108
无形资产及其他	228	214	207	199	191	财务费用	4	(3)	(37)	(45)	(53)
投资性房地产	1135	1282	1282	1282	1282	投资收益	25	19	15	17	23
长期股权投资	247	248	248	248	248	资产减值及公允价值变动	82	68	(91)	(105)	(119)
资产总计	4859	6118	6605	7326	8173	其他收入	(188)	(173)	24	11	11
短期借款及交易性金融负债	104	145	160	187	213	营业利润	516	625	732	910	1069
应付款项	391	507	602	663	759	营业外净收支	(3)	(9)	1	0	0
其他流动负债	862	1121	1122	1286	1458	利润总额	513	616	733	910	1069
流动负债合计	1357	1773	1884	2135	2429	所得税费用	123	136	183	228	267
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	24	15	5	6	6
其他长期负债	180	78	70	62	53	归属于母公司净利润	366	464	545	677	796
长期负债合计	180	78	70	62	53	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1536	1851	1954	2197	2483	净利润	366	464	545	677	796
少数股东权益	94	105	108	112	116	资产减值准备	(87)	(14)	92	8	8
股东权益	3228	4161	4543	5017	5573	折旧摊销	102	91	68	84	99
负债和股东权益总计	4859	6118	6605	7326	8173	公允价值变动损失	(82)	(68)	91	105	119
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	4	(3)	(37)	(45)	(53)
每股收益	0.30	0.32	0.37	0.46	0.55	营运资本变动	12	(149)	219	(27)	(40)
每股红利	0.01	0.19	0.11	0.14	0.16	其它	110	20	(89)	(4)	(3)
每股净资产	2.65	2.85	3.11	3.44	3.82	经营活动现金流	422	345	925	843	977
ROIC	17%	16%	16%	24%	27%	资本开支	(10)	(136)	(251)	(251)	(251)
ROE	11%	11%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(278)	358	0	0	0
毛利率	63%	64%	62%	64%	63%	投资活动现金流	(285)	220	(251)	(251)	(251)
EBIT Margin	14%	14%	14%	15%	15%	权益性融资	(1)	734	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	15%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	18%	11%	17%	14%	支付股利、利息	(11)	(279)	(163)	(203)	(239)
净利润增长率	74%	27%	17%	24%	18%	其它融资现金流	104	472	15	26	26
资产负债率	34%	32%	31%	32%	32%	融资活动现金流	81	647	(148)	(177)	(212)
息率	0.2%	4.8%	2.8%	3.5%	4.1%	现金净变动	217	1213	526	415	514
P/E	13.1	12.4	10.6	8.5	7.2	货币资金的期初余额	477	694	1907	2433	2848
P/B	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0	货币资金的期末余额	694	1907	2433	2848	3362
EV/EBITDA	9.9	10.5	10.4	8.5	7.5	企业自由现金流	516	298	540	448	559
						权益自由现金流	620	770	583	508	625

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032