

# 哈吉斯扩张、报喜鸟提效、多品牌发力

## ——报喜鸟 (002154.SZ) 深度报告

投资评级：买入 | 首次覆盖

李媛媛 S1340523020001

美容护理&服装 分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2024年1月6日

- **国内领先高端男装多品牌集团，18年以来持续释放经营活力。**报喜鸟控股成立于2001年，旗下拥有报喜鸟、哈吉斯、宝鸟、乐飞叶等中高端品牌，覆盖商务正装、运动休闲、时尚类全品类，是国内领先的高端男装品牌集团。公司实际控制人为吴志泽、吴婷婷，23Q3两者合计持股比例为37.9%。公司2022年收入/归母净利润分别为43.1亿元/4.6亿元，18-22年复合增速为8.5%/72.5%，得益于治理改善、多品牌产品渠道齐发力，经营释放活力；23Q1-Q3公司收入/归母净利润增速分别为20.7%/44.4%，受行业回暖，多品牌发力实现良好增长。公司23Q3存货周转天数为248天，同比减少51天，为历史较合理位置，22年末2年以上存货占比约20%，库存良性。
- **高端男装景气度犹存，国货崛起。**根据欧睿数据，2023年中国高端男装市场规模为511亿元，18年-23年复合增速为12%，占比从18年的6.5%提升至23年的9.1%，是景气度较高的子赛道。高净值人群扩容、户外运动兴起驱动高端男装增长，根据招商银行数据，2022年中国高净值人群为316万人，16年-22年复合增速为12%，持续扩张；户外运动的兴起为高端运动服饰带来增量市场需求，跑步、高尔夫、滑雪等领域孵化出高端品牌，如比音、lululemon等，对标新马泰、日韩美市场，中国高端男装市场份额仍具提升空间。根据欧睿数据TOP50个男装品牌中高端品牌情况，高端领域集中度高，本土男装品牌凭借正装、户外运动品类在高端领域突围，2023年本土品牌份额为2.6%，较14年提升1.9pct。
- **哈吉斯扩张、报喜鸟提效、多品牌发力驱动未来增长：**1) 哈吉斯主打英伦休闲风，通过温网合作切入网球运动户外，布局男装/女装/箱包/童装多领域，22年收入14.2亿元，17-22年复合增速为16.6%；相比于Tommy、法国鳄鱼、比音勒芬等品牌，哈吉斯23H1门店数量431家，江浙沪占比仅40%，加盟店占比25%，未来门店数量（通过区域突破及加密门店提升数量）、加盟店比例具备较大提升空间，大店模式有助于提升坪效。2) 报喜鸟18年以来通过品牌年轻化、休闲西服推广、渠道调整等获得稳健增长，22年品牌收入为14.8亿元，18年-22年复合增速为2.9%；相比于雅戈尔等中高端男装品牌，报喜鸟坪效为0.88万/年/平（未剔除定制及线上），低于雅戈尔（1.02万）及七匹狼（0.88万），未来强势地区开大店、产品创新、品牌年轻化等有望持续带动坪效提升。3) 宝鸟17-22年复合增速18%，盈利能力提升，有望受益于集采保持稳健增长，持续孵化恺米尔/TB/乐飞叶等小品牌，储备新成长曲线。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2023-2025年收入分别为52.5亿元、60.6亿元、69.9亿元，归母净利润分别为6.8亿元、7.9亿元、9.2亿元，对应当前股价PE为12.5倍、10.7倍、9.2倍。我们看好报喜鸟品牌年轻化下稳健增长、哈吉斯渠道扩张下高增长，多品牌孵化有望储备新成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**哈吉斯/报喜鸟渠道扩展及门店优化不及预期，竞争加剧，消费持续低迷等。

# 目录

- 一 | **公司概况：高端男装品牌集团，18年以来快速增长**
- 二 | **行业分析：高端男装景气度犹存，国货崛起**
- 三 | **投资看点：哈吉斯扩张+报喜鸟提效+多品牌发力**
- 四 | **盈利预测及投资建议**

一

## 公司概况：高端男装品牌集团，18年以来快速增长

- 1.1 基本情况：高端男装品牌集团，经营调整重新释放活力
- 1.2 财务分析：18年以来业绩快速增长，库存良性

# 1.1 基本情况：领先高端男装多品牌集团，通过自有、授权、合作等方式经营报喜鸟、哈吉斯、宝鸟等知名品牌

- **领先的高端男装品牌集团。**报喜鸟控股成立于 2001 年，主营业务为品牌服装的研发、生产和销售，在温州永嘉、上海松江、安徽合肥建立了三大生产基地，产品品类涵盖西服、西裤、衬衫、夹克、羊毛衫、POLO 衫、羽绒服、速干衣、休闲裤、皮鞋皮具等全品类服饰。公司坚持多品牌发展策略，目前自有，授权及合作品牌包含报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、宝鸟、所罗、Camicissima（恺米切）、Lafuma（乐飞叶）、东博利尼、亨利·格兰等，各品牌产品能满足中高端男士不同场合下的着装需求。

图表1：公司旗下多品牌布局情况

事业部	品牌名称	成立时间	经营方式	产品类型	目标客群	主要价格带	产品特征	销售区域及城市
报喜鸟本部	报喜鸟	1996	自有	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	高贵、儒雅、精致	全国；1-5线城市
	所罗	1996	11年引进	专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士	西服：4000-8000 元/套	高端私人定制	全国；1-5线城市
	亨利·格兰	2017	17年引进	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活力生活方式的男士	外套 1500-4000 元/件 内搭 500-3000 元/件	英伦休闲、英伦运动	华东、东北：3、4线城市
凤凰国际本部	哈吉斯	2000	11年授权	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	经典英伦风格	全国：1-3线城市
	乐飞叶	1930	16年授权	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	户外时尚	东北/华北/华东/西北：1-3线城市
	恺米切	1931	14年合作	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	免烫工艺	全国；1-3线城市
	东博利尼	1996	11年合作	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	单西：2980-5980 元/件；裤子：1680-2480 元/条；衬衫：1180-1680 元/件	风格经典、品质精良	西南、中南、华东：1-2线城市
宝鸟本部	宝鸟	2000	08年收购	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	高端职业装定制	全国；1-5线城市
	衣徕特	1969	16年合作	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	高端、国际化	东北/华北/华东/西北：1-3线城市

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.1 发展历程：12年前品牌+渠道扩张驱动快速发展，13年-16年承压，17年以来治理改善+聚焦主业等多因素共振重新调整释放经营活力

- 2017年以来重新调整释放经营活力，具体如下：1) 成立-2012年，快速发展期。公司主品牌报喜鸟服饰最早组建于1996年，2007年成功上市，成为首家温州上市鞋服企业，2004年-2012年公司收入/归母净利润复合增速分别为25.4%/37.7%，实现快速增长。公司快速增长主要得益于：a) 报喜鸟品牌渠道扩张巩固行业地位，实现快速增长，2012年报喜鸟品牌线下网点数量为875个；b) 持续探索多品牌战略，收购宝鸟/比路特融苑/欧爵等，代理HAZZYS品牌，探索第二成长曲线。2) 2013年-2016年，经营震荡期。公司在此期间经营承压，主要在于：a) 2013年以来国内服装终端零售市场增速换挡，线上起量对线下渠道带来冲击，加之高库存对公司带来冲击；b) 2010年之后公司部分创始团队持续减持，一定程度上影响公司发展；c) 2015年在互联网热潮下公司投资小鬼网络、仁仁科技、小凌鱼金服、吉姆兄弟、乐裁网络等项目，重心有所转移。此外，在此期间，公司率先探索工业4.0智能化生产，为规模化定制生产奠定基础。3) 2017年-至今，聚焦主业释放经营活力。17年以来公司基本面触底反弹，收入业绩实现稳健增长，18年-22年公司收入/业绩复合增速为6.8/20.0%，主要得益于：a) 公司创始人吴志泽家族持续增持成为实控人，公司治理改善；b) 聚焦主业，调整报喜鸟品牌渠道，产品丰富化，大力发展哈吉斯成为第二成长曲线。

图表2：公司发展大事件

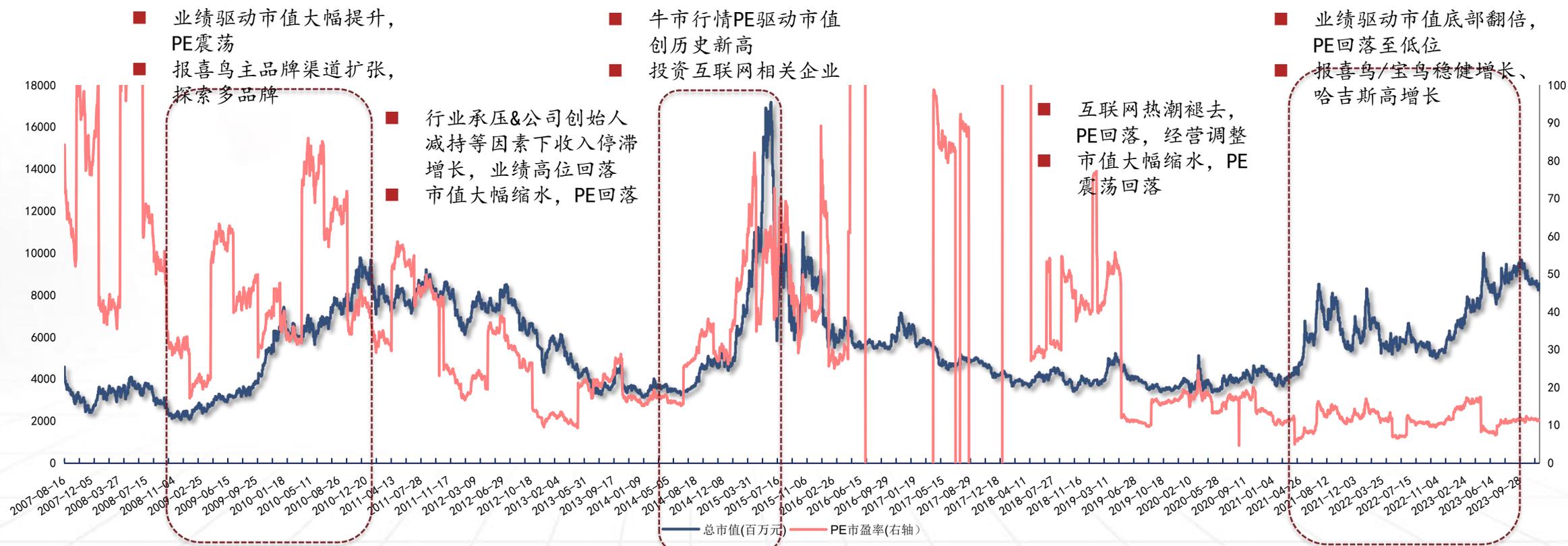
时间	事件
1981年	董事长吴志泽创办永嘉县华侨西服厂
1996年	报喜鸟服饰集团正式组建
1997年	集团首次进入全国服装行业双百强，名列第78位
2002年-2005年	先后荣获中国驰名商标和中国名牌产品称号；报喜鸟集团获得“国家免检产品”；报喜鸟荣获中国服装品牌年度大奖之“品质大奖”
2007年	报喜鸟成功登陆A股市场，成为温州第一家上市鞋服类企业
2008年	收购上海宝鸟，开拓职业服团购业务
2009年	设立全资子公司温州市圣安捷罗报喜鸟服饰有限公司；投资控股上海比路特时装有限公司，进入中低端运动服饰领域
2009年	投资控股上海融苑服饰有限公司，准备代理国际知名品牌服饰在中国区域的销售
2011年	成功发行6亿元公司债；代理意大利品牌巴达萨利收购的意大利一线品牌——TOMBOLINI；收购欧爵并增加BALDASSARI、TOMBOLINI、SOLOSALI三个品牌
2012年	代理HAZZYS品牌增强高端品牌实力
2012年	报喜鸟推出两款专利西服——凉爽西装、零克重西服
2014年	启动智能制造项目，投资一亿多元，历时两年成功部署工业4.0智能化生产率先引领服装产业探索大规模个性化定制之路
2015年	投资于大时尚产业，与互联网相关的大数据营销、互联网金融、电商平台、O2O、社交平台等新兴产业。2015年度投资了小鬼网络、仁仁科技、小凌鱼金服、吉姆兄弟、乐裁网络等项目
2016年	荣获国家工信部智能制造试点示范企业，成功实现从传统制造向智能制造的转型
2019年	报喜鸟荣获国家工信部颁发的“两化融合管理体系评定证书”，标志着公司工业化与信息化融合迈上新台阶

资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

# 1.1 股价复盘：经历三轮市值显著提升阶段，21年以来估值回落低位，业绩驱动市值底部翻倍

- 公司经历三轮市值显著提升阶段：1) 上市初期 (09Q1) -11Q1，公司市值从约20亿提升至约100亿，期间PE波动较大，主要为业绩驱动 (08年-11年公司收入/归母净利润复合增速分别为29%/44%)；2) 14Q2-15Q1，公司市值创历史新高，主要为PE驱动，主要受益于A股市场表现以及投资互联网相关企业；3) 21年至今，公司市值从40亿左右最高提升至100亿左右，期间PE回落至10倍左右低位，主要为业绩驱动 (20年-22年收入/归母净利润复合增速为7%/12%，23Q1-Q3收入/归母净利润增速分别为21%/44%)

图表3：公司股价及PE复盘



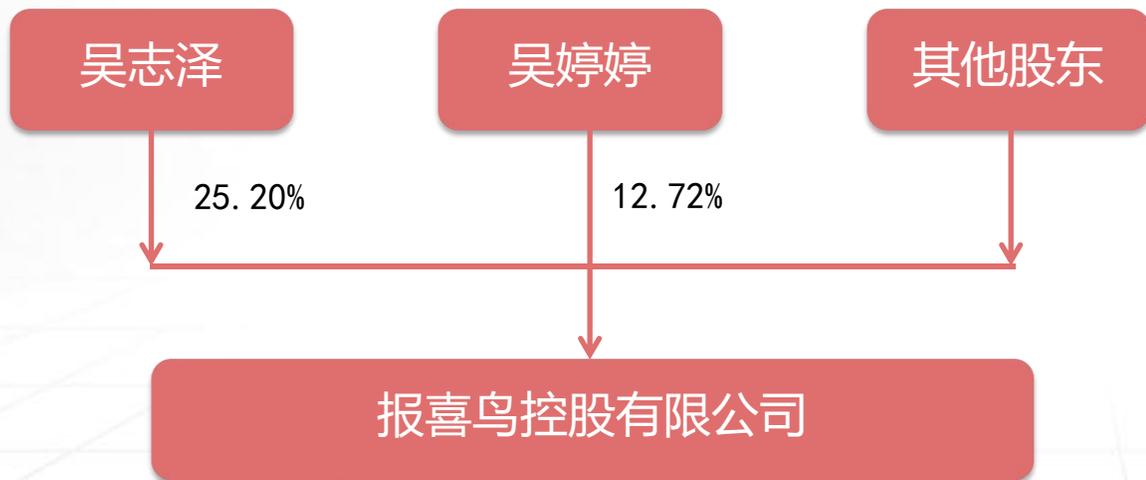
资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.1 股权结构：17年以来吴氏家族通过多轮增持结束股权分散局面，成为实际控制人，23Q3持股比例为37.9%，近年股息率高

- 吴氏家族持股比例为37.9%，为公司实际控制人。从2010年开始，公司最初的创业合伙人陆续减持退出，吴志泽家族主导公司经营。2017年-2019年，公司董事长吴志泽之女吴婷婷经过多轮增持，两人合计持股达25.58%，成为公司实际控制人，结束公司股权分散的历史。截至2023Q3，公司实际控制人吴志泽、吴婷婷合计持有公司37.9%的股权，核心股东结构稳定。
- 近年股息率高。公司近年来保持高分红，股利支付率高，2021年/2022年公司股利支付率超过100%，股息率分别高达8.4%/9.7%，股息率行业领先。

图表4：公司股权结构（截至23Q3）



资料来源：ifind，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表5：公司近年分红及股息率情况

时间	已现金分红总额(万元)	股利支付率	股息率
2022年	58373	127.2%	9.7%
2021年	57666	124.2%	8.4%
2020年	7306	19.9%	1.8%
2018年	12176	234.9%	3.3%

资料来源：ifind，中邮证券研究所

## 1.1 高管团队：核心团队较为稳定，从业经验丰富

图表6：公司核心高管团队情况

姓名	职务	年龄	履历
吴志泽	董事长，总经理	63	中国国籍，男，1960年出生，长江商学院EMBA，高级经济师，现担任报喜鸟控股股份有限公司第八届董事会董事长兼总经理职务。历任报喜鸟控股股份有限公司第一届至第七届董事会董事，具有30多年服装运营、企业管理决策经验。
吴利亚	董事	39	中国国籍，女，1984年出生，本科学历。现担任报喜鸟控股股份有限公司第八届董事会董事、报喜鸟本部财务总监。2007年入职报喜鸟控股股份有限公司从事财务工作，曾担任报喜鸟控股股份有限公司第六届、第七届董事会董事。
吴跃现	董事，副总经理财务总监	44	中国国籍，女，1979年出生，研究生学历。现担任报喜鸟控股股份有限公司第八届董事会董事、财务总监、副总经理及凤凰国际本部财务总监职务。曾担任第六届、第七届董事会董事、财务总监职务、第七届董事会副总经理职务、报喜鸟控股股份有限公司财务经理、报喜鸟控股股份有限公司全资子公司浙江凤凰尚品企业咨询服务有限公司财务经理职务。
杨芳	董事	44	中国国籍，女，1979年出生，研究生学历。现担任报喜鸟控股股份有限公司第八届董事会董事、报喜鸟控股股份有限公司战略管理部部长职务。曾担任报喜鸟控股股份有限公司第六届、第七届董事会董事、上海盛世愿景管理科学研究所项目部担任咨询顾问、报喜鸟集团有限公司战略管理部战略专员、部长助理，报喜鸟商学院常务副院长，浙江同普资产管理有限公司监事。
吴幸荣	副总经理	50	中国国籍，男，1973年出生，本科学历。曾担任温州建设集团有限公司财务科科长、华夏银行股份有限公司温州分行中小企业部营销总监、宁波银行股份有限公司温州分行瓯海支行行长，现担任报喜鸟控股股份有限公司副总经理、公司董事长助理职务。
谢海静	副总经理,董事会秘书	39	中国国籍，女，1984年出生，本科学历。2006年进入报喜鸟控股股份有限公司，曾任证券部科长、证券部副经理职务，现担任报喜鸟控股股份有限公司副总经理兼董事会秘书、证券部经理等职务。

# 1.2 财务分析：18年以来收入稳健增长，业绩高增，净利率稳中提升

■ **18年以来收入稳健增长，业绩高增。**公司2022年收入/归母净利润分别为43.1亿元/4.6亿元，04年-22年对应复合增速分别为6.8%/54.7%，得益于报喜鸟渠道不断优化，市场的扩展，公司收入稳健增长；2023Q1-Q3公司收入/归母净利润分别为36.7亿元/5.6亿对应增速分别为20.7%/44.4%，受行业回暖，多品牌发力实现良好增长。

■ **18年以来净利率稳中提升。**公司2022年毛利率/归母净利率分别为62.7%/11.7%，公司通过成本控制、控制折扣、产品结构升级等维持较高毛利率，管理费用优化保持净利率稳中提升；23Q1-Q3公司毛利率/归母净利率分别为64.6%/13.2%，得益于销售费用的控制，净利率处于近五年较高水平。

图表7：公司收入及增速



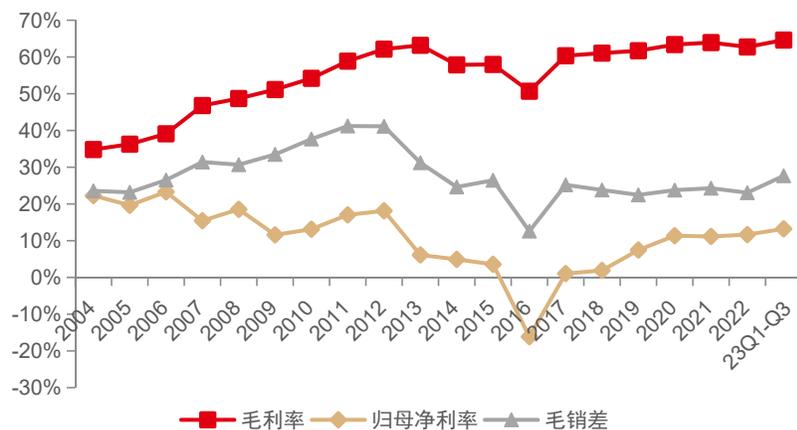
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：公司归母净利润及增速



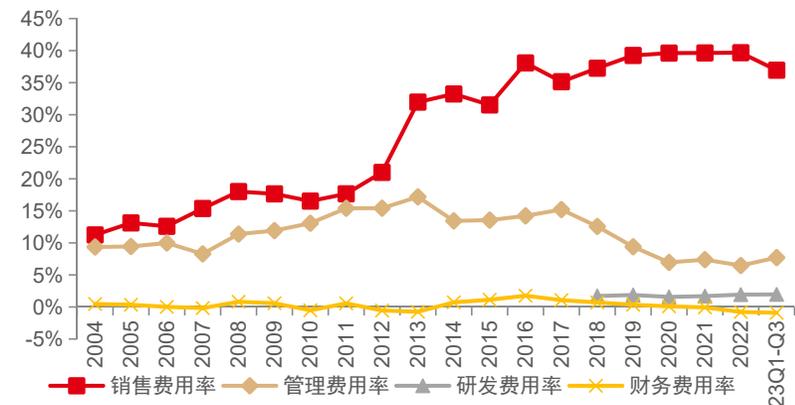
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：公司毛利率、毛销差、归母净利率情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表10：公司期间费用率情况

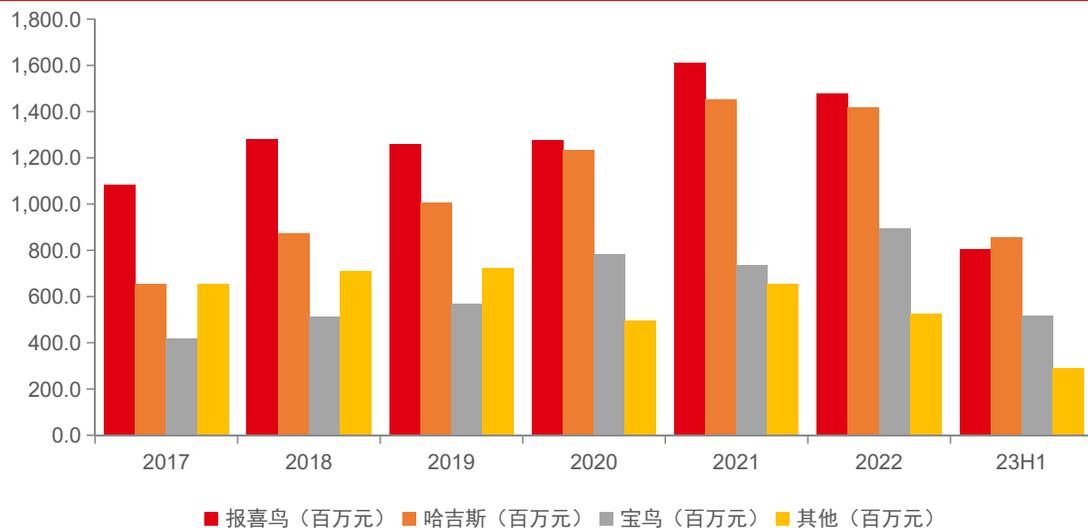


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 财务分析：17年以来报喜鸟稳健增长，哈吉斯、宝鸟高增长

- **报喜鸟稳健增长，哈吉斯、宝鸟高增长。**2022年公司报喜鸟、哈吉斯、宝鸟以及其他品牌收入分别为14.8亿/14.2亿/9.0亿/5.2亿，占比分别为34.2%/32.8%/20.8%/12.2%，17年-22年复合增速分别为5.3%/13.7%/13.5%/-3.6%，哈吉斯、宝鸟实现快速增长。23H1报喜鸟、哈吉斯、宝鸟以及其他品牌增速分别为14.2%/29.6%/20.4%/-10.3%，哈吉斯大幅增长，报喜鸟加速；其他品牌中乐叶飞实现收入1.14亿元，同增55.6%，主要得益于加强 KOL 合作增加品牌曝光带动单店业绩提升。

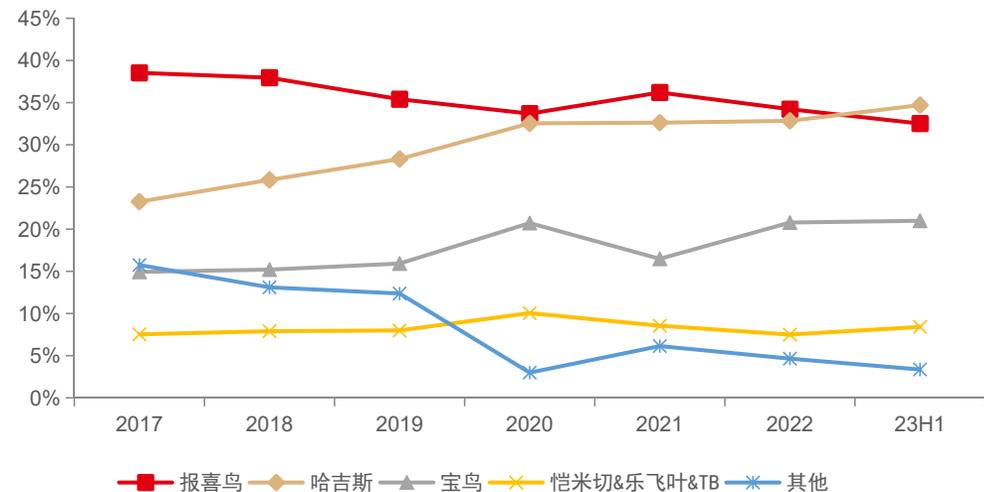
图表11：2017年-2023H1年公司分品牌销售收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表12：2017年-2023H1年公司分品牌收入占比



资料来源：公告公告，中邮证券研究所

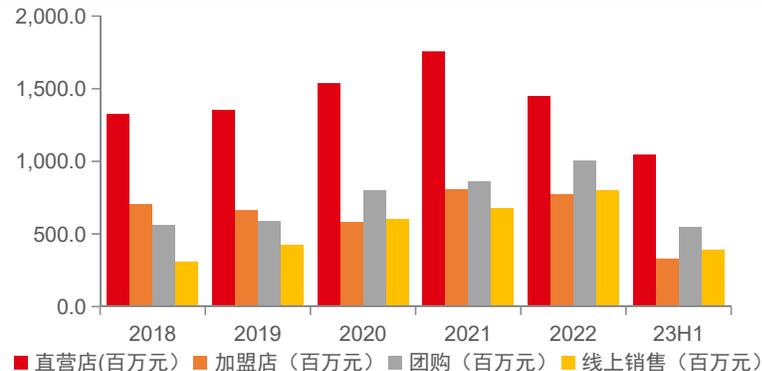
# 1.2 财务分析：团购业务、线上快速增长，线下门店业务贡献主要收入，受调整等因素影响门店扩张以及单店产出增长缓慢，23H1加速

■ 团购、线上业务快速增长。公司2022年直营/加盟/团购/线上业务收入分别为14.5亿元/7.7亿元/10.1亿元/8.0亿元，占比收入分别为36.0%/19.1%/25.0%/19.8%，毛利率分别为75.5%/67.3%/45.8%/67.8%，18年-22年复合增速分别为2.2%/2.2%/15.6%/26.5%，线上及团购业务快速增长，线下业务权重高。

■ 门店扩张&单店产出缓慢增长影响线下增速，23H1显著加速。公司2022年线下门店（直营+加盟）店为1684家，单店产出为132万，18年-22年复合增速分别为1.7%/0.5%，受报喜鸟门店调整、宏观因素冲击线下等因素门店扩张缓慢。23H1公司线下门店（直营+加盟）店为1670家，单店产出为82万元，同增分别为0.7%/29%，单店产出大幅提升。

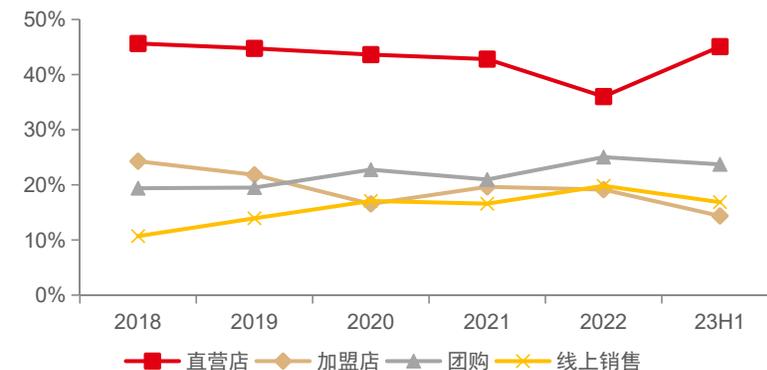
请参阅附注免责声明

图表13：公司分渠道收入情况



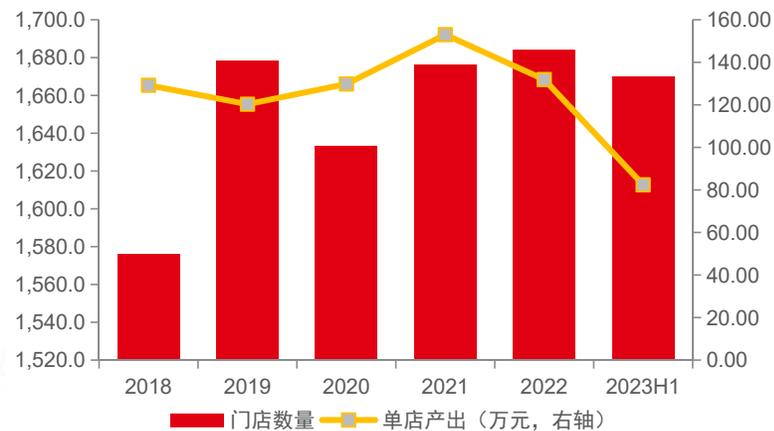
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表14：公司分渠道收入占比情况



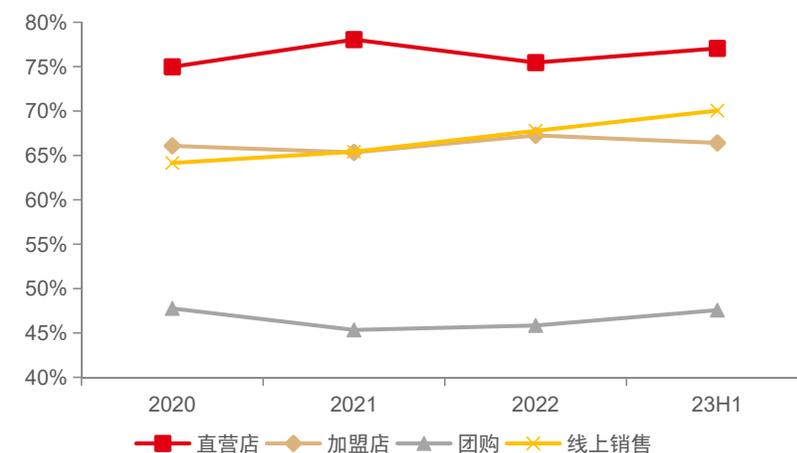
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表15：公司线下门店数量及单店年产出



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表16：公司分渠道毛利率情况

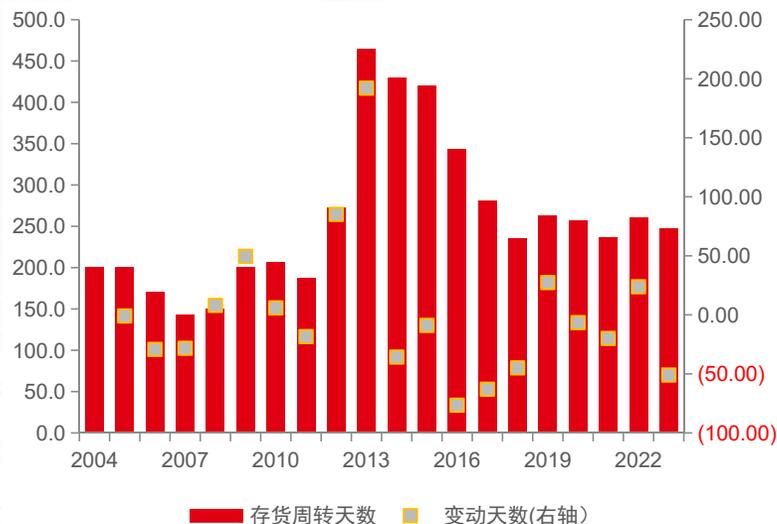


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

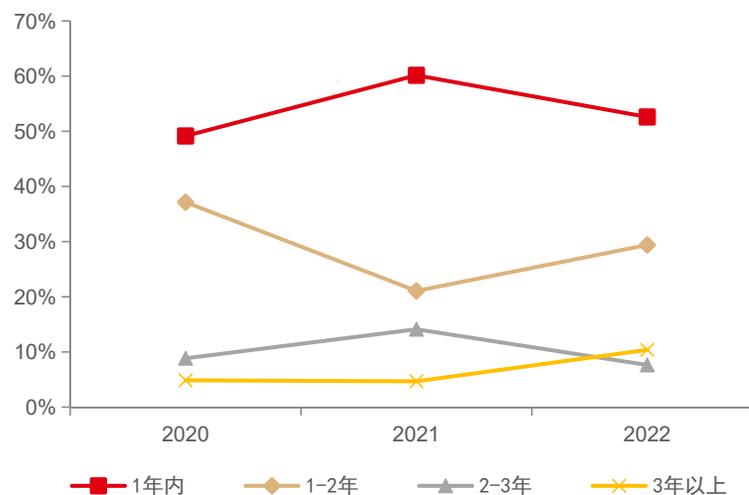
# 1.2 财务分析：23Q3存货周转天数为248天，同比减少51天，为历史较合理位置，22年末2年以上存货占比约20%，库存良性

- 23Q3公司存货周转天数为248天，较去年同期减少51天，2017年以来公司存货周转天数较为良性，控制在8-8.5个月，考虑到男装属性以及直营店比重，以及结合公司历史库存表现，当前为较为合理水平。
- 22年末，公司2年以上存货占比约20%，3年以上库存商品占比有所提升，带动当期存货减值损失计提增长。整体而言，公司近三年库龄2年以上商品比重可控，存货减值风险可控。

图表17：公司库存周转天数及变化



图表18：公司2020年以来存货结构



图表19：公司存货跌价损失及占比税前利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

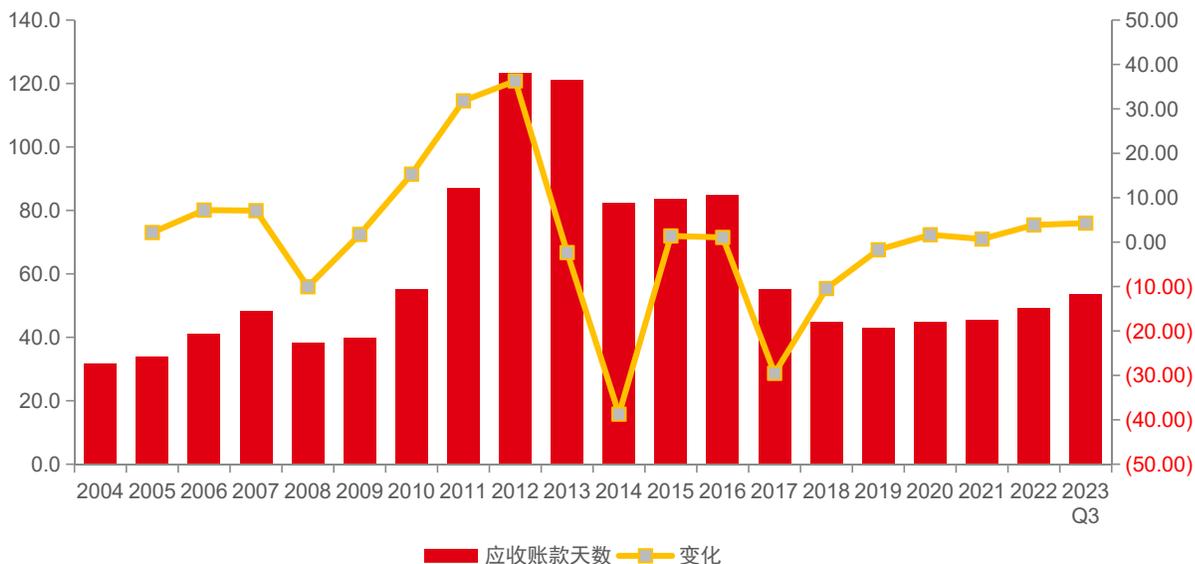
资料来源：公告公告，中邮证券研究所

资料来源：公告公告，中邮证券研究所

# 1.2 财务分析：23Q3应收账款周转天数为54天，同比提升4天，受团购等业务影响有所提升，近年来坏账损失整体可控

- 公司应收账款主要为加盟店、团购业务等形成账期。23Q3公司应收账款周转天数为54天，较去年同期提升4天，主要系报告期内控股子公司上海宝鸟职业服发货增长，导致应收货款上升所致。公司自18年以来应收账款周转天数整体处于较低水平，19年以来坏账损失可控。

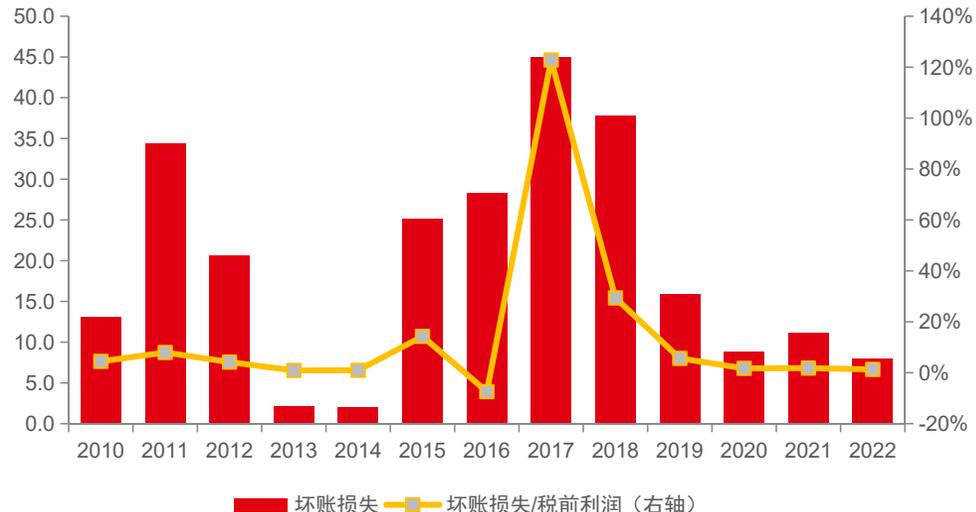
图表20：公司库存周转天数及变化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表21：公司存货跌价损失及占比税前利润（百万元）



资料来源：公告公告，中邮证券研究所

# 1.2 财务分析：盈利能力改善+总资产周转效率提升带动18年以来ROE稳步提升，在手现金储备丰富，近年来现金创造能力较佳

- 盈利能力改善+资产周转效率提升带来18年以来ROE稳步提升。公司ROE经过几轮变化，目前处于稳健提升阶段：1) 2004年-2012年ROE保持14%-25%较高水平区间，主要得益于较高净利率；2) 2013年到2018年，公司ROE下降，主要系服装行业增速换挡，景气度下降，行业存货风险高，公司净利率及资产周转效率受到挑战；2) 2018年至今，公司ROE逐步上升至13%以上，主要系公司摆脱负面影响，净利率提升，资产周转率提升。
- 现金储备丰富，近年来现金创造能力较佳。23Q3末，公司账面货币资金+交易性金融资产为18.3亿元，在手现金储备丰富；公司近年来经营性现金流净额/净利润比重超过1，现金创造能力较佳。

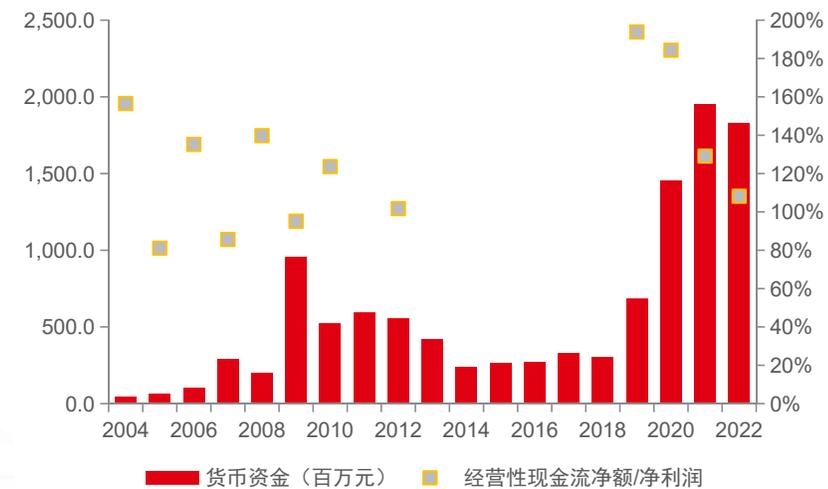
图表22：公司历年ROE拆分及变化

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1-Q3
ROE	22.3	21.8	25.4	23.1	20.5	16.4	14.1	18.4	19.9	6.1	5	3.6	-14.9	1.1	2	7.6	12.1	12.6	11.3	13.7
净利率	9.2	9.6	12.2	17.7	13.1	16.9	19.3	17.7	20.8	7.9	5.9	4.5	-19	1.2	1.6	6.2	10.3	10.8	11	15.8
总资产收益率	1.3	1.3	1.2	0.9	0.9	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
权益乘数	—	1.8	1.7	1.5	1.7	1.4	1.3	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表23：公司现金储备及现金创造能力指标



资料来源：公告公告，中邮证券研究所

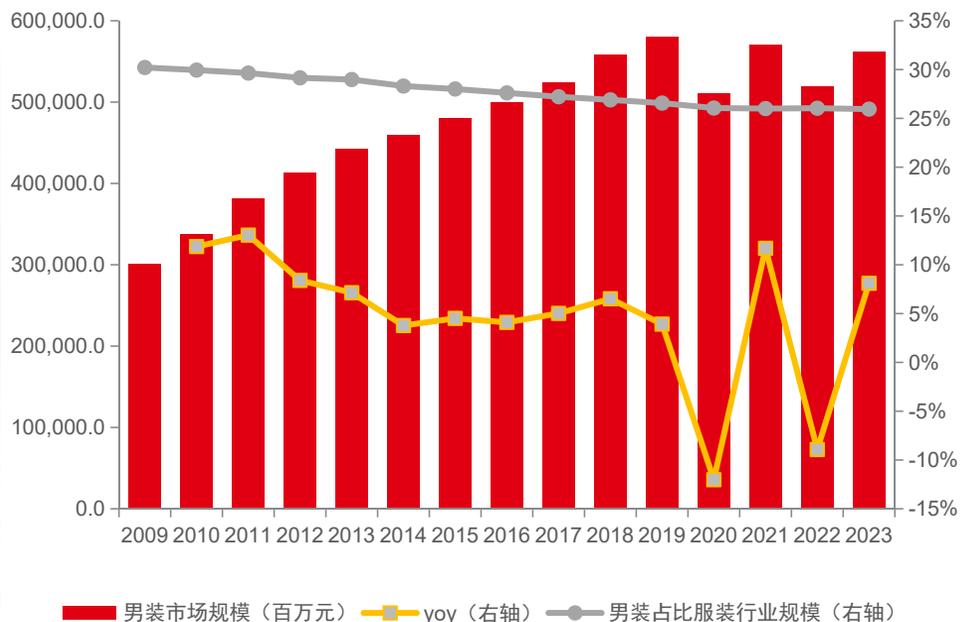
# 二

## 行业分析：高端男装景气度犹存，国货崛起

## 2.1 需求：高端男装市场规模为511亿元，18年-23年复合增速为12%，占比男装份额提升至9.1%，呈现较高景气度

- 高端男装市场规模突破500亿元，占比提升至9.1%，呈现较高景气度。根据欧睿数据，2023年中国男装市场规模为5661亿元，18年-23年复合增速为0.1%，行业增长停滞；按照价格层级划分，中高端男装市场不断抢占大众男装市场份额，其中2023年中国高端男装市场规模为511亿元，18年-23年复合增速为12%，占比从18年的6.5%提升至23年的9.1%，是景气度较高的子赛道。

图表24：中国男装市场规模及增速



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表25：中国男装市场分层次市场规模、增速、占比情况

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
高端男装市场规模 (亿元)	267.5	290.5	313.5	332.0	433.6	431.2	511.1
YOY	5.0%	8.6%	7.9%	5.9%	30.6%	-0.5%	18.5%
占比	6.4%	6.5%	6.7%	6.9%	8.6%	8.2%	9.1%
中端男装市场规模 (亿元)	668.8	769.7	876.8	973.9	1023.8	1106.6	1206.7
YOY	13.3%	15.1%	13.9%	11.1%	5.1%	8.1%	9.0%
占比	16.0%	17.2%	18.8%	20.2%	20.3%	21.1%	21.6%
大众男装市场规模 (亿元)	3249.2	3423.7	3465.8	3511.7	3590.7	3697.5	3871.4
YOY	7.4%	5.4%	1.2%	1.3%	2.3%	3.0%	4.7%
占比	77.6%	76.4%	74.4%	72.9%	71.1%	70.6%	69.3%

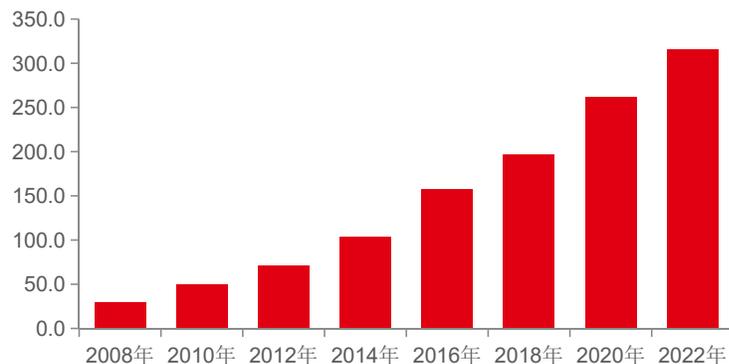
资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

## 2.1 需求：高净值人群扩容、运动户外兴起推动高端男装市场增长

■ 高净值人群规模稳步扩张，占中国个人可投资金额比重提升，为高端男装扩容奠定基础。根据招商银行公布的《中国私人银行财富报告》，2022年中国高净值人群（定义为个人可投资金额超过1000万）为316万人，16年-22年复合增速为12%，其资产占比中国个人可投资资产总额的36%，占比较16年提升5.6pct，高净值人群扩容为高端男装发展奠定基础。

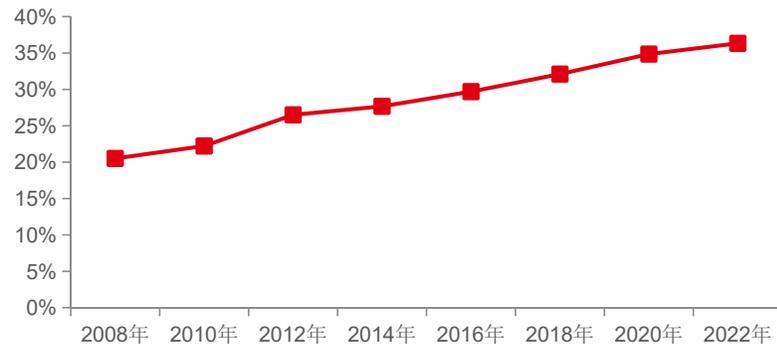
■ 户外运动兴起，提供增量市场需求，户外运动服饰需求释放。根据《中国户外运动产业发展报告2022-2023》，2022年户外运动用品市场规模为1971亿元，预计到2025年提升至2400亿元，复合增速为10.3%，23H1与户外运动相关订单同增79%，行业呈较高景气度。户外运动的兴起为高端运动服饰带来增量市场需求，跑步、高尔夫、滑雪等领域孵化出高端品牌。根据欧睿数据，高端男装市场中比音勒芬、迪桑特、Lululemon、Moncler 2023年份额合计较19年提升1pct，为高端服装增长带来增量贡献。

图表26：中国高净值人群及变化（万人）



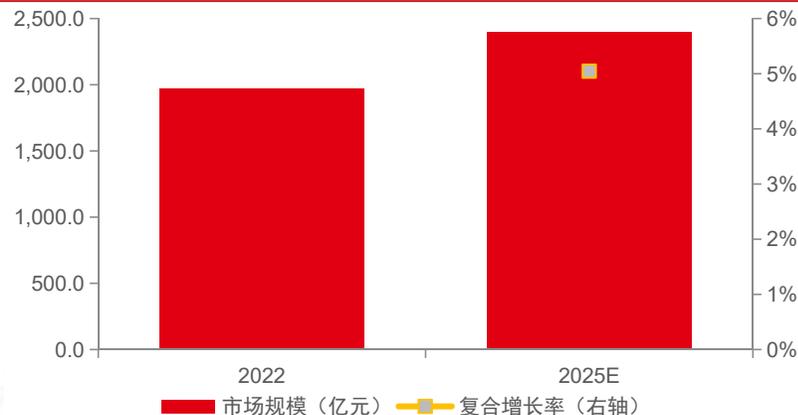
资料来源：招商银行，中邮证券研究所

图表27：高净值人群个人可投资资产总额占比中国个人可投资资产总额



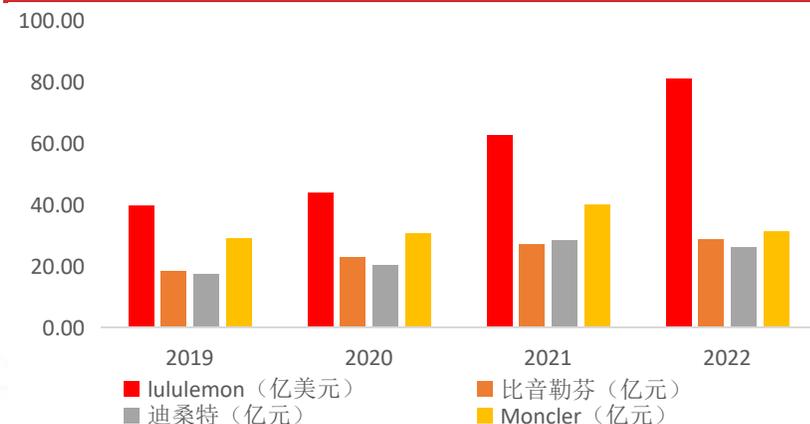
资料来源：招商银行，中邮证券研究所

图表28：中国户外运动市场规模及增速



资料来源：国家体育总局，《中国户外运动产业发展报告2022-2023》，中邮证券研究所

图表29：不同运动基因服装品牌增长情况

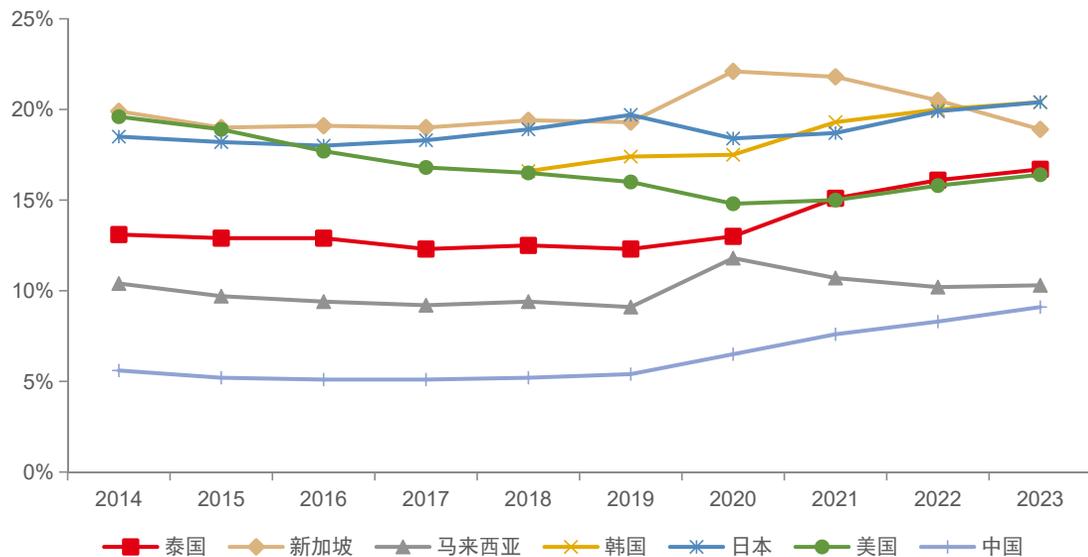


资料来源：公司公告，欧睿数据，中邮证券研究所  
 备注：lululemon/比音勒芬为公司收入，其他参考欧睿计算中国零售额

## 2.1 需求：对标新马泰、日韩美市场，高端男装市场份额仍具提升空间

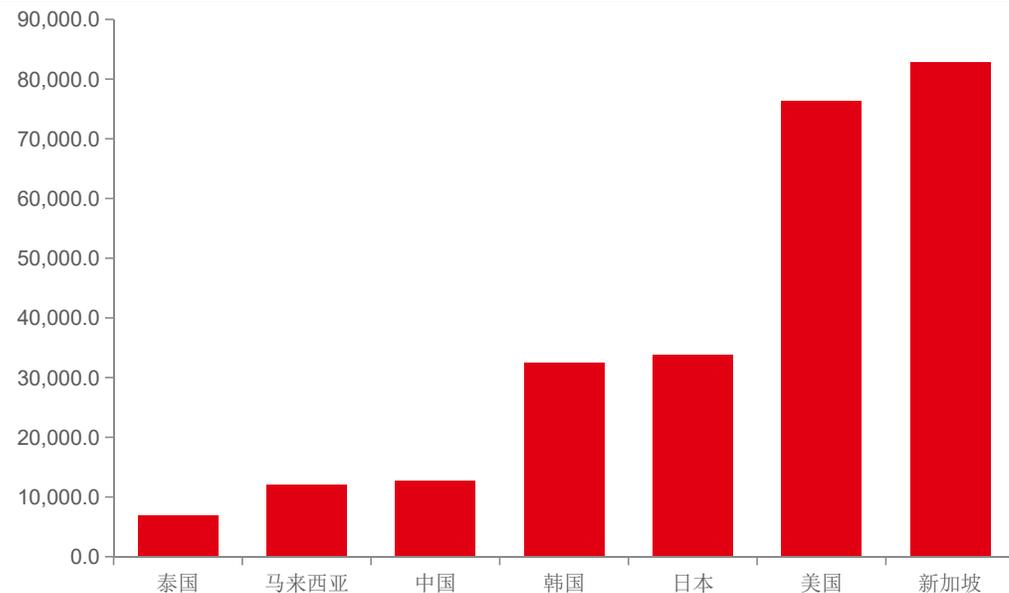
- 我国高端男装占比仍处于低位，对标新马泰、日韩美市场具备提升空间。根据欧睿数据，2023年中国、马来西亚、泰国、美国、新加坡、韩国、日本高端男装市场占比分别为9.1%/10.3%/16.7%/16.4%/18.9%/20.4%/20.4%，与东南亚市场以及欧美市场相比，中国高端男装市场仍具备提升空间。从人均GDP来看，尽管马来西亚、泰国人均GDP低于我国，但其高端男装占比高于我国。

图表30：全球不同市场高端男装占比变化



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表31：2022年全球不同市场人均GDP情况（美元）

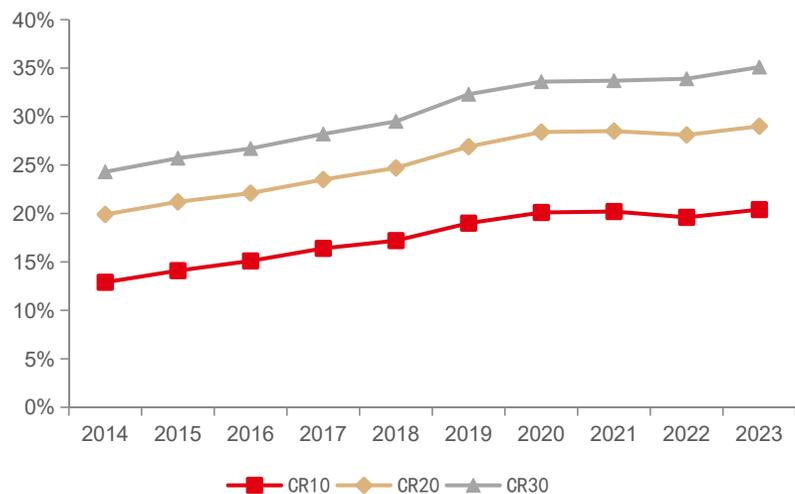


资料来源：世界银行，中邮证券研究所

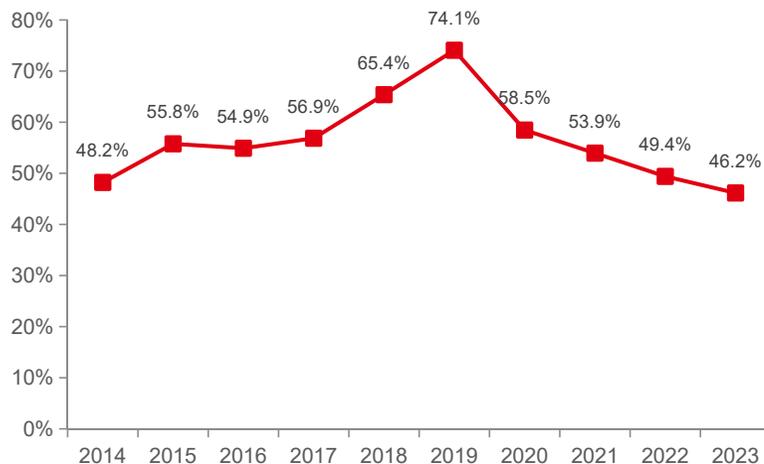
## 2.2 竞争格局：高端男装市场行业集中度较高，竞争格局良好，本土品牌凭借正装、户外运动等领域切入，份额持续提升，高端市场有所突破

- **高端男装市场行业集中度较高，好于男装市场。**根据欧睿咨询，2023年中国男装市场CR10/CR30品牌份额分别为20.4%/29.0%，集中度好于服装大盘，若以前五大高端男装品牌（统计品牌为雅戈尔、杰尼西、Moncler、始祖鸟、比音勒芬）零售额除以高端男装市场份额，则高端男装市场格局更佳，2023年前五大品牌占比分别为46.2%，19年以来集中度有所下降，主要系始祖鸟份额提升乏力以及其他品牌份额提升，整体而言，高端市场准入门槛高，竞争格局远好于男装大盘。
- **本土品牌在高端领域不断突破，份额有所提升。**根据欧睿数据，我们统计男装市场前50个品牌中高端品牌情况，本土男装品牌在高端领域迅速突围，2023年本土品牌份额为2.6%，较14年提升1.9pct，外资品牌（不含被收购/授权品牌）份额为4.9%，较14年提升1.8pct，本土品牌在高端领域份额不断突破。

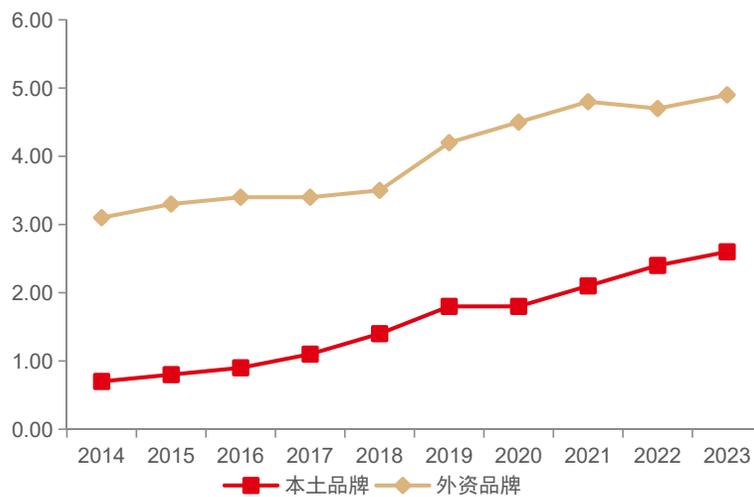
图表32：中国男装市场CR10-CR30品牌份额



图表33：中国高端男装市场CR5品牌份额



图表34：中国TOP50品牌中高端男装市场本土与外资占比



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所 备注：统计品牌包括雅戈尔、杰尼西、Moncler、比音勒芬、报喜鸟、阿玛尼、boss、LV、宝姿、拉夫劳伦、Lululemon等

## 2.2 竞争格局：高端男装市场行业集中度较高，竞争格局良好，本土品牌凭借正装、户外运动等领域切入，份额持续提升，高端市场有所突破

图表35：中国高端男装头部品牌介绍

品牌	成立时间	国家	定位	代表产品定价	23年零售额/14年份额/20年份额/23年份额
雅戈尔	1979	中国	高端西服品牌，品类不断延展，产品包括西服套装、衬衫、裤子、外套等，以商务风格为主，兼顾休闲类产品	1) 衬衫：400-800元/件；2) 西服外套：1500-4000元/件；3) 夹克：1000-2000元/件	84亿/0.6%/1.3%/1.5%
Ermenegildo Zegna	1910	意大利	高端西服品牌，定位于35岁至55岁有品位有格调的男人，以正装和私人定制为主，主打意大利风格、珍稀面料、除西装外，现已开拓了毛衣、休闲服和内衣等男装系列	1) 衬衫 600-800元/件；2) 毛衣 1100-1400元/件；3) 大衣 40000-90000元/件	45亿/0.8%/0.8%/0.8%
Moncler	1952	法国	高奢品牌，专注打造抵御寒冷产品，涉及男装、女装、童装、鞋履配饰，拥有Collection系列（都市时尚）、Grenoble（滑雪）、Genius（偏美式风格）	1) 羽绒服 6000-19000元/件；2) 衬衫 3000-7000元/件	39亿/0.5%/0.6%/0.7%
始祖鸟	1989	加拿大	高端专业户外品牌。受众为追求高端户外体验、高端专业领域的人群，产品主要为硬壳和软壳冲锋衣、防寒羽绒服等	1) 羽绒服 3000-5000元/件；2) 冲锋衣 1600-6500元/件；3) 帽子 350-500元/件	34亿/0.8%/0.9%/0.6%
比音勒芬	2003	中国	轻奢高尔夫服饰领域领军品牌，关注于高尔夫运动与时尚休闲生活相结合的细分市场，核心客群为高净值人群，产品包括高尔夫系列、生活系列、时尚系列。	1) 衬衫700-1000元/件；2) 羊毛衫 800-1800元/件；3) 马甲 1000-2400元/件	34亿/0%/0.2%/0.6%
报喜鸟	2001	中国	中高端男装西服品牌，不断扩展产品类型。产品包括正装、轻正装、运动西服等，以商务休闲风格以及定制化为主要类型。	1) 西服套装 1400-2000元/件；2) 衬衫 300-500元/件；3) 大衣 1400-1600元/件	28亿/0.1%/0.3%/0.5%
Giorgio Armani	1975	意大利	高奢时尚品牌，除经营服装外，还设计领带、眼镜、丝巾、皮革用品、香水乃至家居用品等	1) 西装 22000-32000元/件；2) 男鞋 8400-12500元/件；3) 领带 1800-3100元/件	28亿/0.1%/0.5%/0.5%
Boss	1923	德国	高端商务职场风格的的品牌，主要包括以正装为主的黑牌系列。	1) 大衣 4000-6000元/件；2) 皮衣 4000-7000元/件；3) 西服 2700-5500元/件	22亿/0.3%/0.4%/0.4%
LV	1854	法国	奢侈品品牌，经营产品包括手提包，旅行用品，小型皮具，配饰，鞋履，成衣，腕表，高级珠宝及个性化订制服务等	1) 男装 8000-55000元/件；2) 皮带 6000-55000元/件	22亿/0.4%/0.4%/0.4%
Burberry	1856	英国	奢侈品品牌，经营的产品包括女装、女装配饰、手袋和鞋履、男装、男装配饰、童装、化妆品、香水、手表、家居用品及礼品等	1) 衬衫 5700-7000元/件；2) 夹克 10000-170000元/件	17亿/0.3%/0.3%/0.3%
lululemon	1998	加拿大	高端瑜伽服装品牌，产品以运动休闲风为主，包括瑜伽、跑步等系列产品	1) 西服外套 700-1200元/件；2) 衬衫 400-1200元/件	17亿/0.2%/0.2%/0.3%
宝姿	1961	加拿大	高端时尚品牌，产品系列包括男女装、手袋配饰、眼镜、箱包 鞋履 等	1) 西装 2000-3200元/件；2) 衬衫 1700-4000元/件	17亿/0%/0.1%/0.3%
拉夫劳伦	1968	美国	高端时装品牌，以商务风格为主，POLO衫享誉盛名，除时装外，品牌还包括香水、童装、家居等产品	1) 衬衫 840-1700元/件；2) 西服外套 2000-3700元/件	17亿/0%/0.2%/0.3%
迪奥	1947	法国	高端时尚品牌。主要经营男女手袋、女装、男装、男女鞋履、首饰、香水、化妆品、童装等高档消费品	-	11亿/0.1%/0.3%/0.2%

资料来源：欧睿数据，公司官网，中邮证券研究所（备注：零售额来自欧睿数据，产品定价来自天猫官方旗舰店或品牌官网）

# 三

## 投资看点

- 3.1 哈吉斯：英伦休闲风独具特色，门店扩张空间广
- 3.2 报喜鸟：品牌年轻化，店效有望持续提升
- 3.3 其他品牌：宝鸟稳健增长，储备乐飞叶等品牌孵化新增长曲线

### 3.1 哈吉斯—概况：起源于韩国，名称来源于英国赛艇运动，品类覆盖逐步丰富，涉及男装、女装、鞋包，17年以来快速增长

■ 起源于韩国，近年快速发展。哈吉斯成立于2000年，由韩国LF集团创立，其品牌起源于剑桥大学赛艇俱乐部名称，英伦风基础上兼具韩流调性，主打都是休闲风，品牌定位年轻化。2007年该品牌引入中国市场，2012年公司获得品牌商标10年使用权（11年签订），期间公司在韩方允许下可自行研发设计及生产，为品牌发展理清障碍，2021年公司完成续约，男装女装合作至2031年，箱包签订3年，哈吉斯快速增长。2022年哈吉斯品牌收入为14.2亿元，17-22年复合增速为16.6%，品牌获得快速发展，该品牌近年代理费用率在5%-6%之间，较为稳定。

图表36：哈吉斯品牌发展大事件

时间	事件
2000年	哈吉斯品牌由LG旗下LF创立
2007年	公司与LF合作代理品牌，该进入中国市场
2012年	获得Hazzys品牌商标的使用许可权，期限至2021年，获得较高自主权限
2013年	主导门店与代理商订货，加大代理商拓展力度，提升盈利能力。
2015年	对女装业务加大投入，扩大规模，致力提升与男装一样大的销售业绩。
2018年	1) 获得了网球四大满贯之一温布尔登网球锦标赛的授权，推出温网跨界系列，获得较好的市场反响；2) 放开加盟商限制，推动加盟业务发展
2021年	1) 公司获得LG服饰集团箱包品类的授权，开始发展箱包业务，首家女装配饰店开幕；2) 完成品牌续约，其中男女装时间至2031年，箱包签3年
2022年	首家皮具店开业

资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

图表37：哈吉斯品牌收入及品牌代理费用占比

时间	哈吉斯品牌收入 (百万)	收入 增速	代理费用 (百万)	代理费用占比 收入
2017年	654.3		32.7	5.0%
2018年	872.3	33.3%	51.3	5.9%
2019年	1007.0	15.4%	55.9	5.6%
2020年	1232.6	22.4%	60.7	4.9%
2021年	1452.4	17.8%	69.8	4.8%
2022年	1416.4	-2.5%	69.8	4.9%
2023H1	857.5	29.6%	39.0	4.5%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 3.1 哈吉斯-产品：主打英伦休闲风，通过温网合作切入运动户外，布局网球/高尔夫/滑雪等系列，主题、联名系列推广保持稳定的推新速度

■ 哈吉斯结合国际流行的色彩与适合亚洲人的版型设计，在经典英伦风格中注入率真、自在的时尚元素，近年来保持运动、主题、联名系列产品稳定更新，其中运动系列包括网球类、滑雪类、高尔夫类、赛车类产品，主题系列以风衣外套、羊毛衣、衬衫、连衣裙、羽绒服等为主，联名系列主要以温网联动为主，亦有Playforeve、Mark Wigan等合作。自2021年开展箱包配饰业务以来，保持稳定的推新速率。

图表38：哈吉斯品牌近年产品介绍

分类	2018年及前	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
运动系列	温网网球服 	COUNTRY RALLY系列-赛车；BLACK系列羽绒服-滑雪登山 	HRC系列-伍嘉成代言蓝红白三色户外滑雪衣物 		HAZZYS GOLF, BMW杯高尔夫球赛-高尔夫运动装；HAZZYS ROYAL CLUB运动系列-雪地羽绒服 	HAZZYS TENNIS CLUB-棉盖涤面料网球装，吸附异味透气防晒 
主题系列	HAT TRICK摩登风格帽子 	1) 苏格兰维多利亚格纹-张佳宁代言风衣；2) 都市旅人-英国约克郡风格大衣；3) 高山之旅-羊毛大衣以及羽绒服系列；4) Phiz毛衣系列-手工拉毛澳洲美利奴羊毛 	1) 经典重塑系列-姜珮瑶代言经典风衣、印花连衣裙；2) 天然棉系列-棉衬衫；3) Nordic Hygge主题-男性单西外套女性战壕风衣；4) 极北之光系列-雪地羽绒服 	1) 鸿运当头系列-新年卫衣限定礼盒；2) Phiz系列-格子短袖衬衫、圆领T恤；3) 云朵系列-李一桐代言羊绒大衣；4) HARIATO系列-邢菲代言真丝衬衫；5) HRC系列-冻不住的动羽绒服 	1) 人生必备系列-舒适易穿的衬衫和自如耐穿的裤子；2) 渔夫与友系列-全棉针织面料衬衫、连衣裙 	【羽】你温暖拥抱-轻薄羽绒服 

资料来源：哈吉斯公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 3.1 哈吉斯：主打英伦休闲风，通过温网合作切入运动户外，布局网球/高尔夫/滑雪等系列，主题、联名系列推广保持稳定的推新速度

图表39：哈吉斯品牌近年产品介绍（续）

分类	2018年及前	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
联名系列	<ul style="list-style-type: none"> <li>HAZZYS × Selby 联名插画系列</li> <li>HAZZYS × WIMBLEDON-温网联名春夏装</li> </ul> 	HAZZYS × WIMBLEDON-温网联名运动毛衣 	HAZZYS × 伍嘉成-联名刺绣围巾； ZUBI SU*HAZZYS-联名T恤 	HAZZYS × Playforever-联名卫衣T恤 	HAZZYS × keep cup-联名咖啡杯； HAZZYS × Mark Wigan联名心动系列-灵感涂鸦时装 	HAZZYS × WOOLMARK-联名羊毛衫 
箱包系列			小笼包系列-手提包、手机包 	跟着我的flow全新鞋履-奔跑、漫步、潮流、复古；H2O【袋】码-摩登牛皮革挎包 	“新”愿盲盒-运动鞋；HAZZYS皮具首店开业 	HAZZYS云朵流浪包；KimBag-母亲节主题手提包 

资料来源：哈吉斯公众号，中邮证券研究所

# 3.1 哈吉斯-同业比较：品牌定位年轻，产品价格带集中，与TOMMY/法国鳄鱼较为接近，其丰富色彩搭配及韩流元素与竞争对手形成差异化

■ 从定价体系及人群年龄上来看，哈吉斯与Tommy/法国鳄鱼竞争最为接近，相较于两者，哈吉斯将经典英伦风与韩流等元素搭配，善于使用色彩，版型设计等更加本土化；与比音勒芬/拉夫劳伦相比，哈吉斯价位带偏低且更集中，产品设计更年轻化，形成差异化竞争。

图表40：哈吉斯品牌与同业竞争对手比较

品牌	哈吉斯	比音勒芬	拉夫劳伦	TOMMY HILFINGER	法国鳄鱼
时间 logo	2000 	2003年 	1967年 	1985年 	1933年 
品牌定位	韩流+英式休闲运动结合，以经典英伦风为主，加入率真、自在的时尚元素，重新诠释英式风格优雅，定位20岁至40岁人群。	以高尔夫为品牌基因，将贵族运动的精髓融入产品，坚持高端时尚运动服饰品牌定位，拥有中、英、意、韩四国设计研发团队，风格多样。定位30岁-50岁人群。	美式休闲风格，以美国东岸New England世家风范为基础，从传统中提炼精华，改造经典，变得更现代更时尚。其高尔夫POLO衫享誉盛名，定位20岁-50岁人群。	以美式经典风格为主，融入流行元素，打造年轻化的时尚品牌。定位25岁-45岁人群。	主打法式休闲运动风，网球领域具备较高知名度，注重舒适度和简约美学的融合，打造法式时尚优雅生活品牌。定位20岁-40岁人群
产品比较	T恤：300-1500元； 大衣：1300-5000元； 裤子：500-1600元； POLO衫：500-1200元 (网球/高尔夫)	T恤：500-2500元； 外套：1000-8000元； 裤子：600-2300元； POLO衫：700-2100元 (高尔夫)	T恤：800-8400元； 外套：1000-12000元； 裤子：500-3500元； POLO衫：1250-5300元 (高尔夫)	T恤：400-1500元； 外套：1400-4200元； 裤子：500-1600元	T恤：300-1000元 外套：800-3200元 裤子：700-1400元； POLO衫：400-1000元 (网球)
渠道比较	线下门店448家 天猫/京东粉丝量283/4万	线下门店1191家 天猫/京东粉丝量30/39万	线下门店176家 天猫/京东粉丝量252/65万	线下门店401家 天猫/京东粉丝量218/151万	线下门店379家 天猫/京东粉丝量191/178万
财务	22年品牌14.2亿收入	22年公司28.8亿收入	22财年公司64.4亿美元收入	22财年品牌约47亿美元收入	18财年品牌31亿欧元收入

资料来源：各品牌官网，百度地图，天猫旗舰店，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 3.1 哈吉斯-渠道：门店稳健扩张，加强大店建设，单店面积及坪效双提升，以直营为主，线上获得快速发展

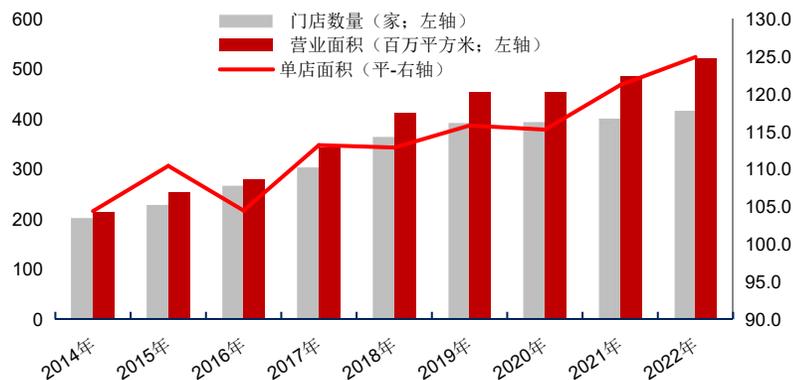
■ 线下门店直营为主。23H1哈吉斯线下直营店/加盟店数量分别为320家/111家，营业面积分别为4.16万平/1.36万平，线下以直营店为主。

■ 持续加强大店建设，23H1单店面积&坪效双提升。哈吉斯14-18年门店快速扩张，平均每年净开40家，19年以来尽管门店扩张速度变缓，单店面积提升加快，注重大店建设。若以公司线上比例为例计算品牌线上收入，22年哈吉斯单店面积&坪效（踢除线上收入）分别为125平/2.1万元/年，23H1分别为128平/1.2万/年，增速分别为-14.8%/+17.5%，23H1单店面积&坪效提升。

■ 预计线上快速发展。根据公司综合渠道结构，22年线上占比达18.5%，近年来获得快速提升。哈吉斯定位年轻化，预计成为线上收入增长的主要贡献品牌之一。

请参阅附注免责声明

图表41：哈吉斯门店数量及单店面积



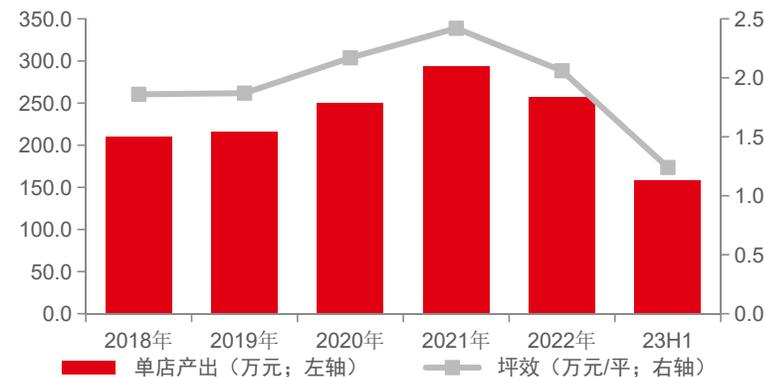
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表43：哈吉斯直营门店与加盟门店面积

	2019年	2020年	2021年	2022年	23H1
直营店数量 (家)	291	288	301	313	320
加盟店数量 (家)	101	105	100	104	111
直营店面积 (万平方米)	3.34	3.39	3.69	3.96	4.16
加盟店面积 (万平方米)	1.2	1.14	1.17	1.25	1.36
直营店单店面积 (平)	115	118	123	127	130
加盟店单店面积 (平)	119	109	117	120	123

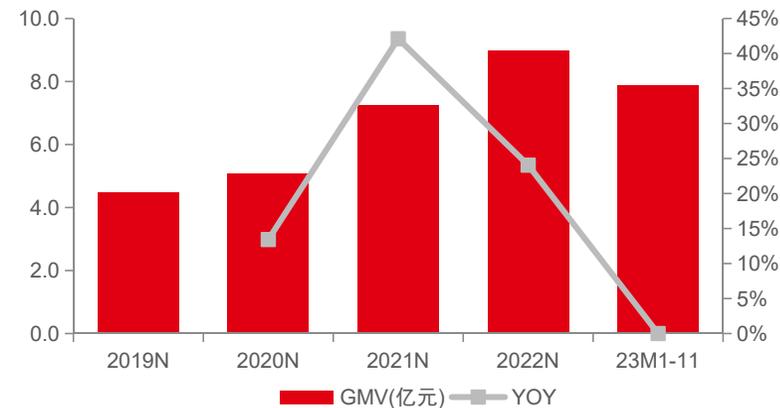
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表42：哈吉斯单店产出及坪效



资料来源：公司公告，中邮证券研究所（备注：以公司线上比例为例踢除线上收入计算）

图表44：哈吉斯品牌天猫渠道GMV及增速



资料来源：魔镜数据，中邮证券研究所

# 3.1 哈吉斯—营销：与温网/playforever等联名提升品牌热度，加大小红书、抖音等社交媒体运营，助力年轻用户获取

- 与温网/playforever等跨界联名提升品牌热度。2018年以来哈吉斯与温网、英国知名潮玩具品牌playforever（赛车）、Mark Wigan等联名推出产品系列，提升细分产品领域知名度以及提升品牌热度。
- 采用流量年轻明星代言，加大抖音等社交媒体运营，提升用户粘性。品牌男装代言人为赵又廷，女装根据产品系列曾与张佳宁、李一桐、张碧晨等合作，陈都灵升级为女装代言人，代言人矩阵丰富，整体偏年轻。近年来加大抖音、小红书、商圈广告等投放，助力年轻用户获取。

图表45：哈吉斯温网等IP联名合作



图表46：哈吉斯品牌代言人



图表47：哈吉斯社交平台运营情况

平台	粉丝量	获赞量	开设时间
微博	2.2万	48.3万	2011年
小红书	0.75万	3.8万	2019年
抖音	35.6万	19.4万	2020年

资料来源：微博，中邮证券研究所

资料来源：哈吉斯公众号，中邮证券研究所

资料来源：哈吉斯官方号，中邮证券研究所

# 3.1 哈吉斯—成长看点：当前区域化集中度高，江浙沪门店数量占比40%左右，空白市场空间大，加盟商占比提升空间大

- 哈吉斯门店集中在江浙沪地区，其他一二线城市扩展空间大。从可比公司区域结构看，哈吉斯门店中江浙沪京四地占比为44%，Tommy门店前四大地区为江浙沪广东，法国鳄鱼前四大地区为广东江浙沪，相比于同业，哈吉斯在江浙地区仍有优势，而在华南（广东/福建）、西南（四川/重庆）等地区突破空间大。
- 哈吉斯加盟比例低，加盟商扩展空间广。对比国内中高端男装品牌，哈吉斯22年加盟店占比仅25%，远低于男装同业50%及以上比例，未来加盟商扩展空间大。

图表48：高端男装品牌直营店与加盟店比例

	2020	2021	2022	2023H1
报喜鸟	70.5%	71.2%	72.5%	72.1%
七匹狼	52.5%	52.2%	51.9%	52.7%
利郎	89.3%	89.4%	90.5%	90.5%
九牧王	69.5%	71.0%	74.2%	73.5%
比音勒芬	50.4%	51.6%	51.4%	
哈吉斯	25.8%	26.7%	24.9%	24.9%

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表49：哈吉斯线下门店分布及可比品牌区域对比

城市	哈吉斯门店						法国鳄鱼门店			TOMMY hilfiger		
	商场店	奥莱店	高铁机场店	其他	总计门店	占比	城市	门店数	占比	城市	门店数	占比
浙江	39	7	0	31	77	17.2%	广东	56	14.8%	浙江	57	14.2%
江苏	45	5	0	18	68	15.2%	上海	28	7.4%	江苏	48	12.0%
北京	14	5	1	6	26	5.8%	浙江	27	7.1%	上海	32	8.0%
上海	13	5	1	6	25	5.6%	江苏	27	7.1%	广东	31	7.7%
山东	13	2	0	9	24	5.4%	四川	23	6.1%	福建	28	7.0%
福建	13	1	0	9	23	5.1%	北京	17	4.5%	北京	26	6.5%
四川	10	1	0	9	20	4.5%	江西	16	4.2%	四川	23	5.7%
安徽	11	2	0	4	17	3.8%	贵州	16	4.2%	山东	19	4.7%
辽宁	7	1	0	8	16	3.6%	山东	14	3.7%	重庆	15	3.7%
湖南	6	3	0	7	16	3.6%	福建	14	3.7%	湖南	11	2.7%
广东	9	2	1	3	15	3.3%	吉林	13	3.4%	湖北	11	2.7%
陕西	9	2	0	1	12	2.7%	广西	13	3.4%	陕西	10	2.5%
黑龙江	5	2	0	5	12	2.7%	辽宁	12	3.2%	江西	10	2.5%
河南	6	2	0	4	12	2.7%	河北	11	2.9%	云南	9	2.2%
其他	48	13	0	24	85	19.0%	其他	92	24.3%	其他	71	17.7%
总计	248	53	3	144	448	100.0%	总计	379	100.0%	总计	401	100.0%

资料来源：品牌官网，百度地图，中邮证券研究所  
备注：TOMMY来自百度地图

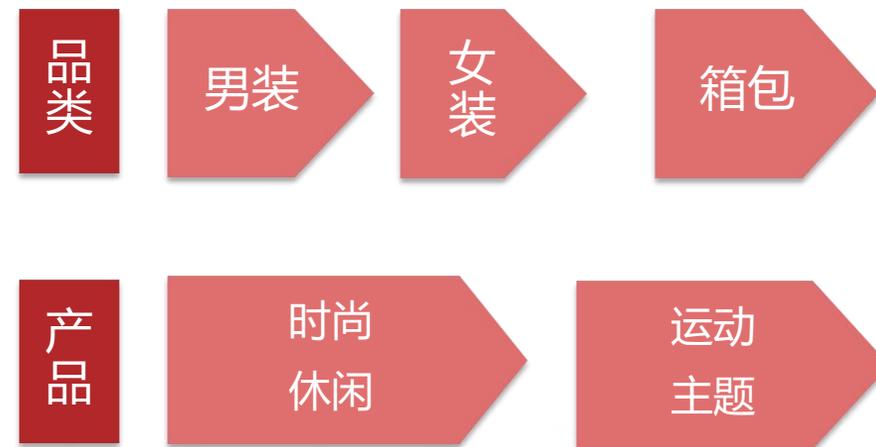
### 3.1 哈吉斯—成长看点：坪效处于本土品牌领先水平， 新店模式有望提升单店产出， 品类丰富有望推动品牌扩容

- 哈吉斯店效处于本土品牌较高水平，开新店举措助力店效提升。我们将哈吉斯与比音勒芬相比，2022年哈吉斯剔除线上收入（以公司线上收入比例扣除）单店面积/坪效/单店产出分别为125平、2.06万/年、258万/年，比音勒芬直营店单店面积/坪效/单店产出分别为149平、2.06万/年、307万/年，哈吉斯坪效处于本土品牌领先水平，单店平均面积偏低，未来有望通过开新店等方式提升单店产出。
- 品类丰富化推动品牌扩容。近年来哈吉斯大力发展女装，引进箱包配饰，产品风格上保持休闲时尚类产品优势基础上，开拓网球、赛车、滑雪、高尔夫等户外运动类产品，消费场景丰富化，为品牌扩容。

图表50：高端品牌线下门店店效比较

门店数量	单店面积（平方米）				坪效（万元/平）				单店产出（万元/年）			
	年度	2020	2021	2022	23H1	2020	2021	2022	23H1	2020	2021	2022
哈吉斯	143	152	156	130	2.2	2.4	2.1	1.2	250	293	258	159
比音直营	166	173	149		1.6	2.3	2.1		260	360	307	
比音加盟	145	162	164		0.8	0.7	0.9		117	120	153	

图表51：哈吉斯扩品类、扩产品路径



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所（备注：哈吉斯以公司线上比例为例剔除线上收入计算）

资料来源：中邮证券研究所

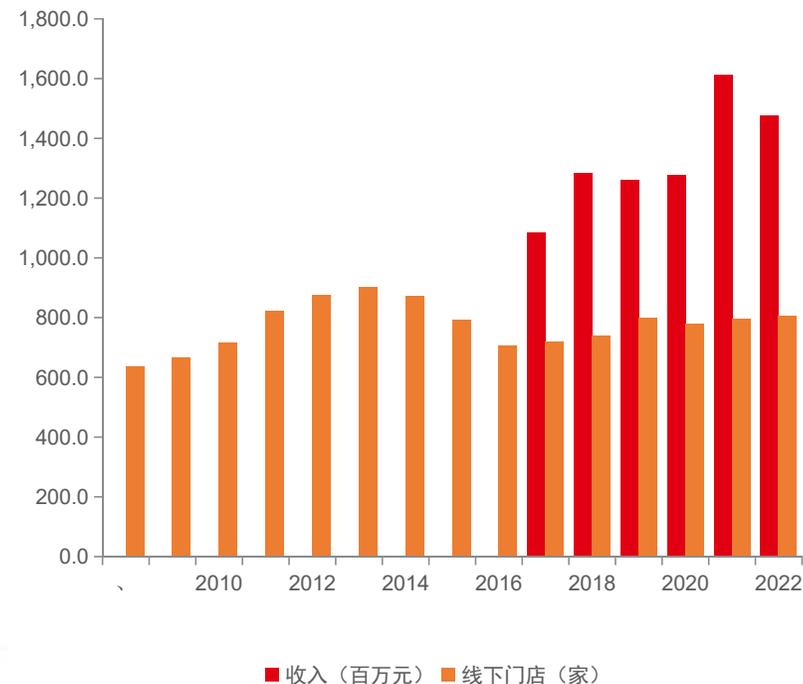
## 3.2 报喜鸟-概况：国内西服第一品牌，私人定制化业务突出，18年以来通过渠道调整、产品推新、品牌年轻化等举措重回稳健增长

- 国内西服第一品牌，定制化业务突出。报喜鸟品牌成立于1996年，是国内中高端西服第一品牌，旗下产品包括商务系列、运动西服、婚庆礼服、时尚系列、生活系列、鞋履等，满足用户不同场景需求。公司2003年推出私人量体定制业务，2013年推出C2B全品类私人量体定制，2016年完成工业化4.0建设，实现规模化定制生产助力定制业务发展，目前拥有500余名量体师可在72小时内上门服务，360小时内实现交付，累计服务数十万消费者，2022年报喜鸟私人定制业务占比收入达30%左右，处于行业领先地位。报喜鸟在公司上市（07年）至12年通过门店快速扩张获得增长，13年-16年受行业压力及公司内部治理调整等因素影响持续优化门店，17年以来，通过调整渠道、品牌年轻化、推广轻正装及运动西服等助力品牌重回稳健增长，2022年报喜鸟品牌收入为14.8亿元，18年-22年复合增速为2.9%。

图表52：报喜鸟品牌发展大事件

时间	事件
2003年	公司推出私人量体定制业务
2013年	推出C2B全品类私人量体定制
14-16年	14年集团进行智能化改造，16年完成，率先完成规模化定制
2017年	1) 加速网店扩展；2) 加大定制业务推广力度；3) 加强新媒体投放，开展正装大师代言人活动，继续推广集体婚礼活动，巩固婚庆市场地位
2018年	1) 提高加盟商买断比例，加强商场/购物中心网点数量；2) 开展外籍量体师寻店，加大定制业务推广；3) 加强新媒体合作与跨界合作，继续推广集体婚礼活动，巩固婚庆市场地位
2019年	1) 优化网点结构，关闭低效网点；2) 推广轻正装，加强定制业务推广；3) 重点加强线上推广、新媒体、区域高铁/购物中心推广，连续举办婚礼纪活动
2020年	1) 持续优化网点结构，对店铺分层、分级和产品拼盘强化管理；2) 加强与年轻设计师品牌合作，提升产品时尚性及年轻化程度，加强女装定制及互联网定制
2021年	1) 成功突破中部弱势市场，持续优化网点结构；2) 从高端产品/旗舰产品/引流产品三个层次全方位覆盖各个年龄层用户，大力推广运动西服，品类获得增长，提升西服使用频次；3) 继续推进外籍定制寻店、搭配师等活动；4) 注重节假日和主题活动规划，对重点店铺扶持，完善会员体系管理
2022年	1) 强势地区开大店，弱势地区通过加盟商扩展空白市场，开展抖音与视频号直播；2) 继续推广轻正装及运动西服；2) 加强会员建设

图表53：报喜鸟线下门店及收入情况



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 3.2 报喜鸟-产品：18年以来推广轻正装、运动西服产品，提供多场景多价格区间选择，提升西服消费频次

- 保持稳定产品推新速率，推广轻正装、运动西服扩宽用户群，助力品牌年轻化。2018年9月，报喜鸟推出运动西服，所谓运动西服，在轻面料基础上增加功能性（如抗皱性更高），色彩更丰富，提升西服品类消费频次，22年/23年先后推出春夏及秋冬款运动西服，引流行业潮流。2019年9月，报喜鸟轻正装全新上市，所谓的“轻”，即打造出具备运动休闲感的西装，体现在“轻面料（如弹力羊毛）”、轻工艺（胸衬、垫肩轻薄化）、轻场景，2020年9月，打造“无限喜”联名系列，21年23年每年推出全新的轻正装产品系列。西装衬衫之外，布局POLO衫、卫衣、毛衫、外套等产品，产品线丰富。根据天猫旗舰店，正装西服（商务/婚礼等）价格在1500-2500元/单，运动西服上衣价格在900-3200元/件不等，休闲西服上衣价格从700-1200元/件不等，非正装西服扩宽产品价格带，为用户提供多场景多样化选择。

图表54：报喜鸟品牌部分产品推新情况

时间	正装/其他	轻正装	运动西服
2018年	1) 商务抗皱便西; 2) 画家主题系列; 3) 轻柔西服系列等		运动西服套装 (弹力化/轻便化)
2019年	1) 双面绒大衣; 2) 19年秋冬系列; 3) 20年春夏系列	19AW轻正装系列	
2020年	1) 20秋冬系列; 2) 抗菌系列	无限喜联名系列; 20AW轻正装系列	
2021年	1) 灯芯绒系列; 2) 21秋系列; 3) 商旅抗皱便捷外套	全新轻正装系列; ss轻正装新品系列	
22年-至今	1) 抗皱系列; 2) 悦动主题系列	1) 春夏新品系列; 2) DRESS CODE	1) 22新品系列; 2) 23秋冬系列; 3) 23春夏系列

资料来源：报喜鸟公众号，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表55：报喜鸟品牌正装、轻正装、运动西服产品价格及定位

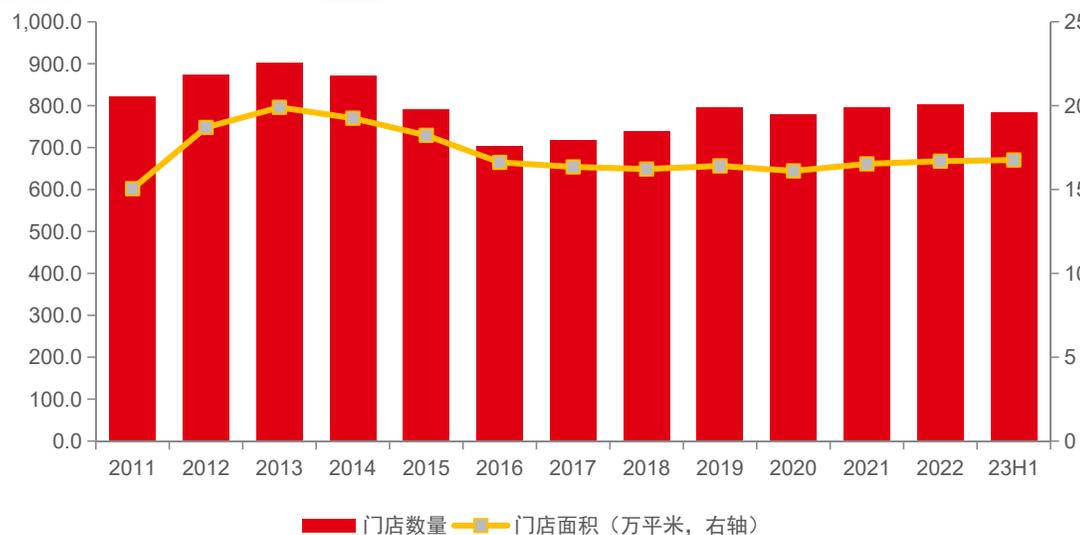
系列	正装	轻正装	运动西服
产品案例			
价格区间	1500元-2500元	700元-1200元	900-3200元

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所（以上衣为例，时间为2023年12月24日）

## 3.2 报喜鸟-渠道：调整低效门店，强势地区注重开大店、商场购物中心店，弱势地区加大空白覆盖，提升整体店效

- 优化渠道结构，加大空白市场开拓，提升综合坪效。开店策略方面，19年以来公司关闭线下低效门店，强势地区加大购物中心等核心商圈店铺开设，采取开大店模式，弱势地区通过加盟商加大空白网点覆盖，21年以来实现中部地区良好突破；店铺运营方面，20年以来对门店进行分层、分级管理，注重节假日及主题活动规划，扶持重点店铺，同时完善会员体系，加强会员管理，提升复购及用户年轻。23H1报喜鸟线下门店/营业面积分别为785/16.8万平米，近5年略微提升；单店产出/坪效为102.4万元/年，0.5万元/半年，同增6.6%/3.6%，近年持续提升，门店优化卓有成效。
- 开设抖音视频号直播，持续推广定制业务。公司近年来通过外籍量体师寻店、搭配师活动、婚礼纪活动等方式大力推广个人定制业务，并在小红书等社交媒体推广，品类从男士服装扩展到女士服装，定制业务获得稳健发展。2022年以来，报喜鸟加大抖音及视频号直播业务开展，持续抢占年轻流量。

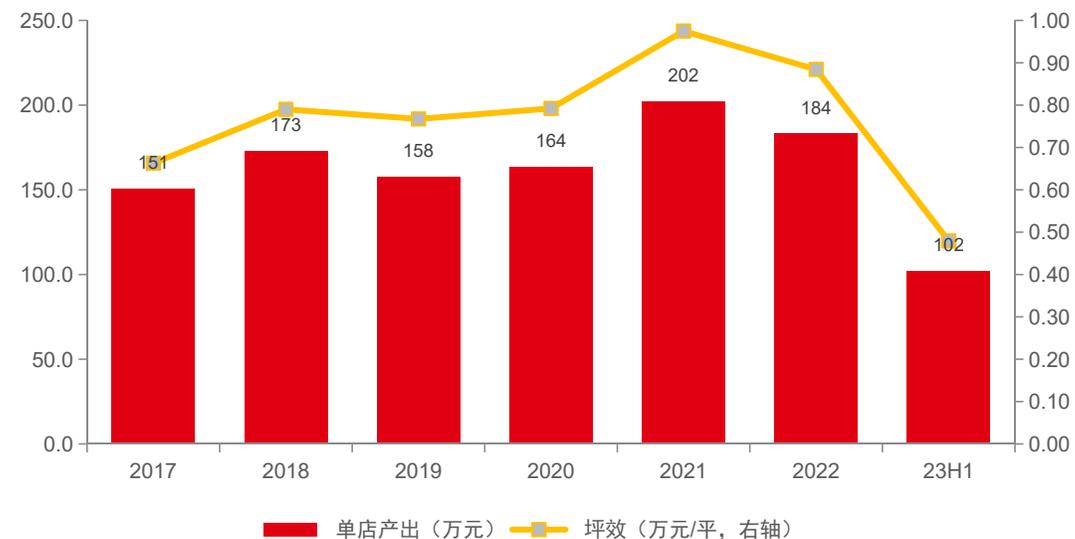
图表56：报喜鸟门店数量、门店面积



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表57：报喜鸟坪效、单店产出



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 3.2 报喜鸟-营销：营销年轻化，视觉设计换新，宣布张若昀为品牌代言人，加大小红书、抖音、微博等社交媒体推广

- 代言人+视觉呈现+社媒运营多维度实现营销年轻化：1) 代言人方面，早期品牌代言人为古天乐、任贤齐和任达华，2020年7月品牌采用张若昀为全新代言人，23年3月，宣布庞博为品牌形象大师及运动西服体验官，23年9月宣布张云龙为运动系列代言人，代言人年轻化；2) 视觉呈现年轻化，2020年品牌VI设计革新，重新设计无衬线体，字体方正，细节圆润，更简洁，同时对线下门店陈列重新设计；3) 加大线上新流量布局，小红书、抖音、微博等社交平台活跃度提升，以小红书为例，开设报喜鸟官方号以及报喜鸟定制化，全面拥抱年轻流量入口。

图表58：报喜鸟2020年以来代言人情况



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表59：报喜鸟视觉呈现年轻化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表60：报喜鸟线上平台粉丝情况

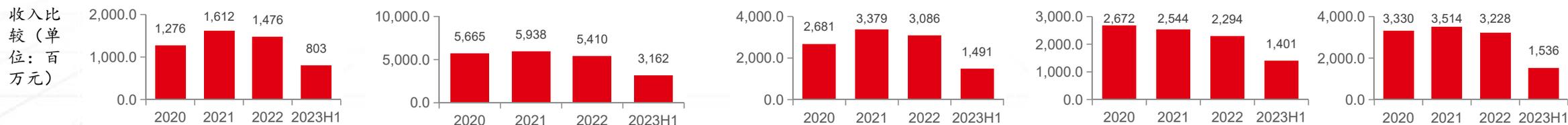
平台	粉丝量	获赞量	开设时间
小红书 (品牌号)	2768	1.2万	2019年
小红书 (定制号)	8184	5.4万	2020年
抖音	28.6万	103万	2018年
微博	11.9万	97.9万	2012年

资料来源：报喜鸟各官方号，中邮证券研究所

# 3.2 报喜鸟-成长看点：与雅戈尔定位接近，门店聚焦，低于头部男装品牌网点数量，考虑到私人定制业务线下门店店效提升空间大

图表61：报喜鸟品牌与男装品牌比较

品牌	报喜鸟	雅戈尔	中国利郎	九牧王	七匹狼
时间	1996年	1979年	1987年	1989年	1990年
logo	SAINT ANGELO 报喜鸟	YOUNGOR 雅戈尔	LILANZ 利郎	JOEONE 九牧王男装	SEPTWOLVES 七匹狼
品牌定位	中高端市场，商务风格为主，以西服衬衫等正装/轻正装为主，定制业务突出	中高端市场，商务风格为主，以西服衬衫等正装/轻正装为主，部分休闲类产品，主打优雅绅士	中端市场，定位简约男装，主系列主要为商务风，拥有年轻化的轻商务系列	中端市场，全球领先的男裤专家，集休闲、商务等风格一体	中端市场，连续22年保持中国夹克市场第一，休闲商务风格兼具
产品比较（以天猫旗舰店为主）	衬衫300-1400元 西服800-3200元 裤子400-1600元 夹克1100-2000元	衬衫300-800元 西服800-3700元 裤子500-1000元 夹克 600-2400元	裤子200-700元 衬衫200-300元 西服600-1200元 夹克600-1400元	裤子 200-400元 衬衫200-400元 西服900-1000元 夹克400-700元	夹克300-700元 裤子200-400元 衬衫200-500元 毛衣300-700元
渠道比较	1) 线下：23H1门店数量785家，其中直营219家 2) 线上：天猫22M12-23M11累计GMV为2.7亿	1) 线下：22年门店数量2,039，其中直营为405家；分层级：购物中心380家，商场926家，奥莱125家，特许网点203家 2) 线上：天猫22M12-23M11累计GMV为7.9亿	1) 线下：23H1门店2,646家，其中直营252家 2) 线上：天猫22M12-23M11累计GMV为6.6亿	1) 线下：23H1门店2,170家，其中直营店574家 2) 线上：天猫22M12-23M11累计GMV为亿2.5亿	1) 线下：23H1门店1800家，其中直营852家； 2) 线上：天猫22M12-23M11累计GMV为亿18.0亿



资料来源：魔镜数据，公司公告，公司官网，中邮证券研究所

## 3.2 报喜鸟-成长看点：与雅戈尔定位接近，门店数量低于头部男装品牌网点数量，考虑到私人定制业务线下门店店效提升空间大

- 报喜鸟定位与雅戈尔接近，相比男装品牌，报喜鸟门店数量及坪效提升空间大，短期仍以提升坪效为核心驱动。我们比较行业男装品牌主打产品以及价格定位，报喜鸟与雅戈尔品牌定位接近，以西服类为核心做延展，定位高端，相比雅戈尔，报喜鸟定制业务更突出。与同业中高端男装品牌相比，从门店数量及面积看，雅戈尔、利郎、九牧王、七匹狼线下门店数量均在2000家左右，远高于报喜鸟门店数量，雅戈尔、利郎、九牧王门店面积在33.5-45万方，均在报喜鸟的两倍及以上，未来网点加密提升空间大；从坪效看，报喜鸟坪效为0.88万元/年/平，考虑到定制业务，与利郎/九牧王坪效相当，低于雅戈尔、七匹狼。未来报喜鸟保持稳健的门店扩张（强势地区开大店+弱势地区加密），通过产品创新、品牌年轻化、运营优化等举措提升坪效从而提高单店产出。

图表62：报喜鸟及可比公司门店数量/门店面积以及坪效/单店产出

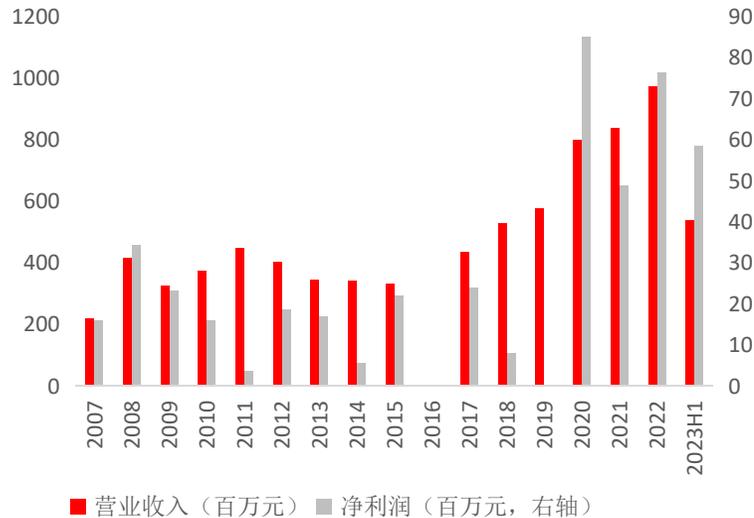
	门店数量				门店面积 (万平方米)				加盟店占比				坪效 (万元/平)				单店产出(万元)			
	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1
报喜鸟	779	796	804	785	16.1	16.5	16.7	16.8	70.5%	71.2%	72.5%	72.1%	0.79	0.97	0.88	0.48	164	202	184	102
雅戈尔	2388	2160	2039	—	49.57	48.95	45.04	—	—	—	—	—	1.02	1.07	1.02	—	212	241	225	—
七匹狼	1912	1876	1819	1800	21.1	20.9	20.7	20.7	52.5%	52.2%	51.9%	52.7%	0.89	0.99	0.88	0.45	98	111	100	52
利郎	2761	2733	2644	2646	39.9	40.4	40.4	41.0	89.3%	89.4%	90.5%	90.5%	0.67	0.84	0.76	0.36	97	124	117	56
九牧王	2351	2317	2204	2170	28.2	32.1	33.5	33.6	69.5%	71.0%	74.2%	73.5%	0.81	0.70	0.60	0.37	97	96	91	57

资料来源：公司官网，中邮证券研究所（坪效及单店收入中雅戈尔、七匹狼、九牧王剔除线上收入，利郎及报喜鸟采用总收入口径，上述均为考虑直营与加盟店比例对店效影响）

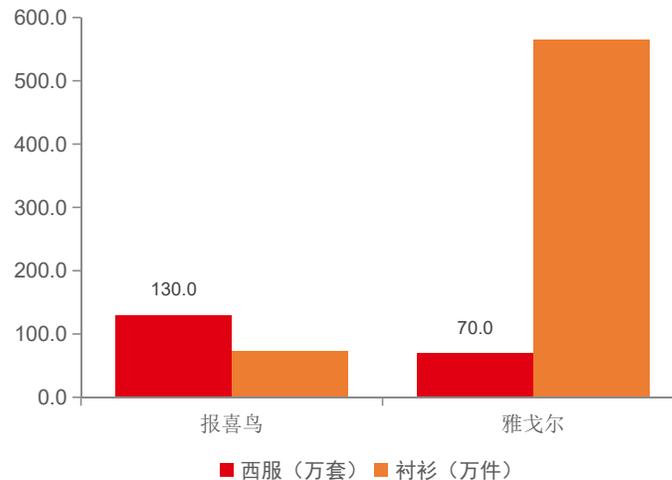
### 3.3 其他品牌：团购业务领域优势突出，产能充裕有望稳健增长，切米尔/TB/乐飞叶保持谨慎开店，提升店效，为未来储备新势能

- 公司团购业务主要为宝鸟（职业装）以及衣俪特（校服），宝鸟已为全国4万多家企事业单位提供服务，2017年以来团购业务表现突出，收入快速增长，盈利能力改善，22年收入9.7亿元，17年-22年复合增速为18%，子公司上海宝鸟净利润7615万，净利率为8%，我们认为，宝鸟快速发展得益于：1) 14年-16年加大工业4.0智能化布局，提升规模化定制能力，22年公司西服/衬衫产能为130万套/73万件，西服产能领先；2) 17年给予宝鸟核心管理团队25%股权（作价3002万），激励充分；3) 客户从金融体系向通信、交通、能源等行业延展，丰富度提升。
- 储备恺米尔/TB/乐飞叶等小品牌，布局户外休闲及意式高奢男装，23H1三大品牌收入为2.1亿元，同增44%，其中乐飞叶收入1.1亿元，乘户外运动高景气度快速增长。短期三大孵化品牌以提升店效为主，采取谨慎开店措施，未来有望成为增长新动力。

图表63：宝鸟业务收入及净利润



图表64：公司西服产能与行业比较



图表65：切米尔/TB/乐飞叶门店数量及店效

	2020年	2021年	2022年	23H1
门店数量	280	257	239	233
单店面积 (平方米)	58	65	69	69
坪效 (万元/年)	2.3	2.3	2.0	1.3
单店产出 (万元)	135.9	148.1	135.3	89.2

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 四

## 盈利预测及投资建议

# 盈利预测与投资建议

- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2023-2025年收入分别为52.5亿元、60.6亿元、69.9亿元，归母净利润分别为6.8亿元、7.9亿元、9.2亿元，对应当前股价PE为12.5倍、10.7倍、9.2倍。我们看好报喜鸟品牌年轻化下稳健增长、哈吉斯渠道扩张下高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**哈吉斯/报喜鸟渠道扩展及门店优化不及预期，竞争加剧，消费持续低迷等。

图表66：公司收入拆分及预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
报喜鸟(百万元)	1476	1686	1859	2033
yoy	-8.41%	14.24%	10.24%	9.39%
营业面积(万平)	16.7	17.0	18.0	19.0
yoy	0.97%	2.00%	6.00%	5.18%
坪效(万元/年/平)	0.9	1.0	1.0	1.1
yoy	-9.29%	12.00%	4.00%	4.00%
哈吉斯(百万元)	1416	1788	2060	2375
yoy	-2.48%	26.25%	15.20%	15.29%
营业面积(万平)	5.2	5.9	6.4	7.1
yoy	7.20%	12.72%	9.71%	9.80%
坪效(万元/年/平)	2.7	3.0	3.2	3.4
yoy	-9.03%	12.00%	5.00%	5.00%
宝鸟(百万元)	896	1103	1323	1588
yoy	22.18%	23.00%	20.00%	20.00%
其他(百万元)	524	670	815	995
yoy	2.53%	27.92%	21.64%	22.03%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

图表67：公司盈利预测与财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4313	5247	6057	6991
增长率(%)	-3.11	21.67	15.44	15.41
EBITDA(百万元)	867.7	862.6	1034.6	1192.7
归属母公司净利润(百万元)	459	677	792	924
增长率(%)	-1.2	47.6	17.0	16.6
EPS(元/股)	0.31	0.46	0.54	0.63
市盈率(P/E)	18.5	12.5	10.7	9.2
市净率(P/B)	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.8	8.6	6.4	4.8

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

# 附录：财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	4,312.76	5,247.19	6,057.23	6,990.84	营业收入	-3.11%	21.67%	15.44%	15.41%
营业成本	1,607.09	1,902.82	2,196.57	2,535.13	营业利润	-3.46%	47.10%	14.67%	16.66%
税金及附加	36.69	45.19	52.17	60.21	归属于母公司净利润	-1.20%	47.60%	16.99%	16.61%
销售费用	1,711.18	2,034.33	2,348.38	2,710.34	<b>获利能力</b>				
管理费用	279.10	353.67	399.78	457.90	毛利率	62.74%	63.74%	63.74%	63.74%
研发费用	83.30	106.78	124.17	139.82	净利率	10.64%	12.91%	13.08%	13.21%
财务费用	-33.43	-38.49	-35.51	-46.84	ROE	11.66%	15.51%	15.23%	14.97%
资产减值损失	-133.71	-99.50	-99.00	-100.00	ROIC	11.10%	12.75%	12.93%	12.94%
<b>营业利润</b>	<b>603.52</b>	<b>887.79</b>	<b>1,018.04</b>	<b>1,187.65</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	13.81	12.66	12.75	12.80	资产负债率	32.41%	36.36%	34.38%	32.33%
营业外支出	10.57	4.00	4.40	4.80	流动比率	2.00	1.84	2.09	2.32
<b>利润总额</b>	<b>606.77</b>	<b>896.45</b>	<b>1,026.39</b>	<b>1,195.65</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	130.72	196.89	207.13	241.29	应收账款周转率	7.31	7.86	7.73	7.77
<b>净利润</b>	<b>476.05</b>	<b>699.56</b>	<b>819.26</b>	<b>954.37</b>	存货周转率	3.70	4.23	4.43	4.60
<b>归母净利润</b>	<b>458.77</b>	<b>677.17</b>	<b>792.22</b>	<b>923.83</b>	总资产周转率	0.71	0.80	0.79	0.80
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.46</b>	<b>0.54</b>	<b>0.63</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.31	0.46	0.54	0.63
货币资金	1,442.60	1,717.15	2,519.56	3,421.75	每股净资产	2.70	2.99	3.57	4.23
交易性金融资产	194.53	521.99	521.99	521.99	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	618.69	744.81	857.77	982.60	PE	18.51	12.54	10.72	9.19
预付款项	46.81	57.08	65.90	76.05	PB	2.16	1.95	1.63	1.38
存货	1,179.02	1,299.26	1,436.41	1,605.93					
<b>流动资产合计</b>	<b>3,667.12</b>	<b>4,573.17</b>	<b>5,676.65</b>	<b>6,914.57</b>	<b>现金流量表</b>				
固定资产	417.84	411.66	391.89	370.99	净利润	476.05	699.56	819.26	954.37
在建工程	140.78	319.91	319.91	319.91	折旧和摊销	233.66	4.68	43.77	43.90
无形资产	224.33	236.33	248.33	260.33	营运资本变动	-334.08	-64.41	-137.76	-148.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,323.34</b>	<b>2,500.86</b>	<b>2,501.09</b>	<b>2,492.18</b>	其他	139.69	93.70	100.96	99.59
<b>资产总计</b>	<b>5,990.46</b>	<b>7,074.02</b>	<b>8,177.74</b>	<b>9,406.76</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>515.31</b>	<b>733.52</b>	<b>826.23</b>	<b>949.65</b>
短期借款	277.63	559.19	559.19	559.19	资本开支	-189.45	-179.57	-24.83	-24.90
应付票据及应付账款	530.21	658.06	750.49	862.65	其他	-298.96	-286.56	22.29	31.46
其他流动负债	1,024.15	1,262.08	1,407.96	1,558.32	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-488.41</b>	<b>-466.12</b>	<b>-2.55</b>	<b>6.56</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,831.99</b>	<b>2,479.33</b>	<b>2,717.64</b>	<b>2,980.16</b>	股权融资	2.40	0.39	0.00	0.00
其他	109.65	92.54	93.69	60.82	债务融资	245.95	317.70	1.15	-32.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>109.65</b>	<b>92.54</b>	<b>93.69</b>	<b>60.82</b>	其他	-780.41	-311.20	-22.41	-21.15
<b>负债合计</b>	<b>1,941.64</b>	<b>2,571.87</b>	<b>2,811.33</b>	<b>3,040.98</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-532.06</b>	<b>6.90</b>	<b>-21.27</b>	<b>-54.01</b>
股本	1,459.33	1,459.33	1,459.33	1,459.33	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-502.82</b>	<b>274.55</b>	<b>802.41</b>	<b>902.19</b>
资本公积金	769.35	769.74	769.74	769.74					
未分配利润	1,388.22	1,717.20	2,435.59	3,265.84					
少数股东权益	113.98	136.37	163.40	193.94					
其他	317.94	419.52	538.35	676.92					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,048.82</b>	<b>4,502.16</b>	<b>5,366.41</b>	<b>6,365.78</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5,990.46</b>	<b>7,074.02</b>	<b>8,177.74</b>	<b>9,406.76</b>					

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中 邮 证 券**

CHINA POST SECURITIES