

➤ **中高端服装集团，聚焦主业打造多品牌矩阵，满足多元需求。**报喜鸟集团创立于1996年，创立初期深耕西服赛道，2007年成功在深交所上市后逐步拓宽品牌矩阵，丰富产品品类，目前公司旗下已经拥有或代理报喜鸟、哈吉斯、宝鸟等9个品牌，涵盖西服、衬衫、风衣等品类，能够满足不同场合多元着装需求。公司2016年设立报喜鸟创投，开拓投资副业应对行业景气度下行风险，2017年后重新聚焦发展服装主业，17-23年间服装主业营收稳健增长，CAGR为12.94%，2023年服装业务营收规模为51.09亿元，收入占比为97.2%。

➤ **哈吉斯：中高端英伦服饰品牌，卡位中高端赛道的高性价比，具备广阔的渠道下沉空间，逐步成为第二增长曲线。**哈吉斯品牌创立于2002年，源于韩国，定位中高端英伦休闲风格，2011年至今由公司负责品牌在中国的运营，2011-2023年品牌收入CAGR为83%。**1) 产品端**，核心价格带为500-2000元，定位中高端服装赛道的性价比品牌；主打英伦都市风，logo为英国皇家猎犬，与以马球Polo衫闻名的美式风品牌Ralph Lauren、强调美式休闲风的Tommy Hilfiger以及深耕高尔夫运动文化的轻商务风品牌比音勒芬形成差异化；强调产品本土化，积极调整服装版型以匹配国人偏瘦小身型和其对修身服饰的需求。**2) 渠道端**，哈吉斯线下渠道以一、二线城市的购物中心为主、精品百货为辅，同时借助在高线城市的露出对三、四城市和商圈形成较强的辐射效应，吸引优质加盟商加速渠道下沉，截至目前，哈吉斯在高线城市的门店数占比为77%，低线城市覆盖面较低，对标中国中高端男装品牌比音勒芬近59%的低线城市门店占比仍有较大空间。**3) 品牌端**：通过线下主题巡展、明星代言提高品牌知名度，联名艺术家、新锐设计师发布新品，参加巴黎时装周等国际时尚盛会，持续提升品牌中高端调性。

➤ **报喜鸟主品牌：国内西服第一品牌，拓宽运动西服等品类加速年轻化转型。**报喜鸟品牌成立于1996年，定位中高端商务品牌，成立以来专注西服设计，2003年开始发展私人量体定制业务，打造适合更中国人体型的西服。2019年，报喜鸟品牌提出进行年轻化转型，**1) 产品端**，坚持“西服做全做宽，休闲做准做精”原则，纵向突出西服优势并覆盖全年龄层，横向扩充完善休闲服饰，2018-2023年先后推出多款运动西服和轻正装产品，提供消费者能在商旅、休闲、会议等不同场景灵活切换的商务休闲服；**2) 渠道端**，进行第十代店铺形象升级，以灰色为主色调，木纹与不锈钢材质结合，展现简约、高端、时尚的门店形象。根据公司公告，截至24Q1，报喜鸟品牌已在众多传统商务男装品牌中率先实现品牌年轻化、时尚化的转型升级。

➤ **团购品牌稳健增长，其他品牌未来可期。****1) 宝鸟**：专业从事高端职业装定制，截至目前已为金融、电力、通信、烟草、能源、行政、教育、工商等十万多家知名企事业单位提供服务，2022年来积极推进产能建设以保障后续更多订单顺利交付。**2) 乐飞叶**：源于法国，定位户外休闲赛道，线下渠道注重店效提升，线上重点拓展直播电商赋能业务进一步增长，23年品牌营收实现40.5%的同比增长，利润实现扭亏为盈；**3) 恺米切**：意大利专业衬衫品牌，1931年创立，2022年为公司收为自有，后续将推进百店拓展计划加速渠道扩张，并联合艺人、杂志进行品牌宣传扩大品牌知名度。

➤ **投资建议**：报喜鸟主品牌在年轻化战略驱动下布局运动西服等差异化品类，打造差异化形象门店，有望在稳固传统西服基本盘的同时打开新的阿尔法空间实现增长；哈吉斯凭借独特的英伦基因、高性价比产品及持续渠道下沉带来的市场空间，后续有望加速成长，看好公司中长期潜力，我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为6.81/7.56/8.49亿元，同比增长-2.4%/10.9%/12.4%，对应PE分别为8/8/7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**：消费复苏不及预期，新品开发销售不及预期，门店拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,254	5,486	5,939	6,568
增长率(%)	21.8	4.4	8.2	10.6
归属母公司股东净利润(百万元)	698	681	756	849
增长率(%)	52.1	-2.4	10.9	12.4
每股收益(元)	0.48	0.47	0.52	0.58
PE	8	8	8	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年10月18日收盘价)

推荐

首次评级
当前价格：
3.94元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

目录

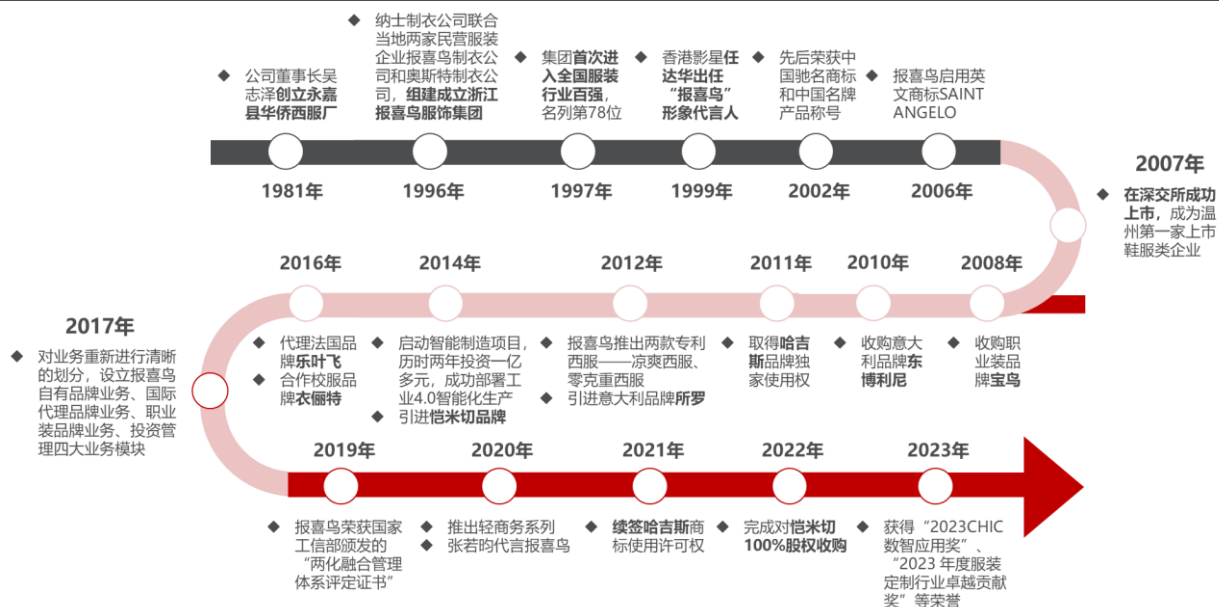
1 报喜鸟集团：国内头部多品牌服装集团，哈吉斯加速下沉打开成长空间，报喜鸟主品牌穿越周期韧性增长	3
1.1 发展历程：中高端多品牌服装集团，主业聚焦焕新成长	3
1.2 股权结构：大股东多轮增持确定实控人地位，公司股权集中度稳步提升	4
1.3 管理团队：深耕自身优势领域多年，从业经验丰富	5
1.4 业务结构：服装主业收入占比超 90%，多品牌战略驱动成长	6
2 HAZZYS 哈吉斯：中高端英伦风服饰品牌，品牌力优异，渠道空间广阔	9
2.1 哈吉斯：定位中高端的英伦风服饰品牌	9
2.2 产品：定位中高端、英伦休闲风，差异化布局	11
2.3 品牌：开展多元营销，品牌中高端英伦风服饰定位深入人心	17
2.4 渠道：直营为主，拓展优质加盟，市场空间广阔	20
3 报喜鸟主品牌：国内西服第一品牌，年轻化转型持续推进	25
4 其他品牌	31
4.1 宝鸟：高端商务职业装，重视研发创新，推进产能	31
4.2 成长品牌：乐飞叶经营改善拐点已现，凯米切加速渠道拓展和年轻化升级	32
5 财务分析	34
6 盈利预测与投资建议	40
6.1 盈利预测假设与业务拆分	40
6.2 估值分析	42
6.3 投资建议	42
7 风险提示	43
插图目录	45
表格目录	46

1 报喜鸟集团：国内头部多品牌服装集团，哈吉斯加速下沉打开成长空间，报喜鸟主品牌穿越周期韧性增长

1.1 发展历程：中高端多品牌服装集团，主业聚焦焕新成长

报喜鸟是国内领先的多品牌服装集团。报喜鸟控股组建于1996年，是一家以服装为主业，涉足投资领域的股份制企业。截至目前，公司服装主业已形成包含报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、宝鸟、所罗、Camicissima（恺米切）、Lafuma（乐飞叶）、东博利尼、亨利·格兰等多品牌的服装矩阵，能够满足中高端人士不同场合下着装需求，并拥有1700多家线下销售网点，以及温州永嘉、上海松江、安徽合肥三大生产基地，23年零售收入超50亿元，为中国服装行业百强企业。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

初创发展期（1996-2006年）：集团初创，品牌知名度持续提升。1981年，公司董事长吴志泽创立永嘉县华侨西服厂；1984年，吴志泽家族创立浙江纳士制衣有限公司；1996年，纳士制衣公司联合当地两家民营服装企业报喜鸟制衣公司和奥斯特制衣公司，组建成立浙江报喜鸟服饰集团，吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠、叶庆来为联合创始人；1997年，集团首次进入全国服装行业双百强；1998年1月，浙江报喜鸟服饰集团有限公司先后更名为浙江报喜鸟集团有限公司、报喜鸟集团有限公司；1999年，报喜鸟聘请任达华出任形象大使，首开国内服装界聘请名人担任形象代言人的先河，快速打开品牌知名度；2000-2006年，品牌接连获得“中国名牌产品”、“中国服装品牌年度大奖-公众大奖提名奖”、“中国服装品牌年度大奖-营销大奖提名奖”等荣誉称号，报喜鸟品牌知名度持续提升。

快速扩张期 (2007-2012 年): 成功上市, 构建多品牌矩阵。2007 年, 公司在深交所成功上市, 成为温州第一家上市鞋服类企业; 2008-2012 年, 公司通过收购或代理的方式, 逐步建立多品牌矩阵, 2008 年收购职业装品牌宝鸟, 2011 年取得哈吉斯品牌独家使用权和代理意大利品牌东博利尼, 2012 年引进意大利品牌所罗。

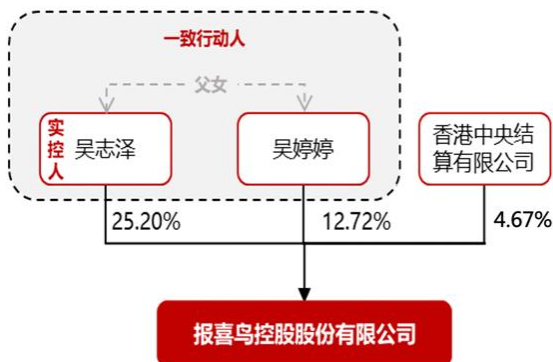
低速调整期 (2013-2016 年): 行业形势低迷, 品牌经营承压。2013-2014 年, 传统服装行业陷入低迷, 高库存与上涨的原料价格使公司经营承压, 公司净利润持续下滑; 2015-2016 年, 为应对行业景气度下行带来的影响, 公司大力实施“一主一副、一纵一横”的发展战略, 服装主业继续横向发展多品牌矩阵, 16 年代理法国品牌乐叶飞并合作校服品牌衣俪特, 同时纵向做深全品类私人定制业务, 副业设立报喜鸟创投, 主要投资于大时尚产业, 与互联网相关的大数据营销、互联网金融、电商平台、O2O、社交平台等新兴产业, 2015 年投资小鬼网络、仁仁科技、小凌鱼金服、吉姆兄弟、乐裁网络等项目, 投资额合计 1.39 亿元, 2016 年计提减值准备 2967.45 万元。

变革焕新时期 (2017 年-至今): 重新聚焦发展服装主业, 变革释放经营活力。2017 年, 公司在充分计提资产减值之后轻装上阵, 对业务重新进行清晰的划分, 设立报喜鸟自有品牌业务、国际代理品牌业务、职业装品牌业务、投资管理四大业务模块, 并推出股权激励计划提升员工积极性, 优化公司经营效率; 2018-2023 年, 公司坚持多品牌战略, 报喜鸟品牌重点进行产品和渠道变革, 并大力推进定制业务的开展, 哈吉斯持续推进产品年轻化、多品类、多系列发展, 开拓加盟模式推进渠道下沉, 努力发展为公司第二增长极, 恺米切、乐飞叶、亨利格兰等品牌聚焦优势品类稳步成长, 公司业绩重回上升通道, 18-23 年公司归母净利润从 0.52 亿元提升至 6.98 亿元, 对应 CAGR 为 68.20%。

1.2 股权结构: 大股东多轮增持确定实控人地位, 公司股权集中度稳步提升

大股东多轮增持确定实控人地位, 公司股权集中度稳步提升, 24H1 未实控人吴志泽及其女合计持股 36.92%。2017 年之前, 公司股权结构分散, 无实控人, 截至 2016 年末前三大股东为吴志泽、吴真生和吴婷婷 (吴志泽之女), 直接持股比例分别为 10.53%、7.53%、5.00%。2017-2023 年, 吴志泽及其一致行动人吴婷婷通过集合竞价增持股份, 逐步成为公司实控人; 截至 24H1, 公司实控人吴志泽持有公司 25.20% 的股份, 与一致行动人吴婷婷合计持股 37.92%, 公司股权集中度稳步提升, 股权架构逐步稳定。

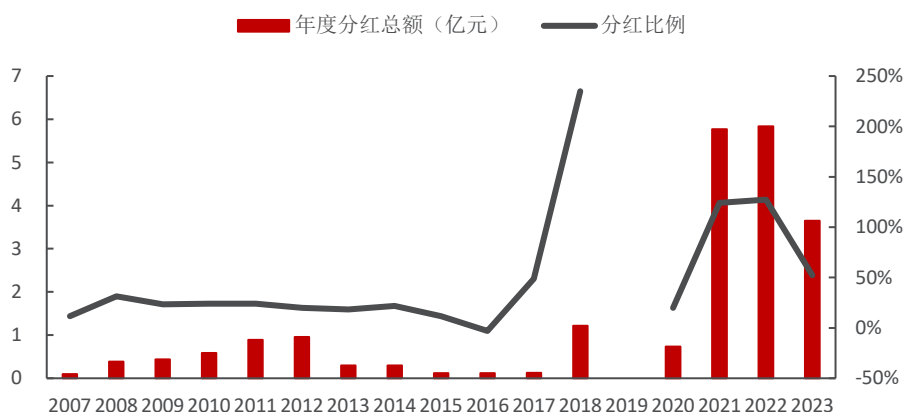
图2：公司股权结构（截至 24 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

21 年起进入高分红阶段，23 年分红比例为 52.3%，彰显公司盈利能力和管理层对股东利益的重视。2007-2020 年，公司年度分红数额处于较低水平，2021 年公司大幅提升分红比例，步入高分红阶段；2021-2023 年，公司年度分红总额分别为 5.77/5.84/3.65 亿元，对应分红比例分别为 124.18%/127.24%/52.28%。

图3：公司年度分红总额（亿元）及分红比例



资料来源：ifind，民生证券研究院

1.3 管理团队：深耕自身优势领域多年，从业经验丰富

公司核心管理层深耕自身优势领域多年，丰富经验有望赋能公司持续向上发展。公司董事长兼总经理吴志泽先生 20 世纪 80 年代开始从事服装行业，至今已有 40 多年从业经历，服装运营、企业管理决策经验丰富；公司副总经理兼董秘谢海静女士 2006 年进入公司，曾任证券部科长、经理等多职位，较熟悉资本市场的运作规则和发展情况，或能更好赋能公司对外投资与投资者交流；公司财务总监、副总经理兼凤凰国际本部财务总监吴跃现女士曾任公司多届董事会财务经理、公司全资子公司浙江凤凰尚品企业咨询服务有限公财务经理职务，熟悉公司财务组织架构，有望赋能公司财务管理水平持续提升。

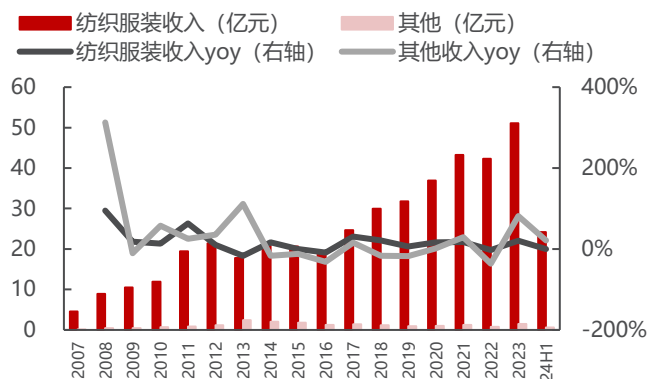
表1：公司核心管理团队

姓名	任职职位	个人履历
吴志泽	董事长兼总经理	1960年出生，高级经济师，历任公司第一届至第七届董事会董事，现担任公司第八届董事会董事长兼总经理职务，具有40多年服装运营、企业管理决策经验。
吴跃现	董事、财务总监、副总经理及凤凰国际本部财务总监	1979年出生，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、公司财务经理、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，现担任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。
谢海静	副总经理兼董事会秘书	1984年出生，2006年进入公司，曾任证券部科长、证券部副经理、证券部经理、证券事务代表职务，现担任公司副总经理兼董事会秘书等职务。
吴幸荣	副总经理、公司董事长助理	1973年出生，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，现担任公司副总经理、公司董事长助理职务。
杨芳	董事、公司战略管理部部长	1979年出生，曾担任公司第六届、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，现担任公司第八届董事会董事、公司战略管理部部长职务。
吴利亚	董事、报喜鸟本部财务总监	1984年出生，2007年入职公司从事财务工作，曾担任公司第六届、第七届董事会董事，现担任公司第八届董事会董事、报喜鸟本部财务总监。
卢业业	监事会职工代表监事、报喜鸟本部副总经理兼人力资源部总监	1979年出生，曾任公司第四届至第七届监事会职工代表监事、温州开太百货有限公司人力资源部主管职务，现担任公司第八届监事会职工代表监事、报喜鸟本部副总经理兼人力资源部总监职务。

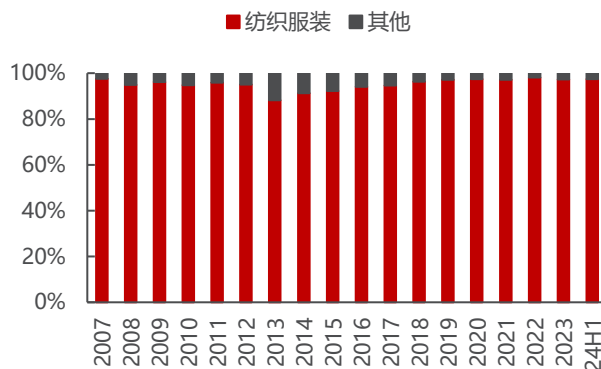
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 业务结构：服装主业收入占比超 90%，多品牌战略驱动成长

服装主业+投资副业协同发展，主业占比超 90%。公司主营业务为品牌服装的研发、生产和销售，服装产品品类涵盖西服、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；2007-2023年，服装主业营收从4.57亿元增至51.09亿元，对应CAGR为16.29%，营收占比多高于95%，18-23年占比分别为96.3%/97.1%/97.4%/97.2%/98.2%/97.2%。此外，为了更好地利用资本市场，在更大的范围内寻求有战略意义的投资和并购标的，公司设立报喜鸟创投发展投资副业，实施“一主一副”发展战略。

图4：公司分业务收入（亿元）及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：公司分业务收入占比


资料来源：ifind，民生证券研究院

服装主业坚持多品牌战略，截至目前共拥有自有及代理品牌 9 个。公司坚持
服装为主业，实施多品牌发展战略，建立起良好的多品牌矩阵，包含 1) 成熟品牌：

报喜鸟（自有品牌，定位中高端商务男装）、哈吉斯 HAZZYS（授权品牌，定位中高端英伦休闲装）、宝鸟（自有品牌，职业装团购品牌）、所罗（自有品牌，定位专业高级定制品牌）；2) 成长品牌：乐飞叶（授权品牌，定位户外休闲服饰）、恺米切（自有品牌，定位性价比专业衬衫品牌）；3) 培育品牌：东博利尼（自有品牌，意大利轻奢品牌），能满足中高端男士不同场合下的着装需求。

表2：公司品牌矩阵

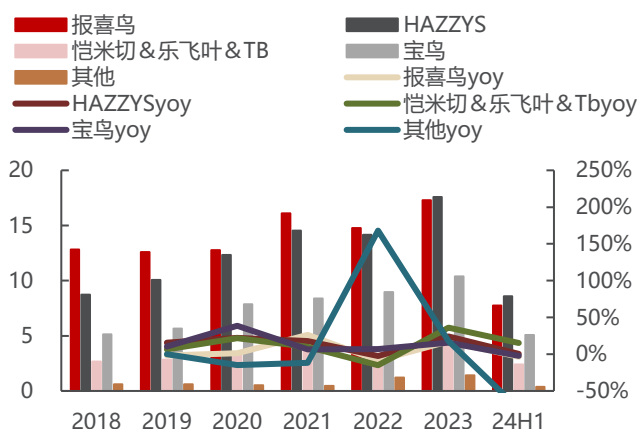
品牌	logo	性质	收购/合作时间	发展阶段	定位	特点	目标客群	主营产品类	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别
报喜鸟		自有	1996	成熟	中高档商务正装；商务休闲	高贵、儒雅、精致的白领、商务人士	30-50岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士	西服/裤装/POLO/T恤/衬衫/羽绒服/外套/鞋靴/配饰/毛衣毛衫	西服：3000-5000元/套	全国	1-5线城市
宝鸟		自有	2008	成熟	职业装团购品牌	高端职业装定制	具有统一着装需求的高端商务组织	西服/衬衫/羽绒服/夹克/冲锋衣/劳保服棉服	西服：1000-2000元/套 衬衫：150-400元/件	全国	1-5线城市
哈吉斯		被授权	2011	成熟	中高档英伦风格男装、女装品牌	经典英伦风格	25-40岁时尚、品味的都市精英	POLO衫/T恤/衬衫/卫衣/毛衫/外套/羽绒服/毛呢大衣/裤装/包包/配饰/鞋靴	800-7000元/件	全国	1-3线城市
东博利尼		自有	2011	培育	意大利轻奢品牌	风格经典、品质精良	30-45岁追求精致生活的中产阶层人士	西服/衬衫/裤装/卫衣/毛衫/POLO衫/T恤/外套/羽绒服/毛呢大衣	单西：2980-5980元/件 裤子：1680-2480元/条 衬衫：1180-1680元/件	西南、中南、华东	1-2线城市
恺米切		自有	2014	成长	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	免烫工艺	30-45岁的中产阶层、商务人士	衬衫/羊毛衫/POLO衫/休闲裤/领带	1199-1599元/件	全国	1-3线城市
乐飞叶		被授权	2016	成长	户外休闲品牌	户外时尚	30-50岁户外休闲爱好者	外套/防晒衣/T恤/POLO衫/卫衣/毛衣/抓绒衣/夹克/羽绒服/棉服/马	外套：999-5299元/件 内搭：499-1199元/件	东北/华北/华东/西北	1-3线城市

							甲/裤装/包包/配件				
所罗		自有	2012	成熟	专业高级定制品牌	高端私人定制	追求品质的商务高端人士	西服/礼服/衬衫/外套/皮鞋/裤装/皮带	西服: 3980-5800元/套	全国	1-5线城市
亨利·格兰		自有	2017	培育	中高档英伦高尔夫风男装	英伦休闲、英伦运动	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	POLO衫/T恤/外套/衬衫/裤装/卫衣/毛衫/羽绒服/毛呢大衣/配饰/	外套 1500-4000元/件; 内搭 500-3000元/件	华东、东北	3-4线城市
衣俪特		合作	2016	培育	高端校服团购品牌	高端、国际化	具有统一着装需求的校园组织	校服	秋冬款: 500800元/套 春夏款: 300350元/套	东北/华北/华东/西北	1-3线城市

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

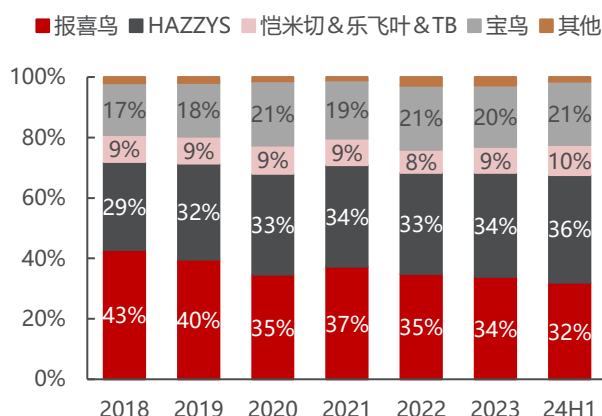
报喜鸟及 HAZZYS 贡献主要收入, 营收占比合计超 60%。报喜鸟品牌为公司主品牌, 实施西服第一品牌战略, 通过创新产品、升级渠道、提升终端形象、重塑品牌形象持续推动品牌年轻化转型升级, 有效促进品牌实现稳健增, 2018-2023 年报喜鸟品牌收入分别为 12.81/12.59/12.76/16.12/14.76/17.30 亿元, 收入占比分别为 42.81%/39.64%/34.58%/37.25%/34.87%/33.85%, 贡献公司主要收入; HAZZYS 品牌持续拓宽产品价格带, 完善渠道建设, 提升品牌势能, 发挥规模效应, 收入实现快速成长, 2023 年 HAZZYS 品牌实现收入 17.58 亿元, 同比增长 24.12%, 收入规模首次超过主品牌报喜鸟, 增长潜力充足; 恺米切、乐飞叶、宝鸟等其他品牌稳健增长, 23 年合计实现收入 16.21 亿元, 同比增长 20.94%。

图6: 公司分品牌收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 公司分品牌收入占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 HAZZYS 哈吉斯：中高端英伦风服饰品牌，品牌力优异，渠道空间广阔

2.1 哈吉斯：定位中高端的英伦风服饰品牌

哈吉斯：中高端英伦风服饰品牌，主要客群为 25-40 岁追求时尚和品味的新锐人士。哈吉斯品牌由韩国最大的时装集团之一 LF 集团于 2000 年创立，定位中高端英伦风服饰品牌，针对追求时尚和品位的 20-45 岁的新锐人士提供西服、衬衣、夹克、大衣、T 恤、牛仔裤、休闲裤、皮具、皮鞋等多品类服饰。从起源到发展，哈吉斯植根英国文化，品牌名源自剑桥大学赛艇俱乐部的名称，品牌 Logo 为以大胆聪明和顽强的毅力著称的英国皇家猎犬，象征英国贵族的传统和荣誉，凸显浓厚的英伦贵族气息，并充分展示年轻人热爱生活、亲近自然、不断进取和勇于挑战的精神。

图8：哈吉斯品牌 Logo



资料来源：品牌官网，民生证券研究院

图9：哈吉斯品牌服饰示例



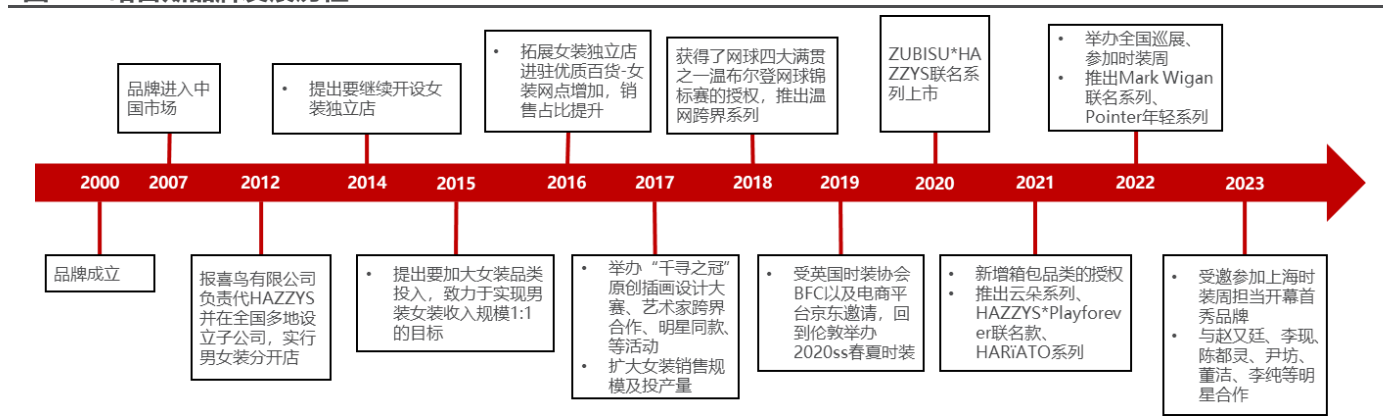
资料来源：品牌官网，民生证券研究院

哈吉斯自 2007 年进入中国市场至今发展分为三个阶段：1) 哈吉斯品牌初入中国，水土不服 (2007-2010 年)：2007 年，哈吉斯与报喜鸟集团达成代理合作，正式进入中国市场，发展初期品牌的产品设计和供应均由韩国团队负责；由于中韩消费者的服装审美差异、中韩地区交货周期不完全同步、中国对生产和上货节奏的要求更高等，哈吉斯在中国的销售遇冷，陷入“水土不服”困境。

2) 报喜鸟集团获得商标独家使用许可权，助力哈吉斯探索本土化发展模式，实现品牌快速成长 (2011-2016 年)：2011 年 11 月，LF 集团与报喜鸟集团签订为期 10 年的 Hazzys 品牌商标独家使用许可合同 (2012 年 1 月 1 日生效，先期 5 年，在网点数量和销售金额符合三方约定的标准时，再续约 5 年)，由报喜鸟集团负责哈吉斯品牌在中国大陆市场的生产和运营；2013 年，哈吉斯开始实行国产化，在中国成立研发团队负责产品选样、设计、生产等环节，所有细节经过韩国公司审批通过后在国内生产和销售；2014-2017 年，公司通过优化调整品牌线下店铺结构、利用互联网加强品牌宣传、加强库存管理、发力女装完善扩大用户客群等举措，推动品牌知名度与收入规模提升。

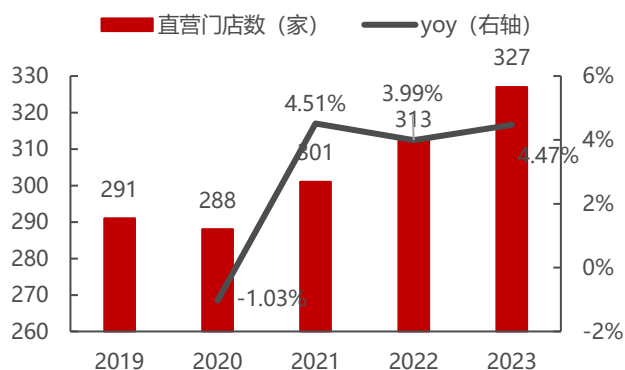
3) 哈吉斯放开加盟, 续签品牌授权合约, 进一步打开品牌成长想象空间(2017年至今): 2017年开始, 哈吉斯在强化一二线城市直营渠道的同时, 通过合作优质加盟商促进渠道下沉, 不断挖掘三线及以下城市消费需求, 推动店铺及品牌规模增长, 19-23年, 哈吉斯品牌门店数分别为 392/393/401/417/457 家门店, 同比分别增加 1/8/16/40 家, 其中加盟店数量分别为 101/105/100/104/130 家, 同比分别增 4/-5/4/26 家, 加盟店数占比分别为 25.8%/26.7%/24.9%/24.9%/28.4%。得益于哈吉斯品牌在中国市场的快速成长, 2021年12月报喜鸟集团及其全资子公司上海迪美瑞与 LF 集团就 HAZZYS 的《品牌许可合同》续约 10 年, 其中男装、女装有效期 10 年 (先期 5 年), 新增箱包品类的授权有效期 3 年, 在网点数量和销售金额符合三方约定标准时, 再进行续约, 公司权限范围进一步扩大彰显 LF 集团对公司经营能力的认可和长期发展的信心。

图10: 哈吉斯品牌发展历程



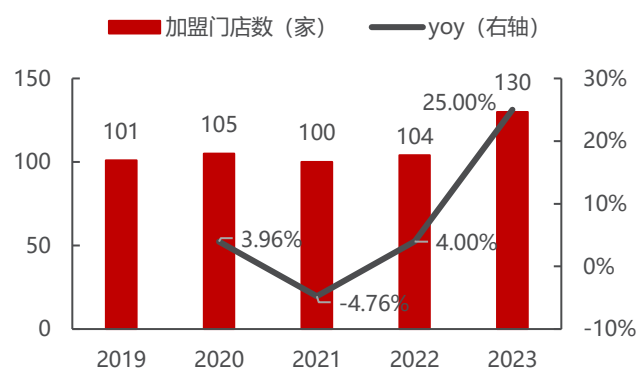
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图11: HAZZYS 品牌直营门店数量 (家) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: HAZZYS 品牌加盟门店数量 (家) 及增速

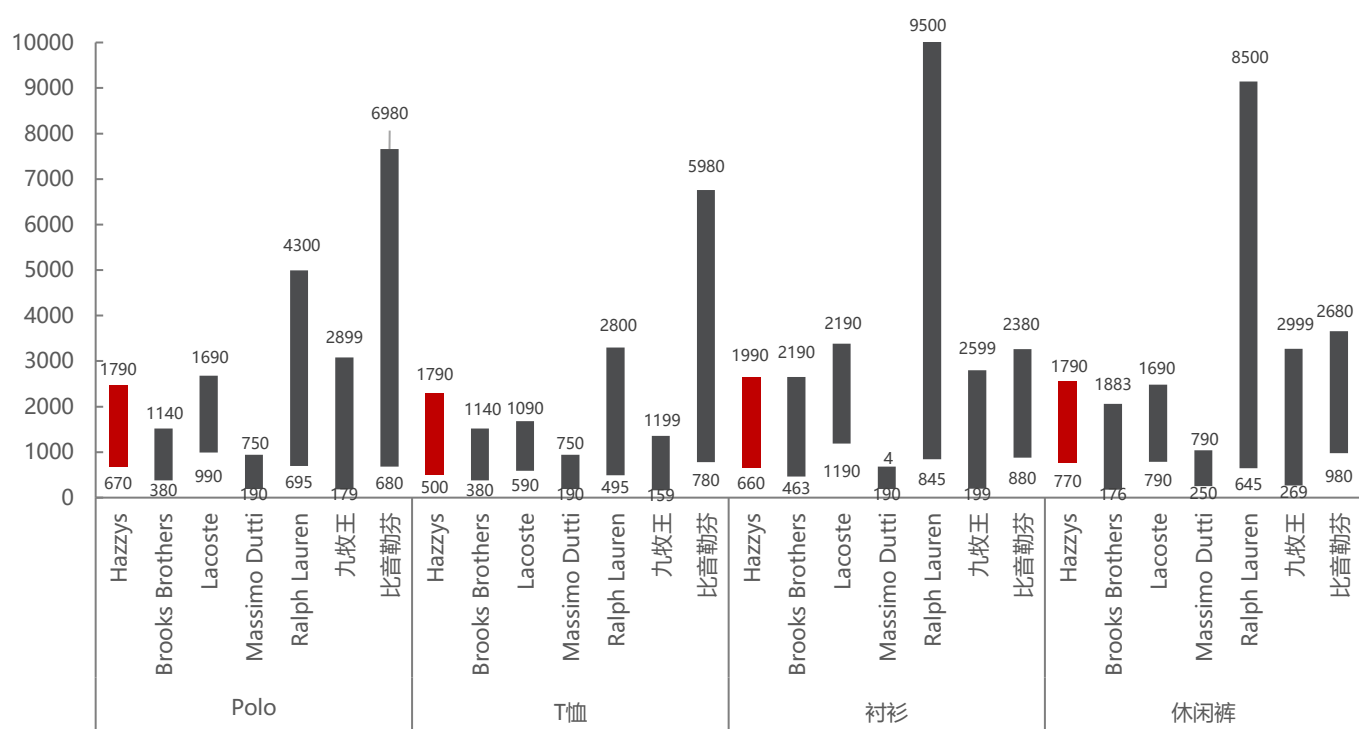


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 产品：定位中高端、英伦休闲风，差异化布局

定位中高端，且对比同层次品牌产品价格带相对更加集中。哈吉斯定位中高端商务品牌，产品单价多位于 500 元以上，观察 HAZZYS 天猫旗舰店产品，HAZZYS 男款 Polo 衫价格区间为 670~1790 元，男款 T 恤价格区间为 500~1790 元，女士 Polo 衫价格区间为 660~1490 元。对比 Lacoste、Ralph Lauren、比音勒芬等同层次服饰品牌，HAZZYS 产品价格处于相对较低水平，具备价格优势，且产品价格更加集中，更利于塑造中高端服饰品牌形象，更高效精准地触达品牌客群。

图13：HAZZYS 男装产品核心价格带（元）对比



资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格统计日期为 2024 年 7 月 2 日

HAZZYS 设计以“经典英伦风”为基础，融合现代时尚元素，打造高品质的英伦都市风服装。哈吉斯产品设计以“经典英伦风”为基础，具体体现在服饰剪裁注重合身、利落，多采用羊毛、羊绒、真丝、纯棉等天然高档面料，色调偏好深蓝、深灰、卡其色等中性色调，部分服装会搭配经典的格纹和条纹图案，如苏格兰格和格伦格纹等；同时服装强调细节设计，利用精致纽扣、裁剪工艺和手工艺细节凸显服装的精致感；此外，哈吉斯服饰还在经典英伦风的基础上注入率真、自在的时尚元素，打造现代英伦都市风服装。

图14：哈吉斯品牌服饰以“经典英伦风”为设计基础


资料来源：HAZZYS 微信公众号，民生证券研究院

哈吉斯产品主打英伦风，与中高端休闲服饰头部品牌 Ralph Lauren、Tommy Hilfiger 及比音勒芬的产品定位错开，实现差异化竞争。Ralph Lauren 起源于1967年，以标志性马球 Polo 衫闻名，产品设计源于美国历史传统，融合西部拓荒、印第安文化和好莱坞情怀，具备典型的美国风格；Tommy Hilfiger 创立于1985年，品牌秉承美国精神，以美式风为设计基础，更强调简单随性和舒适休闲，产品类型主要为 polo 衫、牛津衬衫、绞花毛衣、棒球帽、blazer 西装；比音勒芬以“生活高尔夫”为品牌风格，将高尔夫运动文化和高端休闲结合起来，提供运动化和生活化的轻商务风 T 恤和专业高尔夫服饰；由此看，在各品牌均定位国内中高档品牌市场竞争下，哈吉斯定位英伦风以和其他品牌形成显著区分，以差异化的定位避免同质化的竞争。

表3：HAZZYS 对比 Ralph Lauren、TOMMY HILFIGER、比音勒芬

品牌	LOGO	风格	品牌理念	消费人群	服装风格展示
哈吉斯 (HAZZYS)		英伦休闲风	在经典英伦风格中注入率真、自在的时尚元素，重新诠释当代英式贵族优雅，让穿者体验一种克制的张扬。	20-40岁	
拉夫劳伦 (RALPH LAUREN)		美式休闲风	秉承独特设计，演绎奢华、优雅与隽永的品牌风格，融合经典与休闲，展现自信、惬意且永恒的品牌格调。	20-50岁	
汤米希尔费格 (TOMMY HILFIGER)		美式休闲风	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，体现“美式经典而又酷味十足”的风格。	25-45岁	
比音勒芬		生活高尔夫	以“生活高尔夫”为品牌理念，打造健康、时尚、舒适、奢华的服饰单品。	30-50岁	

资料来源：各品牌官网，各品牌微信公众号，民生证券研究院

公司团队负责研发设计,设计剪裁更适合国人身形,本土化优势化明显。2007-2011年 HAZZYS 在中国市场发展初期,产品的设计和供应仍由韩国团队负责,缺乏本土化融合,导致一些在韩国热销的商品在中国市场销售遇冷;2012年,HAZZYS 在中国成立本土研发团队,团队包括设计师、版师、面料师、工艺师等在内,同时赋予中国团队自主研发权,使其能够在把握流行趋势的基础上立足于中国市场,在产品的设计和开发上最大限度地满足中国消费者的要求,开发出更符合本土流行趋势的产品。以哈吉斯的 POLO 衫和风衣为例,由于亚洲人的体型相对欧洲人更瘦小,对服装也更加强调修身和显瘦,哈吉斯将 POLO 衫的袖边精减 1CM,使其更契合亚洲人的臂型;女士双排中长款风衣版型则通过前片不对称设计增添衣服的层次感和立体感,起到修饰身型、提升气质的效果。

图15: 哈吉斯 POLO 衫


资料来源: HAZZYS 微信公众号, 民生证券研究院

图16: 哈吉斯女士双排中长款风衣


资料来源: HAZZYS 微信公众号, 民生证券研究院

原料、工艺等多环节坚持遵循“品质为先”原则,产品品质高。哈吉斯坚持产品品质为品牌第一核心竞争力,从原料到制造各环节坚持遵循“品质为先”原则,原材料甄选 100%澳洲羊毛、100%纯棉纱线、优选长绒棉等;采用多种特殊加工工艺提高服装精细度,例如运用色织工艺,先织毛衣再染花纹,使得图案纹理清晰、不易混色;此外,品牌会对面料进行技术处理,优化面料性能,例如通过液氨整理技术,使面料手感更加顺滑,耐磨和抗皱性能提升,服装更加舒适有型。

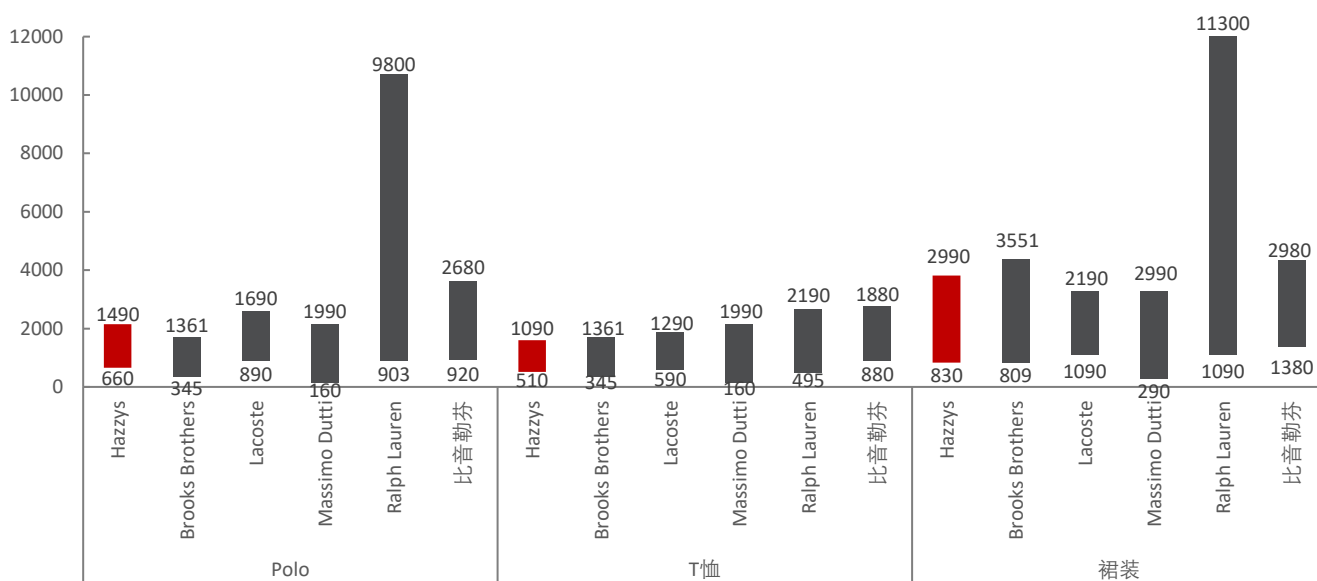
表4: HAZZYS 产品所用面料/工艺及介绍

面料/工艺	介绍	应用产品
澳洲羊毛	有效守护体温, 保暖、柔软、细腻	手工羊毛大衣
新疆长绒棉	羊绒质感, 丝绸光泽; 柔软亲肤, 37mm+优质纤维	Polo; 情侣款卫衣; 长绒棉衬衫
Regal Finish 工艺 (R 技术)	兼具出色高弹性与延展性, 有助改善洗后松量而引发的领边波浪问题, 紧密的扁机组织, 缓解衣领拱翘卷边, 减轻厚度, 实现挺立翻领造型	Polo
棉纤维进行膨胀化改性处理	糅合梭织产品的挺阔固形与针织产品的舒弹透气, 全新升级耐磨属性与抗皱属性, 使 R 技术 POLO 衫耐洗护色, 触感顺滑易打理	Polo
all season 中空纱线	面料中含带凹槽纤维, 天热时可迅速排汗, 能根据环境自动调温	多巴胺夏日 Polo; ICONIC T 系列
黑科技面料	清凉感官体验, 根据环境进行温度调节	ICONIC POLO; ICONIC T 系列
SORONA 生物基材料	记忆塑性功能, 挺阔体验从早到晚长久如新; 手温熨烫功能, 双手随时随地抚平褶皱沟壑。环保可持续, SORONA 核心原料来自每年可重复生长植物, 并经美国农业部与日本生物质塑料协会特别认证, 通过了 OEKO-TEX 标准 100 的严苛要求	ICONIC 系列飞行夹克; 3S 哈灵顿夹克
RWS 特细美利奴羊毛	光滑细腻, 外观精致自然; 纤维结构单元间间隙更大, 能储存的静止空气更多, 牢牢锁住温度	premium 系列-HARIATO 提花 Y 领开衫;
Teflon EcoElite 布料防护科技	卓越防污性能; 无需费心打理, 衣物耐久如新	Teflon EcoElite 风衣
Teflon EcoElite 生物基防泼水剂	环保可再生、防泼水、防污	Teflon EcoElite 风衣
GORE-TEX 功能性面料	防泼水、防风、防湿透气	Teflon EcoElite 风衣
纬纱涤纶纱织工艺	骨感抗皱塑形	Teflon EcoElite 风衣
REPREEVE 循环再生纤维	将稻草、树皮等纤维素经溶解后纺丝而成, 吸湿和透气性好	1928 战壕风衣; Teflon EcoElite 风衣
珠地棉面料	表面呈蜂巢疏孔状, 透气稀罕, 色牢度好, 不易掉色	HRC 系列运动条纹 POLO 衫
REGAL 后整理技术	改变棉纤维截面形状和纤维结晶度, 提升外观和手感, 使面料呈现持久自然光泽	HRC 系列运动条纹 POLO 衫
安心领工艺	布料呈自然光泽, 改善领边卷边问题, 舒适耐洗持久耐用	polo
无氟防泼水工艺	面料呈现自然光泽, 不易起皱, 生活防风防水	春秋款风衣
对边对格工艺	格纹完整连贯, 纹样统一精致	男士商务西服韩版格子时尚便西; 男士格纹衬衫
Permafit 液氨抗皱	垂顺丝滑, 抗皱保型	polo
萃取、浸润、巩固、天然染料染色古老工艺	从草木(茜草、桑叶、石榴皮、大青叶、五倍子等) 萃取染料	植物染色系列
抗 UV40 工艺	舒适清爽, 保护肌肤免受外界伤害	ICONIC T 系列
双包芯弹力技术	弹性增强 30%, 柔软舒适弹, 零负担无拘束; 回弹率增强 25%, 弹性残余减少 30%, 坐立不变形	轻松裤
阴离子抗菌技术	抑制微生物, 保持长效清新	轻松裤
亲肤凉感面料	透气清爽	2024SS 航海系列
三合一干爽棉感面料	防风、防水、透湿	皇家俱乐部系列

资料来源: HAZZYS 微信公众号, HAZZYS 天猫旗舰店等, 民生证券研究院

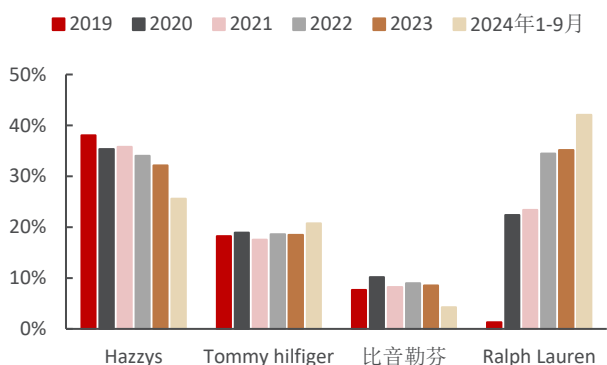
持续拓宽品类，布局女装及箱包，产品体系持续完善。创立初期，HAZZYS 专注于高档男装生产；为增强品牌市场竞争力，HAZZYS 于 2014 年提出要继续开设女装独立店，2015 年提出要加大女装品类投入，致力于实现男装女装收入规模 1:1 的目标；2016 年至今，品牌稳步推进女装独立店的开设和女装产品布局，持续扩大女装销售规模；根据久谦数据，23 年/24 年 1-9 月 HAZZYS 天猫旗舰店女装销售额占比为 32%/26%，对比 TOMMY HILFIGER、比音勒芬等品牌处于较高水平。此外，随着品牌影响力持续扩大，Hazzys 逐渐扩展产品线，2020 年尝试推出包、内衣、鞋子等新品类，2021 年新增箱包授权，品牌产品体系持续完善。

图17：HAZZYS 女装产品核心价格带（元）对比



资料来源：各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院；注：产品价格统计日期为 2024 年 7 月 2 日

图18：HAZZYS 天猫旗舰店女装销售占比



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图19：HAZZYS 女士产品示例



资料来源：HAZZYS 天猫旗舰店，民生证券研究院

布局多元产品系列，满足目标群体的不同场景穿着需求。HAZZYS 围绕通勤、假日、运动三大场景的定位，持续推出多个产品系列，满足消费者多元场景穿着需求；其中，运动系列主要从赛艇、网球、滑雪等多场景出发，推出温网跨界系列（2018 年、2020 年）、HAZZYS GOLF 高尔夫系列（2021 年）、HAZZYS ROYAL CLUB 皇家俱乐部系列等（2023 年）；假日场景服饰包含 ICONIC 系列（2023 年）等。此外，HAZZYS 还以季度为频率推出不同主题风格的新品，不断焕新产品矩阵，扩大品牌覆盖面。

图20：哈吉斯季度系列和运动系列产品梳理

系列	spring collection	F/W collection	SS collection	FW 都市旅人系列	伦敦时装周-2020春夏新品	春季新品发布	秋冬系列	2021早春系列	2022SS系列	2023春夏系列	FW秋季系列	SS春季系列
季度系列												
推出时间	2018/2	2018/7	2019/3	2019/8	2019/9	2020/1	2020/7	2021/1	2021/10	2023/2	2023/8	2024/5
风格	英伦风格 都市风情	都市休闲 优雅细节	慵懒随性 不失现代个性	丰富颜色 多元风格 纯粹轮廓	都市风格 和年轻未来 感元素结合	优雅干净且 高级感十足	解构重塑结合 实用和流行结 合的北欧风情	重塑英伦风 格的英伦美学	英伦优雅 回归本质	结合城市与户 外风格，融汇 成崭新元素	舒适优雅 回归本质	休闲造型和摩登 风采彰显英伦底蕴

系列	温网系列	WIMBLEDON 联名系列	HAZZY HRC系列	HAZZYS ROYAL CLUB系列	皇家俱乐部运动系列
运动系列					
推出时间	2018/4	2019/4	2021/5	2022/10	2023/11
风格	简约时尚运动服 sports fashion	定位条纹设计 时髦色调配色	舒适清爽 展现别样风格	利落廓形 性能和风格共存	合体剪裁 简约大气

资料来源：HAZZYS 微信公众号，民生证券研究院

采用自制、外协生产相结合的生产模式。公司在温州永嘉、上海松江、和安徽合肥建立三大生产基地，主导产品西服和衬衫以自制生产为主，T 恤、夹克和羊毛衫等其他品类主要采用委外加工的方式进行生产，此外，公司还根据不同生产模式的特点，结合产品的品类、生产工艺、交货时间、订货数量等因素，采用相匹配的生产模式组织生产。对比竞品，RALPH LAUREN、TOMMY HILFIGER 的产品多外包给中国地区外的亚洲生产商生产，比音勒芬大部分产品在国内外包生产，哈吉斯的自产模式更便于管理产品质量且具备本土化优势。

表5：HAZZYS 与拉夫劳伦、汤米、比音勒芬等品牌的研发及生产模式对比

品牌	研发情况	生产模式情况
哈吉斯 (HAZZYS)	2012 年建立自主研发中心，自主研发、授权研发模式，现已实现高度国产化	在国内布局多家生产基地，采取自制和外协生产相结合，已实现高度国产化
拉夫劳伦 (RALPH LAUREN)	统一总部研发	不同产品在不同国家生产
汤米希尔费格 (TOMMY HILFIGER)	统一总部研发	不同产品在不同国家生产
比音勒芬	比音勒芬拥有中、英、意、韩四国设计研发团队，具有多年奢侈品品牌、国际知名品牌高尔夫服饰系列设计经验，成立法国巴黎研发中心。	除部分特殊产品在韩国生产，其余大部分产品在国内外包生产。

资料来源：各品牌公司公告，比音勒芬集团官网，VOGUE，BoF 时装商业评论，民生证券研究院

2.3 品牌：开展多元营销，品牌中高端英伦风服饰定位深入人心

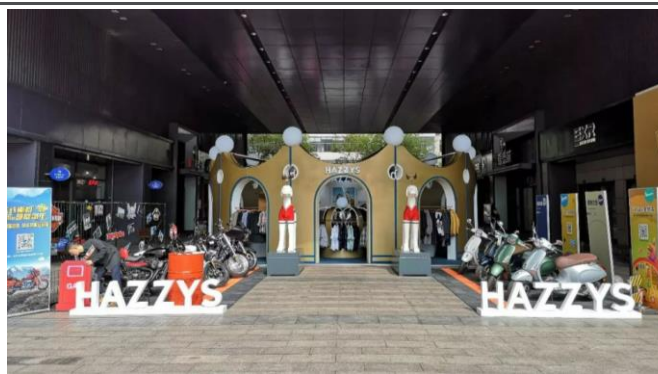
举办线下主题巡展，打造英式风格场景，强化品牌英伦风定位。从 2013 年起，HAZZYS 开始试水线下主题巡展活动，巡展地点通常位于门店所在的商场或购物中心，更便于精准触达品牌目标客群；巡展主题围绕当年的产品主题，例如“飞屋城堡”（2017 年）、“千寻之冠”（2018 年）、“蓝色英伦”（2019 年）、“航向深蓝”（2023 年）等，增加当期产品和品牌的曝光，推动产品销售；巡展现场布景添置皇冠、城堡、大航海风等英式风格元素，凸显和夯实品牌英伦风定位。目前，HAZZYS 线下主题巡展活动的每年巡展场次已经从最初的 10 场增加至 50 场，每场巡展持续时间一周左右；根据华丽志公众号表示，以销售表现最好的门店来说，巡展当月的销售额能占全年销售的 20% 左右，活动成效明显。

图21：“飞屋城堡”巡展义乌万达站



资料来源：HAZZYS 哈吉斯订阅号，民生证券研究院

图22：“千寻之冠”巡展金华银泰城站



资料来源：功润时装微信公众号，民生证券研究院

开展多元化营销，积极推行品牌力提升。1) 明星代言增加品牌曝光度，提升品牌知名度：代言人本身具有较高的知名度和影响力，其参与品牌传播能够迅速扩大品牌的曝光度；同时，代言人通过自身的社交网络和粉丝群体，能够将品牌信息传播给更广泛的受众，提升品牌知名度。哈吉斯针对不同系列的产品采用不同的代言人，将产品风格与代言人形象进行匹配，最大化明星代言效果，如谭松韵代言女装品类、陈都灵代言 Iconic 系列、伍嘉成代言运动风格系列 HRC 等。

表6: HAZZYS 代言人梳理

代言人	时间	代言名称	代言产品/着装产品
张碧晨	2017年8月	七夕女神	双排中长款风衣
王大陆	2018年5月	合作人	Phiz 系列
戚薇	2018年6月	合作人	HAZZYS 纯色 polo 系列
王阳明	2018年6月	合作人	纯色 Polo 系列
姜佩瑶	2020年3月	品牌挚友	经典重塑系列
黄景瑜	2020年3月	合作人	经典重塑系列
谭松韵	2020年5月	明星体验官	20 春夏波点连衣裙
邢邵林	2020年5月	明星体验官	Phiz 系列 polo 衫
谭松韵	2020年9月	女装代言人	HAZZYS 云朵系列
伍嘉成	2020年10月	系列代言人	HRC 系列
马可	2021年4月	品牌挚友	纯色衬衫
唐晓天	2021年4月	品牌风度大使	PLAYFOREVER 联名系列
李一桐	2021年10月	系列代言人	云朵系列
刘畅	2022年3月	新风尚大使	短款外套
焦迈奇	2022年4月	品牌系列大使	HAZZYSXMark wigan 系列大使
张碧晨	2022年8月	女装代言人	HARIATO 系列
陈都灵	2023年3月	女装代言人	长款风衣
赵又廷	2023年8月	品牌代言人	Hazzys Iconic 系列
陈都灵	2023年8月	品牌代言人	Hazzys Iconic 系列
李现	2023年10月	青年海洋大使	2023 秋冬系列
谭松韵	2024年1月	品牌代言人	2024 春夏系列

资料来源: HAZZYS 微信公众号, 民生证券研究院

2) 积极参加时装周, 提升品牌的时尚认可度: 时装周是服装品牌进行产品展示和与受众交流的重要窗口, 哈吉斯积极参加伦敦时装周等国际时尚盛会以及上海时装周、北京时装周等国内活动, 展现强大的品牌自信和时尚话语权, 提升品牌势能。

表7: HAZZYS 品牌参加/举办时装周活动示例

时装秀	时间	地点	主题	活动图片
上海时装周	2018年10月	上海	个性宣言	
伦敦时装周	2019年9月	伦敦	BACK TO LONDON	
SS2021 春夏新品时装周	2020年10月	上海	MOMENTS WITH DOG	

SS2022 春夏新品时装秀	2021 年 9 月	海边	See The Sea	
上海时装周	2023 年 3 月	上海	HAZZYS ROYAL CLUB 皇家俱乐部系列	
北京时装周	2023 年 9 月	北京	壮美中轴线	

资料来源：HAZZYS 微信公众号，民生证券研究院

3) 联名温网推出跨界系列服饰，进一步提升哈吉斯调性：网球孕育于法国宫廷，后传入英国并流行于宫廷贵族圈内，成为其展示贵族身份和社会地位的一种方式；温网（全称为“温布尔登网球锦标赛”）发源于英国网球的起源地温布尔顿，是现代网球史上最早、最具声望的网球赛事；2018 年，哈吉斯获得了温网的授权，并推出温网跨界系列，包含网球 Polo 衫、网球连衣裙、短裤等，展示品牌的英伦风情以及英国皇室高贵质感；2019-2020 年，品牌持续合作温网推出 HAZZYS X WIMBLEDON 系列服饰，包含毛衣、Polo 衫、连衣裙等，品牌调性和影响力进一步提升。

图23：2018 年 HAZZYS 温网跨界系列



资料来源：华丽志，民生证券研究院

图24：2019 年 HAZZYS 温网跨界系列



资料来源：HAZZYS 微信公众号，民生证券研究院

4) 自创 IP，联名艺术家、经典 IP 和新锐设计师，增加产品趣味性，推进品牌年轻化：2017 年秋冬，HAZZYS 针对年轻消费群体推出自有 IP Phiz 系列，以英国指示犬的狗头为标志；同年，HAZZYS 携手法国传奇艺术家 Ramdane Touhami 推出 HAZZYS × Ramdane 限量合作系列；2018 年 5 月，HAZZYS 与著名设计师 Selby（与 LV 合作衣橱旅行系列、Fendi 珠宝设计师）推出联名插画系列产品，以插画风格的大本钟、红色巴士等图案为设计基础；2019 年 11 月，HAZZYS 与全球最大再生纤维素纤维制造商赛得利旗下品牌 EcoCosy 共同推出高级时尚融合绿色环保理念的全新联名款，以当代都市生活方式为设计灵感，选用绿色环保的高品质纤维素纤维面料；HAZZYS 品牌不断通过与艺术家、经典 IP 和新

锐设计师跨界联名，打造更加富有趣味性的服饰，吸引更多年轻群体的关注。

表8: HAZZYS 联名整理

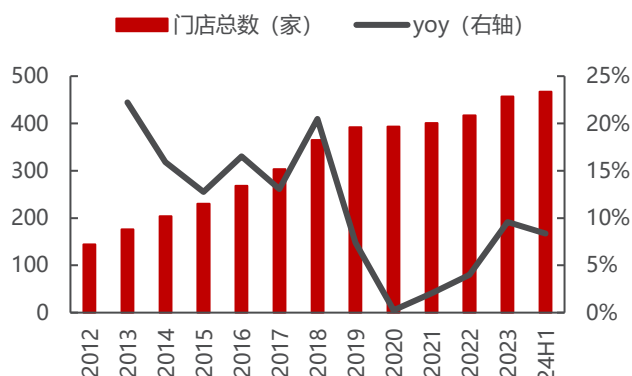
推出时间	产品名	系列
2017/08	HAZZYS x Ramdane 限量合作款	艺术家联名
2018/05	Selby 联名插画系列	设计师联名
2019/11	HAZZYS x 3M™新雪丽™	品牌联名
2020/10	HRC 伍嘉成联名款	代言人联名
2021/05	HAZZYS x Playforever	艺术展联名
2022/04	Mark Wigan 联名系列	艺术家联名

资料来源: HAZZYS 微信公众号, 民生证券研究院

2.4 渠道: 直营为主, 拓展优质加盟, 市场空间广阔

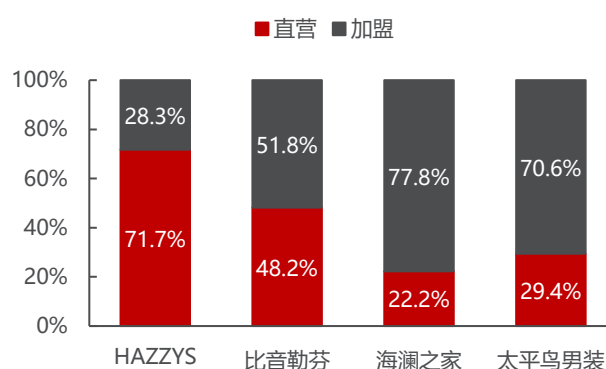
HAZZYS 线下以直营门店为主, 优质加盟商加速拓展。2019-2023 年, 品牌线下门店加速扩张, 从 392 家增至 457 家, 对应 CAGR 为 3.91%; 分门店类型看, 直营为主要门店模式, 19-23 年直营门店数量分别为 291/288/301/313/327 家, 门店数占比分别为 74.2%/73.3%/75.1%/75.1%/71.6%; 18 年后公司放开加盟店数量限制, 积极拓展优质加盟商, 加盟店数量加速增长, 19-23 年加盟商数量分别为 101/105/100/104/130 家, 同比分别+4.0%/-4.8%/4.0%/25.0%, 加盟店数量占比分别为 25.8%/26.7%/24.9%/24.9%/28.4%; 截至 23 年末比音勒芬/海澜之家/太平鸟男装加盟店占比分别为 51.6%/79.0%/69.6%, 对比之下 HAZZYS 品牌加盟店数占比水平较低, 未来随公司持续加大加盟店扩张, 品牌渠道结构有望持续优化。

图25: HAZZYS 整体门店数量 (家) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

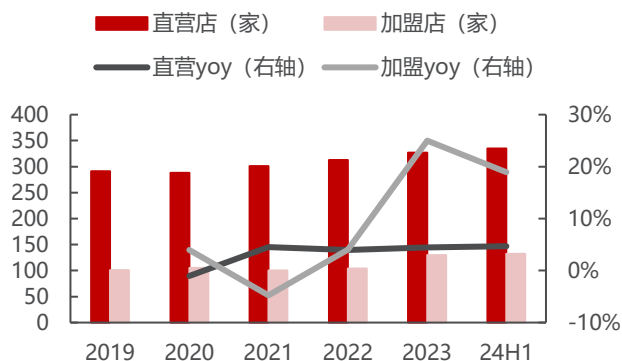
图26: HAZZYS 与男装行业其他品牌门店结构对比 (截至 24 年 6 月 30 日)



资料来源: 各品牌公司公告, 民生证券研究院

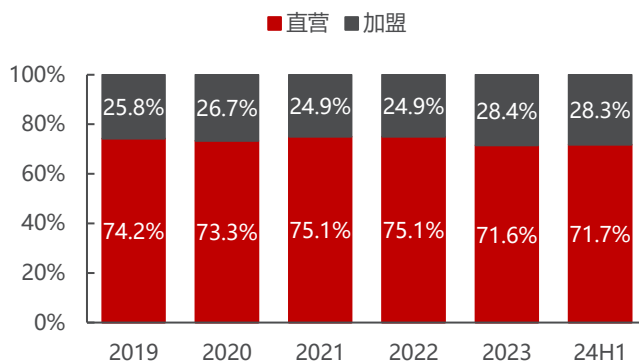
注: 比音勒芬为集团门店结构, 其他为品牌的门店结构

图27: HAZZYS 分类型门店数量 (家) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28: HAZZYS 分类型门店占比

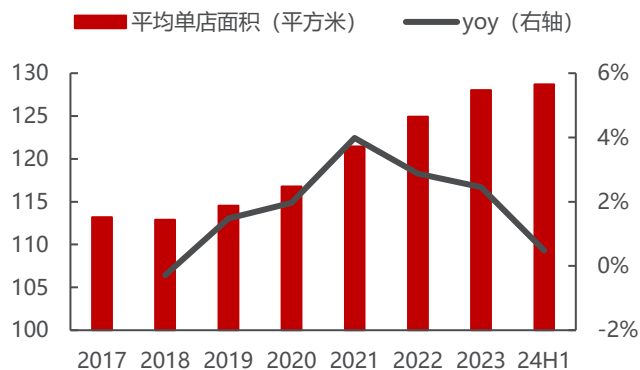


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

推进大店建设, 坚持开设优质项目店铺, 主动关闭低效店铺, 线下单店运营质量提升。近年来 HAZZYS 品牌以提升店铺质量为核心, 坚持开设优质项目店铺, 主动关闭低效店铺, 同时在强势区域推进实施大店计划, 升级门店形象, 门店运营效率持续提升。2017-2023 年, HAZZYS 门店的平均单店面积从 113.2 平方米稳步提升至 128.0 平方米, 对应 CAGR 为 2.1%; 单店运营质量提升, 店效及坪效稳健增长, 单店平均营收从 215.9 万元/年提升至 384.7 万元/年, 对应 CAGR 为 10.1%; 坪效从 1.9 提升至 3.0 万元, 对应 CAGR 为 7.9%。

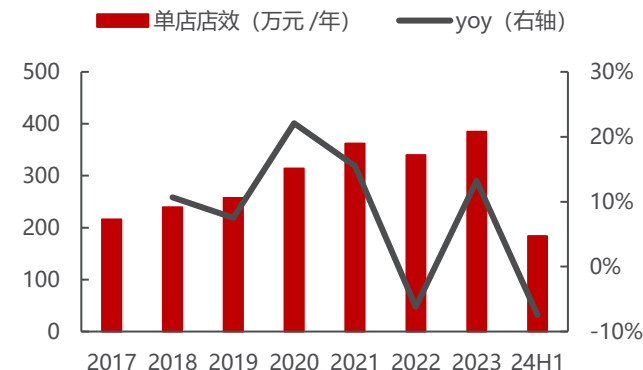
对比同业, 哈吉斯坪效处于较高水平。2023 年, 哈吉斯坪效为 3.01 万元/平方米, 同比增长 10.7%; 对比国内其他男装品牌, 九牧王/利郎/报喜鸟坪效分别为 0.78/0.83/1.01 万/平方米, 哈吉斯坪效处于本土男装品牌领先地位。

图29: HAZZYS 单店面积 (平方米) 及增速



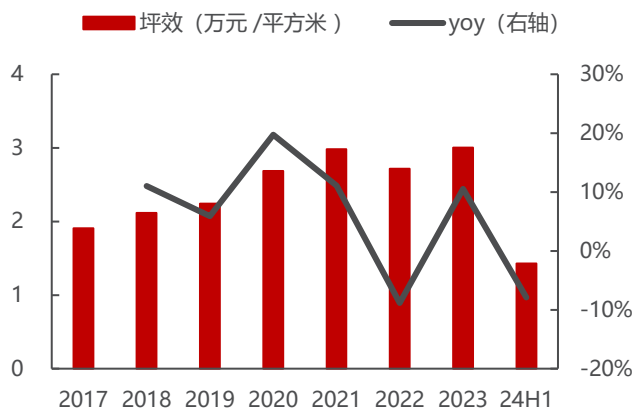
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: HAZZYS 单店店效 (万元/年) 及增速



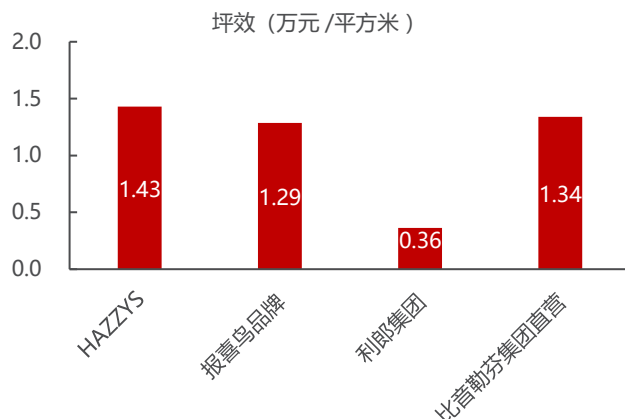
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图31: HAZZYS 坪效 (万元/平方米) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图32: 24H1 HAZZYS 与其他男装品牌的坪效对比



资料来源: 各品牌公司公告, 民生证券研究院

举办会员专属权益活动、优化会员管理平台, 增强会员粘性。品牌围绕会员体验与品牌传播需求, 推动明星见面会、天使计划、会员洗衣节等会员权益活动, 举办调香、涂鸦、皮具手作等店铺体验活动, 提升 VIP 体验感; 继续升级官网小程序, 发展其为会员服务、会员互动、品牌推广的核心平台; 同时加强企业微信、小程序的数字化运营, 加强对消费者的精准化营销, 提升运营效率, 推动会员消费人数、复购率增长。

图33: HAZZYS “宠爱缤纷行” 会员活动



资料来源: HAZZYS 微信公众号, 民生证券研究院

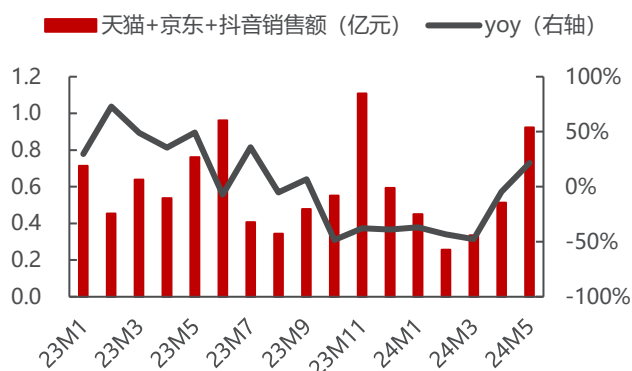
图34: HAZZYS “会员洗衣节” 会员活动



资料来源: HAZZYS 微信公众号, 民生证券研究院

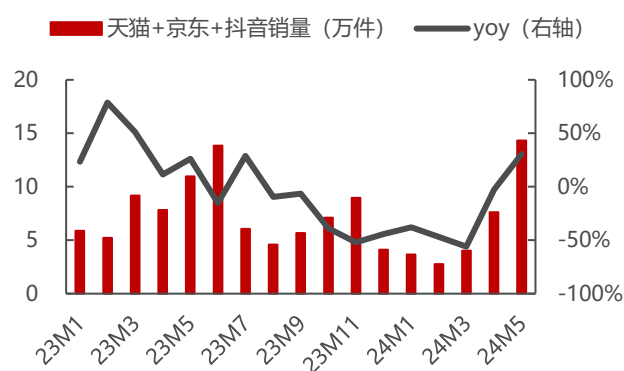
拓展线上扩大客群覆盖面, 提供品牌增量收入。2013年, 哈吉斯在京东、天猫第三方平台设立品牌官方旗舰店; 2017年, 品牌通过唯品会等平台进行品牌特卖; 2019年加强新零售销售部建设, 开设微信小程序商店; 2021年入驻抖音大力发展直播电商业务, 线上渠道逐步完善, 贡献品牌增量收入。根据久谦数据, 2023年, 哈吉斯在天猫/抖音/京东平台的销售额分别为 3.73/2.13/1.69 亿元, HAZZYS 线上平台运营体系的成熟发展将贡献品牌增量收入。

图35: HAZZYS 天猫+京东+抖音合计月度销售额 (亿元) 及增速



资料来源: 久谦数据, 民生证券研究院

图36: HAZZYS 天猫+京东+抖音合计月度销售量 (万件) 及增速

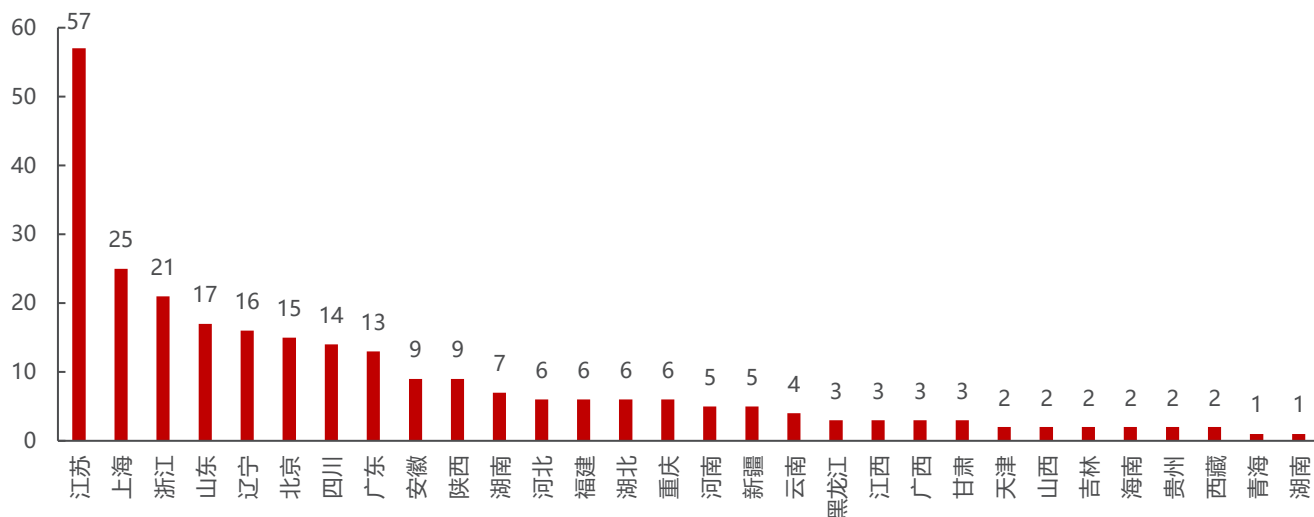


资料来源: 久谦数据, 民生证券研究院

HAZZYS 线下门店集中于高线城市, 18 年后放开加盟加速渠道下沉。

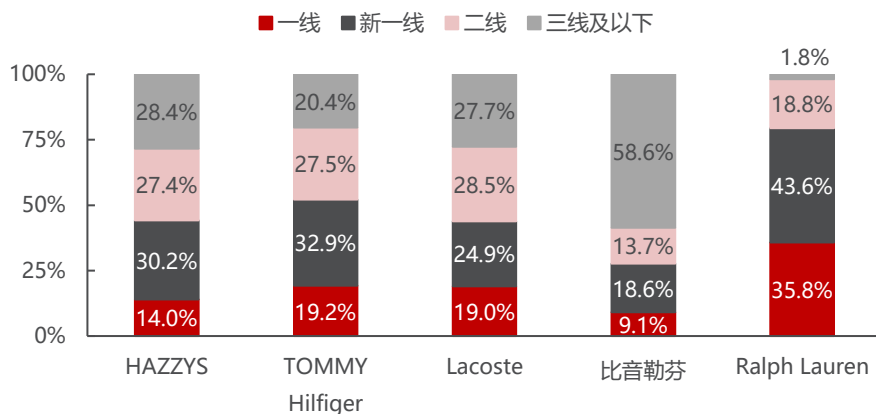
HAZZYS 在进入中国市场初期主要依托报喜鸟品牌的资源实现线下网点的快速扩张, 门店主要开设在一、二线城市的中高端商场和购物中心, 例如北京 SKP、南京德基广场、上海港汇广场、杭州大厦、哈尔滨远大、西安赛格等, 借助高线城市核心商圈的客流优势快速打开品牌知名度, 拉高品牌力; 2018 年后, 品牌放开加盟店数量限制, 积极拓展优质加盟商, 加速三四线城市的渠道下沉。根据公司官网, 目前哈吉斯在一线、二线及新一线城市的门店共 340 家门店, 占线下门店总数的 77%, 高线城市占比较高; 对比 Tommy Hilfiger、Lacoste 等外资男装品牌, HAZZYS 三线及以下城市门店占比较高; 但对比中国男装品牌比音勒芬近 59% 的低线城市门店占比, HAZZYS 在低线城市仍存较大空间。

图37: HAZZYS 分省市门店 (截至 24 年 8 月 9 日)



资料来源: HAZZYS 官网, 民生证券研究院; 注: 数据统计截至 24 年 8 月 9 日

图38: HAZZYS 不同线级门店分布



资料来源: HAZZYS 官网, 比音勒芬官网, 其他品牌小程序, 民生证券研究院;

注: 数据统计截至 24 年 8 月 9 日

3 报喜鸟主品牌：国内西服第一品牌，年轻化转型持续推进

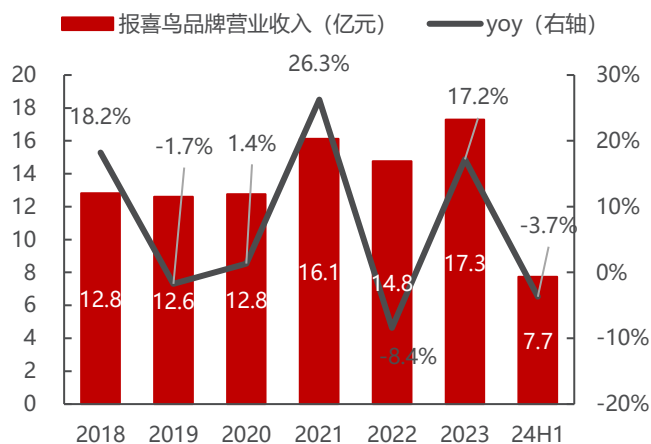
国内西服第一品牌，年轻化转型重回稳健增长。报喜鸟品牌成立于1996年，成立以来专注于西服设计并广泛开展西服通用版型及私人定制业务，定位中高端男士商务品牌，主要客群为30-50岁中年精英白领；2003年，品牌推出私人量体定制业务，2013年推出C2B全品类私人量体定制，2016年完成智能化生产改造实现工业4.0智能化、规模化生产，截至目前公司拥有500余名专职量体师，可在72小时内上门免费量体搭配，360小时内实现成衣交付，累计服务数十万消费者，业务能力行业领先。此外，报喜鸟品牌于2019年开始重新梳理品牌战略，2022年提出坚持“西服做全做宽，休闲做准做精”原则，纵向突出西服优势并覆盖全年龄层，横向聚焦30-45岁核心客群做精休闲品类，通过在西装品类的原有优势、品牌年轻化帮助品牌重回稳健增长，2023年报喜鸟品牌收入为17.30亿元，18-23年复合增速为6.18%。

图39：报喜鸟品牌发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：报喜鸟品牌收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产品端推进品牌的年轻化，从传统西服逐步延伸至轻正装、运动西服等品类，满足不同消费者的多元化需求。随消费主力向年轻群体转移，报喜鸟开始研发契合年轻人审美的西装，在传统的商务、婚庆西服的基础上推出轻正装（2019年）、运动西服（2022年）等新品类，提供消费者能够在会议、商旅、休闲等多场景自由切换，兼具舒适、易搭配、易打理等多功能的综合性服饰选择；同时轻正装和运动西服价格带分别为853-3870元、1284-3970元，低于传统正装（2380-4230元），助力品牌更好把握年轻消费群体。根据公司公告，报喜鸟运动西服系列自上市以来，市场认可度较高，销售数量、销售金额均实现较好增长，报喜鸟品牌已在众多传统商务男装品牌中率先实现品牌年轻化、时尚化的转型升级。

表9：报喜鸟品牌产品简介

系列名称	系列介绍	价格带 (元)	产品图片
商务系列	将科技面料和匠心工艺结合，为精英男士提供高品质的西服，满足不同场景的着装需求，主要包括商务正装、时尚正装和意式正装	1489-4580	
婚庆系列	甄选高质量面料，工艺与版型的精心设计搭配婚礼特有元素，在重要场合展现绅士风度，在舒适与自由间感受婚礼的浪漫	1599-4580	
运动西服	采用全新复合纤维面料，搭配特殊减重工艺结合无里设计，赋予西服轻量级穿着质感，领略轻便携带优势，用个性品味伸张时尚态度	1284-3970	
轻正装	弹性裁剪工艺结合延展性柔软面料，造就贴身舒适的着装体验，轻薄里衬设计化解西服拘束感，轻松打造多场景着装搭配	853-3870	

资料来源：报喜鸟公众号，淘宝，民生证券研究院

传统正装：包含商务和婚庆系列等，强调合身、正式。报喜鸟传统正装核心定价区间为 2380-4230 元，主要客群为 30-50 岁商务人群；原料上，甄选意大利东博利尼、MERINO 等全球优质品牌面料，以羊毛为主要面料成分；设计上，产品轮廓遵循“5S”版型，强调肩线、袖形、背部弧度、胸廓、驳头至下摆的 5 个“S”造型，使西服更加贴合人体身型。

图41：报喜鸟传统正装“5S”版型



资料来源：报喜鸟微信橱窗，民生证券研究院

图42：报喜鸟传统正装使用面料



资料来源：报喜鸟微信橱窗，民生证券研究院

运动西服：应用场景丰富，兼具舒适、易搭配、易打理等多功能。2018年9月，公司发布全新运动西服系列，面料方面选用空气层面料、CASHTECH 面料、3D 羽绒面料、石墨烯面料等防水/防晒/防污/高弹的高科技面料，在保留传统西服版型的同时，提升产品的可打理性，使其能够在商旅、休闲、会议等不同场景灵活切换，解决传统西服应用场景有限的痛点；在工艺上，采用特殊减重工艺结合无里设计，形成轻量级穿着质感，舒适不压身；设计上，以人体运动原理为基础，配以流行色系与肌理，使产品迎合都市人的多变穿衣搭配和趣味思维，伸张时尚态度。自18年上市后，运动西服系列在面料、设计等方面不断研发创新，先后上新庞博联名冬款、22/23/24 春夏系列、23 秋冬系列等产品。

表10：运动西服产品介绍

产品名称	运动西服首发系列	21 秋冬运动西服系列	庞博联名全新运动西服系列	22 春夏运动西服系列	23 春夏运动西服系列	23 秋冬运动西服系列	24 春夏运动西服系列
产品图片							
推出时间	2018年9月	2021年9月	2021年11月	2022年3月	2023年2月	2023年8月	2024年4月
产品亮点	优质羊毛与柔韧性材质交织的面料、特殊减重工艺、无里设计	针织横机工艺、无垫肩/胸衬/里布的内里设计	灯芯绒立体印花设计	高品质超轻、超弹面料，舒适不压身，抗皱易打理	独家开发面料，成衣克重为常规西服 1/2，抗皱易打理	空气层感面料，加入氨纶等弹力纤维混纺，舒适保暖	专研凉感防晒科技，达到 UV50 级防晒，日本 COOLDOTS 凉感面料

资料来源：报喜鸟公众号，民生证券研究院

轻正装：打破正式与休闲的边界，主打轻面料、轻工艺、轻场景。2019年9月，轻正装系列全新上市，面料方面使用兼具抗皱和弹力特质的功能性面料，改善常规西装的束缚感，提升着装者的活动空间与自由度；工艺上，轻正装系列在传统西服的基础上升级轻结构与无结构工艺，打造轻量感着装体验，并辅以轻薄胸衬与垫肩设计，呈现简洁感西装线条与自然肩型。

表11：轻正装产品介绍

产品名称	轻正装首发系列	19AW 轻正装系列	20AW 轻正装系列	22 春夏轻正装系列	23 春夏轻正装系列
产品图片					
推出时间	2019年9月	2019年9月	2020年8月	2022年3月	2023年2月
产品亮点	轻柔弹力羊毛面料、轻结构与无结构工艺	针弹性裁剪工艺、延展性柔软面料、轻薄里衬设计、弹力微皱肌理	环保竹纤维、日本进口斜纹、日本进口仿牛仔面料、SOLOTEX 纤维	COOLMAX 面料, 加入冰氧酷纤维	新升级微阔版型, 创新轻薄面料

资料来源：报喜鸟公众号，民生证券研究院

启用全新品牌形象代言人，帮助品牌圈定年轻客群。1998年底，中国香港影视演员任达华成为报喜鸟首任代言人，与报喜鸟开启了长达8年的合作；2006年，横跨影视歌三栖的艺人任贤齐接任成为新的代言人，“天高任我飞”成为品牌新广告语；2012年，中国香港艺人古天乐正式成为报喜鸟品牌代言人。前三任代言人均饰演过金庸武侠剧的男主，他们自身的男性精神与拼搏色彩匹配品牌高端的定位，使报喜鸟成为30-50岁中产阶级消费者的首选。20年7月，演员张若昀担任报喜鸟品牌全新代言人，正式拉开代言人年轻化的帷幕；23年3月，官宣脱口秀演员庞博为品牌大使及运动西服体验官；23年9月和24年3月分别官宣演员张云龙和艺人方逸伦为运动西服系列代言人。新一代年轻代言人涉猎演员、歌手、脱口秀等多个领域，粉丝集中为90后和00后年轻群体，有助于报喜鸟展现出时尚潮流和充满活力品牌形象。

图43：报喜鸟品牌代言人



资料来源：报喜鸟官方公众号，民生证券研究院

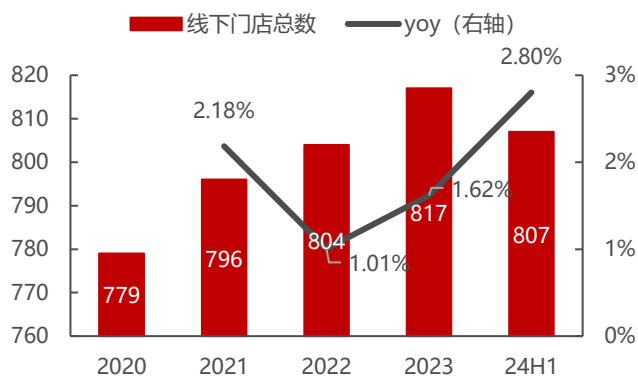
线下终端渠道形象升级，加强入驻核心购物中心与百货的节奏，渠道数量与质量不断提升。品牌 18 年起持续优化渠道结构，重点拓展优质购物中心和商场，并关闭形象差、绩效低的店铺，提升整体店铺质量。根据公司公告，截至 2023 年末，报喜鸟品牌线下门店共 817 家，同比净增 13 家，23 年店效为 211.69 万元，同比+15.32%；其中直营店/加盟店分别为 232 家/585 家，同比分别净增 11/2 家。此外，品牌对部分县市级街铺店进行针对性的扩店和形象升级，采用第十代店铺形象，门店设计采取更加年轻化的“清新风”格调，以灰色为主色调，木纹与不锈钢材质结合，并调整灯光色度，使店铺展现出简约、高端、时尚的形象，与传统男装门店形成差异化印象，增强对年轻客群的吸引力。

图44：报喜鸟第十代店铺



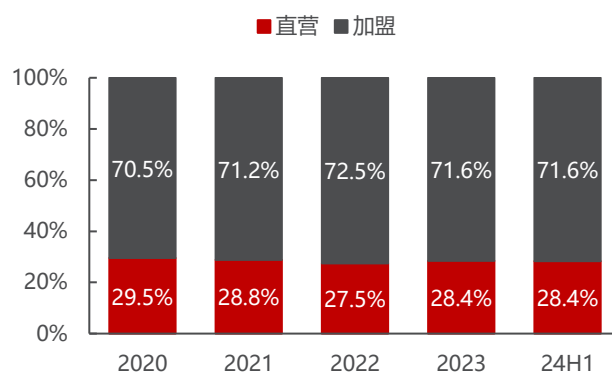
资料来源：大众点评，民生证券研究院

图45: 报喜鸟品牌线下渠道总门店数(家)及增速



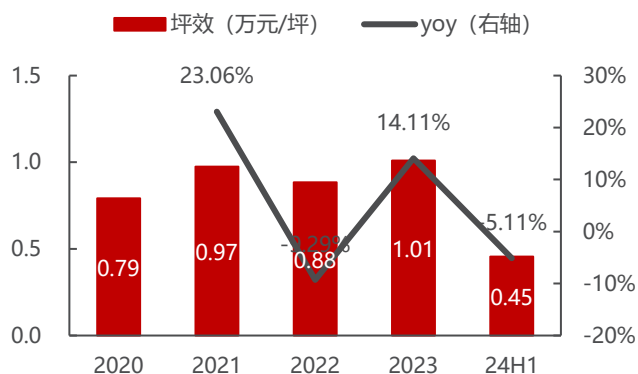
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图46: 报喜鸟品牌线下渠道结构



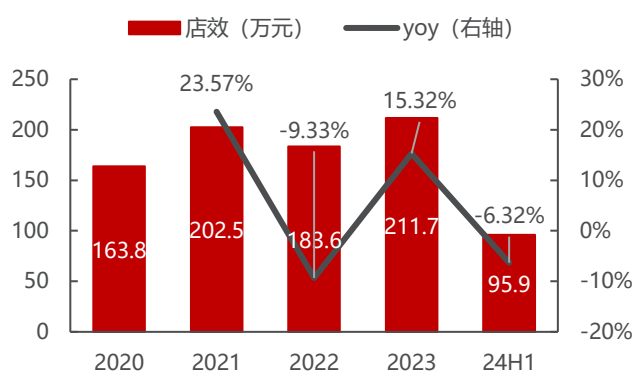
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图47: 报喜鸟品牌坪效(万元/坪)及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图48: 报喜鸟品牌店效(万元)及增速



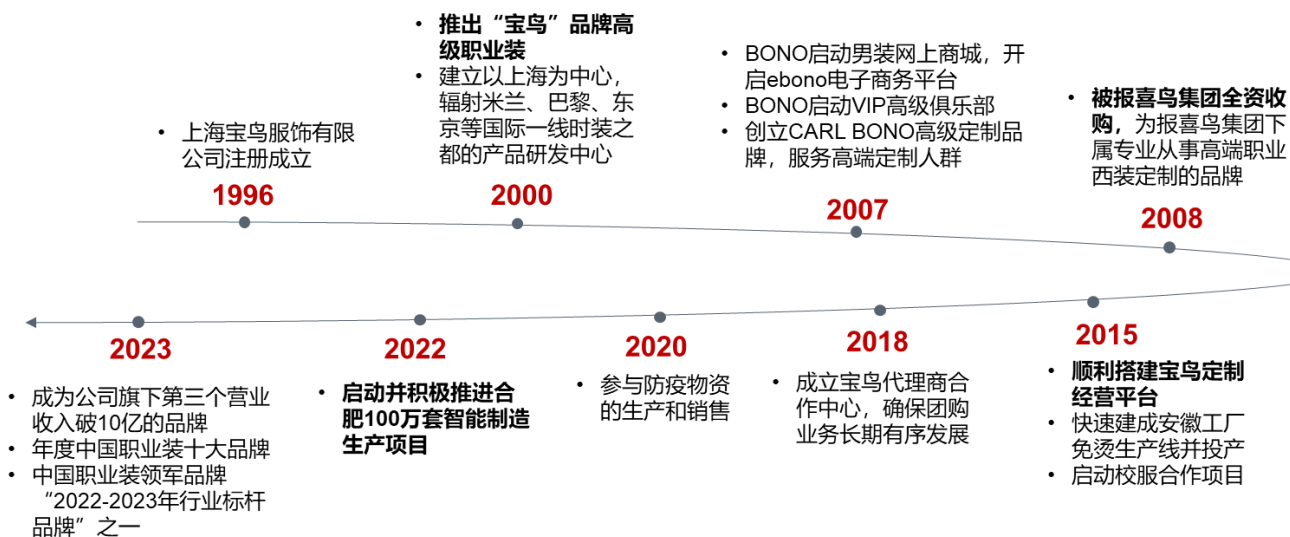
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 其他品牌

4.1 宝鸟：高端商务职业装，重视研发创新，推进产能

高端商务职业装品牌定位，业务服务范围广泛。宝鸟成立于 2000 年，2008 年被报喜鸟集团全资收购，为报喜鸟集团下专业从事高端职业装定制的品牌。宝鸟主要提供西服、衬衫、领带等产品，目标客群为具有统一着装需求的高端商务组织，截至目前，品牌已成功为金融、电力、通信、烟草、能源、行政、教育、工商等十多万家知名企事业单位提供服务，成为中国职业装领军品牌。

图49：宝鸟发展历程



资料来源：宝鸟品牌官网，民生证券研究院

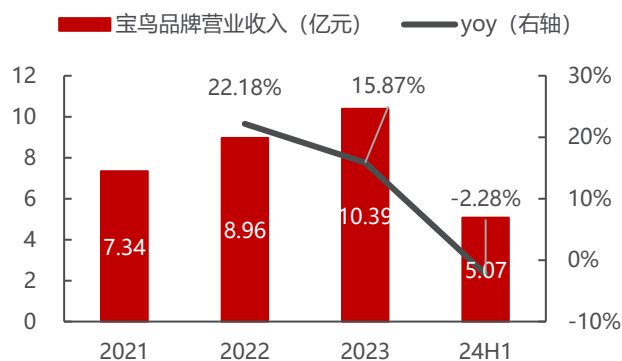
重视研发，赋能产品设计、面料开发和技术升级。公司致力于加大研发投入，加强产品设计、面料开发和技术升级，打造产品核心竞争力。**产品设计方面**，品牌在上海建立设计研发中心，组建包含 200 多名资深设计研发人员的团队，同时积极引进意大利、英国等国顶尖技师，将领先国际的制衣技术引入 BONO，指导并不断提升本土技师实力，赋能产品研发。**面料开发方面**，品牌创建一流的面料研发中心，基于对客户行业特色的精准把握，融合时尚流行趋势，自行设计风格面料，为行业客户进行专项研发；采取与维达莱、杰尼亚等国内外顶级面料生产厂家合作方式生产，以高于国家 3%的质检标准严选成品，确保所有面料符合 BONO 对品质的要求。**技术方面**，截至 2023 年，品牌拥有防辐射西服等几十项实用新型专利，全麻衬西服、半麻衬西服等多项先进独特工艺技术，以及瑞典铤腾全自动悬挂系统等一流制衣设备，技术力行业领先。

图50: 宝鸟产品



资料来源: 品牌官网, 民生证券研究院

图51: 宝鸟品牌收入(亿元)及增速



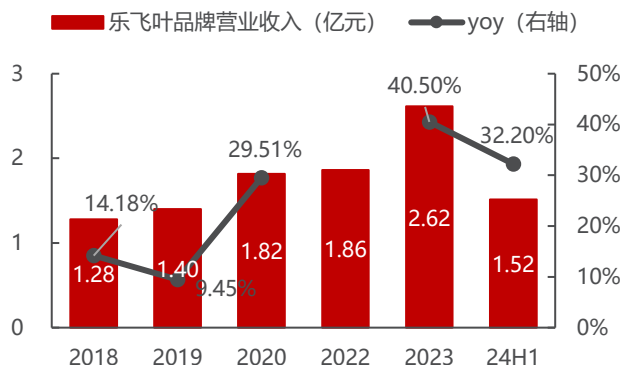
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

积极推进产能建设, 为品牌增长提供产能保障。自 2000 年成立以来, 上海宝鸟先后在上海松江、浙江永嘉、安徽合肥三地建设服装生产工业园, 占地 400 亩, 拥有 3500 多名高素质的生产、管理人员, 10 条世界一流的西服及衬衫全自动生产流水线, 年产 470 多万套男女高档西服、430 万件精品衬衫; 2022 年来, 宝鸟启动并积极推进合肥 100 万套智能制造生产项目建设, 项目建成达产后将进一步扩大公司高端职业装的生产与供货能力, 为宝鸟品牌业务持续增长提供产能保障。

4.2 成长品牌: 乐飞叶经营改善拐点已现, 凯米切加速渠道拓展和年轻化升级

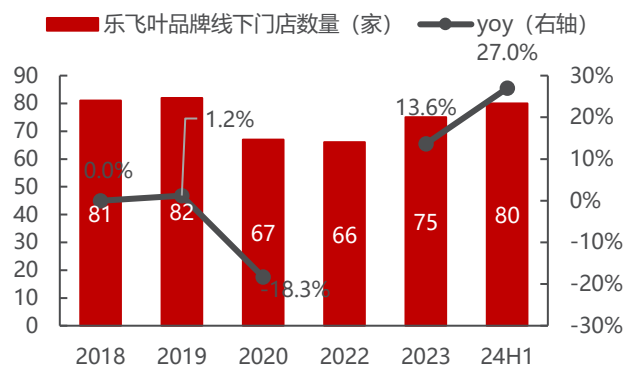
乐飞叶 (代理品牌): 法国户外休闲品牌, 23 年营收同比+40.5%, 实现扭亏为盈, 贡献利润。乐飞叶品牌来源于法国, 专注户外休闲服饰的研发和销售, 以 30-50 岁户外休闲爱好者为核心客群, 东北/华北/华东/西北为主要销售地区。1) 产品方面, 聚焦休闲旅行和户外运动两大系列, 打造经典核心品类, 提升户外品类占比和功能性面料的使用, 强化品牌户外基因; 2) 渠道方面, 线下深耕北方成熟市场, 稳步择优推进南方市场拓展, 全面推进优质奥莱渠道进驻, 截至 23 年末线下渠道共有门店 75 家 (直营 73 家、加盟 2 家); 线上重点拓展直播电商业务, 同时控制电商折扣, 加快货品消化, 提升毛利率; 3) 品牌建设方面, 开展品牌线下巡展活动, 推广无痕户外、低碳出行等环保项目, 加强品牌契合度高的达人合作, 稳定扩大店铺小红书矩阵, 重视内容输出品质, 提升品牌影响力; 4) 运营方面, 重点加强会员体系建设和供应链协同效率, 提升会员服务权益, 优化库存结构, 提高运营效率。

图52: 乐飞叶品牌营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

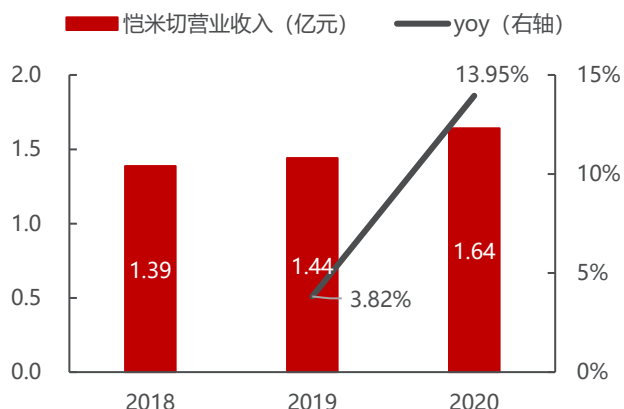
图53: 乐飞叶品牌线下门店数量 (家) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

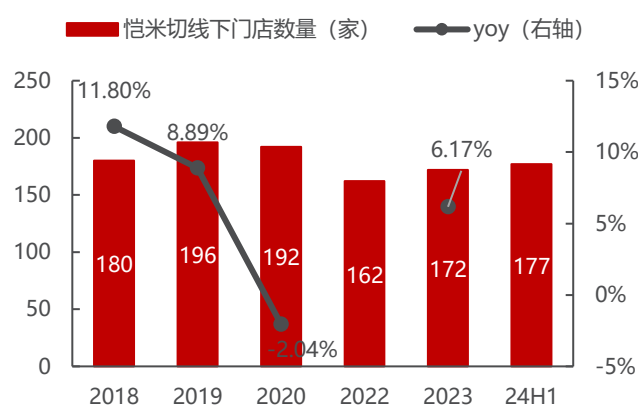
恺米切 (收购品牌): 意大利专业衬衫品牌, 加速渠道拓展和品牌形象年轻化升级。 恺米切品牌是意大利专业衬衫品牌, 创立于 1931 年, 至今已有 90 多年历史, 享有意大利“衬衫之父”美誉。1) 产品方面, 恺米切品牌致力于满足每一位男士关于衬衫的所有需求, 专注制作品质衬衫, 核心产品为 100%全棉免烫衬衫; 同时新增适量女装占比, 丰富产品结构。2) 渠道方面, 推进百店拓展计划, 加快国内优质商场布局, 23 年净开店铺 10 家, 截至 23 年末门店总数为 172 家 (直营 148 家、加盟 24 家)。3) 品牌建设方面, 通过年轻艺人许光汉、张峻宁触达年轻群体, 与徐峥、汪东城、高茂桐、朱亚文等艺人合作植入; 与杂志《NOBLESSE》、既下山企划联合宣传, 提升恺米切品牌知名度与品牌形象; 通过小红书渠道年轻化、抖音探店意大利、户外广告投放等不同渠道进行差异化推广, 提升用户和品牌黏性。4) 运营方面, 打通线上线下会员体系, 升级会员权益, 推出绣花绣字、个性化换扣、量身改衣等服务, 单店业绩、复购率等指标同比均实现增长。

图54: 恺米切品牌营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图55: 恺米切品牌线下门店数量 (家) 及增速

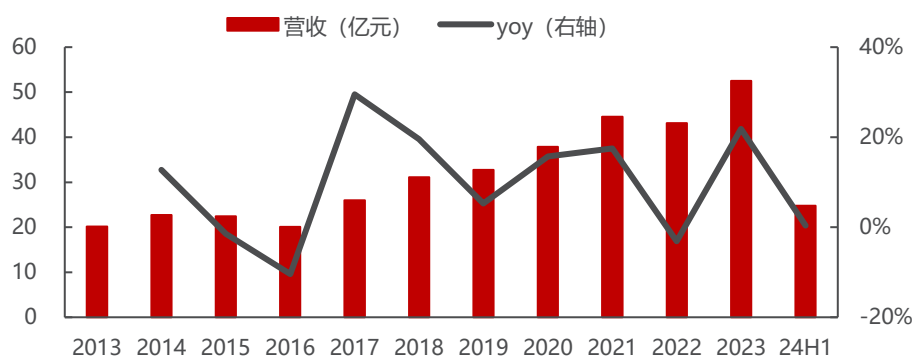


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5 财务分析

公司营收整体稳步增长，23 年营收同比+21.82%至 52.3 亿元。13-23 年，公司营业收入从 20.18 亿元增至 52.54 亿元，对应 CAGR 为 10.04%，整体呈上升趋势，其中 2014-2016 年公司营收逐年下降主要系服装零售市场疲软影响公司主业经营，2022 年营收同比下降 3.11%主要系公共卫生事件导致的消费景气度下降和客流量下降对公司线下终端销售造成不利影响；2023 年至 24H1，随着经济生活恢复常态化，终端消费逐步复苏，公司营收恢复增长，23 年/24H1 公司分别实现营收 52.54 亿元/24.79 亿元，同比+21.82%/+0.36%。

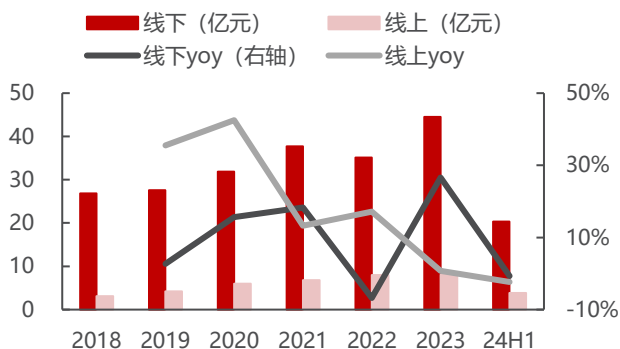
图56：2013 年-24H1 公司营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

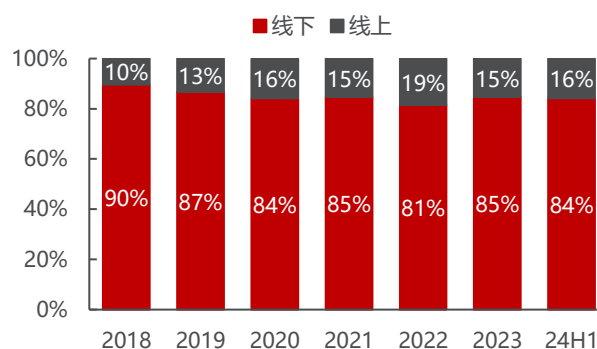
分渠道看，线下为主要销售渠道，线上渠道平稳拓展。1) 线下：2018-2023 年，线下渠道营收从 26.82 亿元增至 44.50 亿元，对应 CAGR 为 10.66%，其中 2022 年营收下滑主要系公共卫生事件影响线下客流，线下终端销售承压；18-23 年线下渠道收入占比分别为 89.59%/86.71%/84.12%/84.70%/81.49%/84.69%，线下为公司产品主要销售渠道；2) 线上：2018-2023 年，随天猫、京东、唯品会等主流电商平台、抖音等直播平台及微信小程序社群营销等线上渠道的开拓、新零售业务会员引流赋能及创新业务尝试，线上渠道营收逐年增长，从 3.12 亿元增至 8.04 亿元，对应 CAGR 为 20.88%；营收占比从 18 年的 10.41%增至 23 年的 15.31%。

图57：2018 年-24H1 公司分渠道营收（亿元）及增速



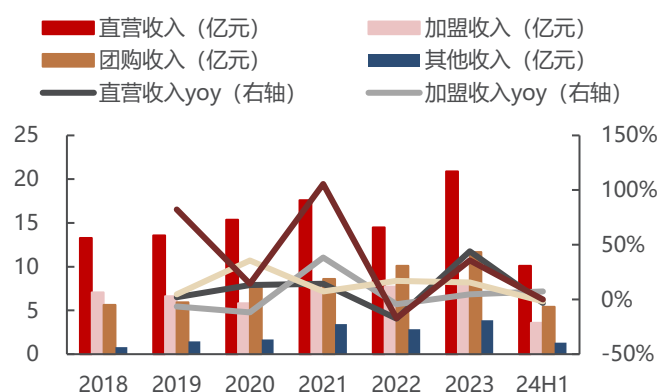
资料来源：ifind，民生证券研究院

图58：2018 年-24H1 公司分渠道营收占比

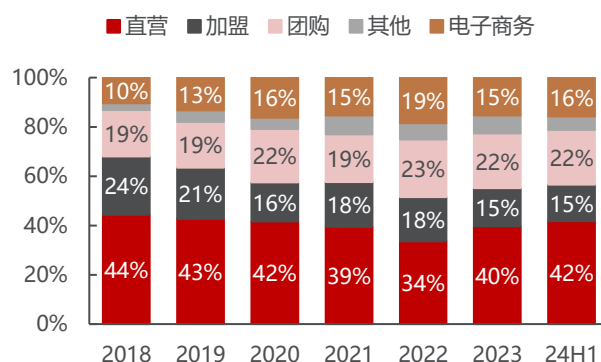


资料来源：ifind，民生证券研究院

分门店看，加盟及直营贡献主要收入，团购业务占比逐步提升。2018-2023年，公司收入主要来源于直营及加盟模式，两者合计贡献收入68.04%/63.49%/57.43%/57.60%/51.50%/55.13%，具体看，1) 直营：18-23年，公司积极在百货商场、购物中心拓展专卖店、商场专柜/专厅等网点，扩大业务规模，收入从13.29亿元增至20.89亿元，对应CAGR为9.46%；2) 加盟：业务规模较为稳定，18-23年收入从7.07亿元小幅增长至8.07亿元，对应CAGR为2.67%。此外，近年来公司团购业务持续维持增长态势，收入从18年的5.65亿元增长至23年的11.65亿元，对应CAGR为15.59%，收入占比从18年的18.86%提升至22.18%。

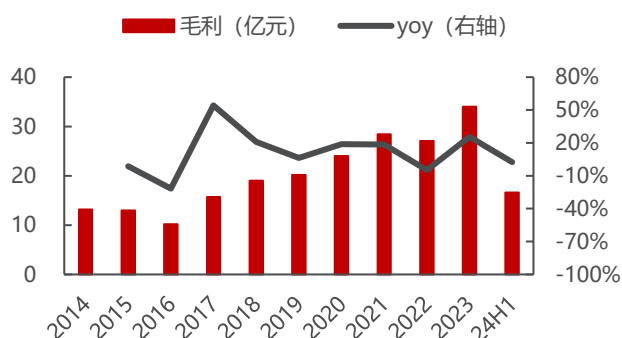
图59：2018年-24H1公司分门店营收(亿元)及增速


资料来源: ifind, 民生证券研究院

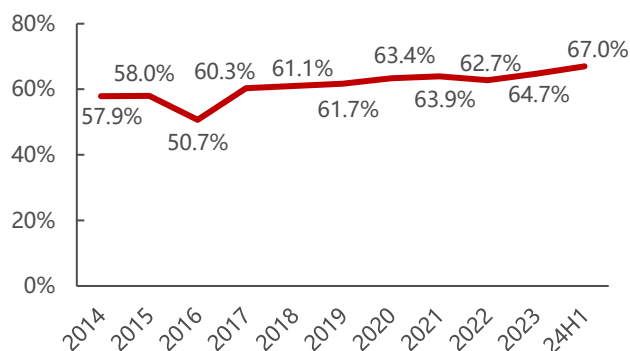
图60：2018年-24H1公司分门店营收占比


资料来源: ifind, 民生证券研究院

毛利率稳健上升，23年毛利率同比+1.97pct至64.71%。2014-2016年在外部环境影响下，公司毛利率短期承压；2017年公司调整业务板块后，公司毛利率恢复增长，步入稳步上升阶段，2016-2021年公司毛利从10.18亿元增至28.45亿元，对应毛利率从50.68%提升至63.92%；24H1公司毛利率延续增长态势，同比提升1.46pct至66.99%，达到14年来的最高水平。

图61：2014年-24H1公司毛利(亿元)及增速


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

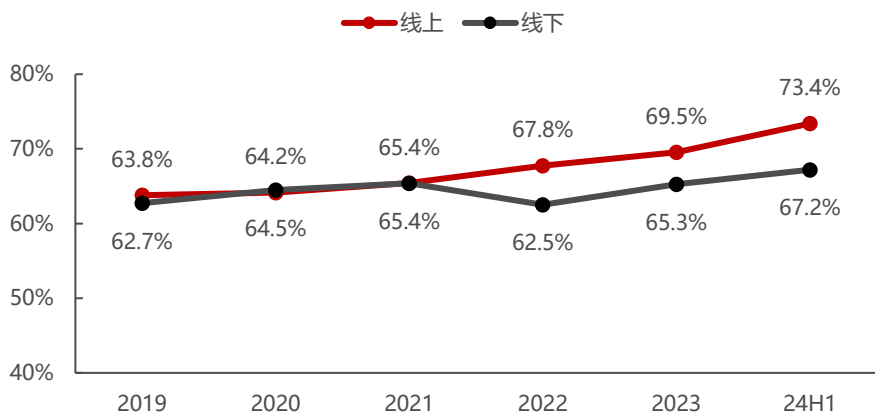
图62：2014年-24H1公司毛利率


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

分渠道看，线上渠道毛利率逐年增长，线下渠道毛利率受外部因素影响有所波动。2019-2023年，公司加大线上渠道投放，同时控制线上折扣，提升线上渠道

运营效率，线上渠道毛利率逐年上升，从 63.80% 提升至 69.53%；线下渠道毛利率整体较为稳定，22 年线下门店经营压力较大致毛利率小幅下滑，23 年线下客流恢复后毛利率有所回升。

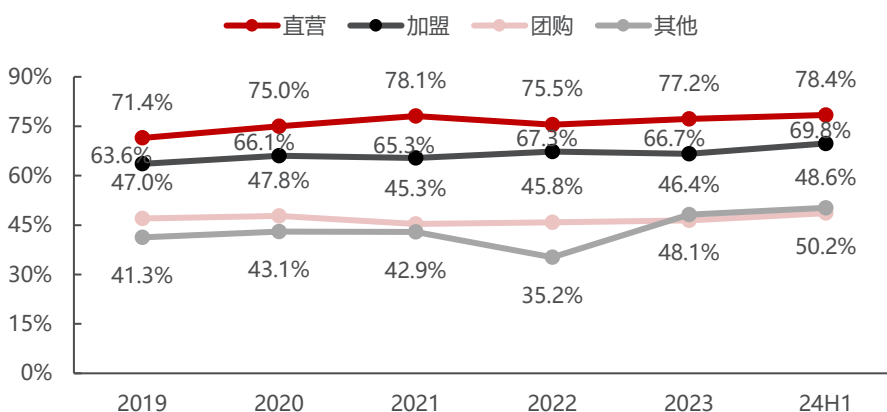
图63：公司分渠道毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

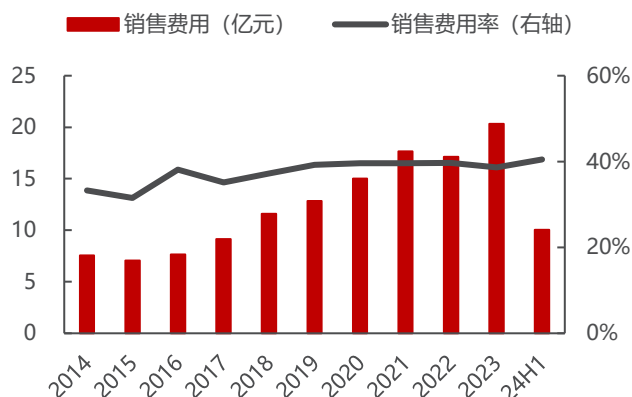
分门店看，直营和加盟模式毛利率相对最高。2019-2023 年，公司各渠道经营模式毛利率均比较稳定，其中直营店和加盟店毛利率相对处于较高水平，团购业务毛利率较低；2023 年，直营/加盟/团购业务毛利率分别为 77.23%/66.67%/46.40%。

图64：公司分门店类型毛利率

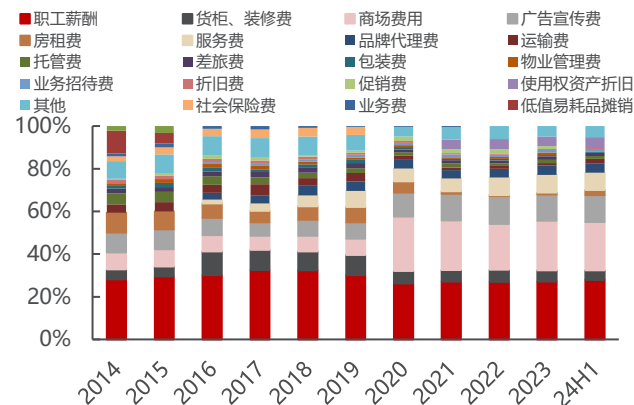


资料来源：公司公告，民生证券研究院

销售费用率稳中有升，23 年为 38.66%。公司销售费用主要包含职工薪酬、货柜、装修费、商场费用、广告宣传费、房租费、差旅费、运输费等。2014-2023 年，公司销售费用投入持续增加，从 7.56 亿元增至 20.31 亿元，对应 CAGR 为 11.61%；销售费用率从 2014 年的 33.24% 增至 2023 年的 38.66%，整体稳定但小幅提升，仍处于较易控制的水平。

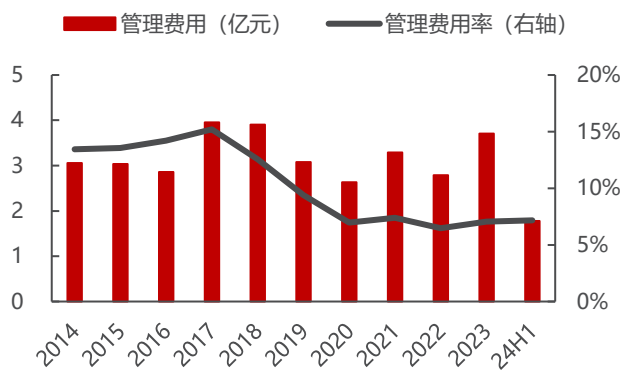
图65：公司销售费用（亿元）及销售费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

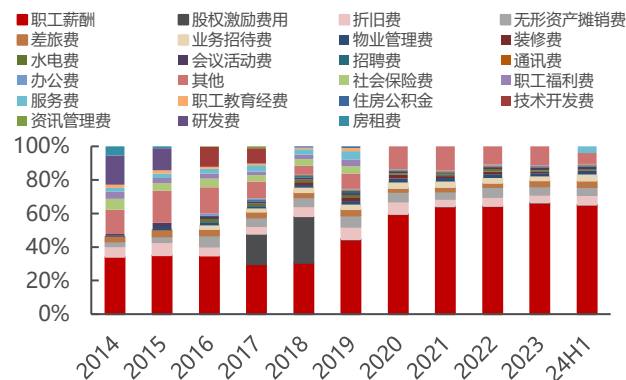
图66：公司销售费用拆分


资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理费用率持续优化，23 年管理费用率为 7.05%。公司管理费用主要包含职工薪酬、股权激励费用、折旧费、无形资产摊销费、差旅费、物业管理费、水电费、会议活动费、办公性费等。2014-2017 年，公司管理费用率呈增加趋势主要系公司营收增速放缓；2017-2020 年，公司积极优化业务结构、门店运营和产品精细化，管理效率显著提升，管理费用率从 15.20% 降至 6.96%；2021-2023 年，公司管理费用率较为稳定，分别为 7.39%/6.47%/7.05%。

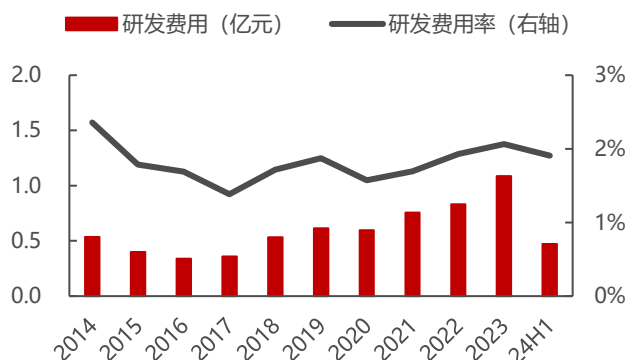
图67：公司管理费用（亿元）及管理费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

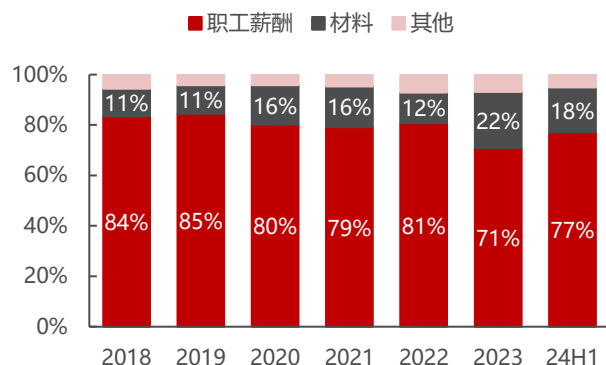
图68：公司管理费用拆分


资料来源：公司公告，民生证券研究院

研发投入力度持续加大，23 年研发费用率为 2.07%。公司研发费用主要为职工薪酬、材料费用及其他。公司重视研发，持续加大研发投入设计个性化、时尚化服饰满足消费者需求，研发费用从 14 年的 0.54 亿元提升至 23 年的 1.09 亿元，对应 CAGR 为 8.15%；研发费用率方面，随公司业务规模扩大，公司研发效率提升，研发费用率从 14 年的 2.36% 降至 23 年的 2.07%。

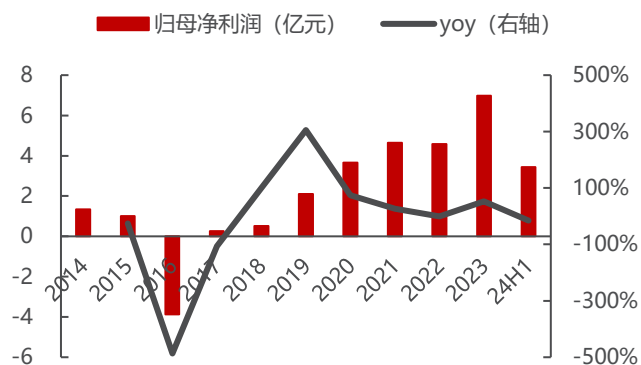
图69：公司研发费用（亿元）及研发费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

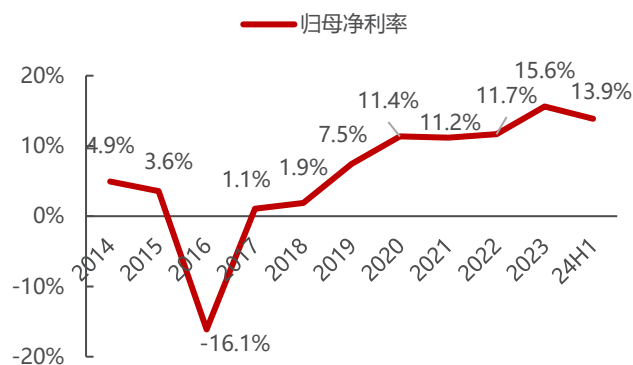
图70：公司研发费用拆分


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2017年后盈利能力逐步提升，23年归母净利率达15.61%。在经历2014-2016年的调整期后，公司于2017年重新划分业务板块，推动公司业绩恢复良性增长，2017-2023年，公司归母净利润从0.26亿元增至6.98亿元，对应CAGR为73.11%，对应归母净利率从4.92%逐步提升至15.61%，盈利能力持续提升。

图71：2014年-24H1公司归母净利润（亿元）及增速


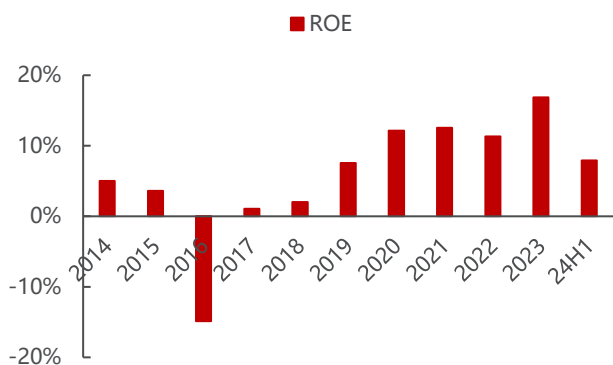
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图72：2014年-24H1公司归母净利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

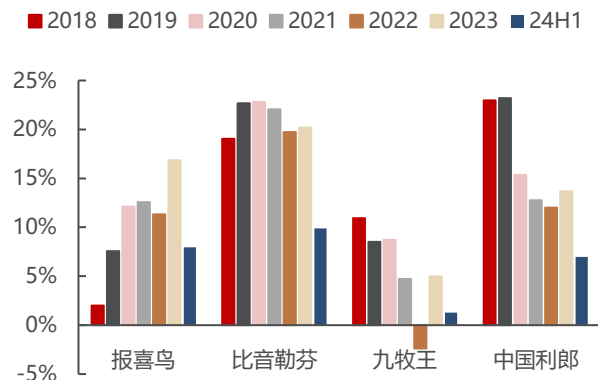
2023年/24H1公司权益收益率分别为16.86%/7.94%。2014-2023年，公司ROE波动上升，从5.01%增至16.86%，公司ROE主要系销售净利率变动影响，2014-2023年公司销售净利率从5.90%提升至23年的13.87%；对比业内可比公司，2018-2023年，比音勒芬、九牧王、中国利郎等中高端男装品牌的ROE均呈现下滑趋势，报喜鸟ROE则呈波动上升趋势，公司权益盈利能力处于业内领先水平。

图73: 2014年-24H1 公司 ROE



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图74: 报喜鸟与业内其他公司的 ROE 对比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

表12: 公司 ROE 拆解

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
权益乘数	1.67	1.61	1.67	1.73	1.63	1.55	1.53	1.49	1.5	1.58	1.48
资产周转率 (次)	0.51	0.5	0.46	0.62	0.74	0.76	0.82	0.81	0.71	0.81	0.36
销售净利率 (%)	5.90	4.46	-19.28	1.17	1.64	6.24	10.3	10.77	11.04	13.87	14.26
ROE (%)	5.01	3.62	-14.88	1.07	2.00	7.57	12.12	12.57	11.33	16.86	7.94

资料来源: ifind, 民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

1) **哈吉斯**: 我们预计 24-26 年哈吉斯品牌收入分别为 18.7/20.7/23.5 亿元, 同比增速分别为 6.5%/10.5%/13.7%。截至 24 年 6 月 30 日, 哈吉斯品牌的终端门店共 467 家, 较 23 年末净增 10 家, 同比净增 36 家, 其中直营/加盟门店店数分别为 335/132 家, 较 23 年末净增 8/2 家, 同比净增 22/28 家; 24H1 哈吉斯品牌的单店店效为 184.1 万元, 同比增速为-7.5%。我们预计随品牌推进实施大店计划, 同时积极拓展优质加盟商加快渠道下沉, 扩大渠道规模, 24-26 年品牌整体门店达 482/517/560 家; 预计随品牌坚持开设优质直营渠道门店, 单店店效将稳步恢复, 分别同比增 1.0%/3.0%/5.0%至 388.5/400.2/420.2 万元/年。

2) **报喜鸟**: 我们预计 24-26 年报喜鸟品牌收入分别为 17.4/18.4/20.0 亿元, 同比增速分别为 0.5%/5.9%/8.9%。截至 24 年 6 月 30 日, 报喜鸟终端门店共 807 家, 较 23 年末净减 10 家, 同比净增 22 家; 考虑 24 年下半年至今的终端门店零售情况略低于公司预期, 我们预计 24 年公司或将放缓开店节奏, 喜鸟门店数量或将同比减少, 25-26 年基于外部环境改善逐步恢复开店节奏, 24-26 年报喜鸟品牌门店数量分别为 805/820/842 家; 店效方面, 24H1 报喜鸟品牌的单店店效为 95.9 万元, 同比-6.3%, 考虑公司近年来以提升整体店铺质量为主线, 不断提高报喜鸟直营门店平均店效以及优质加盟商占比, 我们预计 24-26 年报喜鸟品牌门店平均店效将稳步增长, 分别为 215.9/224.6/238.0 万元/年, 同比增速分别为 2.0%/4.0%/6.0%。

3) **乐飞叶**: 我们预计 24-26 年乐飞叶品牌收入分别为 3.2/3.7/4.3 亿元, 同比增速分别为 22.5%/16.7%/14.0%。截至 24 年 6 月 30 日, 乐飞叶品牌的终端门店共 80 家, 较 23 年末净增 5 家, 同比净增 17 家, 其中直营/加盟门店店数分别为 78/2 家, 较 23 年末净增 5/0 家; 随乐飞叶持续开拓优质奥莱渠道, 电商业务控制折扣, 我们预计 24-26 年品牌整体门店数和单店店效将稳步增长, 门店数分别达 82/87/91 家; 单店店效方面, 24H1 乐飞叶品牌的单店店效为 189.4 万元, 同比增长 4.1%, 考虑品牌坚持以提升单店业绩为增量目标, 我们预计 24-26 年单店店效将分别同比增 12.0%/10.0%/9.0%至 390.5/429.6/468.3 万元。

4) **恺米切 & TB**: 我们预计 24-26 年恺米切 & TB 品牌合计实现收入 1.9/2.1/2.4 亿元, 同比增速分别为 4.3%/13.1%/14.4%。截至 24 年 6 月 30 日, 恺米切 & TB 品牌的终端门店共 177 家, 较 23 年末净增 5 家, 同比净增 7 家, 其中直营/加盟门店店数分别为 159/18 家, 较 23 年末净增 11/-6 家; 23 年恺米切 & TB 品牌加快渠道拓展速度, 我们预计 24-26 年恺米切品牌将继续推进百店拓展计划, 坚持“多开店、开好店”战略, 门店数量和店效逐年提升, 24-26 年恺米切 & TB 门店合计 183/201/219 家; 单店店效方面, 24H1, 恺米切 & TB 品牌合计口径的单店店效为 49.6 万元, 同比-9.7%, 我们预计 24-26 年基于外部环境改

善叠加品牌加快国内优质商场布局，单店店效分别同比-2.0%/3.0%/5.0%至101.8/104.8/110.1 万元/年。

5) 宝鸟：品牌深耕战略核心市场，聚焦区域主流客户，做深做透主流客户的细分覆盖；考虑品牌持续推进上海智能工厂建设，逐步提升安徽工厂生产效率，同时积极推进合肥 100 万套智能制造生产项目，我们预计 24-26 年品牌将稳步增长，分别实现营业收入 10.6/11.1/11.9 亿元，同比增速分别为 2.0%/5.0%/7.0%。

综合考虑下，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 54.9/59.4/65.7 亿元，同比增速分别为 4.4%/8.2%/10.6%。

毛利率方面，随公司控制终端折扣，不断发力毛利率较高的直营渠道，公司整体毛利率有望逐步提升，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 64.9%/65.0%/65.2%。

表13：公司分品牌收入预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4312.76	5253.63	5486.37	5938.64	6568.17
yoy	-3.11%	21.82%	4.43%	8.24%	10.60%
毛利率	62.74%	64.71%	64.93%	65.04%	65.22%
HAZZYS					
营业收入 (百万元)	1416.39	1757.97	1872.68	2068.92	2353.05
yoy	-2.48%	24.12%	6.53%	10.48%	13.73%
门店数 (家)	417	457	482	517	560
yoy	3.99%	9.59%	5.47%	7.26%	8.32%
单店店效 (万元/年)	339.66	384.68	388.52	400.18	420.19
yoy	-6.22%	13.25%	1.00%	3.00%	5.00%
报喜鸟					
营业收入 (百万元)	1475.91	1729.51	1738.19	1841.40	2004.25
yoy	-8.41%	17.18%	0.50%	5.94%	8.84%
门店数 (家)	804	817	805	820	842
yoy	1.01%	1.62%	-1.47%	1.86%	2.68%
单店店效 (万元/年)	183.57	211.69	215.92	224.56	238.03
yoy	-9.33%	15.32%	2.00%	4.00%	6.00%
乐飞叶					
营业收入 (百万元)	186.14	261.53	320.25	373.75	426.12
yoy	-	40.50%	22.45%	16.71%	14.01%
门店数 (家)	66	75	82	87	91
yoy	-	13.64%	9.33%	6.10%	4.60%
单店店效 (万元/年)	282.03	348.70	390.55	429.60	468.27
yoy	-	23.64%	12.00%	10.00%	9.00%
恺米切&TB					
营业收入 (百万元)	137.34	178.62	186.24	210.70	241.05
yoy	-63.91%	30.06%	4.27%	13.13%	14.40%
门店数 (家)	162	172	183	201	219
yoy	-	6.17%	6.40%	9.84%	8.96%
单店店效 (万元/年)	84.78	103.85	101.77	104.83	110.07
yoy	-	22.50%	-2.00%	3.00%	5.00%
宝鸟					
营业收入 (百万元)	896.40	1038.66	1059.43	1112.41	1190.27
yoy	22.18%	15.87%	2.00%	5.00%	7.00%

资料来源：Wind、公司公告，民生证券研究院预测

费用率方面, 1) 销售费用率: 随公司进一步加大优质直营渠道拓展, 物业费、货柜等相关费用或将增加带动销售费用率提升, 我们预计 24-26 年公司销售费用率分别为 39.80%/39.85%/39.90%; 2) 管理费用率: 我们预计 24-26 年公司管理费用率将随公司规模扩张稳中略降, 分别为 7.2%/7.0%/6.8%; 3) 研发费用率: 考虑公司旗下多品牌均需持续加强研发投入以满足消费者日益时尚化、个性化的需求, 我们预计 24-26 年公司研发费用率将稳步提升, 分别为 2.2%/2.2%/2.3%; 财务费用率方面, 预计 24-26 年公司财务费用率整体较为稳定, 分别为-0.75%/-0.78%/-0.71%。

表14: 报喜鸟各项费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	39.68%	38.66%	39.80%	39.85%	39.90%
管理费用率	6.47%	7.05%	7.15%	7.00%	6.80%
研发费用率	1.93%	2.07%	2.20%	2.22%	2.25%
财务费用率	-0.78%	-0.95%	-0.75%	-0.78%	-0.71%

资料来源: Wind、公司公告, 民生证券研究院预测

6.2 估值分析

可比公司方面, 我们选择定位中高端的轻商务及运动时尚服饰比音勒芬以及男裤专家九牧王, 计算得, 可比公司 24-26 年 PE 平均值分别为 14/11/10X。公司目前股价对应 24-26 年 PE 为 8/8/7X, PE 估值水平低于可比公司均值, 具备估值优势。

表15: 可比公司 PE 数据

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002832.SZ	比音勒芬	20.68	1.60	1.92	2.27	2.65	20	11	9	8
601566.SH	九牧王	7.42	0.33	0.41	0.56	0.65	30	18	13	11
平均值							25	14	11	10
002154.SZ	报喜鸟	3.94	0.48	0.47	0.52	0.58	8	8	8	7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; 注: 可比公司数据采用 wind 一致预期, 股价采用 2024 年 10 月 18 日收盘价

6.3 投资建议

报喜鸟主品牌在年轻化战略驱动下布局运动西服等差异化品类, 打造差异化形象门店, 有望在稳固传统西服基本盘的同时打开新的阿尔法空间实现增长; 哈吉斯凭借独特的英伦基因、高性价比产品及持续渠道下沉带来的市场空间, 后续有望加速成长, 看好公司中长期潜力, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 6.81/7.56/8.49 亿元, 同比增长-2.4%/10.9%/12.4%, 对应 PE 分别为 8/8/7X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 消费复苏不及预期。若经济增长放缓，消费者购买力与消费信心将受到影响，进而抑制消费需求，致品牌零售终端销售承压，影响公司业绩水平。

2) 新品开发销售不及预期。报喜鸟品牌通过开发运动西服等新品类贡献收入增量，若品牌新品开发销售不及预期，将影响公司收入和利润增长。

3) 门店拓展不及预期。公司旗下各品牌加速拓展直营和加盟渠道以推动品牌规模增长，若公司线下门店拓展进程受外部因素影响而不及预期，公司业绩将受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,254	5,486	5,939	6,568
营业成本	1,854	1,924	2,076	2,284
营业税金及附加	47	50	53	59
销售费用	2,031	2,184	2,367	2,621
管理费用	370	392	416	447
研发费用	109	121	132	148
EBIT	882	894	987	1,111
财务费用	-50	-41	-46	-46
资产减值损失	-117	-82	-88	-96
投资收益	22	21	22	25
营业利润	890	875	968	1,088
营业外收支	9	1	4	5
利润总额	899	876	972	1,092
所得税	170	166	185	208
净利润	729	710	787	885
归属于母公司净利润	698	681	756	849
EBITDA	1,122	1,162	1,292	1,407

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,891	2,579	2,998	3,461
应收账款及票据	661	724	784	848
预付款项	52	55	59	65
存货	1,151	1,094	1,169	1,269
其他流动资产	804	370	380	395
流动资产合计	4,559	4,821	5,391	6,037
长期股权投资	234	246	246	246
固定资产	466	669	801	888
无形资产	236	236	236	236
非流动资产合计	2,496	2,493	2,502	2,542
资产合计	7,055	7,314	7,893	8,580
短期借款	549	506	506	506
应付账款及票据	670	692	758	850
其他流动负债	1,257	1,196	1,272	1,370
流动负债合计	2,477	2,395	2,537	2,727
长期借款	47	42	42	42
其他长期负债	61	62	62	62
非流动负债合计	108	104	104	104
负债合计	2,585	2,499	2,641	2,831
股本	1,459	1,459	1,459	1,459
少数股东权益	129	157	189	224
股东权益合计	4,470	4,815	5,252	5,749
负债和股东权益合计	7,055	7,314	7,893	8,580

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.82	4.43	8.24	10.60
EBIT 增长率	39.09	1.42	10.34	12.55
净利润增长率	52.11	-2.38	10.94	12.37
盈利能力 (%)				
毛利率	64.71	64.93	65.04	65.22
净利润率	13.28	12.42	12.73	12.93
总资产收益率 ROA	9.89	9.31	9.58	9.90
净资产收益率 ROE	16.07	14.63	14.93	15.37
偿债能力				
流动比率	1.84	2.01	2.13	2.21
速动比率	1.29	1.48	1.59	1.67
现金比率	0.76	1.08	1.18	1.27
资产负债率 (%)	36.64	34.17	33.46	33.00
经营效率				
应收账款周转天数	42.95	44.52	44.75	43.79
存货周转天数	226.22	209.99	196.18	192.10
总资产周转率	0.81	0.76	0.78	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.47	0.52	0.58
每股净资产	2.97	3.19	3.47	3.79
每股经营现金流	0.79	0.69	0.74	0.81
每股股利	0.25	0.24	0.27	0.30
估值分析				
PE	8	8	8	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.09	3.96	3.56	3.27
股息收益率 (%)	6.35	6.09	6.75	7.59

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	729	710	787	885
折旧和摊销	241	267	305	296
营运资金变动	105	-74	-113	-107
经营活动现金流	1,154	1,006	1,082	1,181
资本开支	-316	-206	-216	-239
投资	-398	398	0	0
投资活动现金流	-665	258	-195	-213
股权募资	0	0	0	0
债务募资	322	-94	0	0
筹资活动现金流	-82	-576	-467	-506
现金净流量	408	688	420	462

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构 (截至 24 年 6 月 30 日)	5
图 3: 公司年度分红总额 (亿元) 及分红比例	5
图 4: 公司分业务收入 (亿元) 及增速	7
图 5: 公司分业务收入占比	7
图 6: 公司分品牌收入 (亿元) 及增速	8
图 7: 公司分品牌收入占比	8
图 8: 哈吉斯品牌 Logo	9
图 9: 哈吉斯品牌服饰示例	9
图 10: 哈吉斯品牌发展历程	10
图 11: HAZZYS 品牌直营门店数量 (家) 及增速	10
图 12: HAZZYS 品牌加盟门店数量 (家) 及增速	10
图 13: HAZZYS 男装产品核心价格带 (元) 对比	11
图 14: 哈吉斯品牌服饰以“经典英伦风”为设计基础	12
图 15: 哈吉斯 POLO 衫	13
图 16: 哈吉斯女士双排中长款风衣	13
图 17: HAZZYS 女装产品核心价格带 (元) 对比	15
图 18: HAZZYS 天猫旗舰店女装销售占比	15
图 19: HAZZYS 女士产品示例	15
图 20: 哈吉斯季度系列和运动系列产品梳理	16
图 21: “飞屋城堡”巡展义乌万达站	17
图 22: “千寻之冠”巡展金华银泰城站	17
图 23: 2018 年 HAZZYS 温网跨界系列	19
图 24: 2019 年 HAZZYS 温网跨界系列	19
图 25: HAZZYS 整体门店数量 (家) 及增速	20
图 26: HAZZYS 与男装行业其他品牌门店结构对比 (截至 24 年 6 月 30 日)	20
图 27: HAZZYS 分类型门店数量 (家) 及增速	21
图 28: HAZZYS 分类型门店占比	21
图 29: HAZZYS 单店面积 (平方米) 及增速	21
图 30: HAZZYS 单店店效 (万元/年) 及增速	21
图 31: HAZZYS 坪效 (万元/平方米) 及增速	22
图 32: 24H1 HAZZYS 与其他男装品牌的坪效对比	22
图 33: HAZZYS “宠爱缤纷行”会员活动	22
图 34: HAZZYS “会员洗衣节”会员活动	22
图 35: HAZZYS 天猫+京东+抖音合计月度销售额 (亿元) 及增速	23
图 36: HAZZYS 天猫+京东+抖音合计月度销售量 (万件) 及增速	23
图 37: HAZZYS 分省市门店 (截至 24 年 8 月 9 日)	23
图 38: HAZZYS 不同线级门店分布	24
图 39: 报喜鸟品牌发展历程	25
图 40: 报喜鸟品牌收入 (亿元) 及增速	25
图 41: 报喜鸟传统正装“5S”版型	26
图 42: 报喜鸟传统正装使用面料	26
图 43: 报喜鸟品牌代言人	29
图 44: 报喜鸟第十代店铺	29
图 45: 报喜鸟品牌线下渠道总门店数 (家) 及增速	30
图 46: 报喜鸟品牌线下渠道结构	30
图 47: 报喜鸟品牌坪效 (万元/坪) 及增速	30
图 48: 报喜鸟品牌店效 (万元) 及增速	30
图 49: 宝鸟发展历程	31
图 50: 宝鸟产品	32
图 51: 宝鸟品牌收入 (亿元) 及增速	32
图 52: 乐飞叶品牌营业收入 (亿元) 及增速	33
图 53: 乐飞叶品牌线下门店数量 (家) 及增速	33
图 54: 凯米切品牌营业收入 (亿元) 及增速	33

图 55: 凯米切品牌线下门店数量(家)及增速.....	33
图 56: 2013 年-24H1 公司营收(亿元)及增速.....	34
图 57: 2018 年-24H1 公司分渠道营收(亿元)及增速.....	34
图 58: 2018 年-24H1 公司分渠道营收占比.....	34
图 59: 2018 年-24H1 公司分门店营收(亿元)及增速.....	35
图 60: 2018 年-24H1 公司分门店营收占比.....	35
图 61: 2014 年-24H1 公司毛利(亿元)及增速.....	35
图 62: 2014 年-24H1 公司毛利率.....	35
图 63: 公司分渠道毛利率.....	36
图 64: 公司分门店类型毛利率.....	36
图 65: 公司销售费用(亿元)及销售费用率.....	37
图 66: 公司销售费用拆分.....	37
图 67: 公司管理费用(亿元)及管理费用率.....	37
图 68: 公司管理费用拆分.....	37
图 69: 公司研发费用(亿元)及研发费用率.....	38
图 70: 公司研发费用拆分.....	38
图 71: 2014 年-24H1 公司归母净利润(亿元)及增速.....	38
图 72: 2014 年-24H1 公司归母净利率.....	38
图 73: 2014 年-24H1 公司 ROE.....	39
图 74: 报喜鸟与业内其他公司的 ROE 对比.....	39

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司核心管理团队.....	6
表 2: 公司品牌矩阵.....	7
表 3: HAZZYS 对比 Ralph Lauren、TOMMY HILFIGER、比音勒芬.....	12
表 4: HAZZYS 产品所用面料/工艺及介绍.....	14
表 5: HAZZYS 与拉夫劳伦、汤米、比音勒芬等品牌的研发及生产模式对比.....	16
表 6: HAZZYS 代言人梳理.....	18
表 7: HAZZYS 品牌参加/举办时装周活动示例.....	18
表 8: HAZZYS 联名整理.....	20
表 9: 报喜鸟品牌产品简介.....	26
表 10: 运动西服产品介绍.....	27
表 11: 轻正装产品介绍.....	28
表 12: 公司 ROE 拆解.....	39
表 13: 公司分品牌收入预测.....	41
表 14: 报喜鸟各项费用率预测.....	42
表 15: 可比公司 PE 数据.....	42
公司财务报表数据预测汇总.....	44

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026