

报喜鸟 (002154)

买入 (维持)

中高端男装引领者，多品牌矩阵共驱成长

2024年01月17日

市场数据

日期	2024/1/17
收盘价(元)	6.37
总股本(百万股)	1,459
流通股本(百万股)	1,087
净资产(百万元)	4,198
总资产(百万元)	6,658
每股净资产(元)	2.88

: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证纺服】报喜鸟 2023 年三季报点评：盈利维持优异表现，中高端男装景气度延续

【兴证纺服】报喜鸟 2023 年半年报点评：二季度终端恢复强劲，业绩表现优异

【兴证纺服】报喜鸟 2023 半年度业绩预告点评：业绩超预期，公司品牌势能持续释放

【兴证纺服】报喜鸟 2023 年一季报点评：业绩超预期，品牌 alpha 属性持续演绎

【兴证纺服】报喜鸟 2022 年报点评：行稳致远，2022 年业绩表现稳健

投资要点

- 深耕男装行业二十载，中高端男装行业引领者。**①公司组建于 1996 年，2007 年于深交所上市，目前是国内领先的中高端男装集团。公司自有品牌包括报喜鸟、所罗、恺米切、亨利格兰及东博利尼等，代理了哈吉斯及乐飞叶等国际品牌，满足中高端男士不同场合下的着装需求，其中 HAZZYS/报喜鸟/宝鸟为公司主要品牌，2023H1 合计贡献 88.2%的收入。此外，公司还拥有宝鸟和衣俪特等团购品牌。②2013-2016 年公司处于探索转型期，业绩低迷。2017 年始公司全面改革，业务聚焦，2018 年确认实控人，公司业绩快速恢复，2017-2021 年营收/归母净利润 CAGR 为 14.4%/105.7%。2022 年受疫情影响，公司业绩略有波动，营收/归母净利润同比-3.11%/-1.20%至 43.13 亿元/4.59 亿元。2023 年公司业绩快速恢复，2023Q1-3 公司实现营业收入 36.67 亿元，同比+20.71%，实现归母净利润 5.55 亿元，同比+44.39%。
- 哈吉斯品牌：品牌力构筑护城河，渠道发力带来成长。**1) HAZZYS 主打轻奢领域高性价比品牌。选取线上男装羽绒服、针织衫、衬衫、裤装等几个核心品类的价格带看，HAZZYS/Tommy/Lacoste 价格带接近，比音勒芬及拉夫劳伦价格带高于其他三个品牌。2023 年随着消费环境恢复及折扣回升，HAZZYS 均价提升较好，超过 2019 年同期水平。2) 适应本土化需求：HAZZYS 主打英伦风格，同类型的海外品牌以美式风格或法式风格为主。从版型上看，由于 2011 年报喜鸟已经获得 HAZZYS 的独家商标代理权并于 2012 年进行本土化设计生产，因此风格设计及版型基本以国人的喜好为主，但 Tommy、Laugh Lauren 及 Lacoste 等国外品牌基本还是以海外总部的货品为主，本土化程度较低，因此从版型和设计上看，HAZZYS 本土化更为成功，更能适应中国市场的需求。3) 渠道：①从线上各渠道官方旗舰店粉丝数量看，2023 年 12 月 HAZZYS 粉丝数合计 601 万个，远高于竞品粉丝数量。②线下门店精细化管理，门店运营质量高。从门店管理角度看，由于外资品牌主要管理权仍在海外母公司，因此外资品牌对门店的具体运营管理较弱，但 HAZZYS 作为本土品牌经营管理细致。如 HAZZYS 销售主管基本以周为单位进行门店视察，外资品牌的门店视察频率多以月为频次。从店效和坪效方面看，我们测算 2021 年 HAZZYS 直营门店店效超过 350 万元，坪效 3.0 万元/平米，门店运营质量较高。4) 未来成长空间看，随着中产阶级持续壮大，低线城市消费力提升，购物中心及奥莱渠道增长，我们认为 HAZZYS 门店仍有翻倍成长空间。
- 报喜鸟品牌：聚焦西装赛道，推出运动西装引领行业潮流。**1) 产品方面：报喜鸟坚定突出西装核心品类优势，做深做透西服品类，并从高端产品、旗舰产品、引流产品三个层面覆盖全年龄段客群。从 1996 年开始，报喜鸟不断迭代研发，先后推出过新风格西服、挺柔西服、全麻 CEO 西服、清凉西服等明星产品，同时打造适合婚庆等正式场合着装的礼服产品。除了传统的经典套西和高级定制西服外，报喜鸟还洞察 90 后、00 后消费者的生活习惯，开发出能丰富搭配的潮流单西以及适合多种场景并易于打理的轻正装和运动西装，打破传统西装低频以及功能性消费特点，提升西服消费频次，引领行业发展。从线上收入占比看，2022 年报喜鸟套装和西装收入占

比合计达 32.8%，套装及西装品类优势明显。2) **品牌形象方面**：通过品牌 logo 革新、聘请张若昀为品牌代言人，以及利用梯媒和社交媒体宣传等多种方式，报喜鸟品牌形象逐渐年轻化，且品牌声量不断提升。公司 2020 年-2023 年的百度搜索指数和资讯指数概览仅次于雅戈尔，远高于其他同行（蓝豹、沙驰及威克多）。3) **品牌表现**：从男装行业收入表现看，2017-2022 年报喜鸟品牌收入复合增速跑赢行业。2017-2022 年报喜鸟品牌收入复合增速为 6.4%，雅戈尔品牌为 2.3%，九牧王品牌/中国利郎/七匹狼/ 之家主品牌/太平鸟男装收入复合增速分别为 -0.7%/4.8%/0.5%/-1.4%/3.0%。一方面，我们认为西装行业集中度可能呈现提升趋势，公司作为行业龙头受益，另一方面，公司改革成效显著，单店店效及线上运营效率有所提升，带动业绩成长。

- **盈利预测**：弱消费背景下，公司表现持续跑赢行业，产品力、渠道力和品牌力优越性凸显。运动时尚赛道高景气属性明显，对照比音勒芬，HAZZYS 仍有较大的拓店空间，中长期成长空间确定，品牌势能逐步凸显；商务男装及团购行业格局不断优化，报喜鸟品牌及宝鸟有望稳健增长；乐飞叶及恺米切等品牌运营模式逐渐跑通，门店有望持续扩张。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.83/7.99/9.42 亿元，同比 +48.9%/+17.1%/+17.8%，对应 2024 年 1 月 17 日收盘价，PE 分别为 13.6X/11.6X/9.9X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：渠道发展不及预期；存货减值风险；行业格局恶化，折扣加深。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4313	5274	6073	7001
同比增长	-3.1%	22.3%	15.2%	15.3%
归母净利润(百万元)	459	683	799	942
同比增长	-1.2%	48.9%	17.1%	17.8%
毛利率	62.7%	64.4%	64.6%	64.9%
ROE	11.7%	15.8%	17.0%	18.4%
每股收益(元)	0.31	0.47	0.55	0.65
市盈率	20.3	13.6	11.6	9.9

：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、公司简介：历尽千帆，中高端男装龙头奋勇前进.....	- 5 -
1.1、报喜鸟：深耕男装行业二十载，构建男装多品牌矩阵.....	- 5 -
1.2、发展历程：聚焦服装主业，改革焕发新生.....	- 6 -
1.3、股权结构趋于集中，实控人定增显信心.....	- 10 -
2、HAZZYS 品牌：品牌力构筑护城河，渠道发力带来成长.....	- 10 -
2.1、产品力：产品系列丰富，注重研发品质卓越.....	- 11 -
2.2、品牌力：入驻优质渠道及优选代言人，中高端品牌形象稳固.....	- 14 -
2.3、竞争对手分析：轻奢领域高性价比品牌，风格版型适合国人需求.....	- 15 -
2.4、未来空间：成长赛道，线下扩张空间大.....	- 19 -
3、报喜鸟品牌：聚焦西装赛道，推出运动西装引领行业潮流.....	- 24 -
3.1、深耕西装领域，引领西服市场潮流.....	- 24 -
3.2、多维改革，品牌形象年轻化时尚化升级.....	- 27 -
3.3、渠道稳健扩张，品牌收入呈现增长趋势.....	- 29 -
4、宝鸟团购稳健发展，培育品牌逐渐成熟.....	- 31 -
5、盈利预测与估值.....	- 33 -
6、风险提示.....	- 35 -

图 目 录

图 1、报喜鸟旗下品牌情况.....	- 5 -
图 2、2017 年始公司营业收入及利润逐渐改善.....	- 6 -
图 3、公司发展历程.....	- 7 -
图 4、公司各品牌收入情况（单位：亿元）.....	- 8 -
图 5、公司各品牌收入增速情况.....	- 8 -
图 6、公司各个品牌收入占比.....	- 9 -
图 7、2012-2023H1 公司毛利率和净利率.....	- 9 -
图 8、2012-2023H1 公司 ROE（加权）.....	- 9 -
图 9、公司最新股权结构（截至 2023 年 1 月 16 日）.....	- 10 -
图 10、2017-2023H1 HAZZYS 营业收入情况.....	- 11 -
图 11、HAZZYS 品牌形象图.....	- 11 -
图 12、公司核心产品系列情况.....	- 11 -
图 13、公司每年推出不同的运动系列/主题系列/联名系列产品.....	- 12 -
图 14、公司推出的箱包及鞋履产品.....	- 13 -
图 15、公司精心选择原材料/面料，细节处精雕细琢.....	- 13 -
图 16、HAZZYS 北京门店大多在核心商圈.....	- 14 -
图 17、HAZZYS 的代言人及品牌大使情况.....	- 14 -
图 18、HAZZYS 明星店长活动及主题系列代言人/品牌大使情况.....	- 15 -
图 19、中高端品牌风格对比.....	- 15 -
图 20、男装部分核心品类天猫价格带对比（单位：元）（2023 年 12 月统计）.....	- 17 -
图 21、男装部分核心品类 2019-2023 年天猫均价对比（单位：元）.....	- 17 -
图 22、中高端品牌线上平台官方旗舰店粉丝数量情况（单位：万个）（2023 年 12 月 24 日统计）.....	- 18 -
图 23、中高端品牌线上销售规模（单位：亿元）.....	- 18 -

图 24、HAZZYS 门店数量情况	- 19 -
图 25、HAZZYS 直营和加盟门店数量情况	- 19 -
图 26、HAZZYS 门店平均面积	- 19 -
图 27、HAZZYS 直营和加盟门店平均面积情况	- 19 -
图 28、中国家庭可支配收入情况（单位：百万户）	- 20 -
图 29、2022 年中国各收入群体实际支出比例	- 20 -
图 30、奢侈品市场分布	- 20 -
图 31、中国购物中心数量及同比增速	- 21 -
图 32、中国一二线购物中心数量比例	- 21 -
图 33、2021 年全国新开购物中心各级城市占比	- 21 -
图 34、全国奥莱总数量	- 21 -
图 35、全国奥莱总体量变化（万平方米）	- 22 -
图 36、2023 年筹开奥莱项目城市分布数量及占比	- 22 -
图 37、中高端男装品牌各线城市门店数量占比情况	- 23 -
图 38、公司西装产品系列全面	- 25 -
图 39、运动西装打破以往传统西装版型	- 25 -
图 40、运动西装打造零负担穿着体验	- 25 -
图 41、运动西装多使用抗皱舒适优质面料，穿着舒适	- 26 -
图 42、品牌 logo 改造前后	- 27 -
图 43、报喜鸟门店改造前后	- 28 -
图 44、公司历代代言人情况	- 28 -
图 45、PRONOUNCE 与报喜鸟联名产品	- 29 -
图 46、报喜鸟品牌门店数量（单位：家）	- 30 -
图 47、报喜鸟品牌分渠道门店数量（单位：家）	- 30 -
图 48、2017-2023H1 报喜鸟品牌收入及同比增速情况	- 30 -
图 49、2017-2023H1 宝鸟收入及增速	- 31 -
图 50、宝鸟收入占公司总收入比例	- 31 -
图 51、乐飞叶产品宣传图	- 32 -
图 52、恺米切品牌宣传图	- 32 -

表目录

表 1、公司四大业务板块	- 8 -
表 2、中高端品牌对比情况	- 16 -
表 3、2022 年中高端品牌男装收入占比前五品类情况	- 16 -
表 4、直营门店店效测算及直营门店净利率测算	- 18 -
表 5、中国服装各个子板块 CR10 情况（单位：%）	- 22 -
表 6、服装子板块收入增速及复合增速情况	- 23 -
表 7、HAZZYS 开店数量测算（单位：家）	- 24 -
表 8、2022 年中高端商务装主要品牌主要品类线上收入占比情况	- 26 -
表 9、2022 年中高端商务装主要品牌主要品类线上均价情况（单位：元）	- 27 -
表 10、2022 年中高端商务装主要品牌主要品类线上销售额情况（单位：百万元）	- 27 -
表 11、商务男装品牌百度指数情况（时间区间：2020.1.1-2023.12.31）	- 29 -
表 12、男装品牌 2017-2022 年收入增速情况：报喜鸟品牌复合增速跑赢商务男装、商务休闲男装及时尚男装行业增速	- 30 -
表 13、公司盈利预测假设	- 34 -
表 14、公司盈利预测结果	- 35 -

报告正文

1、公司简介：历尽千帆，中高端男装龙头奋勇前进

1.1、报喜鸟：深耕男装行业二十载，构建男装多品牌矩阵

公司组建于1996年，2007年于深交所上市，目前发展为国内领先的中高端男装集团。公司2015年确定“一主一副，一纵一横”发展战略，服装主业坚持横向多品牌发展，投资副业以促进服装主业发展为原则，并纵深构建全品类私人定制的核心竞争力。品牌端，公司自有或代理了报喜鸟、HAZZYS、宝鸟、恺米切、乐飞叶等品牌，满足中高端男士不同场合下的着装需求。制造端，2016年公司完成智能化生产升级，实现工业4.0智能制造在中国服装行业的首次运用，并继续向全面互联网化迈进，目前公司拥有温州永嘉、上海松江、安徽合肥成立三大生产基地。

图 1、报喜鸟旗下品牌情况

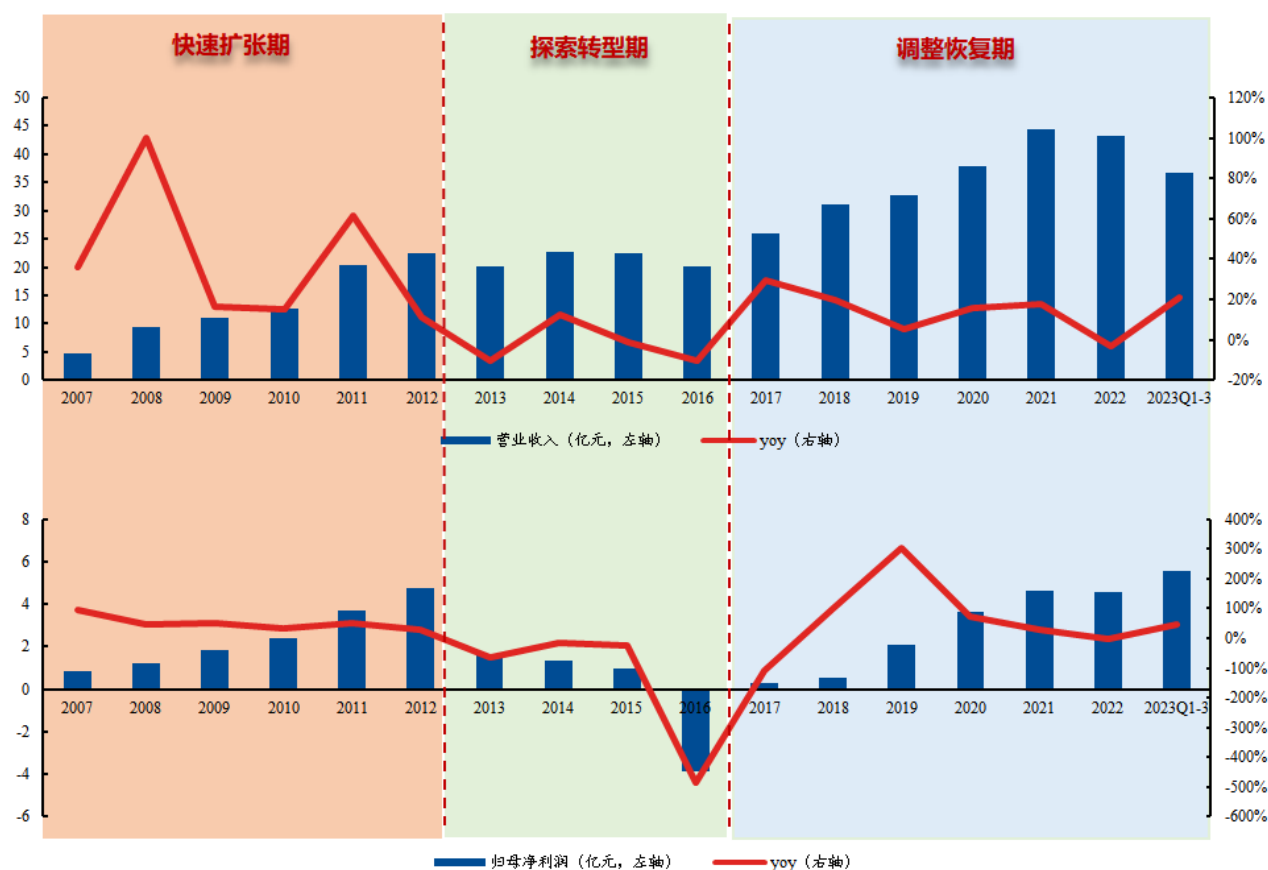
品牌性质	品牌名称	品牌标志	来源	品牌定位	特点	目标客户	价格带	城市级别
成熟品牌	报喜鸟		自有	中高档商务男装	高贵、儒雅、精致	30-50岁自信、儒雅尊贵的白领、商务人士	西服：3000-5000元/套	全国1-5线城市
	HAZZYS (哈吉斯)		代理	中高档英伦风格男装、女装品牌	经典英伦风格	25-40岁时尚、品味的都市精英	800-7000元/件	全国1-3线城市
	宝鸟BONO		自有	职业装团购品牌	高端职业装定制	具有统一着装需求的高端商务组织	西服：1000-2000元/套 衬衫：150-400元/件	全国1-5线城市
	所罗		自有	意大利高级男装定制品牌	高端私人定制	追求品质的商务高端人士	西服：4000-6000元/套	全国（强势：山东、浙江、江苏、湖南、陕西、甘肃）
成长品牌	恺米切		自有	意大利专业衬衫品牌	免烫工艺	30-45岁中产阶级、商务人士	1199-1599元/件	全国1-3线城市
	乐飞叶		代理	高档户外休闲品牌	户外时尚	30-50岁户外休闲爱好者	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）
培育品牌	亨利·格兰		自有	中高档英伦高尔夫男装	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	外套1500-4000元/件；内搭500-3000元/件	华东、东北（3-4线城市）
	衣佰特		合作	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	秋冬款：500-800元/套 春夏款：300-350元/件	东北/华北/华东/西北（1-3线城市）
	东博利尼		自有	意大利轻奢男装品牌	风格经典、品质精良	30-45岁追求精致生活的中产阶层人士	单西：2980-5980元/件 裤子：1680-2480元/条 衬衫：1180-1680元/件	湖北、江苏、西安、成都（1-2线城市）

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

随着公司回归主业，将顺发展战略及发展重点，自2017年起，公司经营向好，营收净利稳步回升。2012年之前公司发展快速，2007-2012年营收/归母净利润CAGR为36.9%/41.9%。2012-2016年期间随着行业增速放缓，公司进入探索期，业绩表现不佳，2016年公司实现亏损3.87亿元。2017年将顺业务发展路径，业

绩表现向好。2017-2021 年营收/归母净利润 CAGR 为 14.4%/105.7%。2022 年受疫情影响，公司业绩略有波动，营收/归母净利润同比-3.11%/-1.20%至 43.13 亿元/4.59 亿元。自疫情管控政策放开后，公司业绩快速恢复，2023Q1-3 公司实现营业收入 36.67 亿元，同比+20.71%，实现归母净利润 5.55 亿元，同比+44.39%。

图 2、2017 年始公司营业收入及利润逐渐改善



资料：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、发展历程：聚焦服装主业，改革焕发新生

初创成长期 (1981-2007): 1996 年，报喜鸟服饰集团由浙江报喜鸟制衣有限公司、浙江纳士制衣有限公司和浙江奥斯特制衣有限公司三家企业合并组建，集团前身为 1981 年吴志泽先生创办的永嘉县华侨西服厂。2007 年报喜鸟集团联合其创始人吴志泽、吴真生、陈章银、吴文忠和叶庆对报喜鸟服饰股份有限公司发起上市，并成功登陆 A 股市场，成为温州第一家上市鞋服类企业。2003 年开始公司加大对非西服类服装的开拓力度并进行品牌延伸，致力于将报喜鸟拓展为综合服饰品牌。

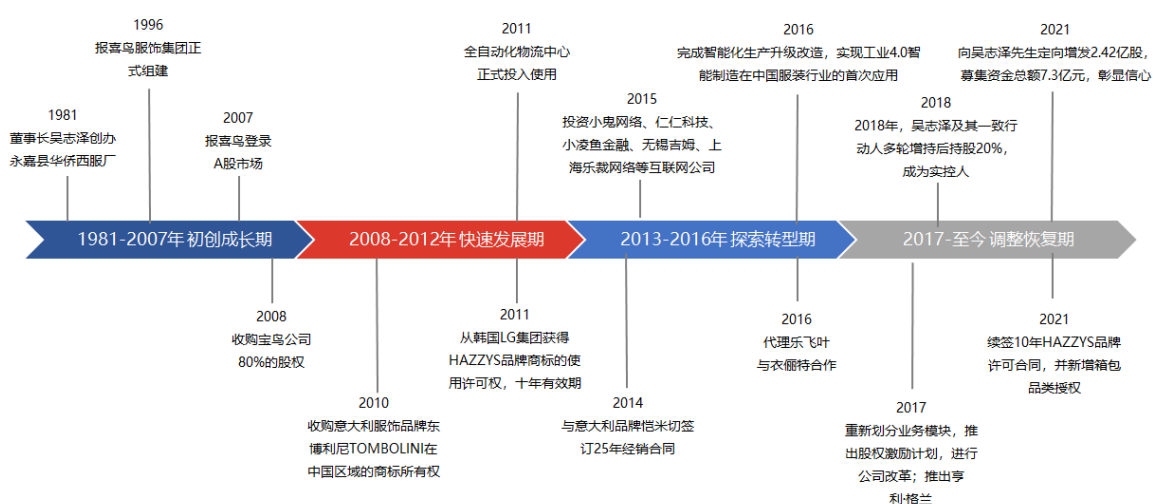
快速发展期 (2008-2012): 自 2007 年深交所中小板上市以来，公司快速扩张，并通过收购、代理等方式初步建立品牌矩阵。收入端，营业收入与归母净利润快

速增长，2007-2012年年复合增长率分别为37%/42%。品牌端，公司2008年全资收购宝鸟公司，2010年收购意大利服饰品牌东博利尼在中国的商标所有权，2011年与韩国LG公司（后更名为LF公司）合作，获得HAZZYS品牌的十年代理权。渠道端，2011年启动区域巨人计划，加强对加盟商的扶持，同时重点推进大店建设，提高单店业绩，盈利能力大幅提升。

探索转型期（2013-2016）：（1）品牌服装行业低迷，公司收入与盈利承压，2013年出现上市以来首次下滑。2015年公司投资小鬼网络、仁仁科技、小凌鱼金融、无锡吉姆、上海乐裁网络等互联网公司，打造多元化布局矩阵。（2）与此同时，2015年公司成功部署工业4.0智能化生产。品牌方面，公司主品牌报喜鸟、优势品牌HAZZYS在转型期间实行聚焦战略，关闭低效店铺和报喜鸟女装业务。此外，2015年公司提出“一主一副、一纵一横”的总体发展战略，2014-2016年期间与意式衬衫品牌恺米切、法国户外休闲品牌乐飞叶签约并获得品牌代理权，与校服品牌衣侣特开展合作，多品牌矩阵不断扩大。

调整恢复期（2017至今）：2017-2021年公司营业收入与归母净利润恢复增长。为应对服装零售行业低迷与投资失利，2017年起给公司实行全面改革，优化公司管理框架，重新划分四大业务模块，聚焦服装主业的发展，加强对品牌的运营管理，加快网点拓展并提高单点质量。此外，由于互联网投资业务不断亏损，公司于2018-2021年期间陆续出售了相关资产。2018年7月吴志泽及其一致行动人吴婷婷、上海金纱成为公司实控人，2021年公司向吴志泽先生定向增发股票，显示对公司未来发展的信心。2021年公司与韩国LF公司签约，将继续代理HAZZYS品牌。

图3、公司发展历程



资料：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2017年，公司重新划分四大业务板块。其中，报喜鸟本部主要运营自有品牌报

喜鸟、亨利格兰、专业定制品牌所罗等，凤凰国际本部主要运营国际代理品牌 HAZZYS、恺米切、乐飞叶等。宝鸟本部聚焦于 B2B 团购定制业务，主要运营自有品牌宝鸟、校服品牌衣俪特。凤凰销售本部和创投本部则分别负责渠道运营和对外投资。

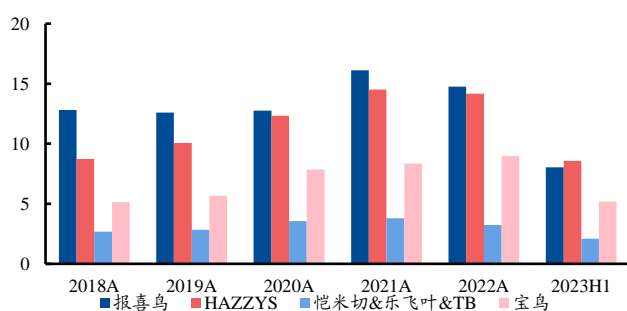
表 1、公司四大业务板块

业务部门	负责业务	管理品牌
报喜鸟本部	专业定制服务	报喜鸟、亨利格兰、所罗、智能生产
凤凰国际本部	国际代理品牌	哈吉斯、恺米切、乐飞叶、东博利尼
宝鸟本部	B2B 团购定制业务	自有品牌宝鸟、校服品牌衣俪特
凤凰销售本部和创投本部	线上线下渠道运营和对外投资	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分品牌看，HAZZYS 保持较快增速，报喜鸟、宝鸟及小品牌稳健增长。①受益于景气的运动时尚潮流，HAZZYS 表现突出，2018-2022 年 HAZZYS 收入复合增速为 12.88%，2023H1 同比增长 29.6%至 8.58 亿元。②2020 年报喜鸟品牌提出年轻化转型目标并加强营销，2021 年成效明显，报喜鸟同比+26.3%至 16.12 亿元，2023H1 稳健恢复，同比+14.2%至 8.03 亿元。③职业装市场成熟，2018-2022 年宝鸟基本维持个位数稳定增长，2020 年收入同增 38.6%主要系宝鸟生产隔离衣等防疫物资；2023 年疫后随着定制团购服务增强，叠加公司近几年开拓新客户顺利，收入增速加快，2023H1 同比+23.3%至 5.19 亿元。④公司扎实培育小品牌，2018-2022 年恺米切&乐飞叶&TB 收入 CAGR 为 4.93%，2023H1 乐飞叶品牌表现亮眼，同增 55.64%。

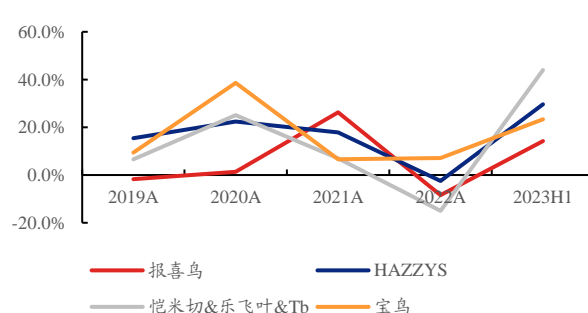
图 4、公司各品牌收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：报喜鸟品牌收入中包含亨利·格兰品牌的收入；2021 年及之前宝鸟包含衣俪特校服，2021 年之后衣俪特校服计入其他

图 5、公司各品牌收入增速情况



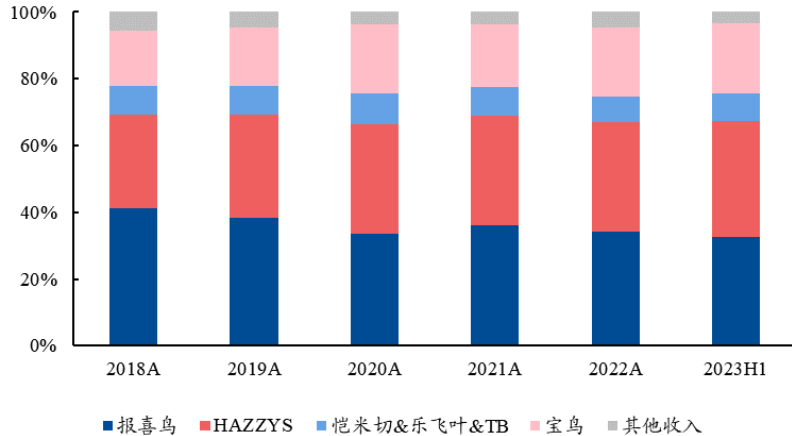
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：报喜鸟品牌收入中包含亨利·格兰品牌的收入；2021 年及之前宝鸟包含衣俪特校服，2021 年之后衣俪特校服计入其他

从收入占比看，HAZZYS 逐渐成为收入主力，宝鸟占比稳中有升。HAZZYS 收

入占比由 2018 年的 28.1% 提升至 2023H1 的 34.7%。宝鸟占比略有提升，由 2018 年的 16.5% 提升至 23H1 的 21.0%。恺米切&乐飞叶&TB 收入占比基本稳定在 7.5%~9.5% 之间。随着其他品牌成长，报喜鸟收入占比略有下降，由 2018 年的 41.2% 下降至 2023H1 的 32.5%。

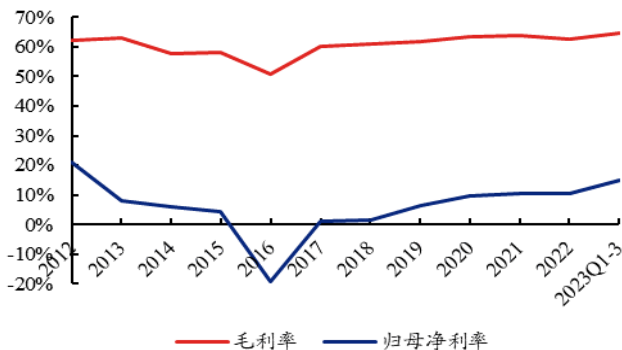
图 6、公司各个品牌收入占比



资料：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

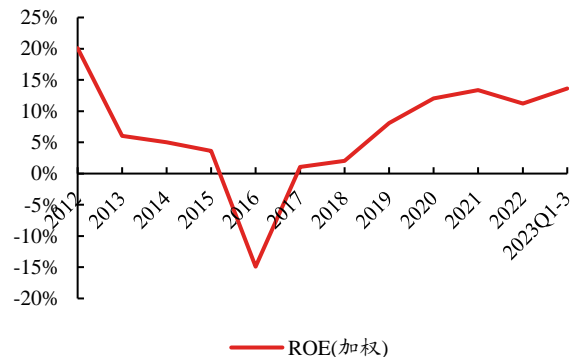
公司品牌优势确立后，盈利能力稳步提升。2013-2016 年间公司受业务调整及互联网领域投资亏损影响，毛利率、净利率一路下滑，2017 年起公司重新划分四大业务模块，当年即摆脱亏损，2017 年毛利率/净利率分别为 60.3%/1.0%。随后盈利水平逐渐恢复，2022 年毛利率/归母净利率达 62.7%/10.6%，较 2017 年提升 2.4pct/9.6pct。2023Q1-3 公司毛利率/净利率分别达到 64.6%/15.1%。公司净资产收益率（加权）也快速回升，2022 年达 11.2%，较 2017 年增长 10.2%。

图 7、2012-2023H1 公司毛利率和净利率



资料：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2012-2023H1 公司 ROE（加权）



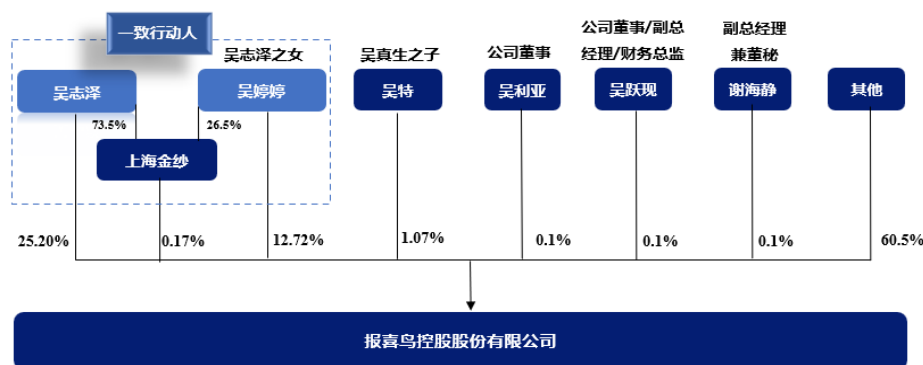
资料：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构趋于集中，实控人定增显信心

公司 2018 年确定实控人，业务运营稳定性增强。2018 年以前，公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。2017 年至 2018 年第一大股东吴志泽女儿吴婷婷多次增持股份，2018 年 7 月吴婷婷再次增持完成后，公司第一大股东吴志泽及其一致行动人吴婷婷、上海金纱投资有限公司合计持股比例提升至 20.0%，吴志泽与一致行动人吴婷婷、上海金纱（吴志泽持有上海金纱 73.50%股权，吴婷婷持有上海金纱 26.50%股权）成为公司实际控制人。

实控人参与定增彰显对公司长期稳健发展的信心。2022 年 1 月，公司完成向实控人定增募资 7.3 亿元，实控人持股占比达 38.09%，其中吴志泽持股占比由 10.35% 提升至 25.20%，吴志泽之女直接持股比例为 12.72%，一致行动人上海金纱持股比例为 0.17%。定增显示出实控人对于公司长期发展的信心，同时进一步提高了股权结构的集中度和稳定性。

图 9、公司最新股权结构（截至 2023 年 1 月 16 日）



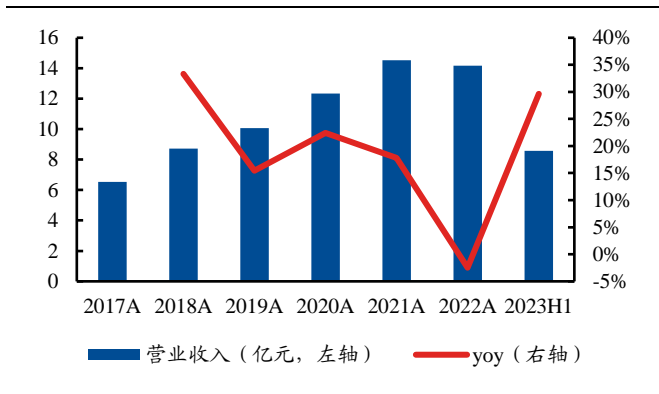
资料：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、HAZZYS 品牌：品牌力构筑护城河，渠道发力带来成长

HAZZYS 由韩国 LF 公司创立于 2000 年，定位中高端英伦休闲风。2011 年报喜鸟获得了 HAZZYS 的品牌商标使用许可权，正式运营 HAZZYS。2012 年 HAZZYS 开始组建中国的自主研发团队，遵循韩方季度开发主题，结合国内市场需求进行自主研发，优化版型以满足国人需求，推进品牌本土化。同时 HAZZYS 借助报喜鸟渠道资源迅速开店，实现销售收入的快速增长。2021 年，报喜鸟控股及全资子公司迪美瑞与韩国 LF 公司续签了《品牌许可合同》，在原来主要条款基本保持不变的基础上，新增箱包品类的授权，其中男女装代理权有效期 10 年，箱包

有效期为 3 年。2022 年 HAZZYS 实现收入 14.16 亿元，同比下降 2.5%，2023H1 实现收入 8.58 亿元，同比增长 29.6%。

图 10、2017-2023H1 HAZZYS 营业收入情况



资料：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、HAZZYS 品牌形象图



资料：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、产品力：产品系列丰富，注重研发品质卓越

HAZZYS 产品系列多元化，层次丰富。公司核心系列分为 BASIC 商旅系列、BASIC 休闲系列、俱乐部系列及 YOUNG 系列满足消费者不同场景的穿着需求。除基础核心系列外，公司还打造了高尔夫、网球及滑雪系列，以更好满足中高端人士的运动服装需求。2022 年始公司开设高尔夫门店，开启高尔夫新系列，由于目前门店较少，高尔夫系列产品主要从韩国 HAZZYS 选品。除此之外，公司每年会开设不同的主题系列以及进行联名合作，以丰富产品 SKU 及扩大产品影响力，2023 年以来公司分别推出了 ICONIC 系列、植物印染系列及 Premium 系列等。品类拓展方面，公司也持续发力。自 2020 年开始公司陆续推出箱包及鞋履系列，以提升连带率，2022 年 HAZZYS 在杭州银泰百货开出了皮具首店。

图 12、公司核心产品系列情况



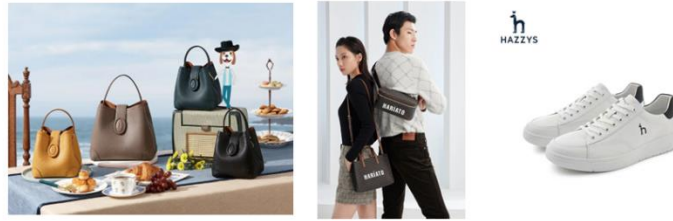
资料：微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司每年推出不同的运动系列/主题系列/联名系列产品



资料：微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司推出的箱包及鞋履产品



资料：微信公众号，天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

HAZZYS 产品品质优异，面料功能性强，细节处精雕细琢。①公司精选原材料，多采用 100%精梳纯棉及澳毛等优质原材料。②在面料端也注重功能性，比如使用双面空气层面料，可有效降低热量散发；部分面料使用 regal 液氨处理，使得布料光泽、手感柔软奢华、舒适有型。在面料编织手法方面也打造更多穿着体验感，如使用毛圈布工艺，正面采用平滑针织，手感细腻，内里毛圈感针织，增加面料厚实度，穿着更加蓬松温暖。③此外，在 logo、立领、腰带、口袋等方面，HAZZYS 都细致雕琢，以呈现更好的产品。

图 15、公司精心选择原材料/面料，细节处精雕细琢

精选原材料及面料

工艺精细处理

Material

100%精梳纯棉

好体感源于好面料，甄选高弹精梳棉

- 100%精梳
- 柔软亲肤
- 吸湿透气

羊绒混纺 加倍保暖

采用羊绒、羊绒羊毛混纺的面料

羊绒混纺羊毛混纺面料柔软舒适，提升羊毛制品的保暖性能

双面空气层面料

有效降低热量散发 轻便保暖

REGAL 液氨整理

有效柔软亲肤 提升光泽 舒适有型

毛圈布工艺

正面 毛圈

面料正面采用平滑针织，手感细腻，内里毛圈感针织，增加面料厚实度，穿着更加蓬松温暖。

细节处精雕细琢

刺绣LOGO

胸前LOGO采用刺绣工艺，图案立体，精致有型。

腰带

HAZZYS提花LOGO 设计 更具品牌形象感

5.5CM螺纹立领

采用螺纹编织方法，使领型不易变形。

斜插口袋

斜插口袋贴合身形

品牌领标

领部采用彩条包边，增加品质感。

大翻领设计

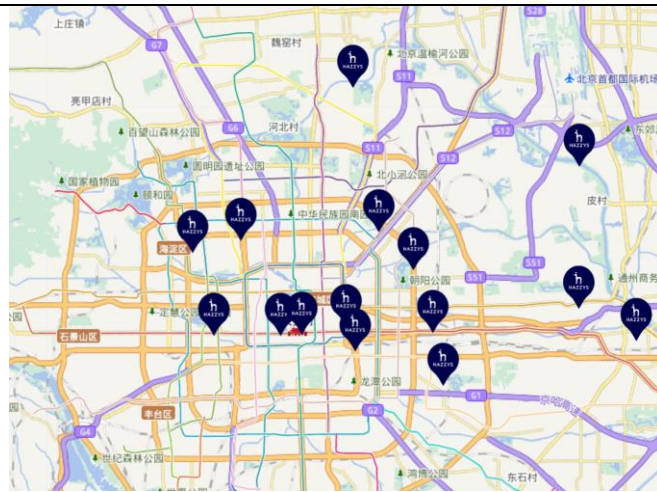
大翻领和不对称设计门襟设计 廓形宽松易穿搭

资料：天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、品牌力：入驻优质渠道及优选代言人，中高端品牌形象稳固

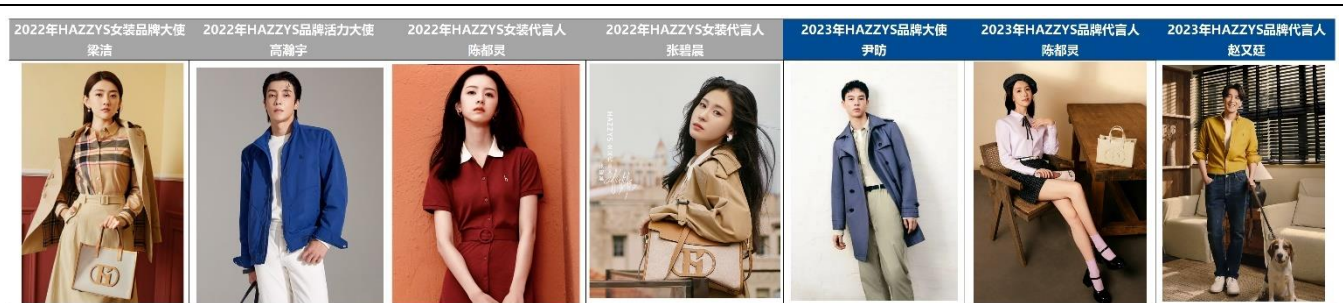
优质门店建立中高端品牌形象，代言人及品牌大使扩大品牌影响力。HAZZYS自2011年进入中国后，渠道对品牌较为认可，因此能入驻到较多优质商场，如北京的朝阳区SKP综合店及西单汉光百货店等。公司通过优质门店渠道建立了较好的品牌形象。随着HAZZYS的盈利能力逐渐提升，品牌加大营销力度，2020年邀请谭松韵担任女装代言人，2022年邀请张碧晨和陈都灵担任女装代言人，扩大女装营销力及提升女装销售收入，同时聘请梁洁及高瀚宇为品牌大使。2023年HAZZYS邀请陈都灵及赵又廷成为品牌代言人，由女装代言人升级至品牌代言人，品牌宣传力度进一步提升。

图 16、HAZZYS 北京门店大多在核心商圈



资料：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、HAZZYS 的代言人及品牌大使情况



资料：微信公众号，天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

多维度举办营销活动，品牌声量提升。日常营销活动方面，公司邀请品牌代言人出席明星店长活动，线下实地宣传当季新品。同时，公司针对一些主题系列还聘请了代言人及品牌大使进行宣传，如李一桐为2020年云朵系列代言人，白宇帆为2021年HRC系列代言人，以更好推广当季主题。赛事方面，2018-2020年公司联名世界级大满贯赛温网推出产品，顶级赛事助力HAZZYS建立中高端品牌形象。此外，公司不定时赞助区域线下赛事，增强用户粘性，如2023年7月与

中国网球巡回赛系列赛企业家联赛进行合作赞助，2022年6月与BMW杯高尔夫球邀请赛进行合作赞助。

图 18、HAZZYS 明星店长活动及主题系列代言人/品牌大使情况



资料来源：微信公众号，天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、竞争对手分析：轻奢领域高性价比品牌，风格版型适合国人需求

主打稀缺英伦风，产品适应国人喜好。HAZZYS 主打英伦风格，同类型的海外品牌以美式风格或法式风格为主，同时 HAZZYS 产品的色彩和设计相较更加年轻化。从版型上看，由于 2011 年报喜鸟已经获得 HAZZYS 的独家商标代理权并于 2012 年进行本土化设计生产，因此风格设计及版型基本以国人的喜好为主，但 Tommy、Lauph Lauren 及 Lacoste 等国外品牌基本还是以海外总部的货品为主，本土化程度较低，因此从版型和设计上，HAZZYS 本土化更为成功，更能适应中国市场的需求。

图 19、中高端品牌风格对比



资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、中高端品牌对比情况

品牌名称	产品风格	版型	主要消费客群	起源国家	品牌成立时间	品牌进入中国时间
HAZZYS	中高端经典英伦风品牌	亚洲人版型	25-40 岁	韩国	2000 年	2007 年
Tommy hilfiger	酷味十足的美式经典	欧美版型为主	30-45 岁	美国	1985 年	2002-2004 年
Lacoste	法式运动休闲，追求优雅风格和穿着舒适感的平衡	欧美版型为主	30-45 岁	法国	1933 年	20 世纪 90 年代
Lauph Lauren	美式复古风	欧美版型为主	30-50 岁	美国	1968 年	20 世纪 90 年代
Biemlfdlkk	高端时尚运动	中国人版型	30-55 岁	中国	2003 年	2003 年

资料：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

从中高端男装线上收入占比前五的品类看，Polo 衫/衬衫/T 恤/羽绒服/夹克为核心品类，其中每个品牌 Polo 衫品类收入占比均在前二，占比在 20%-30% 之间，T 恤占比在 10%-15% 之间。HAZZYS 羽绒服品类表现较强，收入占比近 20%，外资品牌及比音勒芬夹克品类表现较强。

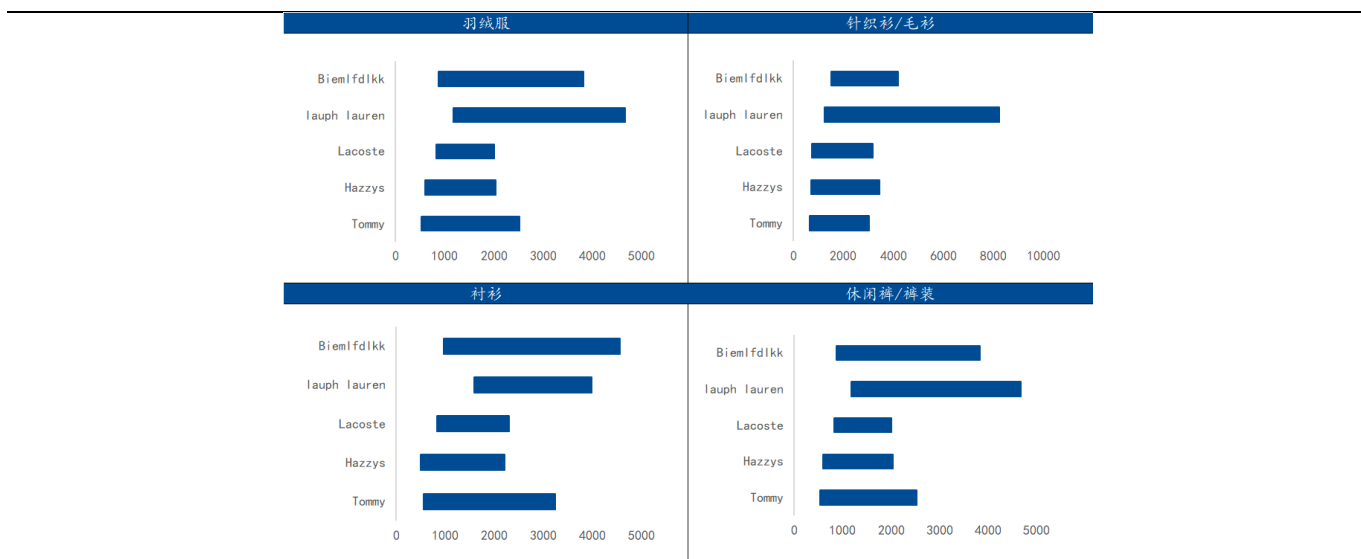
表 3、2022 年中高端品牌男装收入占比前五品类情况

Hazzys		Tommy		Lacoste		Lauph lauren		Biemlfdlkk	
羽绒服	20%	POLO 衫	21%	POLO 衫	28%	POLO 衫	26%	POLO 衫	29%
POLO 衫	19%	夹克	12%	夹克	14%	衬衫	15%	T 恤	12%
衬衫	15%	T 恤	12%	T 恤	13%	夹克	11%	夹克	10%
T 恤	10%	衬衫	12%	卫衣	12%	针织衫	10%	休闲裤	11%
休闲裤	8%	羽绒服	10%	羽绒服	12%	T 恤	9%	羽绒服	11%

资料：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理

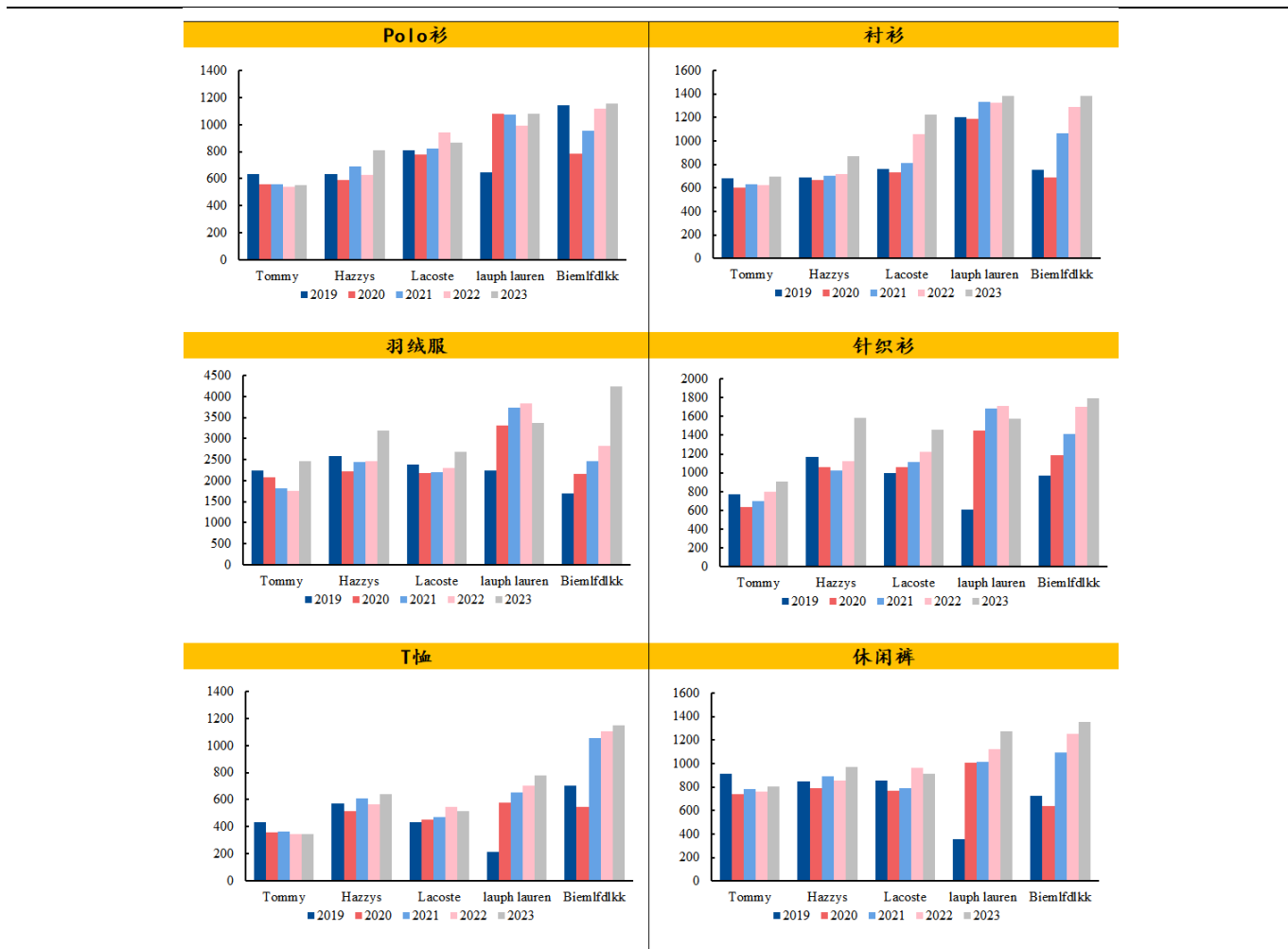
HAZZYS 主打轻奢领域高性价比品牌。①选取男装羽绒服、针织衫、衬衫、裤装等几个核心品类的价格带看，HAZZYS/Tommy/Lacoste 价格带接近，Biemlfdlkk 及 lauph lauren 价格带较高，HAZZYS 的羽绒服及针织衫品类价格带较 Tommy 及 Lacoste 宽。②选取各品牌男装核心品类均价对比，2023 年随着消费环境恢复及折扣回升，HAZZYS 均价提升较好，超过 2019 年同期水平，其中 polo 衫及衬衫两个品类，Tommy< Hazzys<Lacoste<lauph lauren< Biemlfdlkk，羽绒服/针织衫/T 恤及休闲裤等品类，Tommy< Lacoste< Hazzys< lauph lauren< Biemlfdlkk。

图 20、男装部分核心品类天猫价格带对比（单位：元）（2023 年 12 月统计）



资料：各品牌天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据统计及测算可能有偏差，仅为测算结果

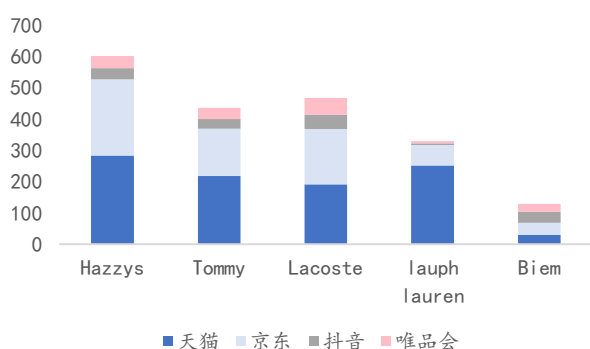
图 21、男装部分核心品类 2019-2023 年天猫均价对比（单位：元）



资料：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理

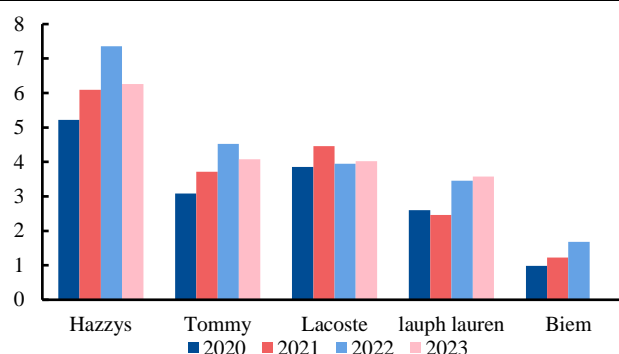
线上渠道发展良好，行业领先。从线上各渠道官方旗舰店粉丝数量看，2023 年 12 月 HAZZYS 粉丝数合计 601 万个，远高于竞品粉丝数量，其中天猫及京东两大主力电商平台粉丝数量领先。从线上品牌服饰的销售规模看，HAZZYS 销售收入规模也远高于同行。公司线上精细化运营效果较好，本土化运营成功。

图 22、中高端品牌线上平台官方旗舰店粉丝数量情况 (单位: 万个) (2023 年 12 月 24 日统计)



资料来源：公司公告，久谦，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、中高端品牌线上销售规模 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，久谦，兴业证券经济与金融研究院整理

线下门店精细化管理，门店运营质量高。从门店管理角度看，由于外资品牌主要管理权仍在海外母公司，因此外资品牌对门店的具体运营管理较弱，但 HAZZYS 作为本土品牌经营管理细致。如 HAZZYS 销售主管基本以周为单位进行门店视察，外资品牌的门店视察频率多以月为频次。从店效和坪效方面看，我们测算 2021 年 HAZZYS 直营门店店效超过 350 万元，坪效 3.0 万元/平方米，直营门店营业净利率 18.5%，门店运营质量较高。

表 4、直营门店店效测算及直营门店净利率测算

2021 年直营门店店效测算		2021 年直营门店利润率测算		
营业收入 (亿元)	14.52	规模 (万元)		占店效比例
线上占比假设	25%	直营门店店效	371.5	100.0%
线下收入 (亿元)	10.9	拿货成本	130.0	35.0%
直营门店数量 (家)	301	租金	120.9	32.5%
加盟门店数量 (家)	100	人工费用	48	12.9%
加盟进货折扣假设	4.5 折	水电/折旧费用	3.7	1.0%
加盟门店店效/直营门店店效=80%		营业净利润	69	18.5%
增值税税率	13%			
直营门店店效 (万元)	371.5			
直营门店平均面积 (平方米)	123			
直营门店坪效 (万元/平方米)	3.0			

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据统计及测算可能有偏差，仅为测算结果

加盟渠道把控力强，有效辅助加盟商销售。加盟门店管理方面，HAZZYS 加盟终端系统与总部完全打通，总部可随时掌握加盟商的库存/流水等情况，有效辅助加盟商进行运营管理。此外 HAZZYS 也设置了加盟销售管理部，分区域对全

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/985340212111011043>