下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 4.00 元

合理价值 5.27 元

前次评级 买入

报喜鸟（002154.SZ）

HAZZYS 领跑，多品牌+国际化打开成长空间

公司是中高端男装品牌公司，经营质量显著改善。报喜鸟控股成立 2001 年，是中高端男装品牌，坚持多品牌战略，目前拥有报喜鸟、HAZZYS、宝鸟、Woolrich、所罗、恺米切、乐飞叶、东博利尼、亨利·格兰、衣俪特、雅斯唯尔，可满足中高端人群多元化的着装需求。公司自 2013 年加大去库存力度，加快多品牌策略布局，经过 4 年调整，公司整体运营能力和经营效率均得到明显改善，且在持续提升，2018-2025 年公司营业收入/归母净利润复合增速分别为 7.53%/30.92%。2026H1 公司实现营收 26.29 亿元（YOY+9.96%）、归母净利润 2.91 亿元（YOY+47.71%）、扣非归母净利润 2.03 亿元（YOY+25.11%）； 其中 Hazzys/报喜鸟/宝鸟/乐飞叶收入分别同比+13.18%/-2.23%/+26.62%/+14.85%，在主营营收占比分别为 23.77%/41.11%/ 19.39%/8.18%，合计占比 92.45%。

多品牌矩阵下，公司有望持续实现较快增长。报喜鸟品牌坚持西服第一品牌战略，在 2026 年门店大幅调整，注重提升门店店效的策略下，后续有望恢复稳健增长。HAZZYS 品牌连续多年快速增长，已成为公司收入占比第一大品牌，在公司持续打造产品力、品牌力、渠道力下，有望持续实现较快增长。乐飞叶乘户外东风，品牌发展迅速，有望成为新的增长曲线。

公司制定长远发展策略，目标清晰。根据公司微信公众号，公司在 2026 年 3 月报喜鸟 30 周年庆典上发布全新战略，以“多品牌、国际化”为总体战略，以“双轮驱动、品牌向上、市场向外”为核心策略，全力实现“135”十年战略目标--至 2035 年报喜鸟力争打造 1 个百亿级全球性品牌、3 个 50 亿级品牌、5 个 10 亿级品牌，让海外市场零售占比达到三分之一，建成具有全球竞争力的时尚集团。公司将依托 WOOLRICH 等品牌势能，借船出海，带动报喜鸟品牌向海外发展，以“多品牌渠道协同+营销本土化+中国智造+全球研发与供应链”，稳步推进海外市场规模化发展。

盈利预测与投资建议。预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 0.35/0.41/0.46 元/股，参考可比公司估值，给予公司 2026 年 15 倍的 PE 估值，对应合理价值 5.27 元/股，维持“买入”评级。

风险提示。市场竞争加剧风险、新品牌运营推进不达预期风险、存货比重较大及其跌价风险。

盈利预测

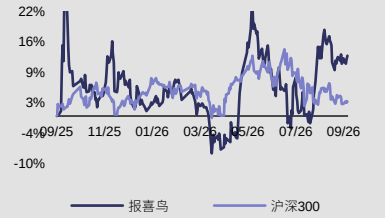
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,153	5,169	**5,643**	6,142	6,685
增长率（%）	-1.9%	0.3%	**9.2%**	8.8%	8.8%
EBITDA	1,083	919	**1,131**	1,245	1,350
归母净利润	495	342	**513**	597	666
增长率（%）	-29.1%	-31.0%	**50.1%**	16.3%	11.7%
EPS（元/股）	**0.34**	**0.23**	**0.35**	**0.41**	**0.46**
市盈率（P/E）	13.0	16.4	**11.4**	9.8	8.8
ROE（%）	11.3%	7.4%	**10.5%**	11.5%	12.1%
EV/EBITDA	4.4	4.7	**3.6**	3.0	2.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1459.33/1180.13
总市值/流通市值(百万元)	6012.45/4862.12
一年内最高/最低(元)	4.72/3.51
30 日日均成交量/成交额(百万)	26.93/111.70
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	6.74/10.09

相对市场表现



糜韩杰

SAC 执证号：S0260516020001
SFC CE No. BPH764
mihanjie@gf.com.cn

左琴琴

SAC 执证号：S0260521050001
SFC CE No. BSE791
zuoqinqin@gf.com.cn

相关研究

报喜鸟（002154.SZ）:26H1 公司业绩高增，HAZZYS 实现双位数收入增长	2026-08-16
报喜鸟（002154.SZ）:多品牌矩阵蓄力向上，HAZZYS 成长空间大	2026-08-07
报喜鸟（002154.SZ）:2025 年收入稳健业绩承压，自 Q4 拐点向上	2026-04-29

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、公司是多品牌中高端男装集团，经营管理持续改善.....5
（一）公司成功打造多品牌运营矩阵，覆盖多元化中高端消费客群.....5
（二）2018 年以来实际控制人持续提升持股比例，管理团队稳定.....6
（三）2017 年后公司经营质量整体向上，2024-2025 年短期波动不改长期趋势.....8
二、平台+品牌的运营模式，多品牌驱动业绩增长.....12
（一）平台+品牌的运营模式，提升运营效率.....12
（二）HAZZYS 品牌多年持续稳健增长，已成为公司收入占比第一大品牌.....14
（三）报喜鸟品牌坚持西服第一品牌战略.....18
（四）乐飞叶（LAFUMA）乘户外东风，发展迅速.....23
（五）WOOLRICH 进一步拓展公司高端品牌矩阵，有望扩大全球化的品牌影响力.....24
（六）宝鸟受益集采，积极开拓大集团大客户.....25
三、公司制定长远发展策略，多品牌发展目标清晰.....26
四、盈利预测和投资建议.....26
五、风险提示.....28
（一）市场竞争加剧风险.....28
（二）新品牌运营推进不达预期风险.....29
（三）存货比重较大及其跌价风险.....29

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：公司控股权结构（截至 20260630）.....7
图 2：公司历年营业收入及增速.....8
图 3：分品牌营业收入情况（单位：亿元）.....9
图 4：分品牌营业收入占比.....9
图 5：分渠道营业收入情况（单位：亿元）.....10
图 6：分渠道营业收入占比.....10
图 7：公司历年归母净利润及增速.....10
图 8：公司历年毛利率和净利率（单位：%）.....11
图 9：公司历年费用率（单位：%）.....12
图 10：公司分渠道门店数量（单位：家）.....13
图 11：分渠道门店收入（单位：亿元）.....13
图 12：2026H1 门店区域分布占比.....13
图 13：2026H1 分区域门店平均面积（单位：平米）.....13
图 14：公司历年电商渠道收入及同比增速（单位：亿元、%）.....14
图 15：HAZZYS 品牌营业收入及同比增速.....15
图 16：HAZZYS 品牌门店数量及面积.....15
图 17：HAZZYS 品牌平均门店面积（单位：平米）.....15
图 18：HAZZYS 品牌国内首家旗舰店—上海新天地店.....16
图 19：HAZZYS 品牌全球代言人宋佳.....17
图 20：HAZZYS 品牌代言人张晚意.....17
图 21：报喜鸟品牌营业收入及同比增速.....18
图 22：报喜鸟品牌门店数量及面积.....19
图 23：报喜鸟品牌平均门店面积.....19
图 24：报喜鸟西服发展历程.....20
图 25：报喜鸟入选“大国品牌”战略.....22
图 26：报喜鸟 2025 年新签代言人吴磊.....22
图 27：1850 年 Woolrich 推出红黑水牛格衬衫.....24
图 28：Woolrich 推出北极派克外套，作为 1972-1977 年阿拉斯加油管建设工人御寒装备.....24
图 29：宝鸟营业收入及增速.....25
图 30：中国服装定制市场规模（单位：亿元）.....25
图 31：可比公司营收情况(单位：亿元).....25
图 32：报喜鸟 30 周年庆典.....26

表 1：公司主要品牌介绍.....5
表 2：2026 年商务男装十大品牌.....6

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：公司现任董监高任职履历.....7
表 4：2017 年以来公司分红情况.....7
表 5：哈吉斯、FILA、比音勒芬、Ralph Lauren 部分经营指标对比.....16
表 6：Ralph Lauren 全球、亚洲地区收入.....17
表 7：主要男装品牌指标对比.....19
表 8：报喜鸟西服五大核心产品系列.....20
表 9：主要可比公司定制服务情况.....22
表 10：乐飞叶营收情况及门店数量.....23
表 11：营业收入拆分（单位：百万元）.....27
表 12：可比公司估值情况（截至 20260910）.....28

下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司是多品牌中高端男装集团，经营管理持续改善

（一）公司成功打造多品牌运营矩阵，覆盖多元化中高端消费客群

公司前身为浙江报喜鸟服饰集团有限公司成立于 1996 年，2001 年改制为浙江报喜鸟服饰有限公司，2007 年在深交所上市，2017 年更名为报喜鸟控股股份有限公司。2016 年入选“国家工信部智能制造示范企业”，领跑服装行业数字化转型，实现智能制造，是成衣品牌服装企业第一家入选智能制造示范企业。2019 年被国家工信部认定为“绿色工厂”。公司在浙江温州永嘉、上海松江、安徽合肥建立了三大生产基地，主导产品西服、衬衫以自制生产为主，拥有西服产能 195 万套/年；其他品类主要采用委外加工方式进行生产，包括衬衫、T 恤、夹克、羊毛衫等。

公司以服装经营为主业，业绩主要由三大服装品牌报喜鸟、哈吉斯、宝鸟贡献。根据公司财报，公司在 2015 年提出“一主一副、一纵一横”发展战略，即主业做经营、副业做投资；纵向做深，复制全品类私人定制能力；横向做广，形成科学的多品牌组合。服装主业围绕中高端男装品牌定位，坚持多品牌战略，目前公司拥有品牌报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、宝鸟、Woolrich（沃里奇）、所罗、Camicissima（恺米切）、lafuma（乐飞叶）、东博利尼、亨利·格兰、衣俪特、雅斯唯尔，可满足中高端人群多元化的着装需求。

副业投资业务主要通过温州浚泉信和赣州浚泉长源投资，公司分别出资 1.47 亿元/0.53 亿元，持有基金份额 42.00%/39.26%。截至 2025 年末，上述基金累计投资了 23 个项目，已有 6 个项目相继上市，且部分项目已陆续退出，由于市场整体资本化放缓，目前尚有部分已参投项目未退出，部分已参投项目进展低于预期，公司已回款 1.32 亿元。

表 1：公司主要品牌介绍

	品牌	年份	产品类型	目标消费群体
自有品牌	报喜鸟	1996 年	中高档商务男装品牌	30-50 岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士
	宝鸟	2000 年	职业装团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织
	恺米切	1931 年	意大利专业衬衫品牌	30-45 岁的中产阶层、商务人士
	所罗	2010 年	专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士
	亨利.格兰	2021 年	英伦休闲运动男女装	30-40 岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的人士
	Woolrich	1830 年	高端户外生活方式品牌	25-55 岁菁英人士
	东博利尼	1964 年	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
	雅斯唯尔	2007 年	线上智能定制品牌	25-50 岁菁英人士
合作品牌	衣俪特	2020 年	高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织
被授权品牌	哈吉斯	2000 年	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
	乐飞叶	1930 年	户外休闲品牌	30-50 岁户外休闲爱好者

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

分品牌：公司实行多品牌战略，其中报喜鸟、HAZZYS（哈吉斯）、宝鸟品牌贡献公司大部分业绩，2025 年三大品牌营业收入占主营业务收入比例分别为 26.89%、38.37%、17.75%，合计为 83.00%，2026H1 三大品

下载日志已记录，仅供内部参考

牌营业收入占主营业务收入比例分别为 23.77%、41.11%、19.39%，合计占比 84.27%。

（1）报喜鸟：公司主品牌，全国知名服装品牌，在市场上具有较高的知名度，曾获“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、多项博览会奖项、“中国服装协会推荐品牌”、“中国消费者协会推荐品牌” 等荣誉。2023-2025 年分别实现营业收入 17.30（YOY+17.18%）、14.28（YOY-8.35%）、13.48（YOY-5.65%）亿元，营业收入占比分别为 33.85%、32.02%、26.89%。2018-2025 年 CAGR 为 0.72%。

（2）哈吉斯（HAZZYS）：公司代理品牌，知名休闲品牌，具有较高知名度，曾获大韩民国一流品牌大赏、亚洲消费者大赏等荣誉，在中高端英伦休闲风格细分市场处于领先地位。2023-2025 年分别实现营业收入 17.58（YOY+24.12%）、17.81（YOY+1.29%）、19.23(YOY+7.99%)亿元，营业收入占比分别为 34.41%、35.58%、38.37%。2018-2025 年 CAGR 为 11.95%。

（3）宝鸟：自有品牌宝鸟为国内知名职业装团购品牌，曾被中国服装协会评为“中国职业装十大领军企业”，2020 年荣获“政府采购十大服装供应商”、 “全国服装行业质量领先品牌”、“全国顾客满意度测评行业 TOP10”等荣誉。2023-2025 年分别实现营业收入 10.39（YOY+15.87%）、10.09（YOY-2.89%）、8.89（YOY-11.82%）亿元，营业收入占比分别为 20.33%、20.97%、17.75%。2018-2025 年 CAGR 为 8.17%。

表 2：2026 年商务男装十大品牌

序号	品牌
1	雅戈尔 YOUNGOR
2	杉杉 FIRS
3	柒牌 SEVEN
4	七匹狼 SEPTWOLVES
5	海澜之家 HLA
6	报喜鸟 SAINT ANGELO
7	九牧王
8	罗蒙 ROMON
9	利郎 LILANZ
10	红豆 Hodo

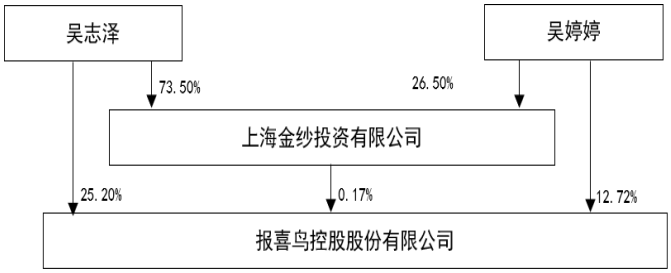
数据来源：十大品牌网《2026 年 CNPP 商务男装行业十大品牌榜中榜名录》，广发证券发展研究中心

（二）2018 年以来实际控制人持续提升持股比例，管理团队稳定

实际控制人合计持股 38.09%，仍有提升空间。公司自 2007 年上市到 2018 年 7 月初都处于无实际控制人阶段，2018 年 7 月 11 日-12 日，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通过增持，合计持有公司 20%股份，成为公司实际控制人。根据公司 20220107 非公开发行股票情况报告书暨上市公告书公告，实际控制人吴志泽通过非公开发行股票定增 7.30 亿元（1.26 亿股），持股比例由 10.35%提升至 25.20%。截止 2026H1，实际控制人吴志泽与一致行动人吴婷婷，分别持股 25.20%、12.72%，并通过上海金纱投资有限公司持股 0.17%，合计持股 38.09%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：公司控股权结构（截至 20260630）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：数据截至 2026 年中报

公司核心团队长期保持稳定。公司主要高级管理人员从事锦纶纺织行业多年且普遍在公司内有十余年以上工作经历，积累了丰富的生产和管理经验，对行业发展趋势具有良好的专业判断能力，可有利于把握行业方向。

表 3：公司现任董监高任职履历

姓名	职务	出生年份	个人履历
吴志泽	董事长/董事	1960	长江商学院EMBA，高级经济师，现担任公司第九届董事会董事长兼总经理职务。历任公司第一届至第八届董事会董事，具有30多年服装运营、企业管理决策经验。
吴跃现	财务总监、副总经理	1979	研究生学历，现担任公司第九届董事会董事、财务总监、副总经理及凤凰国际本部财务总监职务。曾担任第六届至第八届董事会董事、财务总监职务、副总经理职务、公司财务经理、凤凰销售本部财务总监职务。
杨芳	战略管理部部长	1979	研究生学历，现担任公司第九届董事会董事、公司战略管理部部长职务。曾担任公司第六届至第八届董事会董事、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。
吴利亚	报喜鸟本部财务总监	1984	本科学历，现担任公司第九届董事会董事、报喜鸟本部财务总监。2007年入职公司从事财务工作，曾担任公司第六届至第八届董事会董事。
吴幸荣	副总经理、董事长助理	1973	本科学历，现担任公司副总经理、公司董事长助理职务。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等职务。
谢海静	副总经理，董事会秘书	1984	本科学历，2006年进入公司，曾任证券部科长、证券部副经理、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。

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司自 2007 年上市以来，分红 18 次，累计分红 25.73 亿元，平均分红比例为 55.94%（平均分红比例=累计现金分红总额/累计归母净利润），2025 年公司股利支付率为 72.59%。

表 4：2017 年以来公司分红情况

年度	股利支付率	每股股利(元)	股息率
2017	48.72%	0.01	0.29%
2018	234.89%	0.10	3.30%
2019	-	-	-
2020	19.93%	0.06	1.80%
2021	124.18%	0.42	8.35%

下载日志已记录，仅供内部参考

2022	127.24%	0.40	9.71%
2023	52.28%	0.25	4.40%
2024	35.38%	0.12	2.72%
2025	72.59%	0.17	4.42%

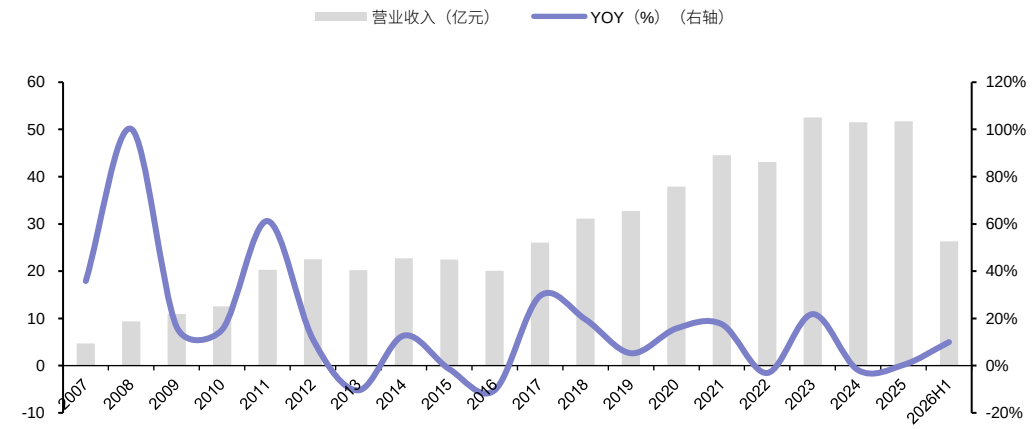
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注：计算说明：股息率=每股现金分红/每股股价

（三）2017 年后公司经营质量整体向上，2024-2025 年短期波动不改长期趋势

营业收入：公司营业收入自 2007 年 4.68 亿元增长至 2012 年 22.54 亿元，年复合增长率达 36.91%。2013 年实现营业收入 20.18 亿元，同比下降 10.46%，首次出现业绩下滑，主要受经济大环境低迷影响，叠加公司当年回购加盟商部分库存商品。2013-2016 年，公司加大去库存力度，同时加大多品牌发展战略布局投入，营业收入无明显增长。自 2017 年起公司营业收入恢复增长，2018-2025 年公司收入 CAGR 为 7.53%。2023-2025 年及 2026H1 公司分别实现营业收入分别为 52.54/51.53/51.69/26.29 亿元，同比分别变动+21.82%/-1.91%/+0.31%/+9.96%。

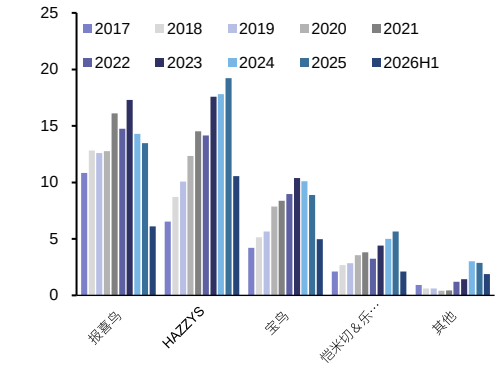
图 2：公司历年营业收入及增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

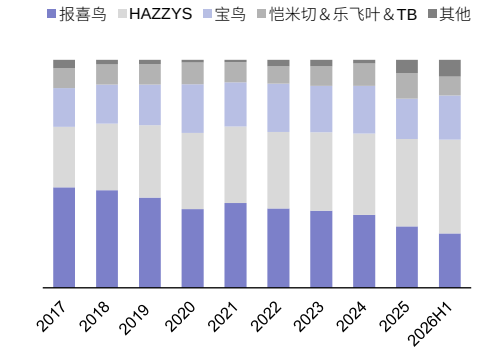
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：分品牌营业收入情况（单位：亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：分品牌营业收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

分渠道：公司品牌可以主要划分为零售品牌和团购品牌，其中零售品牌包括报喜鸟、哈吉斯、恺米切、乐飞叶，实行线上线下相互融合的全渠道模式，线上渠道主要包括微商城小程序“凤凰尚品”和第三方平台如天猫、京东、唯品会等。团购品牌主要指宝鸟（职业装品牌）、衣俪特（校服品牌）以及各品牌的定制业务，主要根据客户订单需求进行生产。

直营：直营渠道收入占总营业收入比较高，2023-2025 年及 2026H1 直营渠道分别实现营业收入 20.89（YOY+44.05%）、19.98（YOY-4.37%）、20.95（YOY+4.84%）、11.31（YOY+9.55%）亿元，2018-2025 年 CAGR 为 6.71%。

加盟：2023-2025 年及 2026H1 加盟分别实现营业收入 8.07（YOY+4.72%）、8.01（YOY-0.78%）、7.60（YOY-5.03%）、3.09（YOY-1.54%）亿元，2018-2025 年 CAGR 为 1.04%。

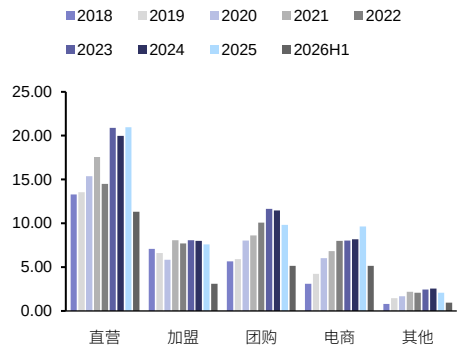
团购：2023-2025 年及 2026H1 团购分别实现营业收入 11.65（YOY+15.63%）、11.48（YOY-1.49%）、9.83（YOY-14.39%）、5.16（YOY+20.87%）亿元，2018-2025 年 CAGR 为 8.24%。

电商：2023-2025 年及 2026H1 电商收入呈上升趋势，分别实现营业收入 8.04（YOY+0.75%）、8.17（YOY+1.65%）、9.65（YOY+18.04%）、5.14（YOY+14.65%）亿元，2018-2025 年 CAGR 为 17.52% 。

2026H1，直营、加盟、团购、电商、其他渠道的营业收入占比分别为 44.11%、12.04%、20.10%、20.04%、3.71%。

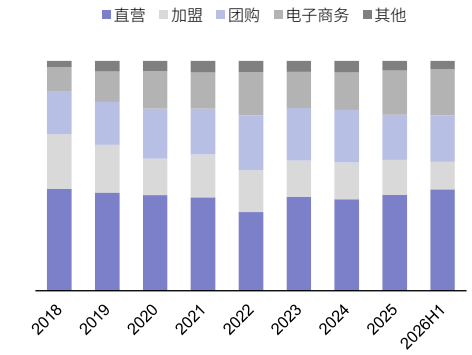
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：分渠道营业收入情况（单位：亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

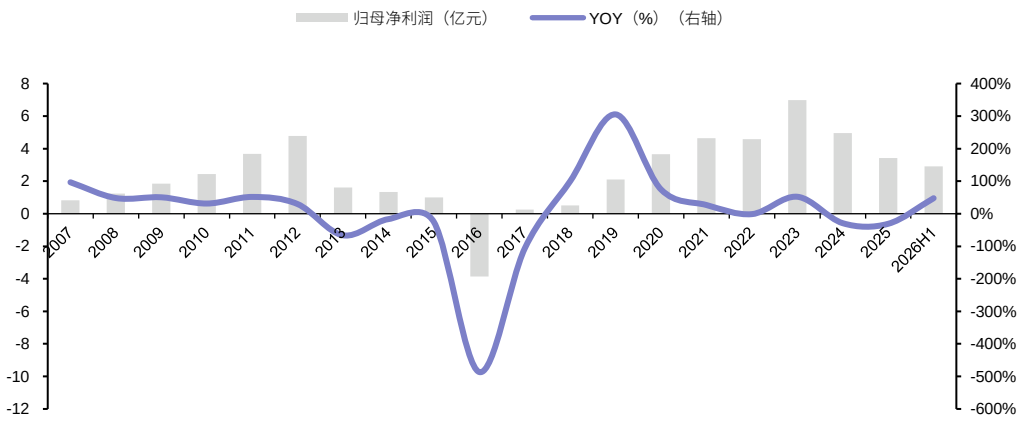
图 6：分渠道营业收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

归母净利润：公司归母净利润自 2007 年 0.83 亿元增长至 2012 年 4.59 亿元，年复合增长率达 41.93%。2013 年实现归母净利润 1.61 亿元，同比下降 66.35%，首次出现下滑，主要系经济形势不振，公司营业收入下滑，但品牌费用投入相对固定。2013-2016 年，归母净利润下滑主要系公司持续加大多品牌布局，2016 年实现归母净利润-3.87 亿元，首次出现亏损，一方面是由于零售终端不景气导致收入下滑成本上升，另一方面，公司计提了 3.07 亿元的资产减值准备。自 2017 年起，公司归母净利润恢复增长，2018-2025 年 CAGR 为 30.92%。2023-2025 年及 2026H1 公司分别实现归母净利润 6.98/4.95/3.42/2.91 亿元，同比分别变动+52.11%/-29.07%/-30.95%/+47.71%。

图 7：公司历年归母净利润及增速



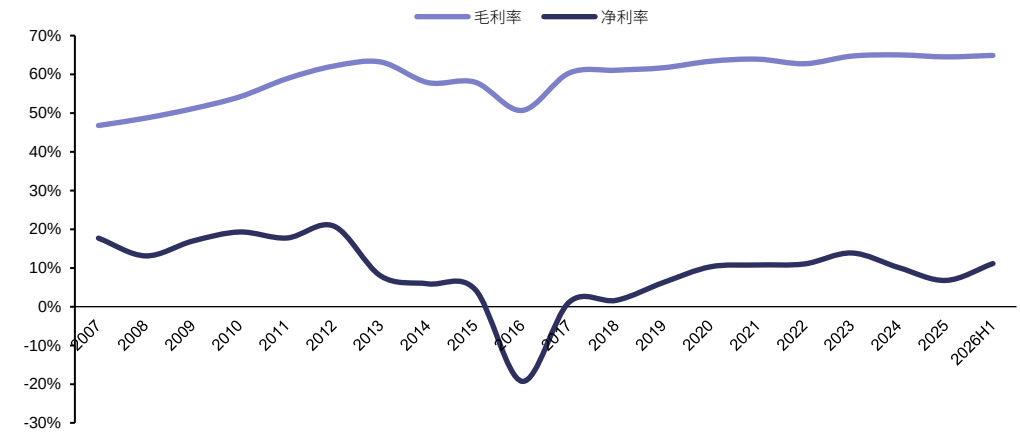
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

利润率：公司利润率整体呈现上升趋势。毛利率从 2007 年的 46.78%提升至 2025 的 64.51%，2014-2016 年由于公司在去库存的同时加大多品牌建设力度，毛利率有所下降，自 2017 年恢复增长。2025 年公司销售毛利率为 64.51%，同比减少 0.51PCT；2026H1 销售毛利率为 64.89%，同比减少 2.17PCT，主要系电商渠道增速较快、团购业务毛利率显著下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

净利率走势基本趋同于毛利率，2025 年公司实现销售净利率 6.78%，同比减少 3.31PCT；2026H1 销售净利率为 11.14%，同比上升 2.91PCT。

图 8：公司历年毛利率和净利率（单位：%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

期间费用率：2007-2016 年，公司期间费用率呈上升趋势，自 2017 年呈下降趋势。2023-2025 年及 2026H1 分别为 46.83%/49.87%/53.32%/52.57%，同比-0.47%/+3.04%/+3.45%/-1.84%。

销售费用率：公司销售费用率整体呈上升趋势。2023-2025 年及 2026H1 分别为 38.66%/41.34%/43.42%/42.58%，同比-1.02%/+2.68%/+2.08%/-1.57%。

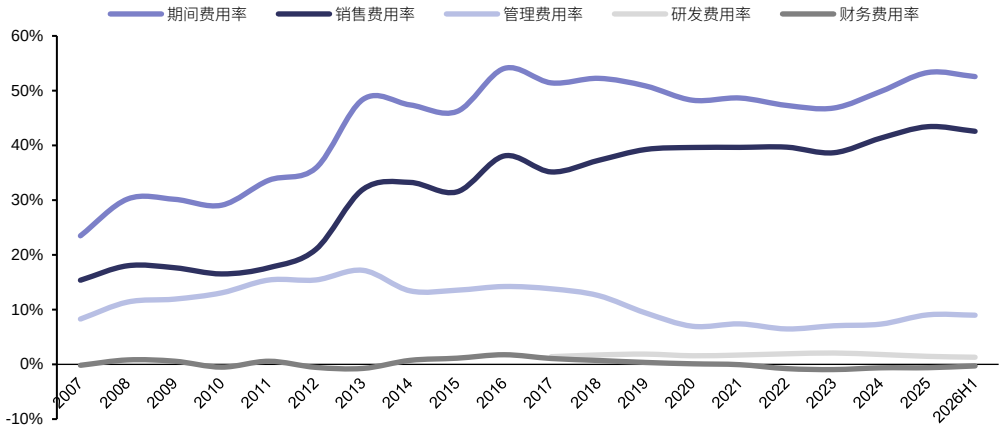
管理费用率：2007-2017 年公司管理费用率呈上升趋势，自 2018 年呈下降趋势。2023-2025 年及 2026H1 分别为 7.05%/7.36%/9.05%/8.98%，同比+0.58%/+0.31%/+1.69%/-0.46%。

研发费用率：公司研发费用率自 2015 年以来保持相对平稳。2023-2025 年及 2026H1 分别为 2.07%/1.80%/1.46%/1.30%，同比+0.14%/-0.27%/-0.34%/-0.26%。

财务费用率：公司财务费用率占比较小，自 2017 年呈下降趋势。2023-2025 年及 2026H1 分别为-0.95%/-0.63%/-0.61%/-0.29%，同比-0.17%/+0.32%/+0.02%/+0.45%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：公司历年费用率（单位：%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、平台+品牌的运营模式，多品牌驱动业绩增长

（一）平台+品牌的运营模式，提升运营效率

1. 公司实行扁平化的“品牌+平台”运营架构，搭建了前台、中台、后台的平台化组织结构

公司各品牌通过事业部制独立运营，品牌端负责产品研发、品牌推广、供应链管理和后台支持，销售平台负责线下渠道、电商、直播、新零售等渠道的拓展与管理，专业分工有效提升运营效率。公司现有凤凰销售本部、凤凰国际本部、报喜鸟本部、宝鸟本部、Woolrich 本部（2025 年设立），其中（1）凤凰销售本部负责品牌境内、境外渠道、电商渠道的拓展、运营和管理；（2）凤凰国际本部负责国际品牌 HAZZYS、WOOLRICH、恺米切、乐飞叶、东博利尼的产品研发、品牌推广、供应链管理和后台支持等；（3）报喜鸟本部负责自有品牌报喜鸟、亨利格兰、定制品牌所罗、雅斯唯尔的产品研发、品牌推广、加盟渠道拓展管理、供应链管理和后台支持等，及温州工厂的运营和管理；（4）宝鸟本部负责职业装、校服团购业务及上海松江工厂、安徽合肥工厂的运营和管理。

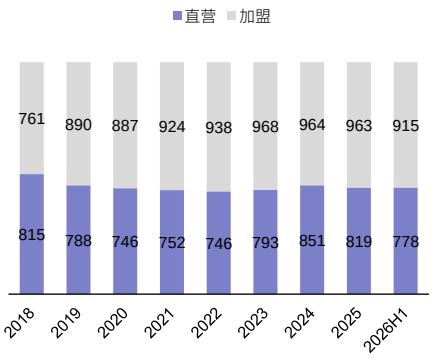
公司建立了梯队发展的品牌矩阵，成熟品牌（报喜鸟、哈吉斯、宝鸟）稳健发展，成长品牌（乐飞叶、恺米切）快速发展，培育品牌（Woolrich、东博利尼等）小步快走，通过成熟品牌带动成长与培育品牌，实现资源共享、协同发展。

2. 线下渠道向精细化运营转型

线下渠道逐渐由扩充门店数量向提高门店整体运营能力转变。公司直营门店重点布局精品百货和购物中心店，向综合型、精品型、体验型等差异化方向发展；淘汰“无经营思路、无经营能力、无资金”的三无加盟商，提升加盟商整体运营管理能力。截至 2025 年末，公司线下门店合计 1,782 家，其中直营 819 家、加盟 963 家；截至 2026H1 末，公司线下门店合计 1693 家，其中直营门店 778 家，加盟门店 915 家，占比分别为 45.95%/54.05%，已基本形成全国性营销网络；2026H1 直营渠道实现收入 11.31 亿元，同比增长 9.55%，加盟渠道实现收入 3.09 亿元，同比降低 1.54%。

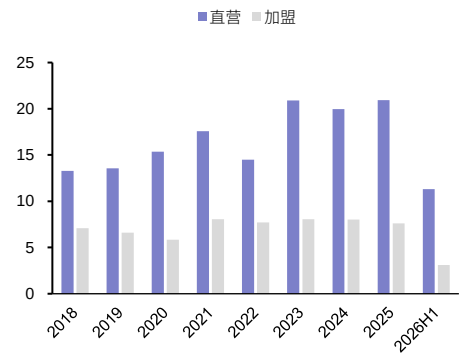
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：公司分渠道门店数量（单位：家）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

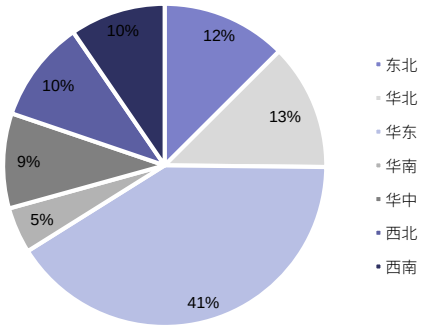
图 11：分渠道门店收入（单位：亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

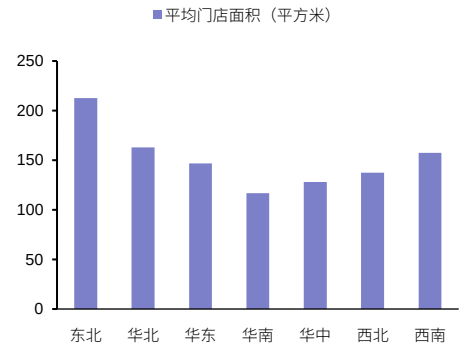
加速门店布局，提高大店比例，积极渗透空白市场。截止 2026H1，公司门店主要分布在华东、东北、华北区域，华南、华中区域门店布局相对较少，报喜鸟品牌将进一步加快华南、华中区域空白市场门店布局；HAZZYS 品牌目前主要分布在一二线城市，未来将下沉渠道，逐步加快三四线城市渗透。截止 2026H1，公司直营门店平均面积 124.00 平米，加盟门店平均面积 179.39 平米，各品牌将提高大店比例，注重提高单店店效。

图 12：2026H1 门店区域分布占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 13：2026H1 分区域门店平均面积（单位：平米）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3. 公司线上渠道建设成效显著，已构建起覆盖综合电商、直播、社群及私域流量的全渠道营销网络

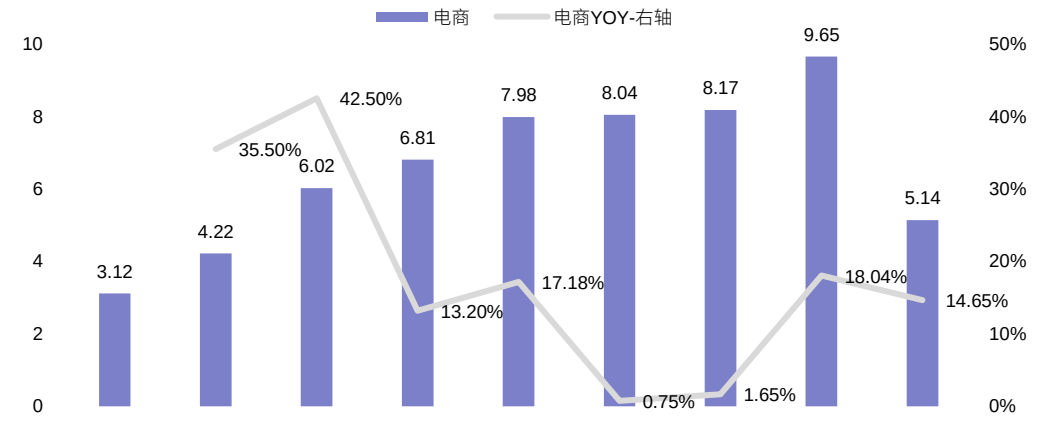
公司以天猫、京东、唯品会等传统电商平台为基本盘，各品牌官方旗舰店保持稳健增长，并在关键促销节点屡获佳绩，如 HAZZYS 品牌多次位列天猫男装类目前茅。根据公司财报，自 2019 年起，公司前瞻性地布局私域流量，组建新零售事业部并上线“凤凰尚品”微商城，通过社群运营有效沉淀用户资产，至 2020 年底已组建超 2,000 个社群，显著降低了获客成本并增强了客户粘性。2021 年，公司全力进军直播电商，通过董事长与员工直播联动等创新营销活动，实现了品效合一，并快速推动了抖音等新兴直播渠道的规模化发展。此后，公司持续深化“小程序+社群+直播”的私域生态，并积极拓展视频号等新渠道。报喜鸟品牌 2024-2025 年连

下载日志已记录，仅供内部参考

续 2 年蝉联天猫 618、双十一男装西服套装榜首；哈吉斯品牌 2025 年荣获天猫 618 男装销售第六名及高智精英风榜第一名、双十一京东国际服饰第二名。

2025 年，公司电商收入达到 9.65 亿元，同比增长 18.04%，占公司收入比例 19.25%，成为驱动整体营收增长的重要引擎。2026H1，公司电商收入 5.14 亿元，同比增长 14.65%，占主营业务收入比例 20.04%，继续保持良好增势。

图 14：公司历年电商渠道收入及同比增速（单位：亿元、%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

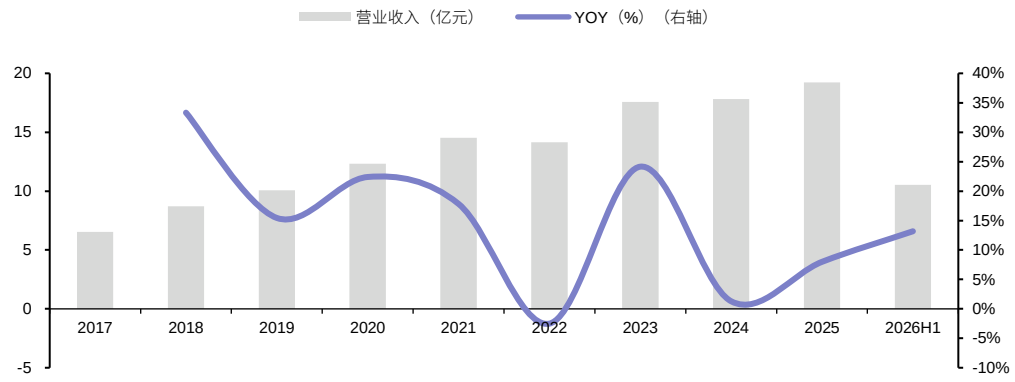
（二）HAZZYS 品牌多年持续稳健增长，已成为公司收入占比第一大品牌

1. HAZZYS 品牌发展迅速，店效持续提升

根据 HAZZYS 品牌官网，HAZZYS 品牌灵感源自 1928 年成立的英国剑桥大学赛艇俱乐部，于 2000 年在韩国正式创立，隶属于韩国 LF 时装集团。品牌以英国皇家猎犬为 Logo，传递热爱生活、亲近自然、协力前行、勇于挑战的精神，主打都市感十足的英伦休闲风格。2007 年，哈吉斯与报喜鸟集团达成合作，正式进入中国市场；2007 年 9 月 10 日，HAZZYS 在中国温州开设了第一家门店—温州一号店。2012 年，报喜鸟获得哈吉斯全部商标使用权，成立自主研发及设计团队，实现了产品研发、生产、销售及营销的全面国产化，完成了从品牌代理商到品牌运营者的角色转变。自 2016 年起，HAZZYS 品牌呈快速扩张趋势，2018-2025 年公司营业收入 CAGR 为 11.95%，门店数量 CAGR 为 4.17%，说明营业收入增长主要来自店效提升。2025 年实现收入 19.23 亿元（YOY+7.99%），2026H1 实现收入 10.54 亿元（YOY+13.18%）。截止 2025 年，哈吉斯共有门店 486 家，其中直营 346 家，加盟 140 家，占比分别为 71.19%/28.81%；2026H1 门店数量为 473 家。

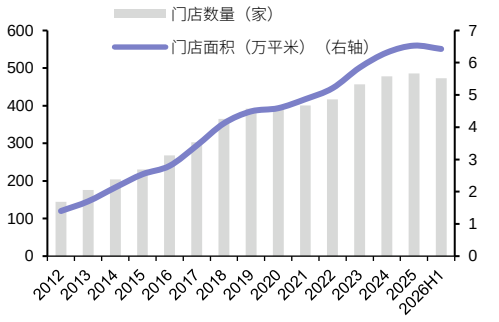
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：HAZZYS 品牌营业收入及同比增速



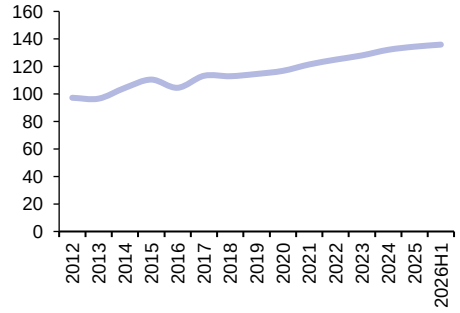
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16：HAZZYS 品牌门店数量及面积



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 17：HAZZYS 品牌平均门店面积（单位：平米）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

根据 HAZZYS 品牌官方微信公众号，2026 年 1 月 30 日，HAZZYS 中国首家旗舰店“HAZZYS SPACE H SHANGHAI”落户上海新天地核心商圈，毗邻宝玑、Masion Dazzle 等高端业态。旗舰店由曾负责 Celine、Saint Laurent 等奢侈品牌旗舰店设计的英国 CMK 建筑事务所操刀，以经典英伦赛艇俱乐部文化为灵感，门店共分两层，一楼集中呈现 HAZZYS BLUE 牛仔系列、高端系列、年轻时尚 HIS 系列及旗舰店限定系列；二楼设有贵宾休息室。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：HAZZYS 品牌国内首家旗舰店—上海新天地店



数据来源：HAZZYS 品牌官方微信公众号，广发证券发展研究中心

2. 相较可比公司，HAZZYS 门店和平均店铺面积均有较大提升空间

根据公司财报，截至 2025 年末，HAZZYS 中国门店 486 家，相较于同期比音勒芬约 1,400 家、FILA 约 1,273 家、Ralph Lauren 1351 家仍有较大拓展空间；HAZZYS 门店平均面积 134.37 平方米，低于比音勒芬直营门店平均面积 173.70 平方米，具备较大提升潜力。

哈吉斯 2023-2025 年收入分别为 17.58/17.81/19.23 亿元，同比变动+24.1%/+1.3%/8.0%。比音勒芬 2023-2025 年收入分别为 35.36/40.04/43.14 亿元，同比变动+22.58%/+13.24%/+7.73%。FILA 2023-2025 年收入分别为 251.03/266.26/284.69 亿元，同比变动+16.6%/+6.1%/+6.9%。Ralph Lauren FY2024-2026 亚洲地区收入分别为 15.66/17.09/21.03 亿美元，同比变动+9.8%/+9.2%/+23.1%。

表 5：哈吉斯、FILA、比音勒芬、Ralph Lauren 部分经营指标对比

指标	品牌	2021	2022	2023	2024	2025
收入（亿元/亿美元）	哈吉斯(亿元)	14.52	14.16	17.58	17.81	19.23
	FILA(亿元)	218.22	215.23	251.03	266.26	284.69
	比音勒芬(亿元)	27.20	28.85	35.36	40.04	43.14
	Ralph Lauren（亿美元）	44.01	62.19	64.44	66.31	70.79
	Ralph Lauren（折合亿元）	287.87	395.65	442.52	478.81	514.13
收入增速（%）	哈吉斯	17.83%	-2.50%	24.15%	1.29%	7.99%
	FILA	25.05%	-1.37%	16.63%	6.07%	6.92%
	比音勒芬	18.09%	6.06%	22.58%	13.24%	7.73%
	Ralph Lauren	-28.56%	41.31%	3.62%	2.90%	6.76%
门店数量（家）	哈吉斯	401	417	457	478	486
	FILA	2054	1984	1972	2060	2040
	比音勒芬	1100	1191	1255	1294	1400
	Ralph Lauren	1480	1336	1275	1263	1351
直营门店占比（%）	哈吉斯	75.06%	75.06%	71.55%	71.97%	71.19%
	FILA	-	-	-	-	-

下载日志已记录，仅供内部参考

	比音勒芬	48.36%	48.61%	48.37%	49.77%	54.36%
	Ralph Lauren	37.03%	37.72%	43.37%	44.66%	41.75%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：Ralph Lauren FY2025 财年日期为 2024/3/31-2025/3/31，其余财年同理；Ralph Lauren 收入均按当期末美元汇率折算成人民币

表 6：Ralph Lauren 全球、亚洲地区收入

		FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
全球	亿美元	44.01	62.19	64.44	66.31	70.79	81.15
	亿元人民币	287.87	395.65	442.52	478.81	514.13	560.84
亚洲	亿美元	10.28	12.87	14.27	15.67	17.09	21.04
	亿元人民币	67.21	81.87	97.98	113.11	124.15	145.39

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：Ralph Lauren 收入均按当期末美元汇率折算成人民币

3. 持续提升产品力和品牌力

根据公司财报，在中国市场本土化运营的十余年间，HAZZYS 持续推进产品年轻化、多品类、多系列发展，产品聚焦通勤、休闲、运动三大场景。品牌围绕 ICONIC、HRC 皇家俱乐部等系列持续创新核心品类，逐步形成了休闲、通勤、HRC 皇家俱乐部和 YOUNG 四大服装系列，以及鞋履、箱包等配饰商品线。2020 年新增 HRC 系列、鞋包品类，2021 年新增 HAZZYS GOLF 高尔夫系列，进一步丰富产品矩阵。2022 年，品牌推出首个元宇宙 IP 形象“Harry”，以这只名为 Harry 的萌犬作为品牌核心 IP，传递“有趣生活、治愈陪伴”的品牌理念。

品牌营销方面，HAZZYS 先后与剑桥大学赛艇俱乐部（2009 年）、温布尔登网球锦标赛（2014 年）达成官方合作，推出联名系列，持续强化运动时尚基因。品牌围绕小红书、抖音及商圈广告等多维度曝光，持续与赵又廷、李现、陈都灵、尹昉、董洁、李纯等明星合作，举办线下明星店长活动，邀请宋佳、张晚意等明星代言。2021 年首次登上上海时装周；2023 年皇家俱乐部系列担纲上海时装周开幕首秀，以“HAPPY HAZZYS 因运动而快乐”为主题，聚焦网球与滑雪运动，推出 HAZZYS TENNIS 和 HAZZYS SKI 系列。

图 19：HAZZYS 品牌全球代言人宋佳



数据来源：HAZZYS 官方微信公众号，广发证券发展研究中心

图 20：HAZZYS 品牌代言人张晚意



数据来源：HAZZYS 官方微信公众号，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

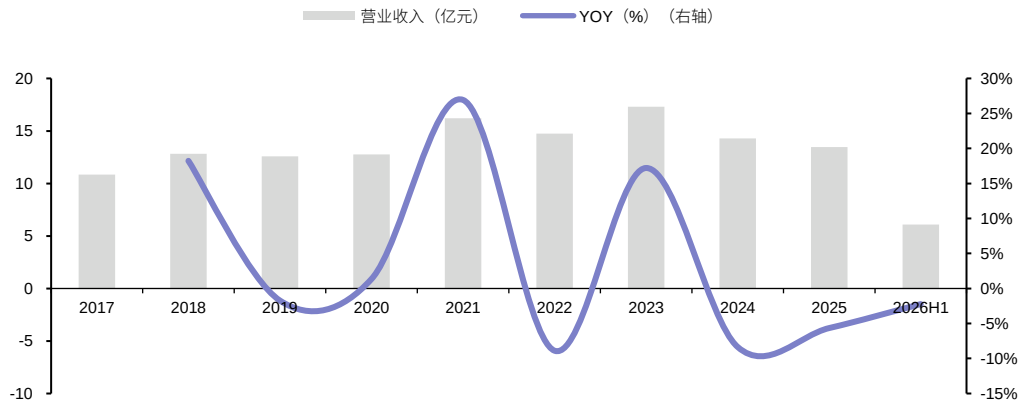
（三）报喜鸟品牌坚持西服第一品牌战略

1. 报喜鸟：专注西服定位，2024 年品牌处于调整阶段，致力提升经营质量

根据报喜鸟官网，报喜鸟品牌前身为 1981 年创立的永嘉县华侨西服厂，1996 年与纳士、奥斯特三家服装企业打破传统家庭式经营模式，自愿联合组建浙江报喜鸟服饰集团，成为温州第一家通过自愿联合组建的服饰集团，被誉为“民营企业自我觉醒的典范”。品牌组建后确立了“名牌战略”发展路径，引进德国、意大利先进生产设备，高薪聘请意大利首席工艺师。1997 年，报喜鸟在国内首开男装流行趋势发布会先河。1998 年，品牌成为国内第一家采用香港影星代言服装品牌的企业，任达华那句“我爱报喜鸟”传遍大江南北。同年企业晋级为“中国·报喜鸟集团”。1999 年，报喜鸟在行业打折风潮中公开宣布全国统一价不打折。2000 年，上海工业园落成投产。2007 年，报喜鸟在深交所成功上市，成为温州鞋服行业第一家上市公司。经过多年发展，品牌先后荣获“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“全国纺织服装行业质量领先品牌”等诸多荣誉，是国内中高端男装领先品牌。

根据财报，2018-2025 年报喜鸟品牌营业收入 CAGR 为 0.72%，门店数量 CAGR 为 0.96%。2023-2025 年及 2026H1 报喜鸟品牌分别实现收入 17.30/14.28/13.48/6.10 亿元，分别同比+17.18%/-8.35%/-5.65%/-2.23%；门店数量分别为 817/821/791/735 家，自 2024 年起由于商务男装需求承压，品牌处于调整阶段，但收入降幅逐渐收窄，2026H1 在门店大幅调整（同比减少 82 家，门店大幅减少主要系线下渠道聚焦店铺质量提升，坚持开好店，优化低效店，同时探索高级定制店及 MALL 店方案）的情况下，收入小幅下降，说明门店店效有所修复。截止 2025 年，报喜鸟门店 791 家中直营 227 家，占比 28.70%，加盟 564 家，占比 71.30%。

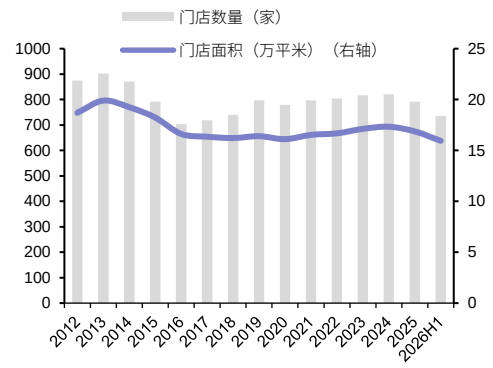
图 21：报喜鸟品牌营业收入及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

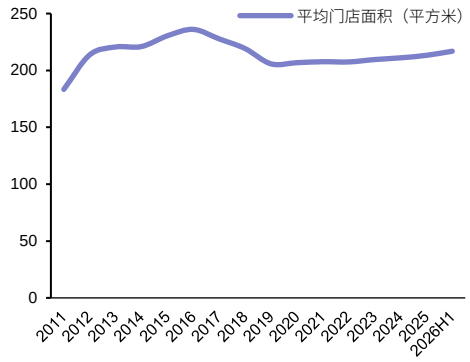
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：报喜鸟品牌门店数量及面积



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 23：报喜鸟品牌平均门店面积



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 7：主要男装品牌指标对比

指标	品牌	2021	2022	2023	2024	2025
收入(亿元)	报喜鸟	16.20	14.76	17.30	14.28	13.48
	YOUNGOR	50.94	50.13	58.37	51.87	50.06
	九牧王	25.44	22.94	27.52	29.55	27.67
	Hodo 男装	15.30	13.00	16.06	13.30	10.22
	LILANZ	27.53	25.66	28.41	27.56	29.22
收入增速（%）	报喜鸟	26.93%	-8.89%	17.21%	-	-5.65%
	YOUNGOR	14.18%	-1.61%	16.45%	-11.14%	-4.37%
	九牧王	14.83%	-9.82%	19.98%	6.58%	-6.36%
	Hodo 男装	-0.15%	-15.05%	23.57%	-17.20%	-23.16%
	LILANZ	15%-20%	-6.80%	10.72%	-2.99%	6.02%
门店数量（家）	报喜鸟	796	804	817	821	791
	YOUNGOR	2160	2039	1890	1911	1944
	九牧王	2317	2204	2197	2212	2136
	Hodo 男装	1001	922	1002	1000	903
	LILANZ	966	2385	2393	2451	2446
直营门店占比（%）	报喜鸟	28.77%	27.49%	28.40%	29.48%	28.70%
	YOUNGOR	91.25%	90.04%	88.41%	89.17%	87.14%
	九牧王	29.05%	25.82%	29.22%	34.13%	37.45%
	Hodo 男装	40.56%	43.28%	47.50%	49.60%	53.82%
	LILANZ	0.00%	0.04%	0.04%	2.61%	3.76%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：报喜鸟、Younger、Hodo、LILANZ 均系品牌数据；公司 2025 年财报将原先计入报喜鸟品牌收入的云翼加工业务收入和亨利格兰品牌收入重分类至其他，对 2024 年进行回溯调整，2024 年收入同比变动维持调整前口径

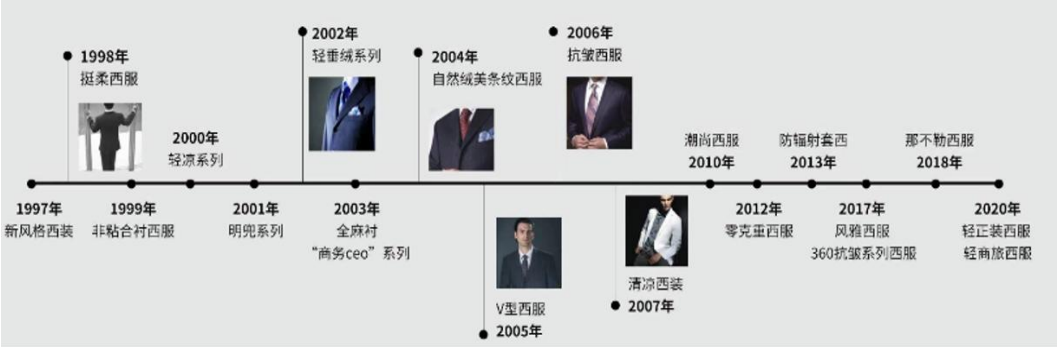
2. 品牌坚持西服第一品牌战略

根据公司财报，报喜鸟参与了《中华人民共和国纺织行业标准全毛衬西服》、《团体标准半毛衬西服》等众多

下载日志已记录，仅供内部参考

服装行业标准制定工作，系中国服装协会标准《服装定制通用技术规范——西服套、大衣》的第一起草单位，拥有 28 项西服领域实用新型专利，研发的“单层双面穿上衣”、“轻正装系列运动西服”等 33 项产品被登记为浙江省科学技术成果；创新推出的运动西服深受好评，其中多场合功能型运动西服项目获得第九届中国十大纺织科技-新锐科技奖，金羊毛零克重轻薄西服系列、可运动西服分别荣获中国纺织工业联合会颁发 2024 年度、2025 年度“十大类纺织创新产品”称号。

图 24：报喜鸟西服发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

产品年轻化，推出运动西服新品类，持续提升产品力。在产品创新层面，报喜鸟专注西服品类，深耕西服领域 40 余年，围绕“西服专家”战略定位，持续加大研发投入，精准匹配当下商务精英男士的多元着装需求，围绕西服品类五大应用场景，形成 ONE 西服、可运动西服、婚庆西服、商务西服、定制西服五大西服产品系列，针对不同地域、不同体态人群推出四大版型、60 个细分尺码。公司 2022 年与东华大学及知名主流面料供应商达成战略合作，通过产学研深度融合，推出更时尚、更舒适、更具科技感的运动西服系列。可运动西服采用轻量零压工艺，通过无肩、无里、无衬的工艺技术，使用富有弹力、抗皱、透气、防污、防水等高性能面料，兼具休闲与商务特征，适用于会议、商旅、休闲等多场景。品牌研发的“单层双面穿上衣”、“轻正装系列运动西服”等 33 项产品被登记为浙江省科学技术成果，多场合功能型运动西服项目获得第九届中国十大纺织科技-新锐科技奖，金羊毛零克重轻薄西服系列、可运动西服分别荣获中国纺织工业联合会颁发的 2024 年度、2025 年度“十大类纺织创新产品”称号。据品牌披露，可运动西服自上市以来市场认可度较高，销量和销售金额较传统便西品类均实现大幅增长，市场反应良好。在款式创新上，品牌依托研发团队与面料供应商合作，结合年轻群体穿搭偏好，推出轻正装等年轻化品类，升级凉感、抗皱等功能性面料，打破传统品类边界，提升产品搭配性与易打理性。



表 8：报喜鸟西服五大核心产品系列

ONE 西服		ONE 西服专为新一代年轻职场人群打造，旨在成为年轻男士的人生第一套西服。在面料和版型商完美兼顾年轻活力与成熟稳重，打造利落感着装，助力职场新人以最佳姿态自信上场。

下载日志已记录，仅供内部参考

可运动西服		专为商旅人士打造，告别传统正装的束缚，采用“弹力、透气、抗皱、抗菌、防水”等高科技面料，配合“无肩、无里、无衬”的轻量化工艺，带来无拘无束的舒适体验，一件应对差旅、会议与休闲生活，实现多场景快速切换。
婚庆西服		婚庆系列专为人生最重要的时刻倾情打造，采用立体修身剪裁手法，凸显年轻人挺拔硬朗的优点，并将报喜鸟文化特点融入产品设计之中，增加婚礼中的仪式感与喜乐氛围。
商务西服		经典商务系列是高阶精英的标配，以 40 多年沉淀的体型数据库为基础，开发独家版型，更适合中国人体型，辅以精致剪裁与 396 道匠心工艺，打造高品质西服，满足成功男士追求卓越品质的需求。
定制西服		报喜鸟私人定制系列，品牌王牌服务，甄选全球经典面料，专业外籍量体师与形象搭配师团队，一人一版，一衣一款，以匠心精神，提供一站式全品类私人定制体验。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3. 入选“大国品牌”战略，有效提升品牌力

2013 年，品牌明确“修身之道 正装大师”定位，聚焦西服核心品类。2014 年启动智能制造项目，历时两年成功部署工业 4.0 智能化生产，率先探索服装产业大规模个性化定制之路，2016 年入选“国家工信部智能制造示范企业”。品牌围绕“西服专家”战略定位，深耕高定西服、商务西服、婚庆西服、one 西服和可运动西服五大核心场景，推出的运动西服采用无肩、无里衬工艺，兼具休闲与商务特征，有效扩大西服消费场景。2021 年 7 月，报喜鸟正式入选 CCTV《大国品牌》栏目，以“专注西服制造，铸就大国品牌”为主题，在西服领域高质量创新发展论坛上举行战略发布会，汇聚行业领袖、专家学者、品牌商与主流媒体等 200 余位嘉宾。报喜鸟控股董事长吴志泽在发布会上表示，一路走来，报喜鸟始终坚持匠心为本、创新驱动的发展之道，以振兴民族品牌为己任，勇于担当“东方匠心力量”。《大国品牌》出品人吴纲认为，引领中国西装品牌的报喜鸟在制造工艺、产品品质、科技创新方面体现了大国品牌的价值、文化、形象和中国企业家精神。品牌亦积极参与行业标准制定，作为半毛衬男西服、全毛衬西服标准制定者，系中国服装协会标准《服装定制通用技术规范——西服套、大衣》的第一起草单位，拥有 28 项西服领域实用新型专利。此番入选“大国品牌国家队”，向外界展示出报喜鸟从“大国制造”向“大国品牌”转变的全新品牌内涵。2025 年，品牌官宣吴磊为全球代言人，

下载日志已记录，仅供内部参考

邀请张若昀、李乃文参与线上线下活动，重点推广可运动西服品类，精准触达年轻消费客群。

图 25：报喜鸟入选“大国品牌”战略



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 26：报喜鸟 2025 年新签代言人吴磊



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

4. 大力发展私人定制业务

为满足消费者日渐个性化、时尚化的着装需求，报喜鸟于 2013 年推出 C2B 全品类私人量体定制业务。目前拥有 500 多名专职量体师，可在 72 小时内上门免费量体搭配，360 小时完成成衣交付，根据消费者需求实现全品类私人量体定制。在智能制造方面，报喜鸟品牌率先进行数字化转型，是第一家入选“国家工信部智能制造示范企业”的成衣品牌服装企业，报告期内，公司持续深化数字化与智能化建设，升级完善温州总部智能生产项目，提升全流程柔性化生产与定制化制造能力。

表 9：主要可比公司定制服务情况

项目	雅戈尔	乔治白	酷特智能	鲁泰 A	报喜鸟
定制品类	西服、衬衫等	男女士西服、 西裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、风衣等	西服、衬衣、大衣、休闲服、西裤、马甲等	衬衫	套装、上衣、裤子、马甲、裙子、大衣、衬衫、夹克、休闲裤、风衣等
交付期限	试样约 1 个月，不试样约半个月	一般 50-60 天	7 个工作日	在下单（新客户为初次量体）的 15 日内	不试穿 7-10 个工作日，试穿 14-17 个工作日
产品价位	MAYOR 衬衫价格 1,500 元左右，西服 6000-15000 元	衬衣 200 元左右，西服 1000 元左右	1.ToC 客户：西服 2880 元起，衬衫 590 元起，2.ToB 客户：粘合衬 780 元+面料费，半麻衬 980 元+面料费，全麻衬 1380 元+面料费	价位 398 元、598 元、898 元、998 元、1298 元、1898 元、2598 元、2998 元、5198 元不等	粘合衬 650 元+面料费 、 半毛衬 850 元+面料费、全毛衬 1200 元+面料费
客户体验	到店量体	从分公司派或者从总部指派量体师	到店量体或上门量体	从线下预约量体到线上定制统一衔接，新客户上门量体，老客户无需量体	顾客预约就近门店的量体师或上门量体，量体师提供面料色卡本、款式图卡样衣试穿，并根据客户身数据和所选面料款式下单
售后服务	支持半成品试衣，终身免费返修	支持返厂返修，免费重做	免费返修，换片除外	提供两次免费修改服务，但第二次修改内容不得超出第一次修改内容范围	成品尺寸在标准公差范围之内，如需修改，不收取修改费，成品尺寸在标准公差范围之外如需修改，则按标准收费；如果涉及到重做，直接重新下单，正常收取加工费

数据来源：酷特智能招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）乐飞叶（LAFUMA）乘户外东风，发展迅速

1. 乐飞叶，百年户外品牌，专注户外休闲，锚定女性户外第一品牌的定位

乐飞叶品牌于 1930 年诞生于法国，由 Victor、Alfred、Gabriel 三兄弟共同创立，品牌名称取自三兄弟的姓氏。品牌 Logo 源自法国阿尔卑斯地区的银白杨树叶，象征着“与自然共生，而非征服”的品牌态度。二战期间，乐飞叶曾为法国军队提供大量背包装备，战后声誉鹊起。1954 年推出野营系列产品，迈出多元化步伐；1993 年正式推出服装产品线，标志性的“Sangar”外套于次年创下单款 20 万件的热销记录；1995 年集团收购 Millet 等国际品牌；1997 年在巴黎股票交易市场挂牌上市。凭借近百年的户外积淀，乐飞叶产品畅销全球 45 个国家和地区。2016 年，报喜鸟将乐飞叶品牌正式引入中国市场。品牌定位“轻户外、悦旅行”及“穿 Lafuma 去旅行，拍照好看”的品牌理念，契合当下消费者亲近自然、热衷户外及拍照分享的生活习惯；品牌拥有 GORE-TEX、POLARTEC 等顶尖科技面料加持及自主研发的 LTXT 面料技术，确保了作为户外产品的专业性与舒适度，近年来实现快速发展。

品牌紧抓户外东风，收入增长迅速，2023 年起贡献利润。2018-2025 年，品牌营业收入由 1.28 亿元提升至 4.14 亿元，CAGR 为 18.25%，在 2022 年国内户外景气度高涨背景下，公司紧抓发展机遇，2022-2025 年品牌营业收入 CAGR 为 30.53%，自 2023 年起扭亏为盈，贡献利润。2026H1 乐飞叶品牌实现营业收入 2.10 亿元，同比增长 14.85%。

产品方面，乐飞叶品牌坚持“法国百年户外”的专业户外定位，聚焦时尚年轻化创新，通过应用防护性功能面料与环保材质强化产品户外属性；同时，深挖 “女性友好” 女装品类，成功实现“小众破圈”，有力推动销售稳步增长。

品牌建设方面，聚焦可持续生活方式，通过法国之路徒步、签约品牌大使孙阳以及系列分享会与艺术展览，联动 KOL 与权威媒体，持续加强品牌资产的沉淀与市场声量的提升。持续深耕户外社群运营，以徒步、骑行、攀岩等活动为纽带，强化用户互动，深度传递品牌价值。

渠道方面，持续强化线上业务运营能力，线下重点加强单店业绩提升。乐飞叶品牌积极培育高业绩标杆店铺，建立清晰规范、可复制的店型标准，根据公司财报，乐飞叶门店数量由 2022 年的 66 家提升至 2025 年的 110 家（其中直营 103 家，加盟 7 家，直营占比 93.64%），平均面积由 2022 年的 95.45 平方米提升至 2025 年 106.07 平方米。截至 2026H1，乐飞叶门店 112 家，门店平均面积 109.28 平方米。

表 10：乐飞叶营收情况及门店数量

乐飞叶	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
营业收入（亿元）	1.28	1.40	1.82	-	1.86	2.62	3.35	4.14	2.10
YOY		9.38%	30.00%	-		40.50%	27.95%	23.72%	14.85%
面积（万平方米）	0.72	0.66	0.49	-	0.63	0.73	0.96	1.17	1.22
门店平均面积（平方米）	88.89	80.49	73.13	-	95.45	97.33	101.40	106.07	109.28
门店数量（家）	81	82	67	-	66	75	95	110	112
直营（家）					64	73	89	103	

下载日志已记录，仅供内部参考

加盟（家）		2	2	6	7
直营占比		96.97%	97.33%	93.68%	93.64%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：公司 2021 年财报中未单独披露乐飞叶品牌情况，乐飞叶与恺米切、TB 合并披露

（五）WOOLRICH 进一步拓展公司高端品牌矩阵，有望扩大全球化的品牌影响力

根据公司 20250321 收购兼并公告，公司以 5083.38 万欧元（以合同签署日汇率和税率折合人民币约 38372.41 万元）收购 Woolrich 品牌全球（欧洲除外）知识产权及为期 5 年的产品采购与品牌咨询协议。交割完成后，报喜鸟拥有 Woolrich 在全球如中国（包括港澳台地区）、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、韩国等 26 个国家和地区申请、注册或存续的包含“Woolrich”等核心商标以及全品类的相关商标、域名、著作权在内的知识产权，以及在除欧洲外的其他国家和地区的申请、注册和经营权。Woolrich 集团保留 Woolrich 品牌在欧洲地区的知识产权，并继续开展 Woolrich 品牌在欧洲地区的产品研发、品牌推广、生产销售等经营活动；同时，为了保持品牌全球业务的持续性，报喜鸟授权 Woolrich 集团继续履行属于本次收购范围内（如美国、日本等）现有的许可及经销合同，并由 Woolrich 集团向报喜鸟支付相应的品牌使用费。

Woolrich 品牌由 John Rich 和 Daniel Woolrich 于 1830 年在美国宾夕法尼亚州创立，是全球历史最悠久的户外服饰品牌之一。品牌创始人家族最初以经营羊毛织物起步，凭借高质量的羊毛制品，在美国内战期间成为军用毛毯的指定供应商。19 世纪中期，Woolrich 标志性的红黑格纹羊毛衬衫成为品牌经典符号，被誉为“户外格纹的鼻祖”。Woolrich 在品牌发展史上创造了多项行业第一：1850 年，品牌推出世界上第一款羊毛衬衫夹克；1910 年代，Woolrich 为美国海军和北极探险队提供极地防寒装备；1972 年，Woolrich 推出户外羽绒服，成为品牌另一标志性产品。百余年来，Woolrich 始终坚守“Authentic Since 1830”的品牌理念，将美式复古风格与户外功能性深度融合，产品现已涵盖美式复古休闲、户外、童装、家纺等多个系列。

公司将与 Woolrich 集团展开全面且深入的合作，充分借助 Woolrich 品牌近 200 年积累的深厚历史底蕴及其全球化的品牌影响力，公司计划筹建上海研发中心，整合全球供应链资源，进一步提升产品研发能力。同时，通过全球品牌推广，持续提升品牌价值。

图 27：1850 年 Woolrich 推出红黑水牛格衬衫



数据来源：Woolrich 官网，广发证券发展研究中心

图 28：Woolrich 推出北极派克外套，作为 1972-1977 年阿拉斯加油管建设工人御寒装备



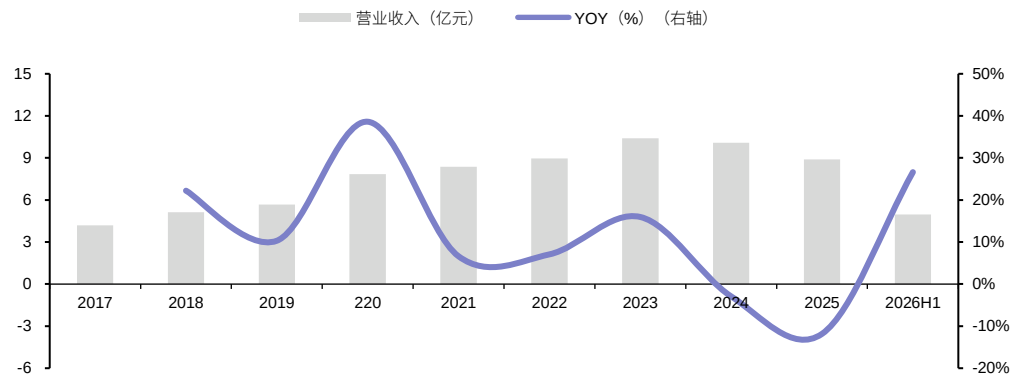
数据来源：Woolrich 官网，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（六）宝鸟受益集采，积极开拓大集团大客户

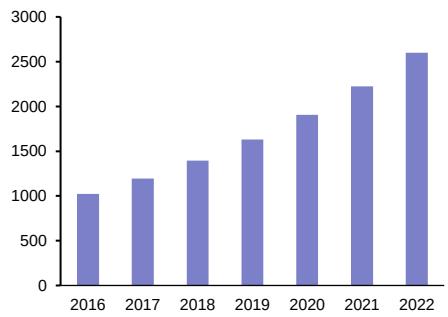
宝鸟品牌成立于 2000 年，是报喜鸟旗下专注于职业装团购的自有品牌。品牌聚焦职业装定制，同时拓展校服业务，形成以直营为主、代理和大客户为辅的发展模式。受益于阳光集采政策，宝鸟积极开拓大集团大客户。未来宝鸟将持续深耕团体定制服装市场，巩固“中国职业装十大领军企业”的行业地位，为更多企业和组织提供高品质的职业装解决方案。自 2016 年起，宝鸟品牌同样呈快速增长趋势，2025 年实现收入 8.89 亿元（YOY-11.82%）。2018-2025 年 CAGR 为 8.17%。根据中研普华数据，2022 年，我国团体定制服装业务市场规模达 2600 亿元，2016 年-2022 年复合增长率达 16.84%，团体定制服装市场发展迅速。2023-2025 年，可比公司乔治白、酷特智能、南山智尚、圣凯诺的收入 CAGR 分别为-8.10%、-6.27%、-7.64%、9.03%，宝鸟收入 CAGR 为-7.46%。

图 29：宝鸟营业收入及增速



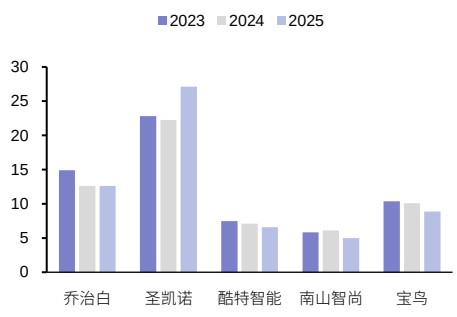
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：中国服装定制市场规模（单位：亿元）



数据来源：中研普华，广发证券发展研究中心

图 31：可比公司营收情况(单位：亿元)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心
注：圣凯诺为海澜之家旗下品牌，酷特智能为定制服装业务数据，南山智尚为服装业务数据

下载日志已记录，仅供内部参考

三、公司制定长远发展策略，多品牌发展目标清晰

根据公司微信公众号，在 2026 年 3 月 18 日报喜鸟 30 周年庆典上，公司董事长吴志泽发布全新战略，以“多品牌、国际化”为总体战略，以“双轮驱动、品牌向上、市场向外”为核心策略，全力实现“135”十年战略目标--至 2035 年报喜鸟力争打造 1 个百亿级全球性品牌、3 个 50 亿级品牌、5 个 10 亿级品牌，让海外市场零售占比达到三分之一，建成具有全球竞争力的时尚集团。

品牌向上，市场向外。根据公司官网，公司将依托 WOOLRICH 等品牌势能，借船出海，带动报喜鸟品牌向海外发展，加上 BOSINNO 定制加工、Ashwell24 小时线上定制服务等优势业务，使集团逐步在海外重点区域建立分公司，同时大力发展跨境电商，织密覆盖全球消费者的数字化服务矩阵，以“多品牌渠道协同+营销本土化+中国智造+全球研发与供应链”，稳步推进海外市场规模化发展。

图 32：报喜鸟 30 周年庆典



数据来源：公司官方微信公众号，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利预测给予以下关键性假设：

营业收入：我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别达 56.43/61.42/66.85 亿元，YOY+9.2%/+8.8%/+8.8%。具体来看：

1.服装业务按照分品牌，预计 2026-2028 年收入分别为 54.85/59.84/65.27 亿元，同比变动+9.4%/+9.1%/+9.1% 。

（1）报喜鸟：预计 2026-2028 年收入分别为 12.93/13.28/13.84 亿元，同比变动-4.1%/+2.7%/+4.2%；2026H1 报喜鸟品牌实现营业收入 6.10 亿元，同比下降 2.23%，其中门店数量 735 家，同比减少 82 家，公司坚持开好店、优化低效店，在门店数量大幅下降的同时收入小幅下降，我们预计 2026 年报喜鸟收入小幅下降，2027-2028 年在门店调整策略下，有望实现小幅增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

（2）哈吉斯：预计 2026-2028 年收入分别为 21.70/24.02/26.44 亿元，同比变动+12.8%/+10.7%/+10.1%；2026H1 哈吉斯实现收入 10.54 亿元，同比增长 13.18%，哈吉斯品牌自 2017 年以来持续快速增长，流水表现领先行业，且高端运动休闲赛道持续景气，我们预计哈吉斯 2026-2028 年有望持续实现较快增长。

（3）宝鸟：预计 2026-2028 年收入分别为 10.67/11.53/12.45 亿元，同比变动 20.0%/+8.0%/+8.0%；2026H1 宝鸟实现收入 4.97 亿元，同比增长 26.62%，在职业服市场竞争持续激烈的情况下，宝鸟品牌深耕优质头部客户，积极攻坚，我们预计 2026 年宝鸟有望实现快速增长，2027-2028 年在有望维持稳定增长。

（4）乐飞叶：预计 2026-2028 年收入分别为 4.99/5.95/7.11 亿元，同比变动+20.5%/+19.3%/+19.5%；2026H1 乐飞叶实现收入 2.10 亿元，同比+14.85%，由于新开店计划主要集中在下半年，且乐飞叶在户外赛道高景气下，2022-2025 年收入 CAGR 达 30.53%，我们预计乐飞叶 2026-2028 年有望持续实现快速增长。

（5）恺米切+东博利尼：预计 2026-2028 年收入分别为 1.60/1.70/1.78 亿元，同比变动+6.1%/+6.3%/+5.0%。公司划分了完善的品牌矩阵，坚持成长品牌恺米切快速发展、培育品牌东博利尼小步快走策略，我们预期 2026-2028 年恺米切+东博利尼收入有望持续稳增长。

2.其他业务：预计 2026-2028 年收入分别为 1.58/1.68/1.58 亿元，同比变动 0%/+0%/+0%。

表 11：营业收入拆分（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
			报喜鸟		
收入	1428	1348	1293	1328	1384
增长率（%）	-8.4%	-5.7%	-4.1%	2.7%	4.2%
			哈吉斯		
收入	1781	1923	2170	2402	2644
增长率（%）	1.3%	8.0%	12.8%	10.7%	10.1%
			宝鸟		
收入	1009	889	1067	1153	1245
增长率（%）	-2.9%	-11.8%	20.0%	8.0%	8.0%
			乐叶飞		
收入	335	414	499	595	711
增长率（%）	27.9%	23.7%	20.5%	19.3%	19.5%
			恺米切+东博利尼		
收入	164	151	160	170	178
增长率（%）	-8.0%	-8.4%	6.1%	6.3%	5.0%
			合计		
收入	5153	5169	5643	6142	6685
增长率（%）	-1.9%	0.3%	9.2%	8.8%	8.8%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：公司 2025 年财报将原先计入报喜鸟品牌收入的云翼加工业务收入和亨利格兰品牌收入重分类至其他，2024 年报喜鸟品牌收入追溯调整，2024 年同比数据是调整前口径

下载日志已记录，仅供内部参考

我们对公司的盈利预测给予以下关键性假设：

毛利率：预计 2026-2028 年毛利率分别为 64.52%/64.72%/64.82%，同比+0.01/+0.20/+0.10pct，主要系一是毛利率较高的哈吉斯品牌收入增速较快，二是部分费用刚性，在规模效应下，毛利率有望小幅提升。

费用率：预计 2026-2028 年销售费用率分别为 41.92%/41.92%/41.75%，分别同比-1.50/+0.0/-0.17pct；管理费用率分别为 8.55%/8.05%/8.05%，分别同比-0.50/-0.50/+0pct，2025 年销售费用率和管理费用率都处于近年较高水平，主要因收入持平费用刚性、新开直营店装修、营销投入增加、收购 woolrich 增加相关费用影响，预计随着收入增长、新店爬坡完成、数字化建设提升运营效率、2026 年无收购品牌新增一次性费用，销售费用率和管理费用率均有明显下降，2027-2028 年，销售费用率随着 woolrich 品牌投入小幅波动、管理费用率有所摊薄。预计 2026-2027 年研发费用率分别为 1.46%/1.46%/1.46%，预计研发费用率相对稳定，持平 2025 年水平。

综上，预计 2026-2028 年，公司营业收入分别为 56.43/61.42/66.85 亿元，同比增长分别为 9.2%/8.8%/8.8%；归母净利润分别为 5.13/5.97/6.66 亿元，同比增长分别为 50.1%/16.3%/11.7%。

估值：预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 0.35/0.41/0.46 元/股。公司成熟品牌（报喜鸟、哈吉斯、宝鸟）有望维持健康发展，成长品牌（乐飞叶、恺米切）坚持快速发展，培育品牌（Woolrich、东博利尼）坚持小步快走，我们看好公司未来业绩持续稳健增长。参考可比公司，综合考虑公司情况，贡献公司主要营收的哈吉斯、报喜鸟、宝鸟、乐飞叶四大品牌，其中哈吉斯、乐飞叶品牌增速较快；报喜鸟仍处于调整阶段，预计 2026 年收入小幅下滑；宝鸟增速较快，但 2026H1 毛利率大幅下滑，预计全年盈利表现弱于收入端，我们给予公司 2026 年 15XPE，对应合理价值 5.27 元/股，维持“买入”评级。

表 12：可比公司估值情况（截至 20260911）

公司名称	公司代码	收盘价（元/股）	摊薄EPS（元/股）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
比音勒芬	002832.SZ	25.06	1.30	1.60	1.86	19.25	15.64	13.45
九牧王	601566.SH	9.45	0.45	0.52	0.60	20.97	18.24	15.76
雅戈尔	600177.SH	8.33	0.62	0.71	0.78	13.41	11.77	10.68
海澜之家	600398.SH	5.83	0.45	0.49	0.54	12.92	11.88	10.90

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 WIND 一致预测

五、风险提示

（一）市场竞争加剧风险

公司所处的服装行业是充分竞争的行业，国内外品牌众多，竞争较为激烈。品牌定位及品牌影响力是品牌服装企业的核心竞争力之一，若公司不能采取有效措施持续提升品牌影响力、扩大市场份额，积极应对行业竞争，

下载日志已记录，仅供内部参考

则可能面临市场占有率、盈利水平下降的风险。

（二）新品牌运营推进不达预期风险

品牌运营质量受外部宏观经济和市场需求的直接影响，且新品牌的运营发展投入费用高，公司国际化运营能力尚不成熟，短期内可能难以实现积极的财务表现。公司将利用已形成的较为成熟的多品牌运营管理体系和管理经验，充分整合内外部资源，发挥客户、渠道、供应链资源协同优势，积极推进新品牌的运营。

（三）存货比重较大及其跌价风险

服装行业通常需要先备货再销售，若在未来经营中因市场环境发生变化或竞争加剧导致存货积压或出现存货减值超过跌价准备计提数额的情况，将对公司经营造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**4,237**	**4,457**	**4,911**	**5,388**	**5,918**
货币资金	2,025	1,912	2,257	2,540	2,855
应收及预付	819	767	865	941	1,023
存货	1,205	1,276	1,337	1,447	1,571
其他	189	502	453	460	469
非流动资产总额	**2,439**	**2,690**	**2,598**	**2,508**	**2,415**
长期股权投资	237	220	220	220	220
固定资产	822	808	792	739	670
在建工程	79	102	41	16	7
使用权资产	124	144	129	128	128
无形资产	229	511	470	433	398
其他	949	905	945	973	993
资产总额	**6,676**	**7,147**	**7,509**	**7,896**	**8,333**
流动负债总额	**2,085**	**2,323**	**2,427**	**2,514**	**2,616**
短期借款	319	573	500	450	400
应付及预收	959	1,037	1,132	1,228	1,334
其他	807	712	795	836	882
非流动负债总额	**90**	**79**	**79**	**79**	**79**
长期借款	26	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	64	79	79	79	79
负债总额	**2,175**	**2,401**	**2,506**	**2,592**	**2,694**
股本	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459
其他	2,910	3,180	3,425	3,709	4,027
归母权益合计	4,370	4,639	4,884	5,169	5,487
少数股东权益	131	106	120	135	152
负债和股东权益	**6,676**	**7,147**	**7,509**	**7,896**	**8,333**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,153**	**5,169**	**5,643**	**6,142**	**6,685**
营业成本	1,803	1,835	2,002	2,167	2,352
营业税金及附加	46	45	49	54	59
销售费用	2,130	2,244	2,365	2,575	2,791
管理费用	379	468	483	495	538
研发费用	93	75	82	89	97
财务费用	-32	-31	-27	-36	-45
资产信用减值损失	-150	-149	-103	-108	-116
公允价值变动收益	-14	0	0	0	0
投资收益	11	18	17	18	20
营业利润	**685**	**490**	**715**	**832**	**931**
营业外收支	3	-9	8	8	8
利润总额	688	481	722	840	938
所得税费用	168	131	196	228	255
合并净利润	**520**	**350**	**526**	**612**	**684**
少数股东损益	25	9	13	15	17
归母净利润	**495**	**342**	**513**	**597**	**666**
EPS（元/股）	0.34	0.23	0.35	0.41	0.46

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**702**	**636**	**899**	**913**	**984**
合并净利润	520	350	526	612	684
折旧摊销	276	328	357	359	368
营运资金变动	-257	-165	-88	-164	-179
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-32**	**-462**	**-70**	**-252**	**-255**
资本性开支	-546	-227	-115	-115	-115
投资	506	-249	0	0	0
其他	8	15	45	-137	-140
融资活动现金流净额	**-839**	**-12**	**-360**	**-379**	**-414**
股本融资	25	0	0	0	0
债权融资	-286	217	-73	-50	-50
股利分配与偿付利息	-523	-100	-287	-329	-364
其他	-55	-129	0	0	0
现金净增加额	**-169**	**162**	**469**	**283**	**316**
期初现金余额	**1,794**	**1,626**	**1,788**	**2,257**	**2,540**
期末现金余额	**1,626**	**1,788**	**2,257**	**2,540**	**2,855**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-1.9%	0.3%	9.2%	8.8%	8.8%
营业利润增长率	-23.1%	-28.4%	45.8%	16.5%	11.8%
归母净利增长率	-29.1%	-31.0%	50.1%	16.3%	11.7%
获利能力					
毛利率	65.0%	64.5%	64.5%	64.7%	64.8%
净利率	10.1%	6.8%	9.3%	10.0%	10.2%
ROE	11.3%	7.4%	10.5%	11.5%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	32.6%	33.6%	33.4%	32.8%	32.3%
有息负债率	5.2%	8.0%	6.7%	5.7%	4.8%
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.1	2.3
利息保障倍数	48.8	41.7	41.7	53.0	64.6
营运能力					
应收账款周转率	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
存货周转率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
应付账款周转率	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标					
每股收益	0.34	0.23	0.35	0.41	0.46
每股净资产	2.99	3.18	3.35	3.54	3.76
每股经营现金流	0.48	0.44	0.62	0.63	0.67
估值比率					
PE	13.0	16.4	11.4	9.8	8.8
PB	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.4	4.7	3.6	3.0	2.5

下载日志已记录，仅供内部参考

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰 ：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴 ：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

董建芳 ：资深分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

钟泽宇 ：高级分析师，约翰霍普金斯大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



糜韩杰

SAC 执证号：S0260516020001
SFC CE No. BPH764
mihanjie@gf.com.cn



左琴琴

SAC 执证号：S0260521050001
SFC CE No. BSE791
zuoqinqin@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址		邮政编码	客服邮箱
广州市：	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市：	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市：	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市：	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港：	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。