

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年6月15日

突围与出局：时尚界由重本质者主宰

纺织服饰行业2009年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）

消费品

服装、服饰 纺织、奢侈品

服饰:推荐(上调) 纺织:中性(维持)

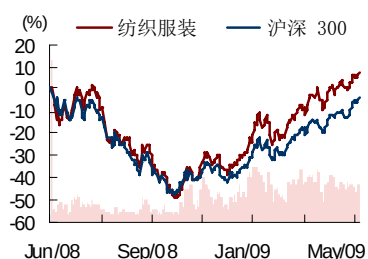
上证指数 2789

行业规模

		占比%
股票家数(只)	64	4.1
总市值(亿元)	2123	1.1
流通市值(亿元)	1227	1.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.1	51.7	3.9
相对表现	-1.1	9.1	10.7



相关报告

- 1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告——模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14
- 2、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨——通胀助推品牌服饰渠道模式各竞风流》2008/5/7
- 3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 4、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12
- 5、《美邦服饰——江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2
- 7、《七匹狼——深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长》2009/4/7
- 8、《报喜鸟——商务系列稳步前行 时尚系列整装上路》2009/04/20
- 6、《中国铅笔——批发业务带动发展，股权整合决定投资价值》2009/5/6
- 9、《大杨创世——坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》2009/5/25

经营模式对公司的利润有着关键影响。我们建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

- **行业投资策略：**上调品牌消费行业的评级至“推荐”。基于消费有所企稳，并可能转暖，以及通胀预期；品牌上市公司复苏后都面临程度不等的大发展；估值也处于历史 PE 较低区域等因素。在此阶段布局，至少在中长期来看是绝好的时机。维持出口与生产行业“中性”评级。出口已经基本企稳，但仍处于底部徘徊阶段，出口好转最快在四季度。维持全年-5%至-10%的判断。
- **品牌消费行业：时尚界由重本质者主宰。**国际案例显示，Hermes 坚持顶级奢侈品的运营理念，长年保持了良好的发展势头；Coach 尝试调和奢侈品领域稀缺属性与大众规模矛盾的新奢侈品主义模式，在经济繁荣期带给公司相当高的成长性，而在危机中却受到较大影响；Uniqlo 通过模式改进而重生，在危机中的发展速度不差于 ZARA 和 H&M。充分说明与产品本质结合最优的公司体现出抗风险性强、发展速度快、利润水平高的特点。
- **品牌消费公司选择：结合复苏弹性布局品牌消费企业。**美邦今年的收入增速应是最快的，但新开门店多拉高费用率，从而拉低利润增速，需要辩证看待今年费用高的现象，可能由非经营性利润补充。新开大量门店与较高直营比例使其复苏弹性最大；七匹狼经销商信心也尚待恢复，而行业弹性大，经销商订货与库存补充增加业绩弹性；报喜鸟外贸业务受影响较大；行业弹性小，以及扩张策略一直较谨慎，但若增发顺利实施，则可带来较大的弹性。各公司可根据催化剂时点与估值结合选择。
- **出口与生产企业选择：推荐代表行业升级方向或有升级潜力的龙头公司。**待订单出现好转时，结合估值进行选择。成本控制能力也尤为重要。首位推荐伟星股份，近期公司订单已经出现回升，可以提前布局；大杨创世如估值回调，或业绩可进一步超预期时可以介入；鲁泰主要具备估值优势，需要观察三季度订单情况。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
美邦服饰	17.8	0.88	0.78	1.07	22.8	16.6	1.3	强烈推荐-A
七匹狼	14.7	0.54	0.63	0.79	23.3	18.6	2.7	审慎推荐-A
报喜鸟	13.18	0.64	0.59	0.72	22.3	18.3	4.6	审慎推荐-A
大杨创世	8.8	0.32	0.40	0.50	22.2	17.0	2.7	审慎推荐-A
雅戈尔	13.27	0.71	0.65	0.82	18.7	20.4	2.6	审慎推荐-B
鲁泰 A	8.7	0.52	0.55	0.62	16.0	14.1	2.5	中性-A
伟星股份	15.1	0.78	0.89	1.06	16.9	14.2	3.1	强烈推荐-A
中国铅笔	16.7	0.25	0.55	0.68	30.3	24.5	5.6	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、总论	4
1、本文的独特之处	4
2、投资策略	4
3、估值	7
二、品牌服饰：把握本质提升内功，结合复苏弹性布局	10
1、平价品牌与折扣店大行其道	10
2、时尚业由重本质者主宰	12
3、论本质美邦领先，投资布局弹性效应大者	16
4、重点公司跟踪	21
三、出口与生产：代表行业升级方向或有升级潜力的龙头	24
1、行业面临异常严峻的考验	24
2、出口底部徘徊，好转最快到四季度，但仍有不确定性	26
3、投资策略：代表行业升级方向或有升级潜力的龙头	27
4、重点公司跟踪	29

图表目录

表 1：品牌消费行业关注公司列表：	5
表 2：出口生产类主要关注公司列表	6
表 3：主题交易性机会公司列表	6
表 4：重点公司盈利预测与估值表	7
表 5：香港同类公司盈利预测表	8
表 6：国际同类公司盈利预测表	9
表 7：奢侈品行业的空前打折现象	12
表 8：国内品牌公司发展弹性与投资机会综述	21
表 9：出口生产类主要关注公司列表	28

图 1: V 式估值法 (根据 09 年 EPS)	7
图 2: 品牌服饰消费弹性图谱.....	11
图 3: 危机中国外高档奢侈品领域公司的收入状况	11
图 4: 危机中国外中低档领域公司的收入状况.....	11
图 5: 时尚产业图谱财务量化分析版	13
图 6: 各代表公司自营门店比例与毛利率情况对比 (07 年)	13
图 7: 各代表公司扩张速度与收入增速的情况对比 (03-07 年)	14
图 8: 各代表公司存货周转率情况对比 (07 年)	14
图 9: 各代表公司净利润水平情况对比 (07 年)	15
图 10: BOSS 与 HERMES 收入增速对比同	15
图 11: 近年来社会消费品各品类增速情况	16
图 12: 国内分品类服装消费	17
图 13: 国内分品类服装消费	17
图 16: 国内品牌公司运营模式与财务指标分析.....	19
图 17: 三品牌公司利润率指标比较	20
图 18: 三品牌公司收入增速与扩张速度比较	20
图 19: 三品牌公司存货周转率比较	20
图 20: 纺织服装行业出口月度数据	24
图 21: 纺织服装业出口增幅	24
图 22: 纺织服装业出口分国别月度增幅	24
图 23: 纺织业与服装业固定资产投资增速.....	25
图 24: 近年来纱、布产量增长率	25
图 25: 近年来服装产量增长率.....	25
图 26: 国内棉花价格走势.....	26
图 27: 国际棉花价格走势.....	26
图 28: 欧日美三大经济体的 PMI.....	26
图 29: 美国服装零售数据.....	27
图 30: 美国失业率	27
图 31: 美国个人消费支出.....	27
图 32: 我国纺织服装企业升级路径	28
图 33: 公司未来发展路径三阶段图	30

一、总论

1、本文的独特之处

- 1)、经营模式对公司的利润有直接关系。我们建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例研究，证明任何企业运营都一定要贴合产品本质选取经营模式。
- 2)、在时尚产业图谱财务量化版的基础上，对国内品牌上市公司做出从模式-财务指标质量的分析，最终反映在经营效果上。
- 3)、投资机会建议结合发展弹性分析，建立了由产品、档次、渠道体系和今年奠定的发展策略几个指标构成的初步弹性分析框架。

研究思路说明：此篇报告作为我们的服饰品牌研究第三卷下篇，遵循了以往我们研究的逻辑，且继续深化。第一卷作为模式探讨的引子；第二卷建立了时尚产业图谱，对品牌的各种模式进行归结；第三卷在图谱的基础上，分析了危机中品牌的分化；此卷对图谱进行了财务量化版提升，打通了经营模式与经营数据的关系，更清晰的说明危机中公司的分化与管理能力密切相关，符合产品本质建立的模式才能使公司有更高的管理能力。

2、投资策略

09 年上半年行业消费和出口都受到了经济危机的重大影响。服饰消费方面，行业增速持续下滑，折扣与低价流行，降低了企业的利润率；出口方面，从 1 月开始首次出现了负增长的格局。在这样的背景下，在流动性推动的市场环境中，以往较受市场追捧的品牌服饰公司缺少投资机会，但少数在新技术等领域尝试多元化经营的公司的估值行业估值在主题性投资的驱动下被拉高。

09 年下半年，行业格局与投资机会将如何演变，我们判断经过洗牌，行业将更显突围与出局的两级分化，具体判断如下：

品牌消费行业：上调行业评级至“推荐”。

行业基本面：5 月消费数据大幅回暖，虽有假期因素，但反映出消费信心已经有所企稳，消费可能转暖。四季度由于去年同期基数较低，预计同比数据也会比一季度同比有改善；可能的通胀有利于品牌公司，加速行业优胜劣汰。

公司判断：业绩处于低谷，复苏后都面临程度不等的大发展

估值水平：各公司估值也处于历史 PE 较低区域，A 股平均 PE 水平都已经达到 24 倍；

综合而言，我们认为三、四季度会迎来品牌消费公司的投资机会，在此阶段布局，至少在中长期来看是绝好的时机。如果经济持续复苏，可以分享公司的高成长；如果经济继续调整，在周期性以及主题性投资品种估值高的情况下，相对防御能力较强。

出口与生产行业：维持“中性”评级。

根据 3-5 月的出口数据，以及对公司的跟踪调研，我们判断出口已经基本企稳，但是仍处于底部徘徊阶段，复苏尚未到時候，预计二、三季度的出口数据不会有太大惊喜。

根据国外消费数据，以及企业订单等情况推测，四季度出口数据可能发生好转。维持全年出口-5%至-10%的判断。

预计三季度投资没有太多刺激因素，等三季度中下段出口有好转信号时，可以根据估值情况投资有竞争力的龙头企业。行业内大部分企业都有升级的压力，盈利状况不佳，所

以投资着眼点还是在龙头公司，经历过此轮洗牌，会拥有更多的订单与占有更高的份额。但要谨防原材料波动与汇率的风险。

公司的选择上，应结合复苏弹性布局品牌消费企业。

根据时尚产业图谱财务量化版的分析，与产品本质结合最优的公司体现出抗风险性强、发展速度快、利润水平高的特点。国内上市品牌公司中，美邦的管理体系最符合时尚度较高的中低档产品本质，模式运营也最成熟，体现出质量最高的财务指标。结合发展弹性框架的分析各公司投资机会如下：

表 1：品牌消费行业关注公司列表：

公司	今年发展策略	估值	风险点	综合评价
美邦	内功铸就扩张之美，是唯一有能力保持快速扩张的公司，今年开的门店将会在今年底至明年贡献大量收益	23	新开门店多，费用率高，主业经营利润水平会被拉低，需要消化市场高预期的风险；经销商信心略显不足	今年业绩体现：收入增速应是最快的，但新开门店多，费用率高，会拉低利润增速，可能由非经营性利润补充，需要辩证看待今年费用高的现象； 复苏后业绩弹性：新开大量门店与较高直营比例使其弹性最大
七匹狼	存货压力最大，导致经销商扩张谨慎，但订货库存也比往年低很多	23	经销商信心尚待恢复	今年业绩体现：订货会已经基本锁定，收入与利润增速相对一般； 复苏后业绩弹性：行业弹性大，经销商订货与库存补充增加业绩弹性
报喜鸟	扩张谨慎，但若增发成功，新开门店会比往年增加较多	22	外贸业务受影响较大；增发若实施早，可能短期给股价一定压力	今年业绩体现：订货会已经基本锁定，收入与利润增速相对较高； 复苏后业绩弹性：行业弹性小，扩张策略一直较谨慎，但若增发顺利实施，则可带来较大的弹性

资料来源：招商证券（估值以 6 月 15 日股价为准）

此外，品牌首饰企业中国铅笔已经进行了关键的股权整合，从长期看值得持续关注。

出口与生产企业，我们推荐代表行业升级方向或有升级潜力的龙头公司，待订单出现持续好转时，结合估值情况进行选择。成本控制能力在今年也尤为重要。

其中首位推荐伟星股份，近期公司订单已经出现回升，可以提前布局；大杨创世股价涨幅很大，目前估值基本合理，如果估值回调，或者业绩可进一步超预期时可以介入；鲁泰需要观察三季度订单情况。

表 2: 出口生产类主要关注公司列表

公司	有利因素	不利因素	投资建议
伟星股份	订单已经回升, 主要客户国内品牌的消费回暖	订单回升力度可能低于预期。	公司目前估值仍有优势, 业绩二季度也会出现正增长, 建议可介入。
大杨创世	全年业绩增速会不错, 在危机中创造了业绩的奇迹; 成本控制能力有效; 洗牌后会拥有占有更多的市场份额	目前估值基本合理	如果估值回调, 或者业绩可进一步超预期时可以介入
鲁泰	业绩一季度基本处于低谷	二季度仅是接单速度加快, 但订单量与价格未有明显回升; 整体可开发客户剩余不多	等待三季度观察订单情况, 如果出现反转, 在估值较有优势的情况下可以考虑
众和股份	一季度表现不错; 危机中客户数量上升; 领先的模式体系	估值较高	估值回调
山东如意	经营较稳, 订单情况受影响相对较小	今年产能不会有多少提高; 估值已经被炒作的很高。	股价已经过高

资料来源: 招商证券

今年上半年, 在流动性的推动下, 市场投机氛围较浓厚, 新能源等领域的多元化经营比较明显地影响了部分业内公司的估值, 但我们判断下半年将逐步回归基本面。与新能源、房地产等有关的机会可根据自己投资风格把握; 资产注入分情况, 若注入后对企业真有明显改善, 才有投资价值。

我们将主要的主题交易性机会公司列表如下:

表 3: 主题交易性机会公司列表

类型	公司
新技术、新材料、新工艺概念	山东如意、金鹰股份、宜科科技
与房地产有关	黑牡丹、常山股份
资产注入题材	华孚色纺、浪莎股份、中银绒业
与新能源相关公司	杉杉股份、德棉股份、孚日股份、三房巷等

注: 其他公司中与新能源相关的公司已经不属于招商证券本行业研究范围

表 4: 重点公司盈利预测与估值表

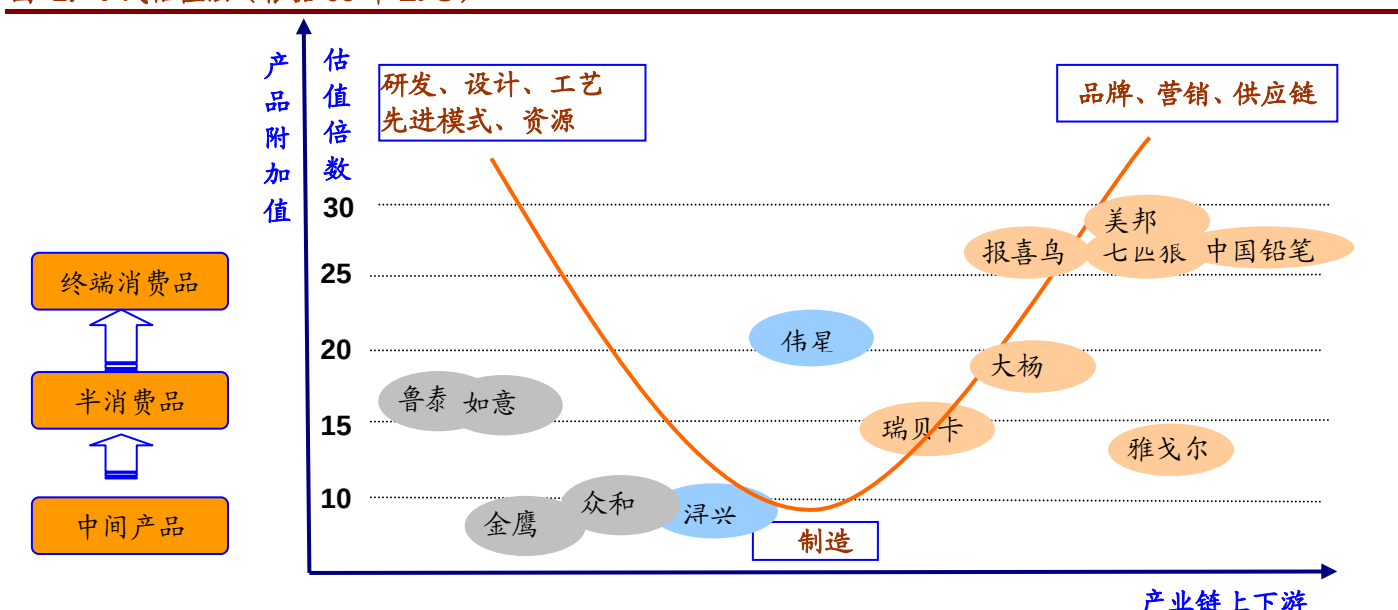
	名称	投资评级	股价	每股盈利			P/E		07-09EPS		PEG
				07	08E	09E	07	08E	09E	复合增长	
纺织	鲁泰-A	中性-A	7.32	0.54	0.63	0.66	14	12	11	10.6%	1.3
	众和股份	中性-B	4.26	0.36	0.29	0.30	12	15	14	-8.3%	(1.4)
辅料	伟星股份	强烈推荐-A	10.75	0.60	0.80	0.96	18	13	11	26.5%	0.7
	浔兴股份	中性-B	5.07	0.42	0.27	0.29	12	18	18	-17.4%	(0.7)
服装	美邦服饰	强烈推荐-A	26.41	0.54	0.88	1.22	49	30	22	50.1%	1.0
	七匹狼	审慎推荐-B	10.89	0.31	0.56	0.66	35	19	17	45.9%	0.8
	报喜鸟	审慎推荐-A	12.26	0.43	0.62	0.71	29	20	17	28.8%	1.0
	大杨创世	审慎推荐-A	4.39	0.33	0.31	0.36	13	14	12	4.4%	3.0
	雅戈尔	中性-B	8.24	1.11	0.65	0.75	7	13	11	-17.8%	(0.4)
配饰	中国铅笔	强烈推荐-A	8.90	0.37	0.35	0.47	24	25	19	13.2%	1.8
	瑞贝卡	审慎推荐-A	8.93	0.40	0.49	0.61	22	18	15	23.5%	1.0

资料来源：招商证券(注：股价为 6 月 15 日收盘价)

3、估值

1) V 式估值法：由于我国服饰行业的双重性，以及公司中长期发展的增长性都比国际公司好，可以给与比国际公司高的估值。在目前盈利预测下，我们给予各公司的合理估值如下“V 式估值法”所示。

在行业评级上调、以及大盘估值提升的情况下，我们给予品牌消费类公司 25-30 倍之间的估值，伟星股份作为半消费品企业，享受品牌公司于最优质生产企业之间的估值，在 20-25 倍，最优质生产企业大杨创世享有 20 倍左右 PE，优质生产龙头企业鲁泰等分别给予 15-20 倍之间的估值。

图 1: V 式估值法 (根据 09 年 EPS)


资料来源：招商证券

2) 国际及香港同类公司估值表：国际和香港的服饰纺织公司估值在近阶段都有了回升。而 A 股品牌服饰公司估值较年初没有太明显的提升情况。

表 5: 香港同类公司盈利预测表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
女装	思捷环球	48	60367	4.5	10.8	3.00	4.16	4.27	16	12	11	2.78%
	宝姿	14	8123	6.4	1.9	0.45	0.71	0.92	32	20	16	30.72%
	安莉芳	2	935	1.0	2.9	0.20	0.31	0.24	12	8	10	-21.42%
休闲装	利丰	20	76814	5.5	0.0	0.59	0.81	0.98	35	25	21	20.66%
	波斯登	1	6762	1.0	0.0	0.06	0.08	0.14	14	11	6	71.59%
	班尼路	5	7034	1.8	0.0	0.36	0.47	0.68	15	11	8	44.37%
	真维斯	2	2447	1.3	0.0	0.26	0.49	0.26	9	5	9	-45.97%
	佐丹奴	2	2297	1.2	0.0	0.14	0.20	0.14	11	8	11	-26.68%
运动装	李宁	18	19111	8.8	1.9	0.28	0.45	0.92	65	40	20	101.73%
	中国动向	4	23683	3.1	1.2	0.05	0.13	0.29	77	32	15	120.25%
	安踏体育	8	18824	3.7	0.0	0.06	0.22	0.49	128	35	15	127.77%
	特步	4	7876	2.6	2.2	0.02	0.10	0.31	157	35	11	212.03%
	鸿星尔克	0	532	0.6	3.2	0.08	0.15	0.03	2	1	7	-82.91%
女鞋	宝胜国际	1	3782	0.8	4.2	0.00	0.01	0.07	332	118	15	679.61%
	百丽国际	5	45882	3.0	1.6	0.12	0.23	0.31	47	23	18	32.18%
	永恩国际	3	5323	2.9	0.8	0.18	0.23	0.31	18	14	10	32.52%
	盈进集团	1	398	0.5	0.0	0.09	0.13	-	7	5	-	-
	Walker Group	1	398	0.5	0.0	0.09	0.13	-	7	5	-	-
首饰	九兴控股	12	9612	1.7	0.0	0.12	0.14	0.94	105	84	13	549.65%
	鸿国国际	0	95	0.8	1.8	0.23	0.28	0.04	1	1	6	-84.74%
	莎莎	3	3826	3.9	0.0	0.13	0.16	0.20	21	17	14	22.68%
生产	新宇亨得利	3	6192	2.6	0.0	0.08	0.17	0.19	31	15	14	9.85%
	周生生	5	3299	1.0	0.0	0.49	0.86	0.72	11	6	8	-16.06%
	魏桥	5	5506	0.4	0.0	4.07	4.52	0.58	1	1	8	-87.17%
	裕元	17	27933	1.3	0.0	0.21	0.22	1.81	79	78	9	728.59%

资料来源: Bloomberg、招商证券

表 6: 国际同类公司盈利预测表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
运动	NIKE	51	24871	3.0	25.4	3.84	3.72	3.62	13	14	14	-2.72%
	Puma	161	2582	2.2	20.1	16.7	13.8	15.3	10	12	10	10.66%
	ADS	26	5101	1.5	20.0	2.85	1.64	2.46	9	16	11	50.21%
奢侈品/ 高档品	LVMH	59	28857	2.2	16.6	4.13	3.81	4.07	14	15	14	6.85%
	HERMES	101	10613	6.6	19.0	2.73	2.72	2.93	37	37	34	7.64%
	COACH	24	7651	5.0	45.7	2.09	1.89	1.80	12	13	13	-4.71%
	POLO	49	4851	1.8	17.8	7.18	3.98	3.47	7	12	14	-12.70%
	TOD'S	40	1204	2.0	14.4	2.54	2.51	2.71	16	16	15	7.94%
	BOSS	17	1201	4.5	30.0	4.30	1.57	1.69	4	10	10	7.63%
	BURBERRY	379	1638	3.0	-1.2	-	27.7	30.9	-	14	12	11.55%
	Perry Ellis	6	80	0.4	-4.9	-	0.53	0.72	-	11	8	34.97%
	Phillips-Van	28	1416	1.4	9.4	3.01	2.26	2.51	9	12	11	11.12%
	PPR	59	60	61.0	62.0	64.0	65.0	66.0	1	1	1	1.54%
	UNIQLO	10510	1114834	4.2	17.3	299	-	-	35	-	-	-
	H&M	353	291706	7.1	44.3	18.6	18.9	21.1	19	19	17	11.94%
大众品	INDITEX	31	19361	4.1	28.1	1.61	1.89	2.08	19	16	15	9.81%
	GAP	16	11118	2.5	22.3	1.12	1.20	1.28	14	13	12	7.01%
	VF	55	6032	1.7	16.9	5.35	4.79	5.44	10	11	10	13.73%
	LTD US	12	3775	2.0	10.8	2.11	0.81	0.99	6	15	12	21.61%
	NEXT	1466	2895	18.5	-	-	132	139	-	11	11	5.19%
	GUESS	22	2021	2.6	29.8	-	1.74	2.02	-	13	11	15.59%
	Benetton	6	1170	0.8	11.3	0.80	0.57	0.64	8	11	10	10.98%
	Abercrombie	26	2279	1.3	15.7	4.81	1.07	1.61	5	24	16	50.24%
	American Eagle	14	2805	2.0	13.0	1.88	0.74	0.98	7	18	14	31.58%
	Aeropostale	33	2181	5.5	54.1	1.59	2.66	2.83	20	12	12	6.15%
	Bulgari	4	1143	1.4	10.4	0.50	0.15	0.21	8	26	18	39.86%
	RICHEMONT	23	13402	1.0	17.2	2.54	1.49	1.66	9	16	14	11.62%
配饰	Fossil	21	1412	1.7	17.6	1.16	1.58	1.72	18	13	12	9.20%
	Tiffany	26	3231	2.0	13.3	2.05	1.59	1.74	13	16	15	9.18%
	Swatch	174	9826	1.7	15.5	32.7	12.0	12.6	5	15	14	5.39%

资料来源: Bloomberg、招商证券

二、品牌服饰：把握本质提升内功，结合复苏弹性布局

经济危机给行业的运行、企业的发展以及人们的消费生活都带来了重大的影响。我们在2009年年度策略《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》中，通过一系列实证研究，得出了两方面主要结论：一是低档领域与女装领域的消费刚性较强；二是管理能力高、内功强大的公司可以获得较好发展。在此文中我们会进一步借助时尚产业图谱财务量化版深化分析，并借以分析国内品牌公司的发展前景。

主要结论如下：

1、低档品消费刚性最强，造成平价品牌与折扣店大行其道

2、通过国际案例研究，证明任何企业运营都一定要贴合产品本质选取经营模式。与产品本质结合最优的公司体现出抗风险性强、发展速度快、利润水平高的特点。

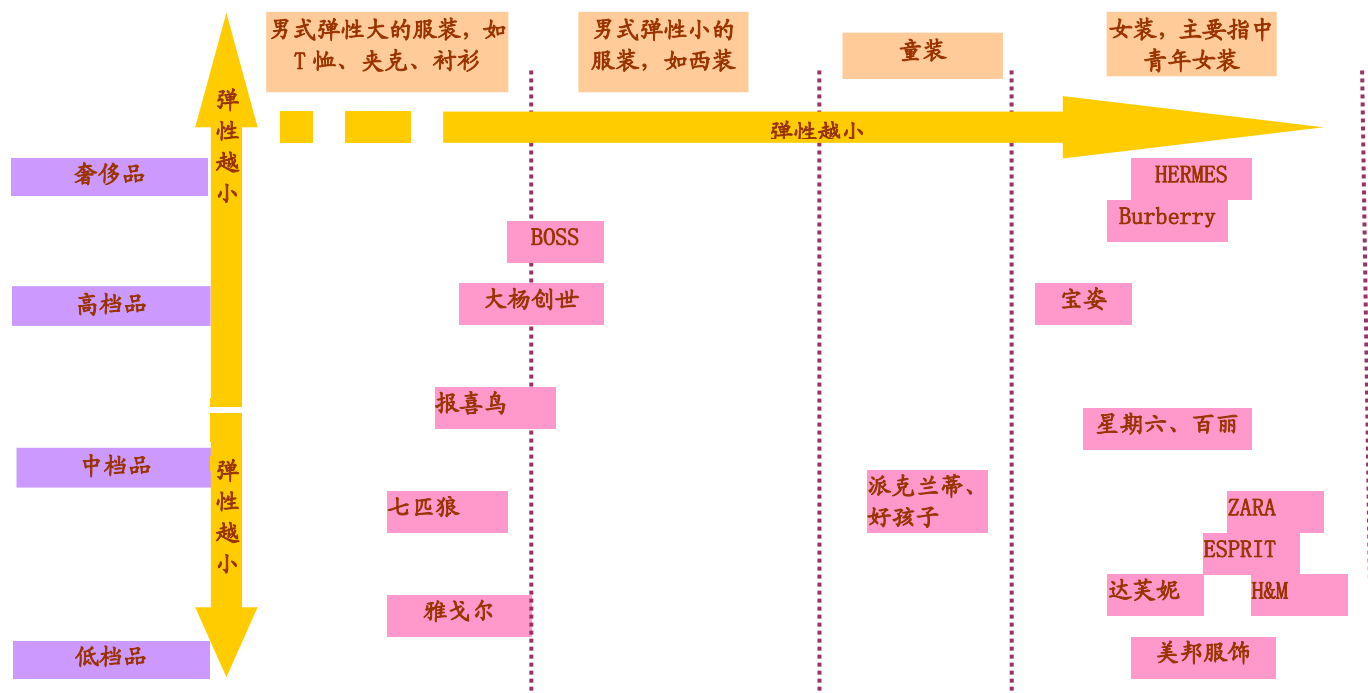
3、在时尚产业图谱财务量化版基础上，对国内上市品牌公司进行了详细分析，美邦的管理体系最符合时尚度较高的中低档产品本质，模式运营也最成熟，体现出质量最高的财务指标。而下半年投资机会则建议结合发展弹性分析。

由于各公司复苏后都面临程度不等的大发展；行业消费已经有所企稳，并可能转暖；各公司估值也处于历史 PE 较低区域，我们认为三、四季度会迎来品牌消费公司的投资机会。在此阶段布局，至少在中长期来看是绝好的时机。如果经济持续复苏，可以分享公司的高成长；如果经济继续调整，在周期性以及主题性投资品种估值高的情况下，相对防御能力较强。

1、平价品牌与折扣店大行其道

我们通过实证研究建立了品牌服饰消费弹性图谱，如下图所示，从档次上看，低档是刚性最强的，中高档弹性较大。而奢侈品里有分类，奢侈品的入门级品牌，价格趋近于高档品的弹性较大，而奢侈品的中高档品牌，尤其是最顶级奢侈品牌，由于其客户群很固定，刚性较强。

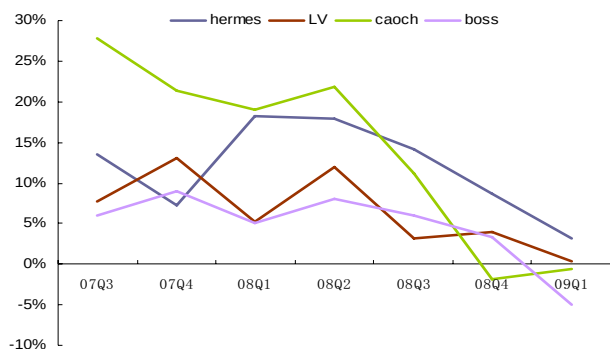
图 2：品牌服饰消费弹性图谱



资料来源：招商证券

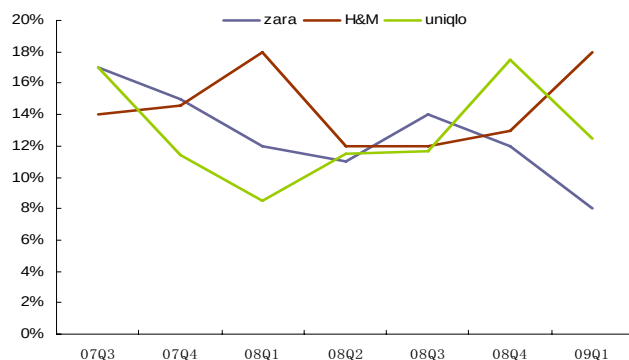
先抛开企业的经营管理能力不论，经济危机下荷包收缩以及对前景的不明朗，使得消费者更加注重性价比的消费模式，低价品牌因此而逆市走俏。而另一些企业则不得不降价求生。我们对比了一下此次危机后国外各领域公司的经营情况，总体来看，定价便宜的中低档领域公司业绩所受影响较小，而一贯以高贵血统著称的奢侈品家族也不得不打起了折扣牌。

图 3：危机中国外高档奢侈品领域公司的收入状况



资料来源：各公司公告，招商证券

图 4：危机中国外中低档领域公司的收入状况



资料来源：各公司公告，招商证券

如上图所示，此轮经济危机中，高档奢侈品领域公司的收入增速都呈现逐步下滑的趋势，而中低档领域的公司则保持了相对稳定的增速。尤其是从08年三季度开始。即便是奢侈品牌运营的典范爱玛仕（Hermès）和LVMH等处于顶端的品牌，销售增幅也出现了明显的下滑。但是正如我们前文所述，奢侈品的入门级品牌，无疑所受的影响更为严重。

打不打折这是个问题？

面对低价品牌的逆市走俏，高档以及奢侈品牌都面临降格的压力。尤其对于奢侈品来说，打不打折是个很大的难题。打折，意味着品牌价值的降低以及品牌形象的伤害，不打折，

销售很可能困难重重。

奢侈品行业 2003 年以来以年均 9% 的增速快速发展，通过提价和扩张的内涵与外延双重动力，获得了行业的大繁荣。而根据美国一份关于全球奢侈品消费的报告显示，全球奢侈品销售 08 年增长速度将锐减至 3%，09 年更将面临 6 年来的首次衰退。目前大多数奢侈品公司面对大幅上升的存货，也不得不举起了打折牌。

表 7：奢侈品行业的空前打折现象

现象	简述
奢侈品在各地折扣	08 年 9 月初，纽约满是奢侈品牌形象店的第五大街上随处可见奢侈品牌削价销售，各品牌的季末大减价也比往年提早很多。包括香奈儿、范思哲、Gucci、YSL 等在内的奢侈品公司降价幅度从 8%~10% 不等，有些更是出现了 5 折以下的价格。
奢侈品折扣店盛行	普拉达、范思哲等奢侈品牌都高调宣布，未来三年到五年，将在香港、天津、沈阳以及中西部地区布局多家折扣店；折扣店已经成为了 Coach 专卖店之外的另一个主要的零售渠道，并且近年的收入增长速度也快于专卖店。
奢侈品百货也大举推广折扣店	作为奢侈品的另一个重要销售终端，包括萨克斯第五大道、诺斯通还是内曼·马库斯，以往都是“默默无闻”地运营着各自的折扣店。而此次危机中，萨克斯第五大道陆续为 48 家折扣店“正名”，并大举开设折扣店。07 年仅新开了 1 家，而 08 年秋就新增了 3 家，并预计在 09 年再开 3 家；诺斯通则新增折扣店的数量从 07 年的 1 家上升至 08 年的 6 家，09 年更计划开 8 家。折扣店成为拉动其业绩上扬的主要动力。

资料来源：招商证券整理

在国内，打折活动也是如火如荼的进行，夏季的促销更是提早来临

2009 年，各地商场继续上演疯狂打折促销行为。清明后气温上升，刚上市的夏装新款大部分品牌 6-8 折，而以往通常新款就只有 9 折或 8.5 折。

危机下，为了刺激销售，夏季末的夏装促销也来得更早些。往年商场开始夏季促销一般都在 7、8 月开始，今年提前到 6 月中旬，而且打折力度也大于往年。预计进入消费淡季的 7、8 月，促销将持续进行，折扣力度还会更大。

2、时尚业由重本质者主宰

抛开各档次品牌公司所受的不同消费影响不论，我们一直强调，服饰品牌公司最核心的竞争力是品牌的战略与管理能力，拥有良好管理能力的公司即使在弱市里也能维持相当不错的发展。

而一个企业的管理能力高低，最根本是看其是否抓住了产品本质运营。我们在 08 年中期建立的时尚产业图谱，对服装各领域的产品本质以及相应运营模式进行了深入分析，本文针对不同产品定位的公司，在时尚产业图谱基础上做了量化的延伸，从数据角度将品牌服饰公司的管理能力体现为可对比分析的财务量化指标。

品牌服饰公司兼顾的范畴很多，采用何种渠道、如何宣传吸引顾客、如何控制物流、与供应商的关系如何等等，品牌运营体系各环节的不同选择与搭配构成了不同的运营模式。而经营模式对公司的利润有直接关系。我们通过量化的图谱将模式与利润等运营指标的关系揭示如下：

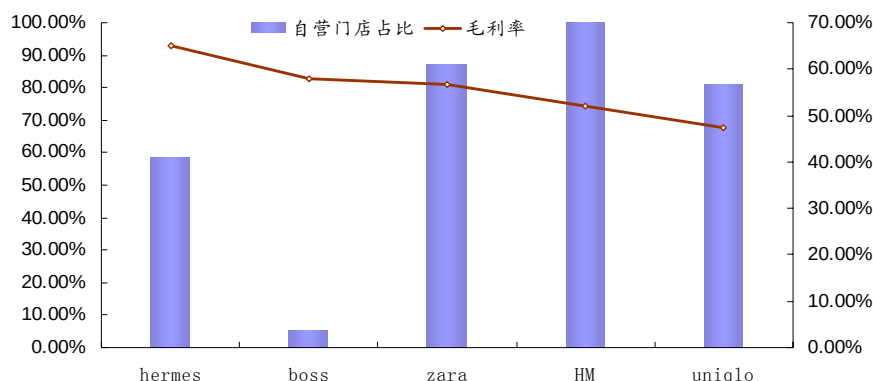
图 5：时尚产业图谱财务量化分析版

产品分类	运营特点	典型品牌	数据分析	结论
时尚度高的 高档品牌	渠道管理：形象把控极其重要，变化度较大，要求自营比例高，内生性增长为主； 供应链管理：引领设计为主，反应速度不需最快，质量严对供应商要求高	Hermes LV Coach	自营比例高，毛利最高； 门店扩张慢于收入增速，内生增长明显； 反应速度较快，存货周转率居中	与产品本质结合最优的公司体现出抗风险性强、发展速度快、利润水平高的特点
时尚度低的 高档品牌	品牌运营：高档杂志、场所、动态展等高档方式宣传、口碑宣传重要 渠道管理：形象把控很重要，但变化度不大，可适当放低自营比例，内生性增长为主； 供应链管理：对品质、版型要求高，变化度不大，不要求快速反应	Boss Polo	自营比例较高，毛利较高； 门店扩张慢于收入增速，内生增长明显； 反应速度慢，存货周转率低	
时尚度高的 中低档品牌	渠道管理：变化度很大，买手作用重要，对门店要求高，需要较高的自营比例，外延扩张为主； 供应链管理：要求敏捷型供应链，物流、信息系统要求高，需要快速反应	Zara H&M	自营比例高，定价低，毛利居中； 门店扩张快，外延增长更明显； 反应速度快，存货周转率最高	
时尚度低的 中低档品牌	品牌运营：大量电视、媒体宣传，广告轰炸可快速提高知名度 渠道管理：变化度小，可较多依靠经销商，外延扩张为主； 供应链管理：变化度小，不要求快速反应，对供应商要求相对低	Uniqlo	自营比例低，定价低，毛利最低； 门店扩张快，外延增长更明显； 反应速度慢，存货周转率低	

资料来源：招商证券（注：其中品牌运营部分由于档次相同的产品，即使时尚度不同也差异不大，因此放在两种类别中间）

以各领域典型公司为例说明以上图谱结论，由于 03-07 年全球经济基本稳定增长，各品牌的发展比较有代表性，我们的数据以 03-07 年期间的为例。

图 6：各代表公司自营门店比例与毛利率情况对比（07 年）

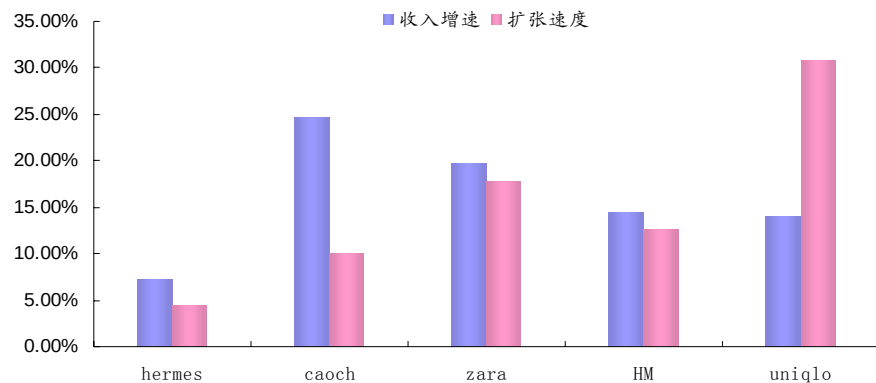


资料来源：各公司公告、招商证券

由于变化度要求最快，时尚度高和门店的产品知识与摆设要求高，中低档的 ZARA 和

H&M 拥有最高的自营比例，达到 90% 以上，且也获得了相对较高的毛利水平；时尚度高的高档品牌由于价格更高，毛利也是所有品类里最高的，Hermes 的毛利率达到约 65%；对于时尚度低的品牌，高档次的由于形象控制重要，需要的自营比例也较高，此处的 BOSS 自营比例偏低，以授权分销为主的体系不利于控制，不符合产品本质的要求，所以每每到危机时公司都会受到较大影响；低档的 UNIQLO 需要自营比例相对较低，价格便宜，毛利也处于以上公司中最低水平。

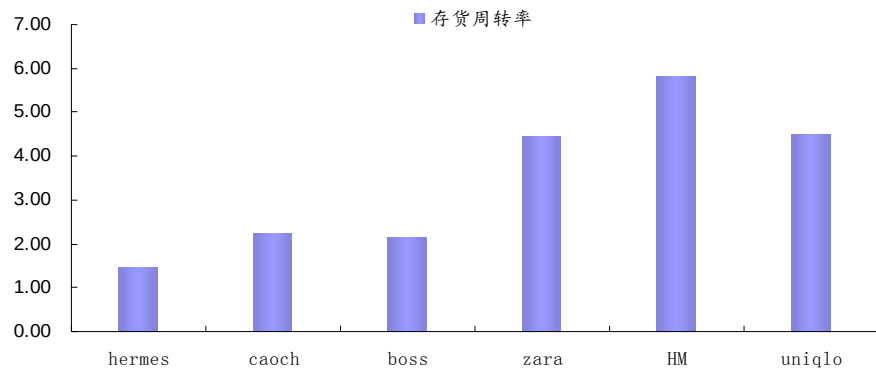
图 7：各代表公司扩张速度与收入增速的情况对比（03-07 年）



资料来源：各公司公告、招商证券

高端品牌以内生性增长为主，Hermes 和 Coach 的收入增速都大大高于门店扩张速度，表现出较强劲的内生增长动力；而中低档品牌的收入增速与扩张速度差距不大，外延式扩张时企业增长的最大引擎，UNIQLO 更是表现出大大高于收入增速的扩张速度。

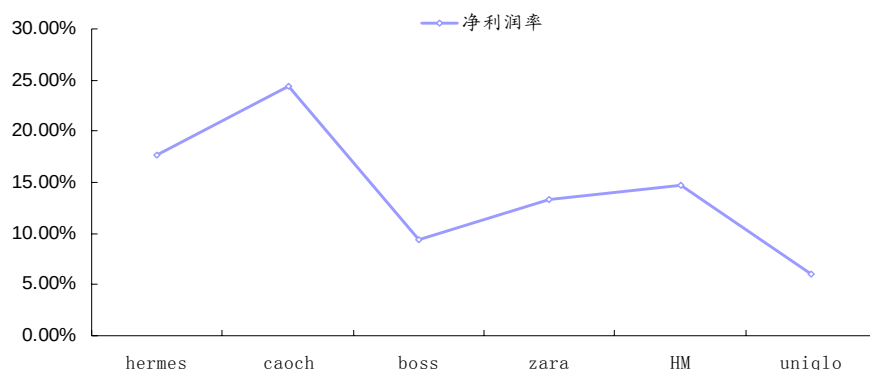
图 8：各代表公司存货周转率情况对比（07 年）



资料来源：各公司公告、招商证券

时尚度越高的产品，变化度越大，对存货周转的要求就越高。处于反应速度要求最快的中低档高时尚度领域品牌，以 ZARA 和 H&M 为例，都表现出最高的存货周转率；高端品牌如 COACH，要求的时尚度也较高，存货周转速度也较快。最顶级的奢侈品牌其实要求的周转速度不算高，由于这类品牌优势在于引领设计，往往每年需要款式不多，一年上新货次数在几次左右，产品相对稳定，不需要像 ZARA 等一样每周上新货；时尚度要求低的品牌则表现出较低的存货周转率。

根据我们以上图谱分析的结果，与产品本质结合最优的公司体现出抗风险性强、发展速度快、利润水平高的特点。有利的模式最终反映在各公司的经营结果上。

图 9：各代表公司净利润水平情况对比（07 年）


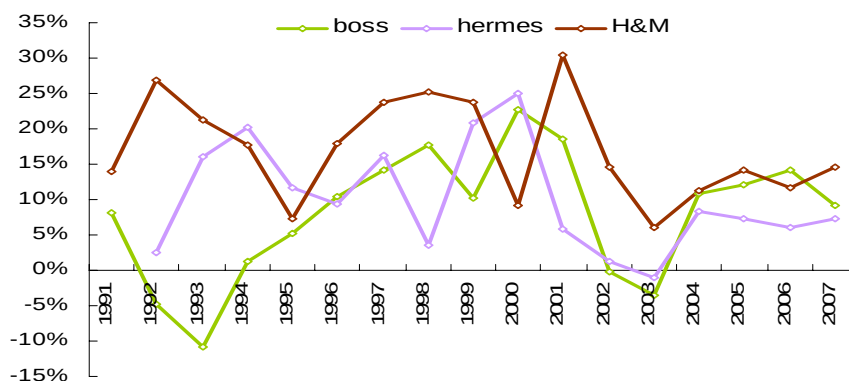
资料来源：各公司公告、招商证券

如上图 15 以及图 7、8 所示，我们分高档和中低档两个领域说明。

高档领域最符合产品本质发展的 **Hermes** 表现出比 **BOSS** 高许多的净利润率，且在危机中的表现也更稳，表现出较好的抗风险性；**Coach** 由于将奢侈品领域与大众亲民价格、变化度较快的推出新品等手段结合，成就了高档领域最高的成长性，也表现出很高的净利润率水平。但是由于奢侈品领域本身不可调和的稀缺属性与大众规模矛盾，其模式也深待考验，所以在此轮危机中表现出很大的业绩波动性，收入增速下降幅度最大。

低档领域最符合产品本质发展的 **ZARA** 和 **H&M** 表现出高的净利润率水平，以及在危机中相对稳定的增速，抗风性较强；**UNIQLO** 由于其 **SPA** 模式没有随时代变通，净利润率一直较低，而此轮危机中业绩有不错的表现，主要得益于其近年来对经营模式的改进，以使其更符合产品运营需求。

而从发展速度看，选取可观察数据较长的公司看，**Hermes** 和 **H&M** 在过去 15 年中的复合增长率分别达到 10.5% 和 18.2%，都具有长期发展动力，表现出遵循本质运营的模式优势。

图 10：BOSS 与 HERMES 收入增速对比同


资料来源：公司公告、招商证券

综上所述，**Hermes** 坚持顶级奢侈品的运营理念，长年保持了良好的发展势头；**Coach** 尝试调和奢侈品领域稀缺属性与大众规模矛盾的新奢侈品主义模式在经济繁荣期带给公司相当高的成长性，而在危机中却受到较大影响；**uniqlo** 通过模式改进而重生，在危机中的发展速度不差于 **ZARA** 和 **H&M**。以上都充分说明任何企业运营都一定要贴合产品本质选取经营模式，虽然上述多以高档奢侈品领域为例，但整个行业分析逻辑相通，

对国内上市品牌的分析也是很有借鉴意义的。

3、论本质美邦领先，投资布局弹性效应大者

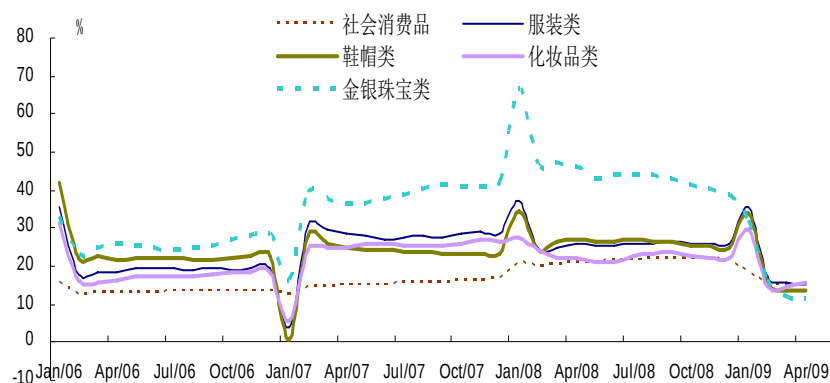
(1)、国内消费市场有所回暖

在经济危机的打击下，从 08 年 10 月份开始，国内服装消费持续呈现不景气的状况。今年 1 月份元旦销售出现一个小高潮之后，2、3 月都较为冷清。但是从 4 月中下旬开始，消费市场有所回暖。近期国内消费领域需要关注的现象我们简述如下：

A、5 月消费数据良好，消费显现回暖趋势

据国家统计局最新数据显示，2009 年 5 月份，我国社会限额以上批发和零售业中服装类商品零售额同比增幅为 22.1%，比上年同期回升了 0.5 个百分点，环比上升了 8.1 个百分点。5 月份国内服装纺织类商品零售情况达到了今年以来的最好水平。

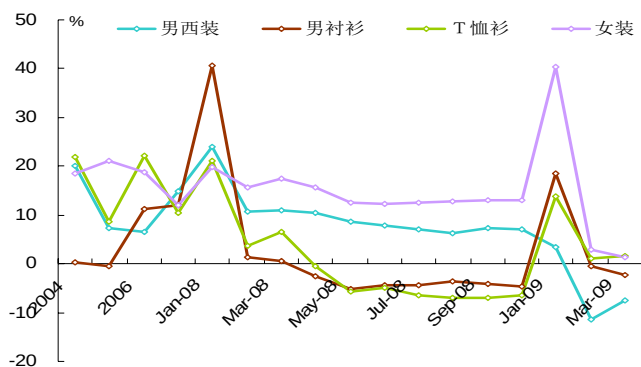
图 11：近年来社会消费品各品类增速情况



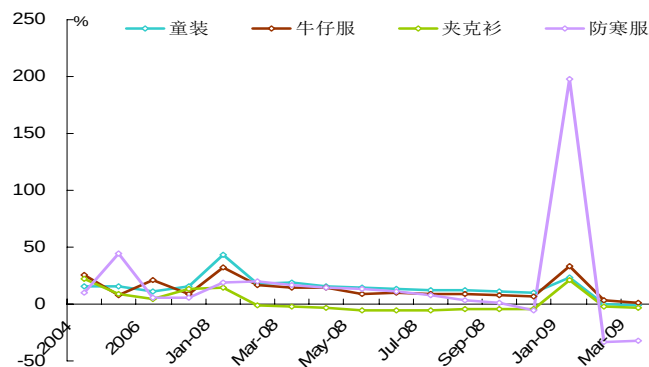
资料来源：中经网、招商证券

从重点大型零售企业的情况来看，全国五十家重点大型零售企业零售额增速 5 月份大幅加快，同比增速高达 22.1%，增速比去年同期提高了 8.4 个百分点，环比加快了 9.5 个百分点，同比和环比增速均有明显提高。我们分析主要原因是经济状况使得消费者的消费信心有所恢复，且有“五一”和“端午”双节的带动。

而分服装品类看，数据截止到 3 月份，情况与去年底也发生了变化。去年消费比较稳定的女装和西装增幅下滑幅度有所加大，而去年受影响很大的 T 恤衫、男衬衫消费则趋向于平稳。根据我们 09 年投资策略对美国消费数据实证研究的结果，在经济萧条初期，女装和童装消费一般比较坚挺，其中尤以年轻女性的服装受影响最小。男性消费较多的衬衫和 T 恤为首，其弹性非常大。一般在初期是最先感受到经济影响的。当经济萧条程度较深时，通常情形下弹性较小的西服与女装的消费弹性变大，而此前弹性大的男装消费则开始变得稳定。目前情况说明 09 年一季度危机对服饰消费的影响已经加深，而从 4、5 月的大消费环境推测，后续消费至少已经企稳，并有回暖之势。

图 12: 国内分品类服装消费


资料来源：一纺网，招商证券

图 13: 国内分品类服装消费


资料来源：一纺网，招商证券

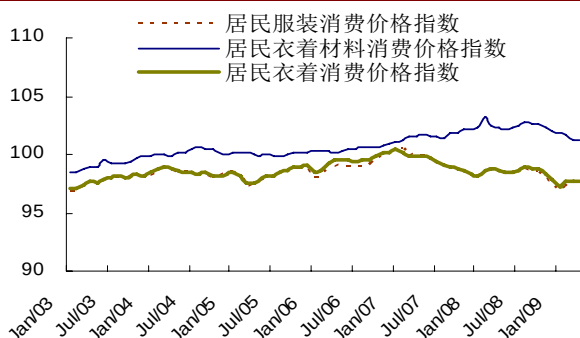
根据服饰消费季节特性，6月由于提前进入夏装折扣促销，预计消费数据同比不会很低。7、8月是消费淡季，而四季度由于去年同期基数较低，预计同比数据也会比今年一季度同比有改善。

C、通胀预期出现，品牌服装可能受益

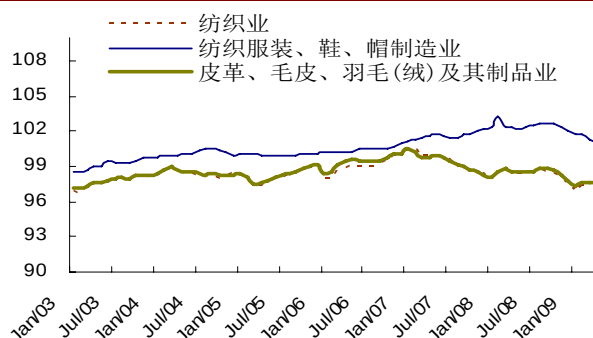
虽然从国家统计局最新公布的5月份经济数据中，CPI和PPI指数同比还处在下降的通道之中，至今CPI指数同比已连续4个月下降，PPI指数同比则已连续6个月下降，但是从月环比情况来看，很多指标已经开始回升了。

5月份居民消费价格指数中，衣着类价格同比下降2.3%。其中，服装价格下降2.5%。工业品出厂价格方面，生活资料出厂价格同比下降1.9%。衣着类价格下降0.2%。

从这些主要宏观经济数据的变化来看，国内出现持续通缩的可能性基本可以排除，消费者、企业等市场主体的通胀预期开始出现，但在目前总产出仍低于长期潜在产出水平的情况下，短期内尚难看到实际的通货膨胀。对服装服饰行业而言，包括服装服饰在内的消费品价格出现温和小幅上涨倒是大概率事件，而企业采购价格因通胀预期或早或晚也将逐步回升。

图 14: 我国服装类消费价格指数


资料来源：CEIC、招商证券

图 15: 我国服装纺织类工业品出厂价格指数


资料来源：CEIC、招商证券

我们认为,国内经济复苏、物价企稳并转向温和回升的情况对于品牌服装企业是有益的。

外需的迅速坍塌，使得国内纺织服装行业等产能过剩和结构不合理的问题暴露无遗。出口导向为主的加工贸易型企业，在能源、电力和原材料价格以及劳动力成本都在上升的环境之下，传统的比较优势严重削弱，出口市场需求下降的困扰短期内看来难以摆脱。而针对国内服装市场目前的环境与竞争格局，一方面经济萧条使得国内消费在一定程度上仍受压制，另一方面，产品结构不对路和缺乏合适渠道，大量出口企业实际上短期内

并不能真正转向国内市场，但相关的尝试却已导致国内市场供给增加，内销市场竞争日益加剧。我们认为大部分企业是没有提价能力的，靠量的竞争会导致价格战，企业的经营前景并不乐观。

另一方面，在经济逐步复苏、消费者信心改善的形势下，品牌服饰企业的境况则要明显的乐观得多。由过去的经验看，具有可选消费品性质、弹性更大的品牌服饰消费在较好的宏观环境中更有市场，以宏观景气较高的 07、08 年为例，当时根据我们对大型零售企业以及品牌公司销售价格的跟踪，普遍都显示出提价能力，中华商业信息中心的统计分析显示，07 年大型零售商业企业服装类产品价格指数始终保持在 100 以上，2007 年 12 月 21 家北京亿元商场的男西服销售总平均单价为每件、套 1713 元，比 2006 年同期提高了 9%。这与全国的居民衣着消费价格指数走势完全不同，其原因正是由于大型零售商业企业出售的服装主要为有品牌的服装，且以中、高档为主。从这个意义上讲，当前中国经济逐步复苏、居民收入预期恢复以及消费信心改善的境况，会推动需求的较大幅度回升，此种情形在一定程度上和 07、08 年有类似之处，只是繁荣的热度低一些，但品牌企业受益相对明显则应该无疑。

虽然消费无法短期内恢复到经济正常水平，但预计下半年的消费市场总体较上半年有所回暖，以及品牌效应的作用，通胀会使得品牌企业受益，从而更会加速服装行业的优胜劣汰，两极分化结构更有利于品牌服装扩大市场占有率。

目前国内已经出现一些高端回暖的迹象，宝姿 5 月单月零售额创历史新高，比市场预期的 5% 左右增长要好很多。高端品由于弹性较大，也是较先感受市场回暖的指标。此处注意针对国内服装行业，并不是高档才能受益于通胀，基于国内服装品牌效应的发展阶段，我们认为有品牌效应的企业与无品牌效应的企业区分明显，有品牌效应的企业也具有一定的提价能力。

综合以上分析，且品牌企业上市公司估值都处于历史相对底部，我们 09 年下半年对品牌服饰行业的投资评级上调为“推荐”。

(2)、论本质美邦领先，投资布局弹性效应大者

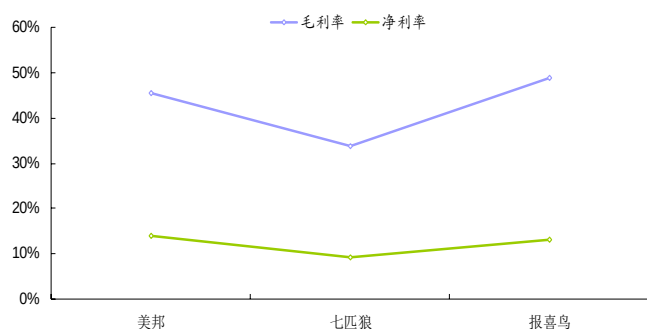
在上述部分，我们通过国际品牌公司的实例，充分说明了任何企业运营都一定要贴合产品本质选取经营模式，与产品本质结合最优的公司体现出抗风险性强、发展速度快、利润水平高的特点。以下我们据此对国内品牌上市公司做出模式-财务指标的分析。

图 16：国内品牌公司运营模式与财务指标分析

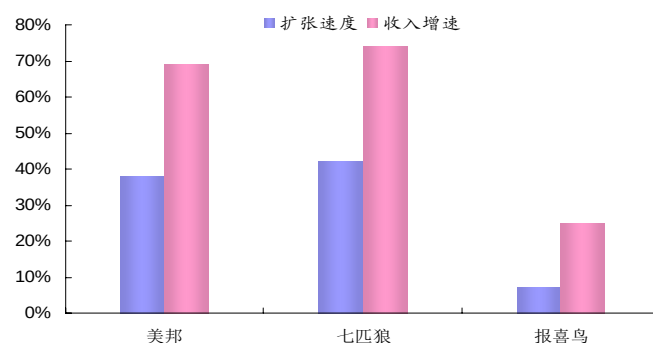
产品分类	运营特点	数据反映	改进方向	结论
美邦 时尚度高的中低档品牌	产品： 较强的设计能力与性价比高 品牌运营： H&M 式的大牌明星推广效应以及整合营销模式；重视终端店铺宣传； 渠道管理： 直营与加盟混合营销模式、强大的加盟商体系； 供应链管理： 成熟的供应商体系外包生产、高效的信息系统、国内最领先的物流配送体系	广告投入占收入 2% 左右； 占比 15% 的自营门店贡献了 33% 的收益，价格虽低，毛利达到 45.6%； 近三年扩张速度 38.3%，收入增速 69.6%，外延扩张快，产品结构调整使得内生增长明显； 反应速度国内领先，存货周转率达到 4.5； 净利率达到 14%	产品： 持续提高设计与买手水平、更丰富款式 渠道管理： 直营和加盟混合体系到直营带动加盟的模式、现货比例更高的订货制度 供应链管理： 整合供应商资源、打造更强的信息系统与物流配送体系	美邦的管理体系最符合产品本质，模式最成熟，财务指标质量最高
七匹狼 时尚度偏低的中档品牌	产品： 较弱的设计时尚能力 品牌运营： 以较大的广告投入维持知名度 渠道管理： 两级加盟商管理体系、渠道资源比较扎实 供应链管理： 信息系统不健全，不完善的 ERP 系统	广告投入占收入比 8% 左右； 自营门店比例小于 5%，价格虽高，毛利为 33.95%； 近三年扩张速度 42%，收入增速 74.2%，外延扩张更明显； 反应速度较慢，存货周转率 3.1； 净利率为 9.3%	产品： 大力提高设计与买手水平 品牌运营： 逐步降低广告投入、提高美誉度 渠道管理： 缩减加盟体系、加大直营与小店比例、精致化门店摆设 供应链管理： 建立完善的 ERP 系统	
报喜鸟 时尚度低的中档品牌	产品： 较强的产品质地 品牌运营： 较大的广告投入维持知名度、较强的 VIP 系统 渠道管理： 一级加盟商管理体系、讲究精致的门店 供应链管理： 信息系统较不完善，反应速度不快；完全资产，较严格的品质控制	广告投入占收入比 8% 左右； 自营门店比例小于 5%，价格高，毛利为 48.7%； 近三年扩张速度 7%，收入增速 25.5%，外延扩张慢，提价导致内生增长更明显； 反应速度较慢，存货周转率 2.4； 净利率达到 13%	产品： 持续提高品质与设计 品牌运营： 逐步降低广告投入 渠道管理： 加大直营与小店比例、提高单店效率 供应链管理： 完善 ERP 系统	

资料来源：招商证券

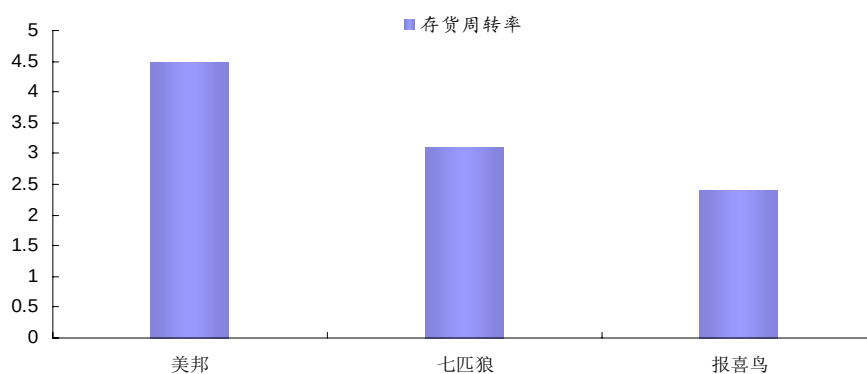
根据以上的分析结果，中长期看，美邦的管理体系最符合时尚度较高的中低档产品本质，模式运营也最成熟，体现出质量最高的财务指标，如下图对比：

图 17: 三品牌公司利润率指标比较


资料来源: 各公司公告、招商证券

图 18: 三品牌公司收入增速与扩张速度比较


资料来源: 各公司公告、招商证券

图 19: 三品牌公司存货周转率比较


资料来源: 公司公告、招商证券

由于三个品牌都属于各自领域有规模基础、排名靠前的品牌, 有程度不等的相对优势, 此次危机都给与了其改进与提升的机会, 在危机过后将迎来大发展。分析其投资机会, 我们建议结合发展弹性分析, 构成指标包括产品、档次、渠道体系和今年奠定的发展策略。具体如下表所示:

表 8：国内品牌公司发展弹性与投资机会综述

公司	产品所处领域	价格档次	渠道体系	今年发展策略	估值	风险点	综合评价
美邦	青年休闲装领域，休闲装属于弹性大的行业，青年人在危机中消费影响相对较小，弹性较大	价格较低，复苏反应略滞后	直营比例最高，复苏初期直营补货容易，最大程度受益	内功铸就扩张之美，是唯一有能力保持快速扩张的公司，今年开的门店将在今年底至明年贡献大量收益	23	新开门店多，费用率高，主业经营利润水平会被拉低，需要消化市场高预期的风险	今年业绩体现：收入增速应是最快的，但新开门店多，费用率高，会拉低利润增速，可能由非经营性利润补充，需要辩证看待今年费用高的现象；复苏后业绩弹性：新开大量门店与较高直营比例使其弹性最大
七匹狼	中年休闲装领域，休闲装属于弹性大的行业，中年男性消费在危机中收缩较青年明显，弹性最大	价格较高，复苏初期较先反应	加盟商通常滞后，待复苏一定程度后才会在下季加大订货	存货压力最大，导致经销商扩张谨慎，但订货库存也比往年低很多	23	经销商信心尚待恢复	今年业绩体现：订货会已经基本锁定，收入与利润增速相对一般；复苏后业绩弹性：行业弹性大，经销商订货与库存补充增加业绩弹性
报喜鸟	中年正装领域，正装领域弹性较小，尤其是西服产品，弹性最小	价格最高，复苏初期最先反应	加盟商通常滞后，待复苏一定程度后才会在下季加大订货	扩张谨慎，但若增发成功，新开门店会比往年增加较多	22	外贸业务受影响较大；增发若实施早，可能短期给股价一定压力	今年业绩体现：订货会已经基本锁定，收入与利润增速相对较高；复苏后业绩弹性：行业弹性小，扩张策略一直较谨慎，但若增发顺利实施，则可带来较大的弹性

资料来源：招商证券

综合而言，我们认为三、四季度会迎来品牌消费公司的投资机会，理由如下：

行业来看，由于消费已经有所企稳，并可能转暖；

估值水平：各公司估值也处于历史 PE 较低区域，A 股平均 PE 水平都已经达到 24 倍；

公司判断：复苏后都面临程度不等的大发展，详见上表。

所以在此阶段布局，至少在中长期来看是绝好的时机。如果经济持续复苏，可以分享公司的高成长；如果经济继续调整，在周期性以及主题性投资品种估值高的情况下，相对防御能力较强。

4、重点公司跟踪

美邦服饰：高费用制约股价上涨，但也为后续爆发式增长提供强有力的基础（强烈推荐-A）

负面因素：

新开门店多，拉高费用率，从而降低了利润增速：这是公司最主要的股价制约因素，由

于市场之前对公司业绩的高预期，对于费用率较预期高的事实需要时间消化。我们认为今年费用高的现象需要辩证看待，这主要是由公司在最佳时机抢占宝贵的渠道资源所造成的，虽然对当期投资机会造成打击，但是不得不为的战略选择，今年收入的增速应是衡量公司运营水平的正确指标，较高的收入增速会证明公司的门店运营还是相当健康的。全年的利润还可能由税收优惠等非经营性利润补充。

加盟商信心尚需时间建立：加盟商的零售数据是好于其提货数据的，加盟商反应通常滞后，还需要时间恢复。

正面因素：

直营门店今年运营一直不错：危机中直营店明显好于加盟店，加盟商一般都明哲保身，减少订货。目前公司的直营门店运营指标都比较令人满意。

休闲装属于弹性大的行业，消费复苏后想象空间大。

直营比例最高，复苏初期最充分受益。复苏初期直营门店补货容易，公司直营比例在上市品牌公司中最高，可最大程度受益。

新开的大量门店为爆发式增长准备：公司今年的扩张速度最高，新开的大量门店从下半年至明年陆续进入成熟期，会给公司业绩带来爆发式增长。

盈利预测与投资建议：我们对公司的发展维持两个层面的判断：09-10 年公司的发展主要还是美特斯邦威品牌的扩展与提升，对于新品牌 ME&CITY，我们没有在此两年预计更多的盈利贡献，我们维持前次的判断，预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.78 和 1.07 和 1.41/股。建议辩证看待公司今年新开门店导致费用率高的问题，因为抢占了占领市场的绝好时机，成为内功筑就扩张之美的首选，所以我们维持“强烈推荐”评级。

风险因素：宏观经济增长放缓；新开门店较多拉高费用水平；新品牌推广。

七匹狼：库存压力尚待解决，有效消化后业绩弹性理想（审慎推荐-A）

负面因素：

经销商高库存压力尚未得到实质缓解：一季度的大力度折扣已经为公司的高库存解决了部分压力，但仍需要时间继续才能消化到支撑正常运营的健康水平。

经销商信心仍然不足：经销商的反应通常滞后，虽然经历了 4、5 月的消费回暖，但三季度属于传统消费淡季，经销商的信心仍为得到实质性恢复。

正面因素：

近期终端销售比一季度明显好转：4、5 月随市场回暖，终端门店销售数据比一季度改善，上半年业绩应能保持 20%左右增长。

休闲装属于弹性大的行业，消费复苏后想象空间大。

经销商订货恢复与库存补充增加业绩弹性：由于巨大的库存压力，经销商 09 年的订货也比往年少很多。消费复苏后，经销商需要恢复正常的库存水平，同时还会回复增速可观的正常订货量，给业绩弹性带来较大的想象空间。

盈利预测和投资建议：09 年是公司的改进年，但在改进提升与存货消化后的反弹幅度值得期待。预计 09-11 年的 EPS 分别由 0.62、0.74 和 0.93 元/股上调为 0.63、0.79 和 1.02 元/股，评级由“审慎推荐-B”上调为“审慎推荐-A”。可以 09 年 25 倍 PE 为估值中枢。

风险因素：宏观经济对服装零售的影响；改进进程和效果低于预期的可能。

报喜鸟：增发摊薄业绩，但也增加了公司的发展弹性（审慎推荐-A）

负面因素：

宝鸟的外贸业务一季度受影响很大：一季度仅实现不到 200 万的净利润，较去年同期下降了一半以上。后续能否逐步恢复有待考验，有可能小幅拖累公司业绩。

增发将会摊薄今年业绩，且项目购买与租赁成本可能较高：公司公告拟增发建立连锁营销门店 178 家，增发若实施早，对今年业绩摊薄 26%左右，可能短期给股价一定压力。但若增发到年底才实施，摊薄因素影响就不大。

正装行业消费弹性较小，尤其是西服产品，复苏后弹性想象空间不太大。

正面因素：

近期终端销售比一季度明显好转：4、5 月随市场回暖，终端门店销售数据比一季度进一步改善，4、5 月综合的销售增长预计在 15%以上。

增发符合公司长期发展需要，若顺利实施可增加业绩弹性：公司往年的扩张都较谨慎，但若增发顺利实施，明年开店速度可由每年 10%左右扩大到至少 20%以上，新开门店会增加公司的业绩弹性。

盈利预测与投资建议：公司 09 年的发展策略更为清晰，将精力集中于商务系列与时尚系列。商务系列保证 10%左右的门店扩张，以深拓展为主，且不再继续前几年持续的提价策略；时尚系列会以单独品牌发展，按快速消费品的原理运作，缩短磨合期，采取更灵活的价格策略，维持较快的扩张速度。预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.76、0.93 和 1.16 元/股。维持“审慎推荐-A”的投资评级。

风险因素：宏观经济对消费的影响；时尚系列拓展失误的风险。

三、出口与生产：代表行业升级方向或有升级潜力的龙头

在金融危机的重创下，全球经济下滑，需求严重萎缩。我国的纺织服装业从 08 年开始步入近十年来最困难的时期。从出口、投资和生产等数据都可看出行业正面临严峻的考验，我们预计二三季度的出口数据不会有很好的表现。虽然从国际 PMI、零售等数据判断，好转最快在四季度，但也仍有不确定性，综合来看，目前我国纺织服装出口处于底部徘徊的阶段，需要持续跟踪企业订单等各项数据。

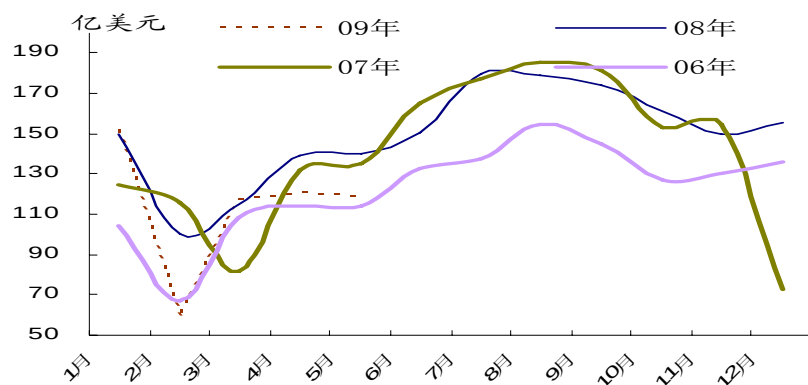
1、行业面临异常严峻的考验

(1)、出口继续显现颓势

我国纺织服装出口数据在 3 月份短暂反弹之后，4、5 月份又继续显现颓势。虽然有连续上调出口退税率、出台纺织工业调整振兴规划等政策的扶持，但是政策并无力扭转外需减少对出口的冲击。3 月份的反弹很大程度上归于“去库存化”的过程，而复工后的产能，往往立即又变成了新的产品库存。市场需求恢复的迹象并不明显。

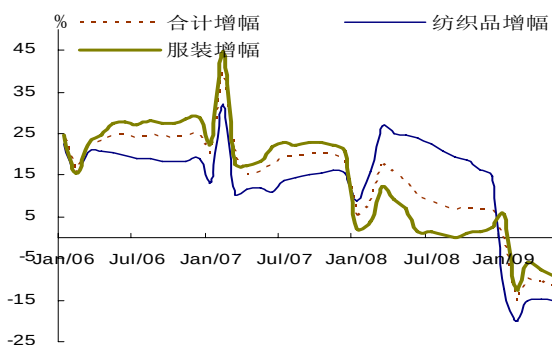
最新数据显示，虽然 5 月份纺织品服装出口同比降幅小于外贸总体降幅，但下挫幅度却有所加大。其中，纺织纱线、织物及制品出口额由 4 月份同比下降 14.91% 转为下降 15.12%，服装及衣着附件同比下降了 9.08%，比 4 月份扩大 1.44 个百分点。前 5 月纺织出口累计增速也由 1-4 月的 -10.63% 扩大至 -11.59%。

图 20：纺织服装行业出口月度数据



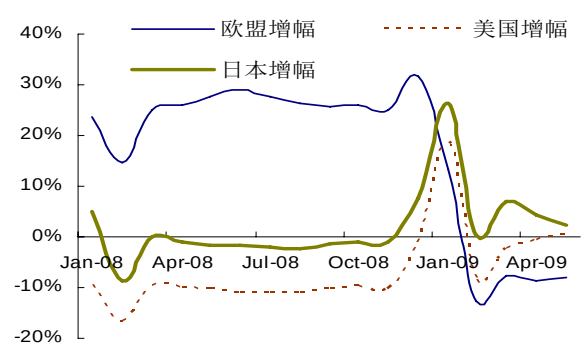
资料来源：第一纺织网、招商证券

图 21：纺织服装业出口增幅



资料来源：第一纺织网、招商证券

图 22：纺织服装业出口分国别月度增幅



资料来源：第一纺织网、招商证券

(2)、需求低迷和产能过剩导致投资持续放缓

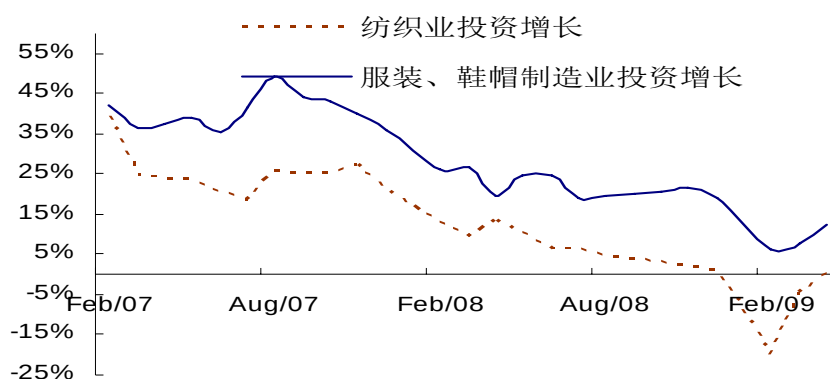
2009 年我国纺织服装固定资产投资较去年明显降低。由于企业增加投资难以获利，行

业投资尤其谨慎，压缩投资或不投资的企业数量急剧增加。其实从 07 年以来，纺织服装行业的投资增速基本上都落后于全国的固定资产投资增速，反映出行业盈前景不乐观难以吸引投资。

但是经历了前 3 个月的增速下滑后，4 月份整个纺织服装行业的投资增速有所反弹。1-4 月，我国规模以上纺织行业实际完成固定资产投资微增 1.61%，其中，纺织业下降 0.11%，服装业增加 12.5%，环比分别增加了 5.3 和 4.7 个百分点。虽然增幅有所回升，但是增速与 08 年相比差距依然较大。我们认为这并非意味着行业盈利恢复，而吸引了资金回流，而是与国家的投资拉动力度大幅加大有关。

此外，纺织产业自东部向中西部梯度转移的力度仍在不断加大。前 4 个月，我国东部地区纺织企业固定资产实际完成投资 429.27 亿元，较上年同期下降 7.77%；西部地区完成投资 49.82 亿元，增速下跌 1.25%；中部地区实际完成投资 201.78 亿元，同比增速达到 30.88%，显示中部地区已经成为承接东部沿海地区纺织产业转移的主阵地。

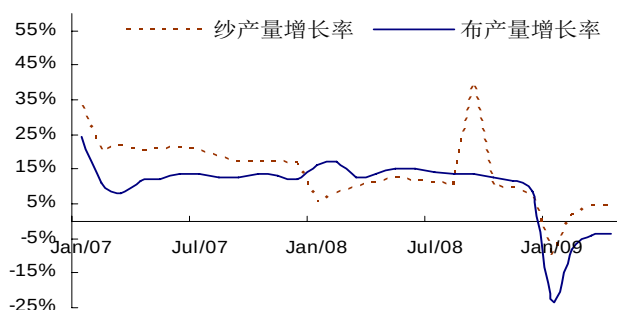
图 23：纺织业与服装业固定资产投资增速



资料来源：第一纺织网、招商证券

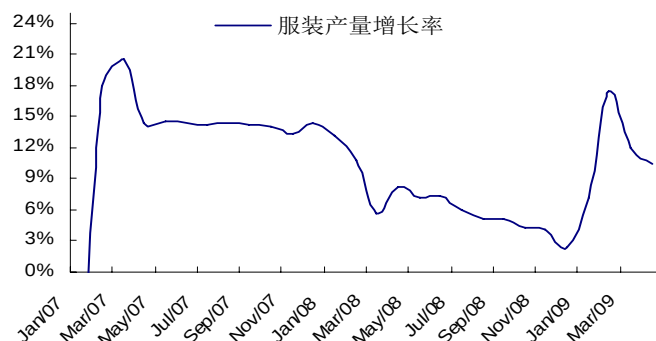
而从产量数据上看，与 08 年比，纱、布 09 年的产量总体处于增速下滑的局面，而服装产量增速则较 08 年有所上升。这与服装行业比纺织行业吸引了更多的投资的状况相符。

图 24：近年来纱、布产量增长率



资料来源：各公司公告、招商证券

图 25：近年来服装产量增长率



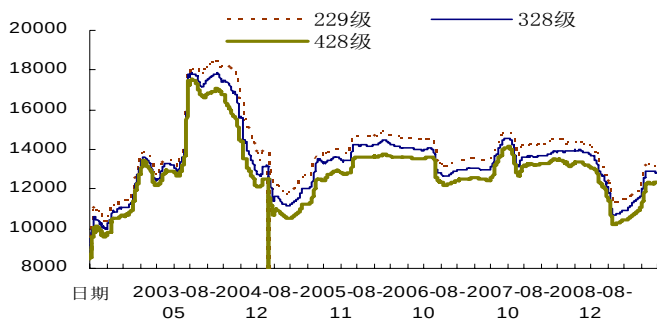
资料来源：各公司公告、招商证券

(3)、棉花价格进入盘整阶段

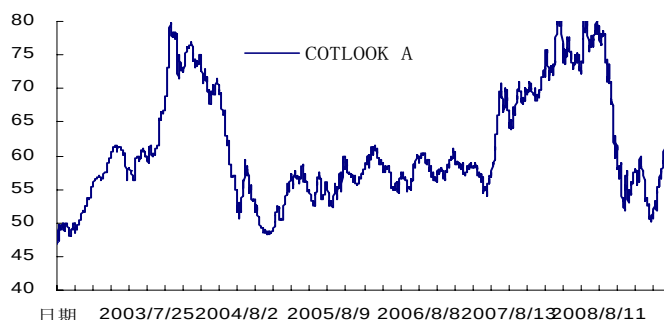
棉花价格在经历了 3、4 月份的上涨之后，5 月以来步入了区间盘整阶段。国内棉花价

格受政策影响很大，由于国家抛储改善了供需形势，国内棉花供应形势有所缓和，导致部分地区棉价小幅回调。但棉花市场整体仍以平稳为主，国家政策仍将主导未来棉花市场走势。

而终端出口与消费的形式也会压制棉花价格。终端需求未到反转之时，对原料的需求量不会非常旺盛，原料价格也无法延续上涨之势。

图 26：国内棉花价格走势


资料来源：第一纺织网、招商证券

图 27：国际棉花价格走势


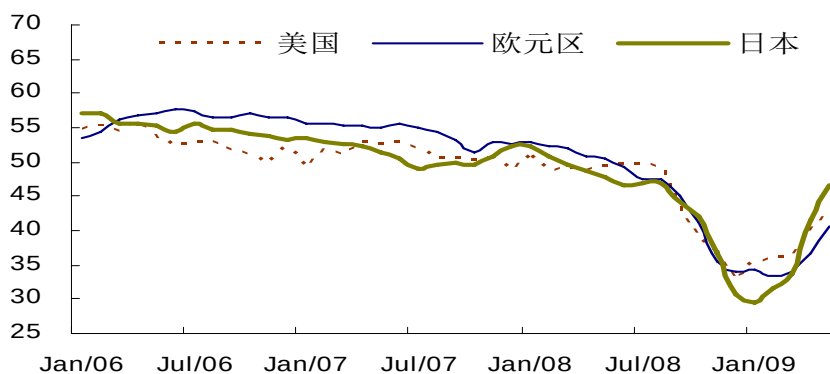
资料来源：第一纺织网、招商证券

2、出口底部徘徊，好转最快到四季度，但仍有不确定性

根据 3-5 月的出口数据、目前对企业的订单跟踪（二季度订单普遍比一季度稳定、接单速度加快，但订单量未明显回升，价格也尚未恢复），以及 5 月份举办的有中国出口风向标之称的广交会（与上届相比下降 11.7%）的情况，我们判断出口已经基本企稳，但是仍处于底部徘徊阶段，复苏尚未到时候，二三季度的出口数据不会有太大惊喜。

根据国外部分领先指标以及部分消费数据，以及企业订单等情况推测，四季度出口数据或将发生好转。

国际领先数据显示，欧日美三大经济体的 PMI 出现数月反弹。欧美经济可能逐步回暖。比如美国芝加哥采购经理人指数已经由 09 年 1 月份 33.30 的低点反弹至 5 月份的 42.8。

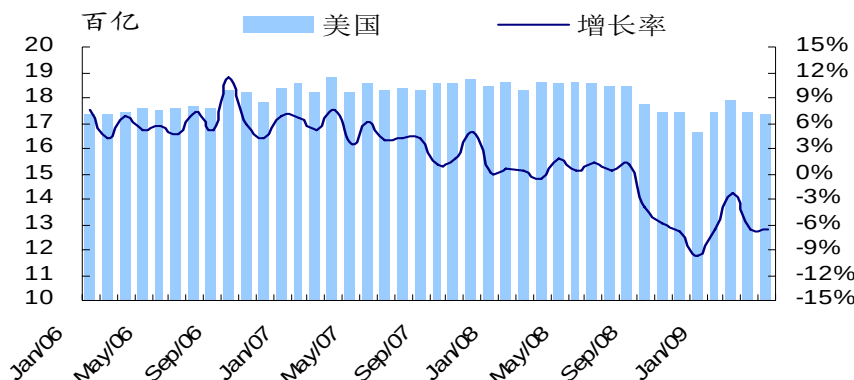
图 28：欧日美三大经济体的 PMI


资料来源：Bloomberg、招商证券

从经济恢复的先后次序来说，美国经济应先于欧盟和日本经济恢复。目前从美国的服装零售数据上可看出一丝好转迹象。美国衣着类服装零售额增速由 08 年 9 月开始加速下

跌，至 12 月跌幅高达 9.69%，而近几月降幅有略微收窄的趋向，4 月跌幅为-6.54%。得益于美国经济刺激方案注入的 500 亿美元资金，5 月份整体零售数字意外上涨 1%，为 6 个月来最大涨幅，服装商店销售额也攀升了 0.5%，显示美国服装消费渐趋好转。

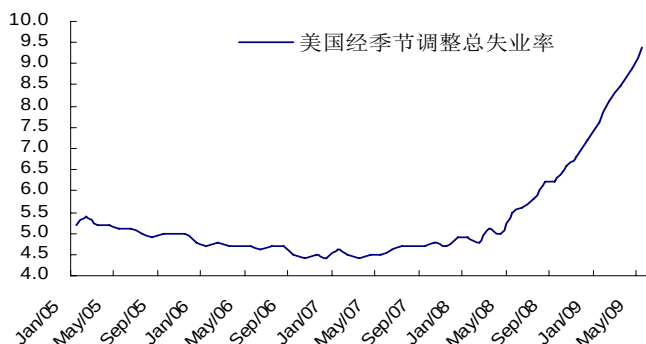
图 29：美国服装零售数据



资料来源：公司公告、招商证券

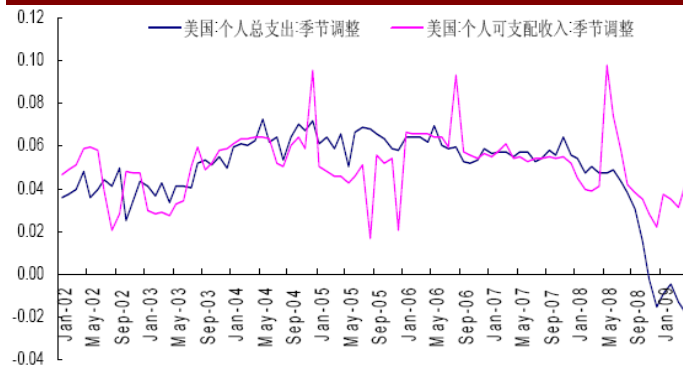
但是，欧美日经济的复苏之路仍然充满挑战，也有不少数据显示复苏仍然有很大的不确定性。比如欧元区 4 月份工业订单同比跌幅创纪录，较前月下降 1.0%，同比骤降 35.5%，远逊预期；美国的失业率高达 9.4%，且预计还会进一步走高；美国个人消费开支 4 月份下降 0.1%。这是美国个人消费开支连续第二个月下降。此前，美国个人消费开支曾连续 6 个月下降。

图 30：美国失业率



资料来源：Bloomberg、招商证券

图 31：美国个人消费支出



资料来源：WIND、招商证券

综上所述，我们认为我国出口最糟的阶段可能已经过去，但复苏过程是缓慢而循序渐进的。目前仍处于底部徘徊阶段，出口数据发生好转最快在四季度，但也有很大的不确定性，需要紧密跟踪各项数据。我们维持 09 年行业出口下降 5%至 10%的判断。

3、投资策略：代表行业升级方向或有升级潜力的龙头

从根源上说，此次行业的困境主要原因在于中国纺织服装业同质化产能严重过剩，全球经济危机只是加剧和恶化了这一困境。我国纺织服装产业规模数量型的粗放发展模式，使得低水平产能过剩、集约化程度低、自主创新能力弱，大多数的产品处于国际产业分工体系的低端，大而不强是共性。

要想走出行业的困境，解决行业所面临的产能过剩矛盾，是决定纺织服装业是否能走出

低谷的关键所在。

而对于企业自身来说，积极升级转型无疑是最终最好的解决方法。简单来说，不要集中在低质低价的产品打价格战，积极向微笑曲线两端、拥有更高附加值的产业链环节多花精力，如下图所示：

图 32：我国纺织服装企业升级路径



资料来源：招商证券

对于出口与生产企业来说，预计三季度投资没有太多刺激因素，等出口有好转信号时，可以根据估值情况投资有竞争力的企业。行业内大部分企业都有升级的压力，盈利状况不佳，所以投资着眼点还是在龙头公司，我们推荐代表行业升级方向或有升级潜力的龙头公司，经历过此轮洗牌，会拥有更多的订单与占有更高的份额。成本控制能力在今年也尤为重要。

其中首位推荐伟星股份，近期公司订单已经出现回升，可以提前布局；大杨创世股价涨幅很大，目前估值基本合理，如果估值回调，或者业绩可进一步超预期时可以介入；鲁泰需要观察三季度订单情况。

表 9：出口生产类主要关注公司列表

公司	升级优势	有利因素	不利因素	投资建议
伟星股份	产品创新能力强，营销能力超前	订单已经回升，主要客户国内品牌的消费回暖	订单回升力度可能低于预期。	公司目前估值仍有优势，业绩二季度也会出现正增长，建议可介入。
大杨创世	产品工艺优势明显，客户关系稳固而紧密	全年业绩增速会不错，在危机中创造了业绩的奇迹；成本控制能力有效；洗牌后会拥有占有更多的市场份额	目前估值基本合理	如果估值回调，或者业绩可进一步超预期时可以介入
鲁泰	产品工艺优势明显、创新能力较高，客户关系稳固而紧密	业绩一季度基本处于低谷	二季度仅是接单速度加快，但订单量与价格未有明显回升；整体可开发客户剩余不多	等待三季度观察订单情况，如果出现反转，在估值较有优势的情况下可以考虑
众和股份	产品生产模式与直营体系打造领先	一季度表现不错；危机中客户数量上升；领先的模式体系	估值较高	估值回调
山东如意	产品质量高、技术领先，直营体系改造成功	经营较稳，订单情况受影响相对较小	今年产能不会有多少提高；估值已经被炒作的很高。	股价已经过高

资料来源：招商证券

4、重点公司跟踪

伟星股份：所得税抵免增厚业绩 开工率回升构建投资机会（强烈推荐-A）

获准国产设备投资抵免企业所得税，增加 09 年净利润 472.82 万元。公司下属临海拉链分公司和水晶制品分公司分别获准国产设备投资抵免所得税 992.3 万和 557.6 万元。扣除以往年度两分公司分别已抵扣的 415.2 万和 136.5 万元，本期分别可抵扣 253.6 万和 219.2 万元，未抵足部分共计 525.4 万结转以后年度抵免。本期抵免所得税共 472.8 万元，直接增加公司 09 年净利润。

近期开工率较一季度有较大回升，尤其是尼龙拉链回升明显。公司一季度的开工率较低，拉链业务由于其标准化与竞争力尚不够纽扣业务那么强，开工情况受影响尤为大。但是近期主打业务的订单情况有所恢复，传统优势的纽扣业务，开工较前期有所提高；拉链业务的开工率回升较明显，说明下游需求是在恢复的。尤其是尼龙拉链开工率较高，而金属拉链由于价格较高，目前获得的订单仍然受到影响。

09 年发展围绕技术创新、服务、规模扩大与成本控制。纽扣业务以维护客户资源为主，开发新品与提高服务水平是重点；拉链业务开工率已经开始回升，预计全年规模仍将持续扩大，毛利率受原材料成本与产品结构影响，预计维持稳定；水晶钻业务由于价格企稳，与提高品质的努力，预计规模可随产能扩大，毛利率也应可保持稳定。

盈利预测与投资建议：伴随主打业务的订单和开工情况好转，预计二季度收入利润逐步有所恢复。我们上调 09 年 EPS0.02 元，预计 09-11 年的 EPS 分别为 0.89、1.06 和 1.32 元/股。通过危机的洗礼，强势纽扣业务在行业洗牌中将提升占有率；拉链和水晶钻业务的竞争力会有所加强。维持“强烈推荐”的评级，由于公司产品属于半消费品，我们给予最优质生产企业与品牌企业之间的估值，估值区间在 09 年 20-22 倍，目前估值为 09 年 17 倍，可以介入。

风险因素：国外经济危机对服饰消费的影响，从而对公司直间接出口业务造成影响；人民币汇率波动对原材料价格和企业出口竞争力可能造成负面影响。

大杨创世：坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒（审慎推荐-A）

危机是对一个企业真正能力的有效考验，本文旨在探讨公司的经营管理之道，将其归结为铁三角；并从产品本质角度对公司品牌模式进行探讨，虽然公司不象品牌企业有那么辉煌的成长，但却在撰写着属于自己的传奇。

公司未来将经历三阶段发展，目前处于第一阶段：公司奉行的是长期的、可持续的成长模式，其未来发展路径是清晰的，出口加工将经历产销量持续扩大、高端加工方式增加与合作方式升级三阶段，内销品牌将经历建立渠道与客户基础、拓展速度加快与单店效率提升、全面布局三个阶段。危机使公司竞争实力更强，未来将开辟更多高附加值业务，具备向第二阶段转型的底质。

出口业务：坚实铁三角，铸就淡定的成功光芒。公司是当之无愧的高档服装加工龙头，且在恶劣的危机中，创造了大大超出以高速增长著称的品牌企业的发展速度。这一切都要归功于构成公司核心竞争力的铁三角，其本质并不是辉煌壮丽的运行模式，而是由对自己这份“小小事业”的坚韧执着、对品质的不懈追求和对客户的紧密服务三个要素构成。

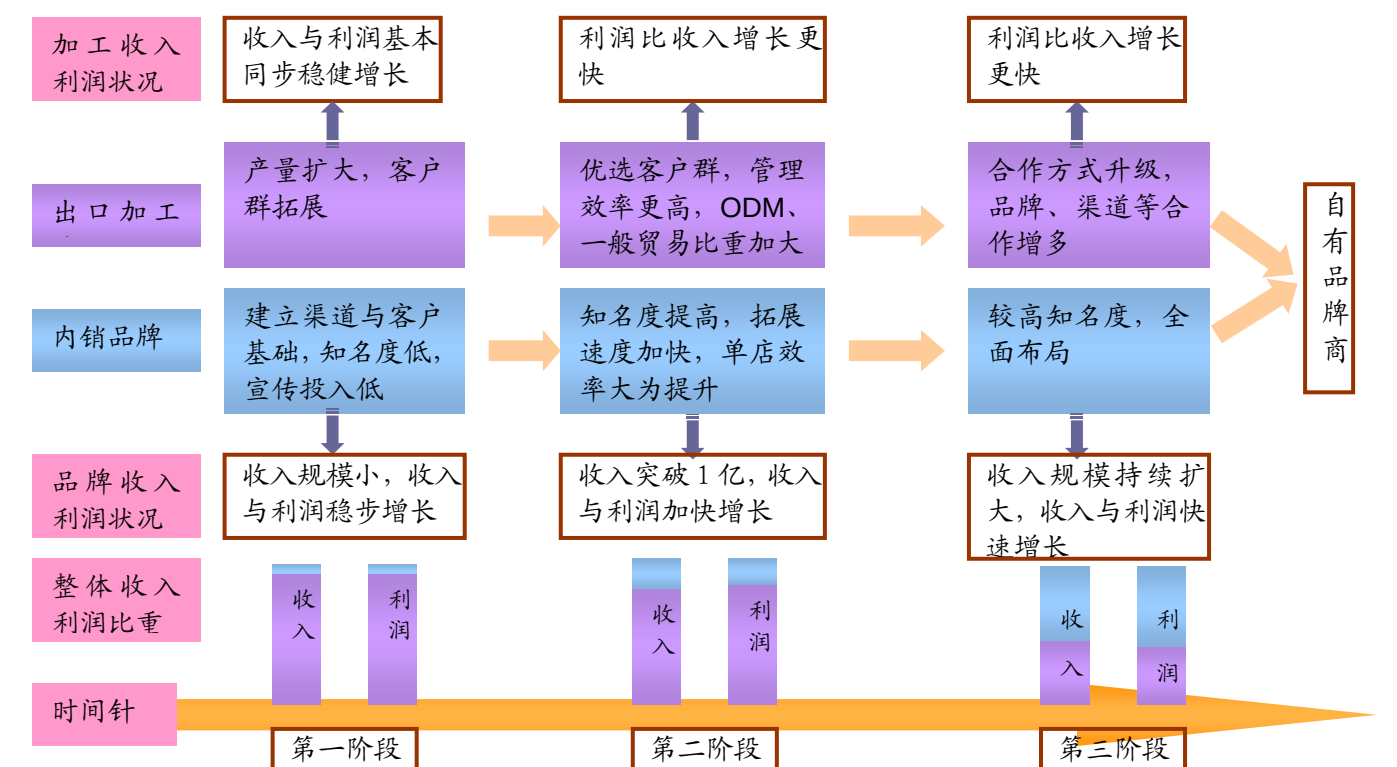
自有品牌：慢火炖精品的模式由国内品牌行业的发展阶段与产品本质决定。时尚度要求低的正装领域，讲求的是品质与门店等的精细化运营，且高档的定价也不是靠大规模宣

传可以让客户接受的，高档品牌的形象把控也很重要，所以呈现出以自营为主，偏重内生性增长的特点。公司目前已经拥有 25 家门店，至少已经在北方构成了初步的网络体系。现阶段主要目标是对已有的网络进行内生提升。同时将充分发挥量体单裁的优势，以特色服务求发展。

盈利预测与投资建议：根据公司目前订单与销售情况，预计全年收入可维持稳定增长，成本费用控制能力值得重视。我们将公司 09-11 年 EPS 分别由 0.36、0.41 和 0.50 元/股调整为 0.40、0.50 和 0.63 元/股。通过此次危机，公司占有率会提高，经济恢复后的订单增长也具备较大弹性，给与生产型企业最高的估值水平是可以接受的。经过近阶段的连续上涨，目前估值为 09 年 20 倍 PE，基本合理，但是考虑到业绩弹性，给与其一定的估值弹性是可以的，特别是如果股价下跌，建议积极关注，维持“审慎推荐-A”的评级。

风险因素：危机对出口业务的影响存在不确定性。

图 33：公司未来发展路径三阶段图



资料来源：招商证券（注：整体收入利润比重项目中，紫色代表加工业务比重，蓝色代表品牌业务比重）

参考报告:

1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨—通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上，提出了品牌评价系统的初步模型，以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析，结合国内品牌公司进行阐述。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

4、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

5、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2:

详细分析了公司与国际快速反应最领先品牌的差距，剖析公司未来发展思路。通过这些提升和改进，有望成为国内品牌中真正占据领导地位的一代“才人”。

6、《七匹狼—深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长》2009/4/7:

提出公司属于在规模基础的支撑下，通过修炼内功保住优势的品牌。并详细分析了公司在品牌运营体系各方面的发展方向。

7、《报喜鸟—商务系列稳步前行 时尚系列整装上路》2009/04/20:

结合公司的品牌系统与中低档男正装行业品牌之间的竞争占主导的特点，详细分析各业务的未来发展思路。

8、《中国铅笔—批发业务带动发展，股权整合决定投资价值》2009/5/6:

详细阐述了公司今年以批发业务带动发展的必要性。以帮助公司向精细化的管理迈进一步，以及为将来更强大的直营体系铺路。

9、《大杨创世—坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》2009/5/25:

本文旨在探讨公司的经营管理之道，将其归结为铁三角；并从产品本质角度对公司品牌慢火炖精品的模式进行探讨。

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，拥有证券从业资格，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》最佳分析师服装纺织行业第一名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的提出时尚产业分析图谱。并把握住时尚产业的时尚性与相匹配的反应速度的本质，完整演绎时尚产业产品-模式-投资策略的图谱。结合自建的品牌竞争阶段论和品牌评价系统进行阐述，清晰把握公司的投资主线与发展路径。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。