

转型之惑

——纺织服装行业 2011 年投资策略

2010 年 12 月 21 日

看好/上调

纺织服装

年度报告

投资摘要:

- **品牌服饰产业生命周期中的成长初期最适合制造商向品牌转型。**细分行业成长初期的具有需求增速较快, 产品、品牌差异化不明显, 品牌商对加盟商的谈判能力强等特征。因此我们认为, 制造商在该阶段向品牌商转型的过程中, 品牌、渠道运营能力差和设计能力单一等劣势相对淡化, 转型的难度较小、风险较低。建议关注瑞贝卡、嘉欣丝绸、嘉麟杰等。
- **转型于承接消费升级梯度转移的细分区域可降低细分行业的成长风险。**通过对商务休闲、时尚服饰细分行业的研究, 我们发现细分行业生命周期在不同的细分消费区域内也存在梯度关系, 一线消费区域的消费观念、潮流往往向次一级消费区域梯度传导和转移。我们认为, 细分行业已经在发达城市得到充分认可后, 在消费能力较低区域复制细分行业的成长逻辑的成功概率更大。建议关注嘉林杰、搜于特。
- **产品表达主导品牌竞争力的细分行业更加适合制造商转型。**制造商往往在产品表达方面的优势明显, 而在营销表达方面的把握较弱。因此转型于产品表达主导品牌竞争力的细分行业可弱化品牌运营能力差、销售费用投入保守等劣势, 而强化产品表达方面的优势。根据我们对终端消费市场的观察, 裘皮服饰、家纺家居等行业的品牌评价标准中传统属性占据更大的权重, 因此建议关注嘉欣丝绸、华斯股份的转型进程。
- **制造商转型期打造的品牌以“三步曲”估值。**在品牌建设环节, 我们认为, 根据企业发展阶段的经营思路、财务特征、战略意图的不同可以分为三个阶段予以估值, 分别是品牌初创期、品牌推广期和品牌巩固期。与上述三个阶段相对应的阶段特点分别是品牌定位确定性较弱, 收入、利润实现不稳定; 收入规模增速反映企业真实成长, 利润不稳定; 收入、利润均相对合理反映企业价值。我们认为, 与之适应的估值方法为合理市值、市销率、市盈率结合市销率。对目前 A 股上市公司处于转型期的企业以上述方法进行估值后, 我们建议投资者关注瑞贝卡、嘉欣丝绸。

纺织服装行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	09A	10E	11E	09A	10E	11E		
瑞贝卡	0.20	0.28	0.49	64.6	46.7	26.5	3.83	强烈推荐
嘉欣丝绸	0.64	0.62	0.85	32.8	34.0	24.7	2.4	强烈推荐
华斯股份	0.51	0.53	0.70	41.2	39.7	30.0	2.89	推荐
浪莎股份	0.35	0.40	0.70	51.4	45.5	25.6	4.45	推荐

程 远

纺织服装行业分析师

13811494338

010-6650 7313

chengyuan@dxzq.net.cn

MSN:chengyuan0716@hotmail.com

执业证书编号: S1480109060847

细分行业	评级	动态
品牌服饰	看好	维持
纺织服装制造	中性	维持

行业基本资料	占比%
股票家数	71 3.53%
重点公司家数	15 0.75%
行业市值	3610.6 亿元 1.5%
流通市值	2033.15 亿元 2.8%
行业平均市盈率	38.15 /
市场平均市盈率	19.06 /

纺织服装行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《梯度消费升级 突破资源缺口》 2010.6.11

目 录

1. 破解品牌服饰生命周期的密码	5
1.1 细分行业的成长初期是介入良机	5
1.2 我国目前各细分市场生命周期	8
2. 转型于承接消费升级梯度转移的细分区域更有把握	11
2.1 品牌服饰生命周期在细分区域间存在梯度关系	11
2.2 当前国内处于细分行业成长初期的细分区域在哪？	13
3. 在以产品生产质量为重要评价标准的市场中更具优势	14
3.1 符号属性在品牌评价标准中占据越来越大的权重	14
3.2 少数传统属性占据更大权重的细分行业更适合制造商转型	15
4. 转型期的估值讨论	18
4.1 制造环节采用 PE、PS 估值	18
4.2 品牌估值“三步曲”	19

表格目录

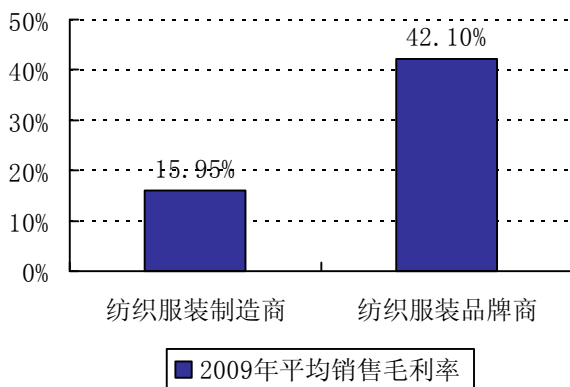
表 1: 各子行业成长初期涌现出的成功品牌	7
表 2: 瑞贝卡国内终端渠道拓展预测表	9
表 3: 公司使用募集资金建设自主品牌渠道的计划进度	11
表 4: 重点关注纺织服装上市公司转型期的制造环节（OEM）估值表	19
表 5: 重点关注纺织服装上市公司转型期的自主品牌估值表	21
表 6: 重点关注纺织服装上市公司转型期的制造环节（OEM）和品牌运营估值表	22

插图目录

图 1: 纺织服装上市企业平均毛利率（品牌商 vs 制造商）	4
图 2: 纺织服装上市企业平均净利率（品牌商 vs 制造商）	4
图 3: 品牌服饰产业生命周期特征	5
图 4: 品牌服饰生命周期图谱——对加盟商的谈判能力演变	6
图 5: 品牌服饰生命周期图谱——设计能力演变	6
图 6: 我国目前各细分市场生命周期图谱	8
图 7: 假发行业市场空间巨大	9
图 8: 户外用品行业处在成长初期	10
图 9: 品牌服饰产业生命周期在细分区域间存在梯度关系	11
图 10: 七匹狼成功在 1995—2000 年间切入二线消费区域的商务休闲市场	12
图 11: 潮流前线成功在 2005—2010 年间切入三、四线消费区域的时尚服饰市场	12
图 12: 户外用品在二线消费区域属于成长初期	13
图 13: 时尚服装用品在三、四线消费区域属于成长初期	13
图 14: 基于品牌服装生命周期梯度转移逻辑下的投资机会	14
图 15: 服装品牌核心竞争力的构成	14
图 16: 消费者对符号属性的需求在提升	15
图 17: 品牌服饰不同细分行业的消费需求无差异曲线	16
图 18: 丝绸家居服饰—嘉欣丝绸	16
图 19: 丝绸家居服饰—嘉欣丝绸	16
图 19: 丝绸家纺产品—嘉欣丝绸	17
图 20: 怡嘉琦裘皮产品—华斯股份	17
图 21: 怡嘉琦裘皮产品—华斯股份	17
图 22: 转型企业制造环节的估值逻辑	19
图 23: 制造商转型期的品牌估值“三步曲”	20
图 24: 转型企业品牌环节的估值逻辑	20

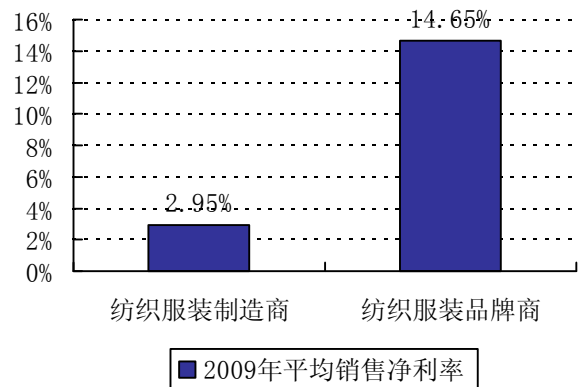
当今我国的纺织服装制造业受到要素成本持续上升和人民币持续升值等压力，利润水平几乎已经压缩到了无法忍受的地步。就在上游企业夹缝中求生存的同时，我国品牌服装市场却呈现出了欣欣向荣的局面，各类品牌不断涌现，其中不少品牌都实现了快速增长，品牌运营商的盈利水平与上游企业相比更是天壤之别，毛利率水平达到 40% 甚至更高水平的企业比比皆是。据我们了解，2011 年或将有近 20 家品牌服装企业登陆 A 股市场，品牌服装在纺织服装行业的比重将大幅提高，全行业的投资逻辑与投资机会也将进一步向品牌倾斜。基于上述判断，我们上调对纺织服装行业的评级至“看好”，维持对品牌服饰“看好”评级，维持对纺织服装制造“中性”的评级。

图 1：纺织服装上市企业平均毛利率（品牌商 vs 制造商）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：纺织服装上市企业平均净利率（品牌商 vs 制造商）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从直观的感觉来看，大家通常认为在这种行业发展态势下，制造型企业向下游的品牌市场转型是明智之举，可以发挥自身的制造、设计等优势。但经过对品牌市场竞争力的研究，我们认为纺织服装制造企业向品牌市场拓展并不具有太多的优势。在扮演了多年“世界工厂”的角色后，我国的纺织服装制造企业普遍形成了僵化的“制造情节”。“制造情节”抑制了企业向品牌商转型的进程，主要体现在以下几方面：

重视产品表达能力而轻视营销表达能力：

纺织服装制造企业通常更加重视产品本身，将终端消费市场的反应与产品品质、设计的优良简单、直接地联系起来，而轻视了渠道和品牌的力量。OEM 企业的领导经常讲到“某某大品牌的东西一直是我们生产的，现在很多设计也委托我们来做，我们的产品也应该卖到差不多的价钱”，而我们认为，大品牌之所以能够卖到高价格并且被消费者认可，主要是其通过品牌建设赋予了产品更多的符号属性，从而满足了消费者更多精神享受的需求。

纺织服装制造企业面对的客户主要是以企业为主体的购买群体，该群体主要关心产品质量、产品价格、交货速度等因素。而在终端的品牌服装消费市场，消费者普遍具有对产品的质量鉴别能力不强；重视消费发生的地点、环境；重视消费过程的舒适、便利等特点，这就要求企业要有较强的终端渠道管理能力，而这正是制造型企业所缺乏的。

销售费用的投入较为保守：

制造环节的投入主要是机器设备、厂房等固定资产的投入，而品牌的打造则更多的需要广告宣传、商业租赁等销售费用的投入。这类投入如果方法得当，对品牌的影响力将有很大的提升，但如果操作不合理，则有血本无归的风险。因此，对于品牌、渠道建设经验匮乏的制造商来说，大规模的销售费用投入将形成较大的风险，因此企业普遍在此方面的投入较为保守，而销售费用的投入对于品牌在终端消费市场的形象建设来说又是至关重要的。

不具备完整的设计环节：

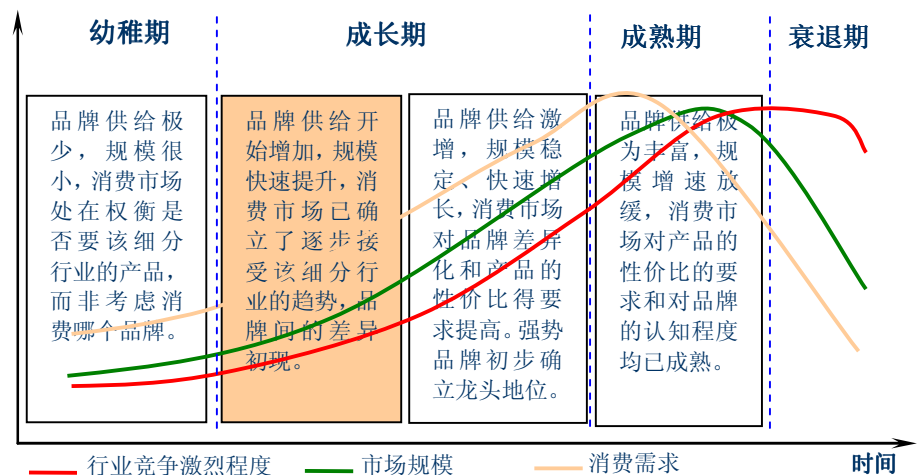
在设计能力方面，虽然部分制造企业已经实现了 OBM 的经营模式，但其设计能力往往是集中在一种或是几种类型的产品上，难以支持一个独立服装品牌的完整设计环节。

1. 破解品牌服饰生命周期的密码

1.1 细分行业的成长初期是介入良机

处在成长末期或是成熟期的细分行业中各品牌的竞争相对较为激烈，销售、运营、品牌建设等方面都已形成较为成熟的体系。处在成长初期的细分行业由于需求总量较小，需求增速较快，各品牌间的竞争并不激烈，行业总体在营销、服务策略上有很大余地，在此阶段，行业可以容忍对渠道管理、品牌管理、设计研发相对较弱的企业生存。而随着四分行业的不断成熟，行业竞争逐渐激烈，企业也在不断的学习、积累终端营销的经验。

图 3：品牌服饰产业生命周期特征

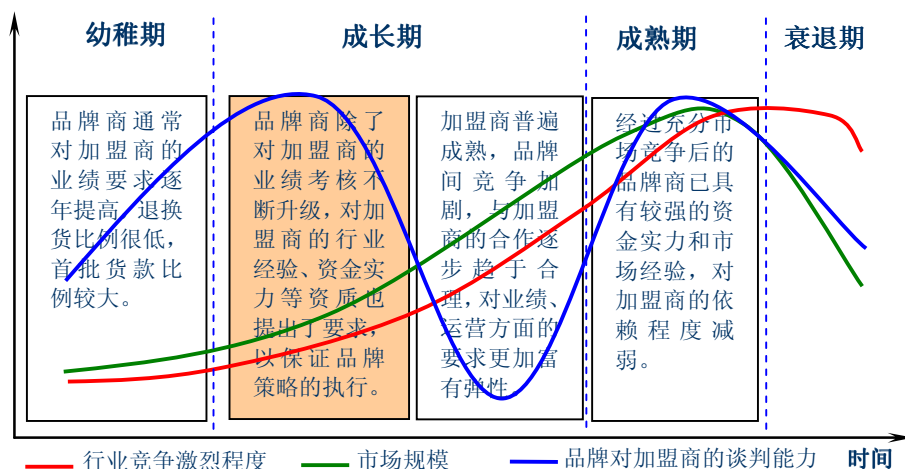


资料来源：东兴证券研究所

1.1.1 在子行业成长初期转型可有效规避渠道管理能力方面的劣势

由于自营渠道的建设需要较高的资本投入，因此品牌初创通常采取以加盟为主的渠道拓展模式。通过观察我们发现，子行业的成长初期，在品牌商与加盟商的合作中，品牌商往往占据相对强势的地位。

图 4：品牌服饰生命周期图谱——对加盟商的谈判能力演变

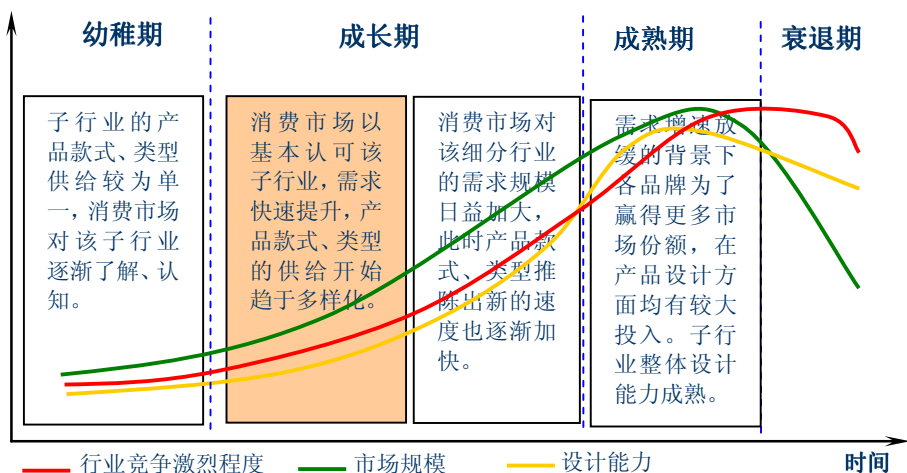


资料来源：东兴证券研究所

1.1.2 在子行业成长初期转型可有效规避设计能力方面的劣势

制造型企业的设计环节方面，具有创新意识弱，设计款式单一，设计理念与市场脱节等不足。在子行业的成长初期，产品的款式、类型相对较少，因而此阶段转型的企业在设计环节的劣势并不明显。

图 5：品牌服饰生命周期图谱——设计能力演变



资料来源：东兴证券研究所

1.1.3 诸多成功品牌均是在子行业成长初期创建

我们纵观国内目前已经具有一定品牌影响力的企业，有不少是在子行业成长初期进入市场的，如商务服饰行业的雅戈尔、杉杉、七匹狼；如运动品牌中的李宁、安踏等；如户外用品行业中的探路者；如时尚服装中的美邦服饰、真维斯等；如品牌家纺行业中的罗莱、富安娜、水星等。

表 1：各子行业成长初期涌现出的成功品牌

细分行业	商务服饰	运动服饰	时尚服饰	品牌家纺	户外用品
成长初期的时间段	1990-2000	1993-2003	1995-2005	2003-至今	2005-至今
涌现出的成功品牌	庄吉、杉杉、法派利郎、爱登堡、七匹狼、九牧王	李宁、安踏、金莱克、361°、鸿星尔克	美特斯邦威、班尼路、真维斯、森马、佐丹奴	梦洁、罗莱、水星、富安娜、南方寝饰、紫罗兰	探路者、奥索卡

资料来源：东兴证券研究所

我们认为，安踏实国内比较典型的在细分行业成长初期转型成果的案例。安踏原先是为耐克、阿迪代工的一个大制造型企业，最终脱胎于 OEM 模式的安踏在创建自主品牌上取得了换骨式的成功。亚洲金融危机前，安踏和晋江的许多鞋企一样为跨国公司生产运动鞋，是一个普通的 OEM 工厂，1994 年前后，安踏的销售额仅有几百万元，利润更是小得可怜。一方面是受制于人的 OEM，一方面是国内市场的巨大空间，安踏老总丁志忠确定了打造自主品牌，开拓国内市场的发展思路，1997 年开始实施品牌战略，在初期缺乏终端市场经验的情况下，依然实现了高速成长，成功地转型为国内颇具影响力的运动品牌。可以看出，安踏的成功转型很大程度上得益于国内运动品牌行业成长初期的良好外部环境。

除安踏外，还有很多在在细分行业成长初期转型成果的品牌案例。如七匹狼前身为晋江恒隆制衣有限公司，在 90 年代向品牌市场转型，起初是以批发的形式运作，对终

端消费市场和渠道的掌控能力很弱，但依然成功地将七匹狼打造成为了国内颇具影响力的品牌。

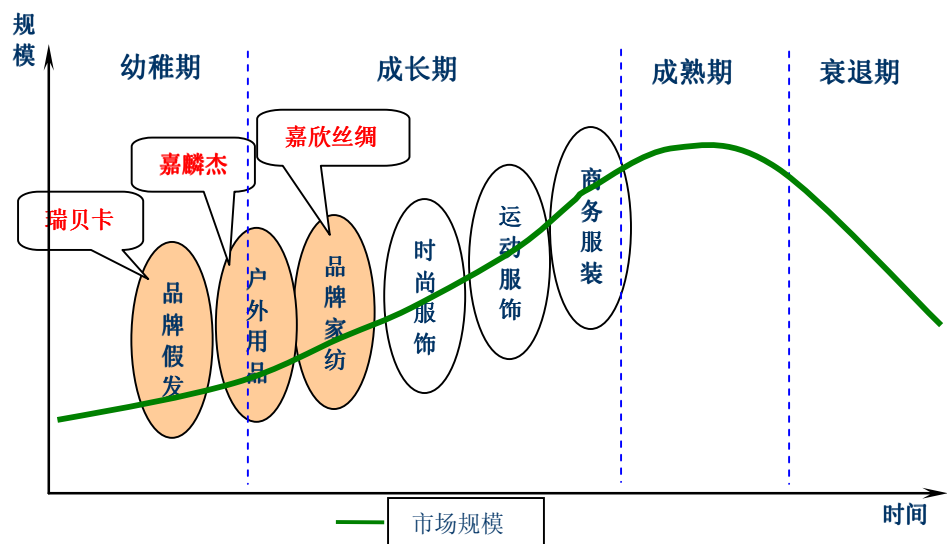
再如探路者，在没有品牌运作经验和渠道管理经验以及产品研发优势的情况下，10年的时间内将探路者从零打造成为销售收入逾4亿元，市场占有率居全国前三甲，国内品牌无人能敌的户外用品品牌龙头。

这种近乎于奇迹般的品牌成长，除了管理层和职工的辛勤耕耘外，其深层次的原因在于细分行业成长初期的良好环境赋予了企业更大的机会。

1.2 我国目前各细分市场生命周期

基于对市场的观察，我们认为纺织服装上市公司业务中涉及的子行业所处生命周期的阶段大致如图6所示。

图6：我国目前各细分市场生命周期图谱



资料来源：东兴证券研究所

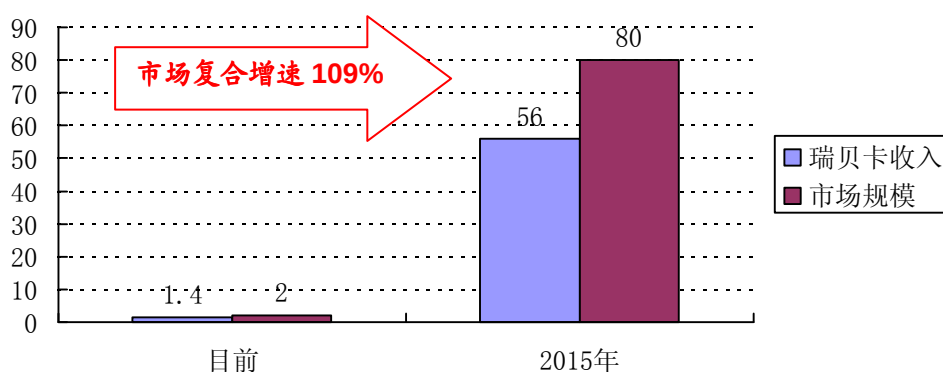
如图中所示，我们认为目前国内的品牌假发处在幼稚期的末段，户外用品、品牌家纺行业处在成长初期。

1.2.1 品牌假发

在传统的消费观念中，假发一般用作弥补发质缺陷，其目标消费群体较为局限，且消费频率较低。从消费需求演变趋势的角度讲，人们注重外形、追求美丽等需求在当今社会日益增强，使假发由弥补缺陷到时尚消费的嬗变。此我们认为，时尚化、品牌化假发市场存在着巨大的潜在消费需求，一旦消费观念被有效激活，时尚化、品牌化假发市场的爆发式成长值得期待。

我们假设我国女性人口 6.5 亿，其中 2.5 亿人具有常年时尚化美发需求，每年平均美发支出 400 元，那么如果时尚假发在 5 年内能够取代 1/50 的美发市场，行业潜在需求规模每年以 15% 的速度增长，再假设假发市场中 1/2 为取代美发市场，1/2 为产品创造市场，则 2015 年末的市场规模约为 80 亿元。我们预计公司今年品牌内销收入约 1.4 亿元，公司基本占据了国内时尚品牌假发的绝大部分市场，假设国内时尚假发市场规模约为 2 亿元，则从目前至 2015 年的年均复合增长率约 109%。

图 7：假发行业市场空间巨大



资料来源：东兴证券研究所

瑞贝卡是目前国内品牌、时尚假发市场的创建者，也是唯一较有影响力的品牌。公司从 07 年开始开拓国内终端市场，至今已有近 150 家终端销售网点。为了适应更广大消费者的需求，在大力发展 Rebecca 品牌的同时，公司今年开始推出了定位于中端的 Sleek 品牌，目前已有近 30 家店面。公司计划将 Sleek 品牌在二、三线城市大力发展，未来将 Rebecca 品牌打造为定位在一、二线城市中高收入人群的形象品牌，而将 Sleek 打造为贡献主要收入的大众消费品牌。公司目前国内终端零售业务的销售毛利率较高，综合销售毛利率可达 55% 以上。公司目标 2013 年在国内建设终端销售网点达 500 家左右，并在 2015 年将国内市场打造为公司的第一大销售市场，我们预计公司在国内的销售渠道将在未来实现井喷式发展。

表 2：瑞贝卡国内终端渠道拓展预测表

名称	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
瑞贝卡直营店数量	31	50	70	85	100	120
瑞贝卡加盟店数量	27	85	120	160	180	200
sleek 直营店数量	0	0	10	30	50	60
sleek 加盟店数量	0	12	40	100	180	240
直营总数	31	50	80	115	150	180
加盟总数	27	97	160	260	360	440
总店数	58	147	240	375	510	620

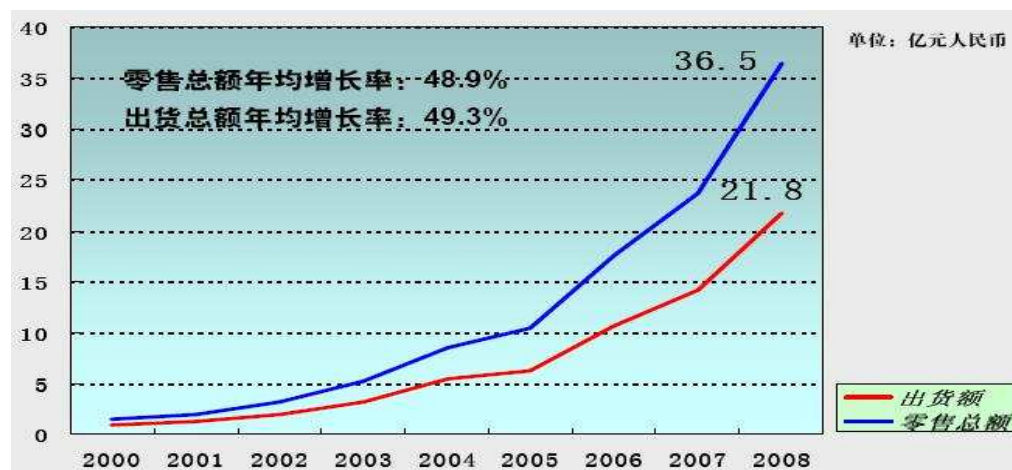
资料来源：东兴证券研究所

1.2.2 户外用品

户外用品行业具有个性化程度高、产品功能性强、科技含量高等特点。当前人们收入水平的提高，消费需求、消费观念正在向个性化、健康化、多元化的方向不断演变，此背景孕育了户外用品行业的兴起和成长。从国际的成熟市场来看，美国 2008 年的市场规模是 915.84 亿元，而同期中国市场规模仅为 36.5 亿元。综合来看，户外用品在国内市场还处于成长初期。目前上市公司中的探路者在十年前几乎是白手起家进入户外用品行业，如今已有 4 个亿的收入规模，且是纺织服装行业目前估值最高的企业（目前股价对应 2011 年预测 EPS 的 PE 为 50 倍左右）。

嘉麟杰长期为国际户外用品企业提供面料并代工成衣，公司自主品牌目前已有 11 家店面，并计划明年达到 70 家左右。公司计划将二线城市作为品牌、渠道推广的突破口，并选择进入巴黎春天这类中、高档商场的新开店址，以保证较低的销售费用支出。

图 8：户外用品行业处在成长初期



资料来源：探路者招股说明书

1.2.3 品牌家纺、家居

在发达国家，家用纺织品已经与服装、产业用纺织品“三分天下”。在美国，家用纺织品比例高达 39%，超过服装成为纺织品第一大消费领域，英、法等国的家纺产品消费量也都稳定在 35%—38% 之间，而在我国这一比例仅有 12% 左右，距发达国家尚有巨大的差距。随着国内市场消费观念的不断升级，对生活质量要求的不断提升，品牌家纺近年来复合增长率实现了超过 20% 的水平。目前国内家纺龙头企业罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺、水星家纺等企业均在近 5-10 年内实现了高速增长，资本市场也给予了目前上市的三家家纺企业较高的估值水平。（目前股价对应 2011 年预测 EPS 的 PE 约为 35-40 倍左右）

嘉欣丝绸计划大力发展自主品牌，在一线城市建立直营旗舰店和直营专卖店、专柜，在二三线城市发展加盟商。第一阶段以上海为核心，辐射华东地区，第二阶段，以北

京为核心辐射华北地区。初步计划自营以旗舰店带动专柜和普通店的模式发展，同时以旗舰店作为形象窗口发展加盟商。直营店和专柜到 2013 年为 66 家，加盟店的规模在 2013 年达到 73 家，在网上建立包括官方销售平台在内的网店 3 家。

表 3：公司使用募集资金建设自主品牌渠道的计划进度

店铺形式	第 1 年	第 2 年	第 3 年
直营旗舰店	1	1	5
直营专柜	10	28	51
直营普通店	7	9	10
网络平台	3	3	3
加盟店	5	21	73
总计	26	62	142

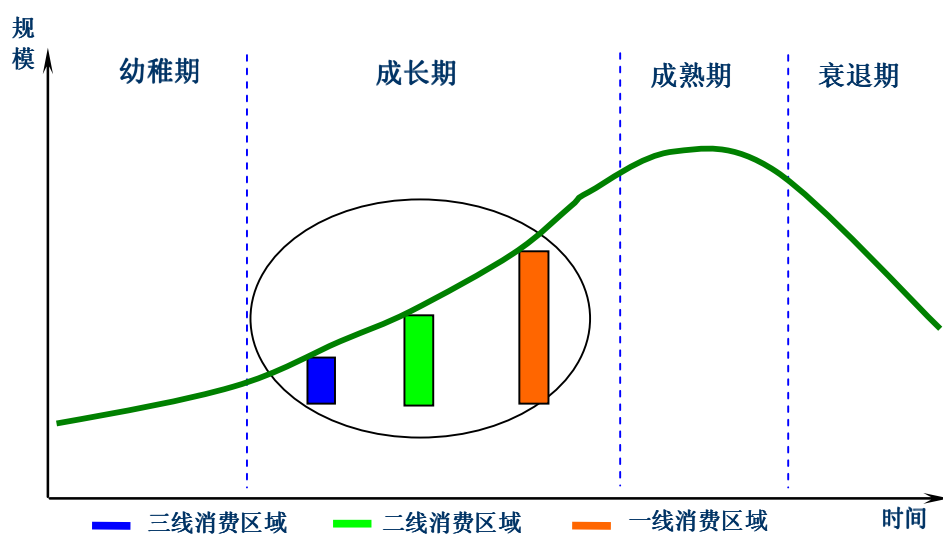
资料来源：公司公告

2. 转型于承接消费升级梯度转移的细分区域更有把握

2.1 品牌服饰生命周期在细分区域间存在梯度关系

由于我国的消费市场呈现出消费能力多元化、阶梯化的态势，细分行业的兴起和成长往往从北京、上海等经济发达城市开始，再向消费能力略逊的二线消费区域梯度转移。因此，细分行业的生命周期在不同的细分消费区域内也存在梯度关系。

图 9：品牌服饰产业生命周期在细分区域间存在梯度关系



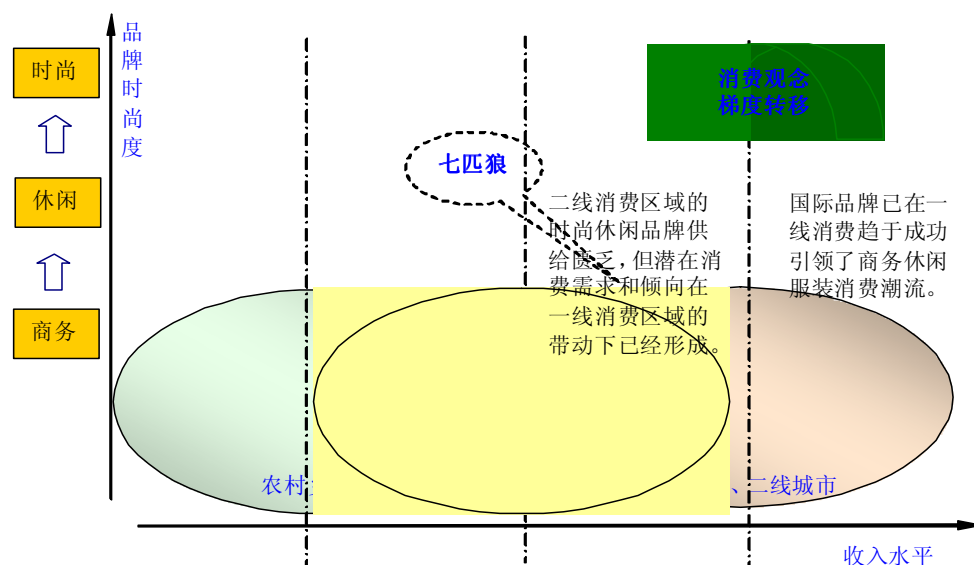
资料来源：东兴证券研究所

回顾我国的品牌服装发展，有不少品牌在某一消费区域的某一细分行业度过成长初期后，在更低一级的消费区域把握住了该细分行业在这一区域的成长初期。这种方式的优势在于该细分行业已经在消费能力较强的区域得到充分认可，因此在消费能力较低区域复制细分行业在消费能力较强区域成长逻辑的风险较小。

2.1.1 七匹狼成功在 1995—2000 年间切入二线消费区域的商务休闲市场

在 1995-2000 年，国际品牌已在一线消费区域成功引领了商务休闲服装消费潮流。二线消费区域的时尚休闲品牌供给匮乏，但潜在消费需求和倾向在一线消费区域的带动下已经形成。七匹狼当时主要是以批发的形式运营，对终端消费市场的掌控能力较弱，但公司定位于市场较空白的二线消费区域商务休闲市场，因此依然取得了成功地、快速地成长。

图 10：七匹狼成功在 1995—2000 年间切入二线消费区域的商务休闲市场

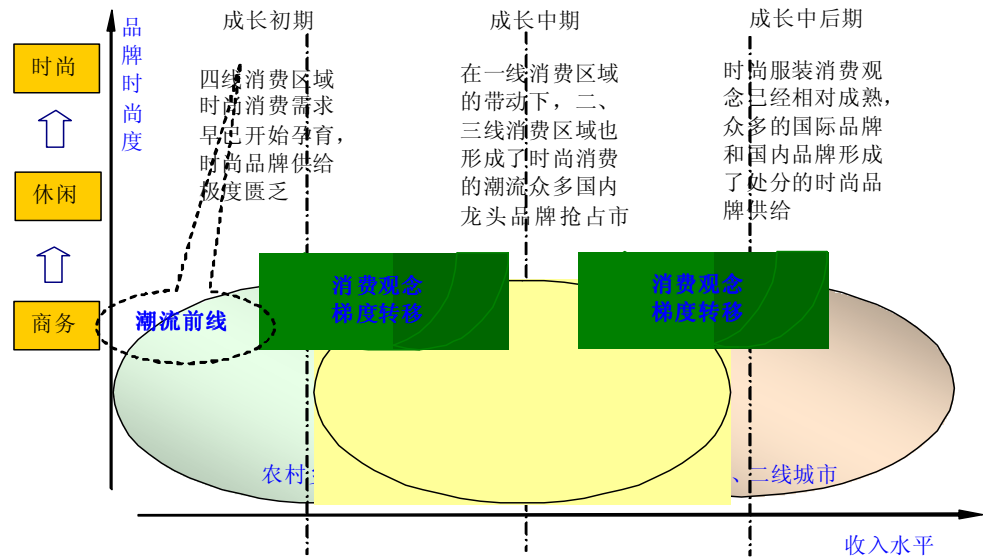


资料来源：东兴证券研究所

2.1.2 潮流前线成功在 2005—2010 年间切入三、四线消费区域的时尚服饰市场

在近五年的时间里，一线消费区域已经形成了很充分的时尚品牌供给，二、三线消费区域也形成了以美邦、森马等品牌为龙头的时尚品牌供给，而在四线消费区域却少有时尚品牌。潮流前线约从 05 年起步，定位在县级城市和大城市的城乡结合部等四线消费区域，在五年的时间里实现了飞速成长，预计今年收入可过 7 亿元。

图 11：潮流前线成功在 2005—2010 年间切入三、四线消费区域的时尚服饰市场

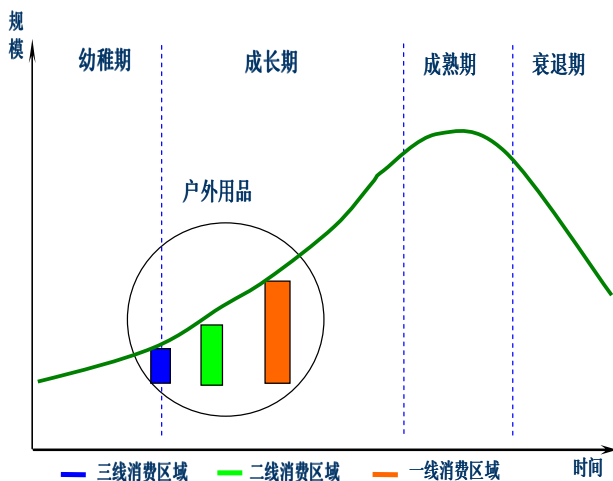


资料来源：东兴证券研究所

2.2 当前国内处于细分行业成长初期的细分区域在哪？

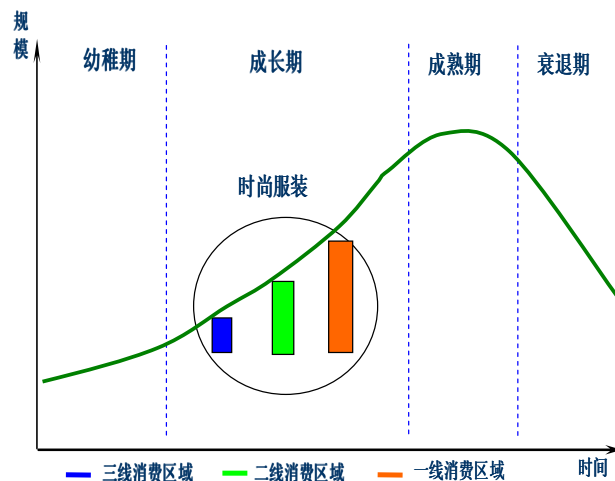
基于上述逻辑和对国内市场的观察，再结合 A 股市场现有标的情况，我们认为二线消费区域户外用品和三、四线消费区域时尚服饰目前的市场处于成长初期。建议关注转型定位于二线消费区域户外用品行业的嘉麟杰和定位于三、四线消费区域时尚服饰行业的搜于特。

图 12：户外用品在二线消费区域属于成长初期



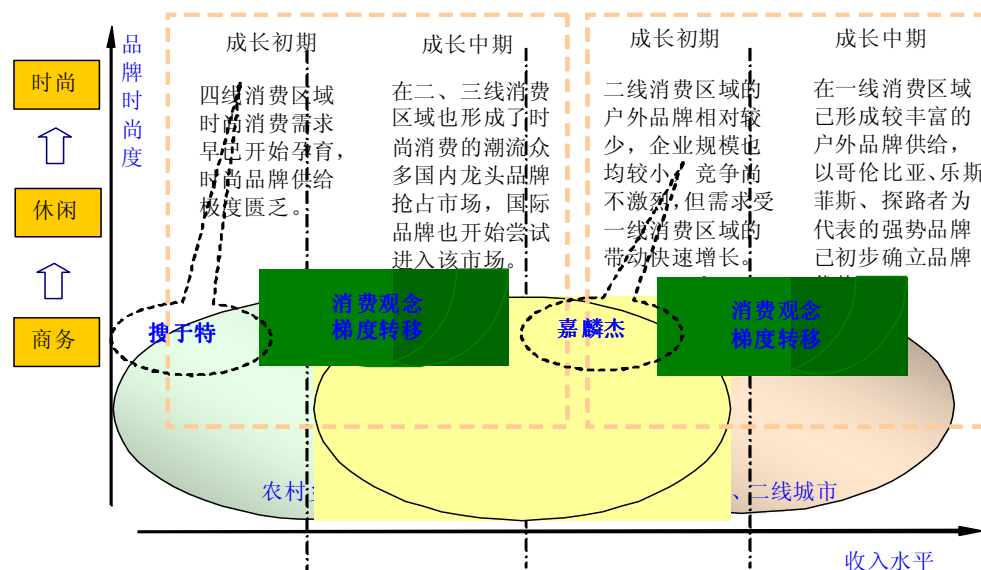
资料来源：东兴证券研究所

图 13：时尚服装用品在三、四线消费区域属于成长初期



资料来源：东兴证券研究所

图 14：基于品牌服装生命周期梯度转移逻辑下的投资机会



资料来源：东兴证券研究所

3. 在以产品生产质量为重要评价标准的市场中更具优势

3.1 符号属性在品牌评价标准中占据越来越大的权重

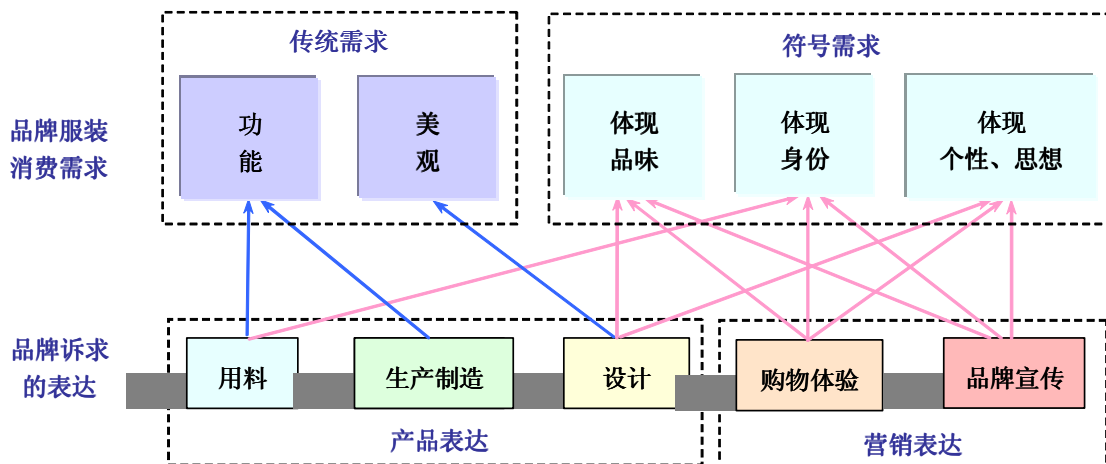
从传统的消费者的消费习惯来看，消费者通常以较为理性的观点来进行消费行为，这种理性一般表现为对服装款式设计、质量、原料品质等方面的比较和权衡。然而，如今我们却看到了越来越多的消费行为已经不能用这种传统的理性观点来解释，我们认为，这种变化来源于逐渐兴起的思想—后现代主义（post-modernism）的影响，服装消费的出发点渐渐以“消费符号论”来进行。

基于对品牌服装消费行为的认识，我们将品牌服装消费需求分为两类，即传统需求和符号需求，传统需求包括功能需求和美观需求，符号需求则包括体现消费者自身品牌的需求和体现消费者身份的需求以及体现消费者个性、思想的需求。

我们认为服装品牌的核心竞争力在于能否适应消费需求的变化，而品牌展现在消费需求面前的，实际上是由产品和营销共同形成的产品诉求的表达，因此我们将品牌的核心竞争力定义为品牌诉求的表达力。品牌诉求的表达依靠产品表达和营销表达共同有机作用而形成，产品表达由用料、生产制造、设计三个元素组成，营销表达由购物体验和品牌宣传两个元素组成。

图 15：服装品牌核心竞争力的构成

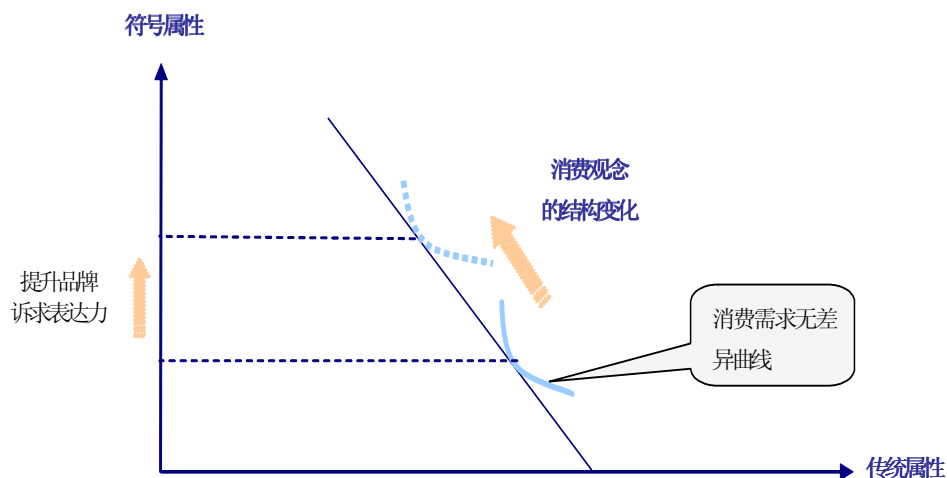
¹注释：所谓符号，是指能代表自身之外事物的事物，相当于 $A=B$ 。A 不仅仅是 A 本身，它还意味着它之外的另一个对象，即 B。提到 A，人们即能明白其所指的对象或意义 B。该理论在服装消费行为上体现为，消费者在购买服装时考虑的不再局限于服装本身的物理属性，取而代之的是以产品符号象征内涵为选购动机。



资料来源：东兴证券研究所

随着人类社会的不断发展、进步，符号属性在消费需求结构中逐渐扮演了越来越重要的角色。而作为品牌服装企业，能否适应消费者日益强烈的“符号”需求成为了品牌发展成功与否的关键因素。

图 16：消费者对符号属性的需求在提升



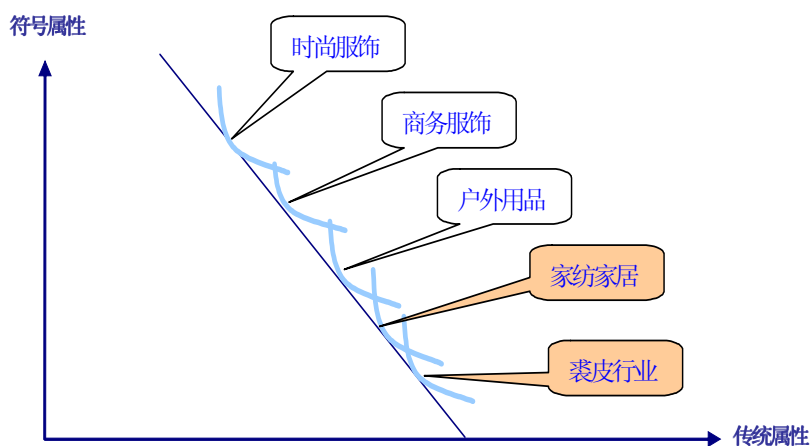
资料来源：东兴证券研究所

3.2 少数传统属性占据更大权重的细分行业更适合制造商转型

作为常年专注于生产制造的企业，在产品表达方面的优势明显，而在营销表达方面的把握往往较弱。从品牌服饰的各细分行业来看，越来越多的细分行业的品牌评价标准中，符号属性占据了很大权重，因此营销表达对于品牌的核心竞争力构成更为重要。尽管如此，品牌服饰行业依然存在一些细分行业，其品牌竞争力构成结构中传统属性占据更大的权重，擅长产品表达的制造型企业向这类细分行业的品牌市场转型，可在一定程度上弱化品牌运营能力差、销售费用投入保守等劣势，而强化产品表达方面的

优势。根据我们对终端消费市场的观察，裘皮服饰、家纺家居等行业的品牌评价标准中传统属性占据更大的权重。

图 17：品牌服饰不同细分行业的消费需求无差异曲线



资料来源：东兴证券研究所

3.2.1 家纺家居行业

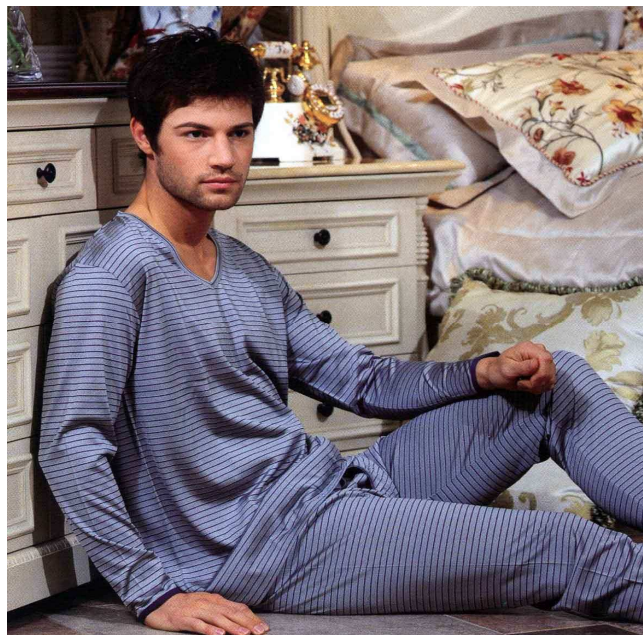
家纺、家居行业的产品主要在卧室内使用，因此产品给予消费者的体现身份、品味和表达个性、思想等效用较小，而给予消费者舒适、保暖等功能和美观等方面的效用十分明显，因此，我们认为家纺家居行业的品牌评价标准中传统属性占据更大的权重。基于以上逻辑，我们看好即将转型于丝绸主体家居、家纺用品品牌的嘉欣丝绸。

图 18：丝绸家居服饰—嘉欣丝绸



资料来源：东兴证券研究所

图 19：丝绸家居服饰—嘉欣丝绸



资料来源：东兴证券研究所

图 19：丝绸家纺产品—嘉欣丝绸



资料来源：东兴证券研究所

3.2.2 裘皮服饰行业

裘皮产品品质奢华，价格昂贵，全球年产量约在 200 万件，因此一直受到高端消费人群的青睐。由于裘皮的奢华来自其产品特有的高贵气质，因而消费者更为注重的是产品品质以及款式，相比其他类型的服饰来说，对公司品牌营销表达方面的要求较小，而对产品表达方面的要求较高。基于以上逻辑，我们看好正在向品牌市场进军的华斯股份。公司作为裘皮行业的制造龙头，具有较强的产品加工、设计研发等优势，虽然对品牌运营和渠道管理方面与成熟的品牌商相比尚缺乏经验，但裘皮行业的消费需求特征赋予了公司更大的优势。

图 20：怡嘉琦裘皮产品—华斯股份

图 21：怡嘉琦裘皮产品—华斯股份



资料来源：东兴证券研究所



资料来源：东兴证券研究所

4. 转型期的估值讨论

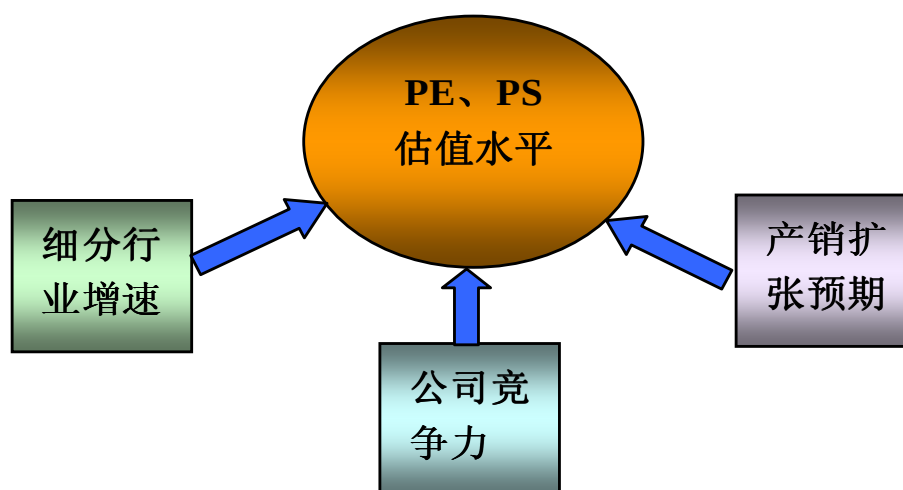
由于向品牌商转型阶段的制造商兼有制造、品牌两类业务，这两类业务的成长速度、财务结构等方面具有较大差距，因此我们认为应该分开进行估值。

我们主要选用合理市值、PE、PS 这三种方法进行估值。基于对行业的研判，我们认为纺织服装企业的 PE 与细分行业增速的比例中枢应在 1 左右，即细分行业增速在 20-25%的企业应给予的 PE 中枢约为 23 倍。再根据公司的竞争力强、弱；产能、营销、渠道建设预期快、慢；毛利率水平高、低等因素，对中枢 PE 水平进行上调、下调。若无法单独获取转型期企业的制造环节净利润实现额，则给予（合理 PE*合理净利润率）倍 PS 估值。合理市值主要根据未来的目标状态或横向比较相关企业，综合考虑实现目标状态的难度、风险等因素，进行合理折现后的市值进行估计。如罗莱家纺目前市值约 100 亿元，预计嘉欣丝绸目标 10 年时间达到该状态，综合考虑家纺行业的竞争格局以及公司品牌建设的投入力度预期，我们基于 25%的折现率，算得目前合理市值为约为 10 亿元。

4.1 制造环节采用 PE、PS 估值

处于转型中的企业一般来说在制造环节已发展较为成熟，收入增速相对稳定，费用投入也相对平缓、稳定，毛利率、净利率的变化范围较小。因此我们认为制造环节以市盈率进行估值较为合理，但在制造环节利润难以从总利润中拆分时，我们建议以市销率进行估值。而决定 PE 或 PS 高低主要取决于以下三个因素：细分行业增速；产销扩张预期；公司竞争力；毛利率水平（主要影响 PS 估值）。

图 22：转型企业制造环节的估值逻辑



资料来源：东兴证券研究所

表 4：重点关注纺织服装上市公司转型期的制造环节（OEM）估值表

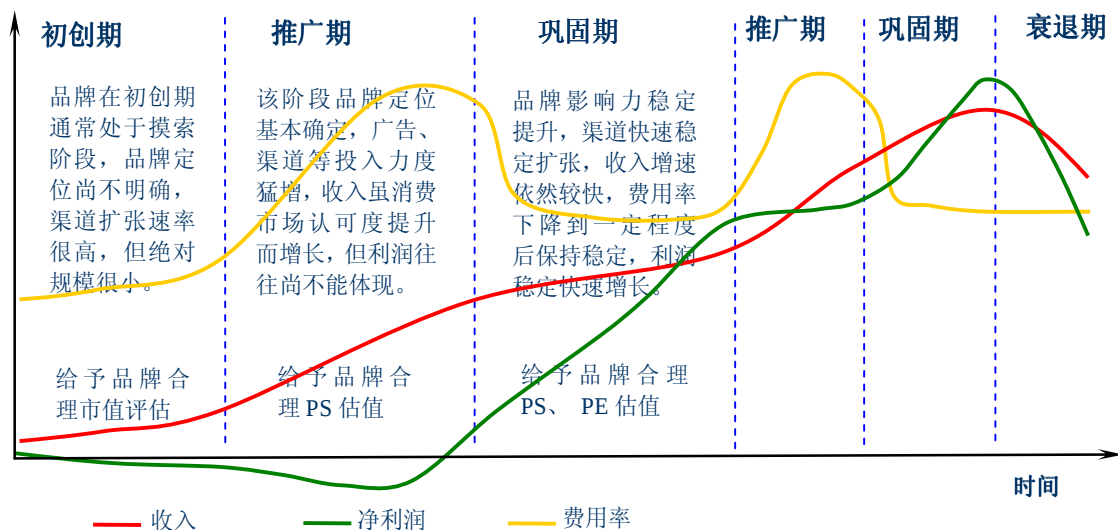
公司名称	细分行业增速（制造）	公司竞争力	产销扩张预期（制造）	毛利率水平	估值导出
瑞贝卡	15%左右（北美市场）	国际最大的假发制造商	今年增发募集资金用于建设大量产能，加大营销力度	约 15.7%	2.5 倍 PS
嘉欣丝绸	10-15%	国内龙头，长期为国际品牌代工	今年 IPO 募集资金用于建设大量产能，加大成衣比例	约 20%	23 倍 PE
华斯股份	18-23%	国内龙头，长期为国际品牌代工	今年 IPO 募集资金用于建设大量产能，缓解产能瓶颈	约 18%	25 倍 PE
嘉麟杰	22-27%左右	国内龙头，长期为国际品牌代工	今年 IPO 募集资金用于建设大量产能	约 26.5%	26 倍 PE
大杨创世	15-20%	国内龙头，长期为国际顶级品牌代工		约 26%	23 倍 PE
鲁泰 A	15-20%	国内龙头，长期为国际品牌代工	几乎没有产能扩张计划	约 30%	12 倍 PE
浪莎股份	15-20%	国内龙头，长期为国际品牌代工	上次增发募集资金建设产能今年下半年开始投产	约 13.5%	2.3 倍 PS

资料来源：东兴证券研究所

4.2 品牌估值“三步曲”

在品牌建设环节，我们认为，根据企业发展阶段的经营思路、财务特征、战略意图的不同可以分为三个阶段予以估值，分别是品牌初创期、品牌推广期和品牌巩固期。其中推广期和巩固期可能会阶段性地反复出现。

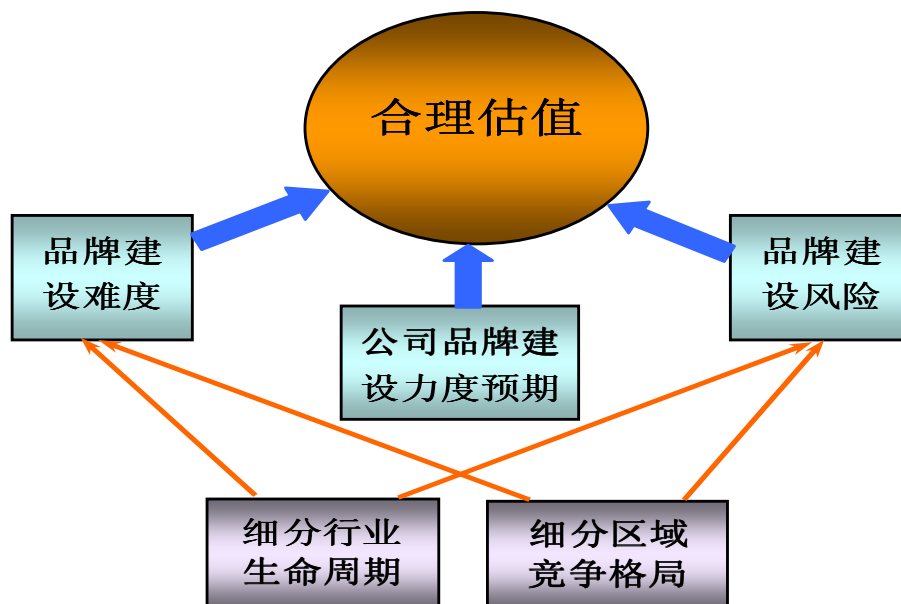
图 23：制造商转型期的品牌估值“三步曲”



资料来源：东兴证券研究所

我们认为，应综合考虑品牌建设难度和品牌建设风险以及公司品牌建设力度的预期，而判断品牌建设难度和品牌建设风险的主要依据是本报告第一、二章中的逻辑，即细分行业生命周期阶段和细分区域竞争格局。

图 24：转型企业品牌环节的估值逻辑



资料来源：东兴证券研究所

4.2.1 品牌初创阶段——市值评估

由于品牌初创期企业通常处于摸索阶段，品牌定位尚不明确，因此渠道扩张的绝对数量不会太大，费用投入一般也相对谨慎。该阶段收入、利润的实现很不稳定，因此简单的以 PE 或是 PS 进行估值难以反映品牌的合理投资价值。我们认为，该阶段应对品牌未来的目标状态合理折现后的市值进行估计。

4.2.2 品牌推广阶段——PS 估值

在品牌推广阶段，企业的费用投入较高且不稳定，因此净利润通常难以反映真实的成长和价值。该阶段收入随着消费市场认可度提升而增长，我们认为予以该阶段的品牌合理市销率（PS）进行估值较为合理。

4.2.3 品牌巩固阶段——PS、PE 估值

在品牌巩固阶段，品牌影响力稳定提升，店面扩张速度相对稳定，收入增速随着消费市场认可度的进一步提升和渠道的扩张而增长，费用投入的目的由快速推广品牌逐步向巩固品牌形象转化，费用率通常下降到一定程度后保持稳定，利润稳定快速增长。我们认为，该阶段净利润水平和增速对品牌、企业的价值有较强的代表意义，应综合考虑 PS、PE 进行估值。

表 5：重点关注纺织服装上市公司转型期的自主品牌估值表

公司名称	品牌名称	细分行业生命周期	细分区域竞争格局	品牌建设力度预期	品牌发展阶段	估值导出
瑞贝卡	Rebecca、Sleek（国内）	幼稚末期	市场一片空白	大量开店并大力投入广告宣传	推广初期	20 倍 PS
	NOBLE（非洲）	成长初期	市场竞争不激烈	收购代理公司并加大招商力度	推广中期	6 倍 PS
	Sleek（欧洲）	成长初期	市场竞争不激烈	收购代理公司并加大招商力度	推广中期	5 倍 PS
嘉欣丝绸	金三塔	成长初期	市场竞争不激烈，少有类似品牌定位	从新树立品牌形象、开店、广告	初创初期	10 亿市值
华斯股份	怡嘉琦（俄罗斯）	成长中期		产能扩张后销售将相应增加	推广中期	5 倍 PS
	怡嘉琦（国内）	成长初期	市场竞争不激烈，专业裘皮品牌少	每年约开 10 家店	初创初期	10 亿市值
嘉麟杰		成长初期	市场竞争不激烈	明年新开 50 家	初创初期	12 亿市值
大杨创世	创世	成长后期	市场竞争很激烈	缓慢开店	初创期	
鲁泰	鲁泰格雷芬	成长后期	市场竞争很激烈	缓慢开店	初创后期	10 亿市值
浪莎股份	浪莎（国外）	成熟期	市场竞争较激烈	加大招商力度	初创初期	3 倍 PS
	浪莎（国内）	成长中期	已形成几家相对强势的品牌	开设旗舰店，加大招商力度，投入广告宣传	推广中期	4 倍 PS

资料来源：东兴证券研究所，公司公告

表 6：重点关注纺织服装上市公司转型期的制造环节（OEM）和品牌运营估值表

公司名称	制造环节估值 (百万)	品牌运营估值 (百万)	总估值 (百万)	现在市值 (百万)	高估/低估
瑞贝卡	3,261	12,638	15,899	10,107	低估 36%
嘉欣丝绸	2,620	1,000	3,620	2,966	低估 18%
华斯股份	890	1,992	2,882	3,313	高估 15%
嘉麟杰	2,109	1,200	3309	3,692	高估 11%
大杨创世				2,523	合理
鲁泰 A	10,149	1,000	11,149	11,155	合理
浪莎股份	345	1,673	2027	1,986	合理

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程 远

金融工程专业毕业，2008 年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。