



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 观点聚焦

证券研究报告

2011 年 3 月 17 日

纺织服装

研究部

**郭海燕**

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010008  
guohy@cicc.com.cn

**黄芳**

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210090005  
huangf@cicc.com.cn

### 双雄共享加速成长期 休闲服子行业专题研究

- 为什么值得关注? 休闲服子行业是投资于中低端和低层级市场消费崛起的良好标的, 受益于收入增长和大众着装的品牌化趋势; 而领军公司良好的渠道下沉又可受益于中西部和低层级市场的快速增长。市场广阔、产品驱动, 能够做大做强, 有望产生“服装界的苏宁”。
- 巨大的市场空间, 各公司快速的订单增长, 休闲服替代运动市场份额的趋势日益明显。休闲装是青年人着装的主要选择, 需求规模至少是运动的 2-3 倍。休闲、运动、时尚占据了青年人日常着装需求的三个主要方面, 着装区分度日益清晰, 越来越多的消费者不再以运动装作为不运动时的着装。
- 为什么现在是好的投资时点? 主力公司进入业绩快速增长期。
  - 1) 预计 2011-2013 年, 美邦和森马将每年新开 700 家/20%新门店, 保持 30~40%收入增速。3 年后将分别达到 250-300 亿终端销售和 8%-10%市场份额。根据我们的测算, 目前青少年人群衣着消费市场总额约为 2000 亿元, 并保持着 10~15%的年增速, 五年内翻倍。2010 年底, 美邦、森马各占 4~5%市场份额、100 亿终端销售。
  - 2) 今后这三年, 各公司业绩会较以往更加快速的增长、经营模式、物流体系也更加成熟稳定, 可以看作是前期扩张的收获期。美邦、森马的规模和店数与 04-06 年的李宁非常相似, 07-09 年是投资整个运动的黄金时期, 板块普涨、回报显著。李宁是从 2010 年店数超过 7000 家后才开始增长乏力的, 可看作单品牌店数的顶部。
  - 3) 2014 年后, 扩张速度会逐步放缓, 但仍能有 20%的增速; 到 2015 年, 我们预计美邦和森马主品牌的终端销售合计有望超过 700 亿, 是目前的 3.5 倍!
- 国际案例显示, 产品创新、品类拓宽、多品牌策略是解决长期发展瓶颈的主要途径, 且有效提升同店增长。例如, 美邦的 MTee 和 MJeans, 森马的跨届合作产品。
- 投资建议: 给予 2012 年 25 倍目标市盈率 (与行业平均估值水平持平)

**美邦服饰: 推荐, 2011 年业绩增长 61%, 目标价位 41 元。**近两年的渠道整合与直营大店策略为未来发展打下坚实基础。净利润率低于可比公司, 提升潜力更大。MC 今年有望扭亏, 网上销售业务具有先行者优势。2011 市盈率 26 倍, 处于板块低端。

**森马服饰: 推荐, 2011 年业绩增长 46%, 目标价位 76.5 元。**主品牌蒸蒸日上, 童装品牌已经成功, 证明了多品牌经营能力。有序的多品牌推出有望促进可持续增长。净利润率水平行业领先。2010 年市盈率 28x, 因多品牌经营, 值得给予估值溢价。

**搜于特: 中性, 2011 年业绩增长 59%。**估值高达 47 倍。规模小, 增长潜力大, 但尚不成熟, 未来将面对成熟品牌向低层级城市渗透带来的巨大压力。

## 目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 中低端服装品牌：受益收入增长和大众着装品牌化趋势 .....          | 3  |
| 三角矩阵刻画定位格局，休闲服是青年人市场的主流品类 .....         | 5  |
| 区分品牌发展层次，辨别核心竞争力 .....                  | 5  |
| 三角矩阵：不同的定位、盈利模式和投资关注点 .....             | 5  |
| 休闲品牌会否重蹈运动行业覆辙？市场更广阔，拓宽品类和产品创新是关键 ..... | 7  |
| 越来越多的消费者不再以运动装作为不运动时的着装 .....           | 7  |
| 年轻人休闲服市场远大于运动，今后三年是快速发展期 .....          | 8  |
| 未来 5 年休闲品牌成长预测 .....                    | 9  |
| 如何突破瓶颈？品类延伸解决单品瓶颈，产品创新是保鲜手段 .....       | 10 |
| 主要公司基本面对比、盈利预测及投资建议 .....               | 11 |
| 品牌战略 .....                              | 11 |
| 财务数据对比 .....                            | 13 |
| 盈利预测假设和结果对比 .....                       | 14 |
| 国际休闲品牌案例研究 .....                        | 16 |
| 案例分析 1：从日本大众化休闲品牌 UNIQLO 看创新重要性 .....   | 16 |
| 案例分析 2：快速时尚的成功典范 Zara，拓宽产品线突破单品瓶颈 ..... | 17 |
| 案例分析 3：佐丹奴为何增长停滞？管理运营水平是最大局限 .....      | 18 |

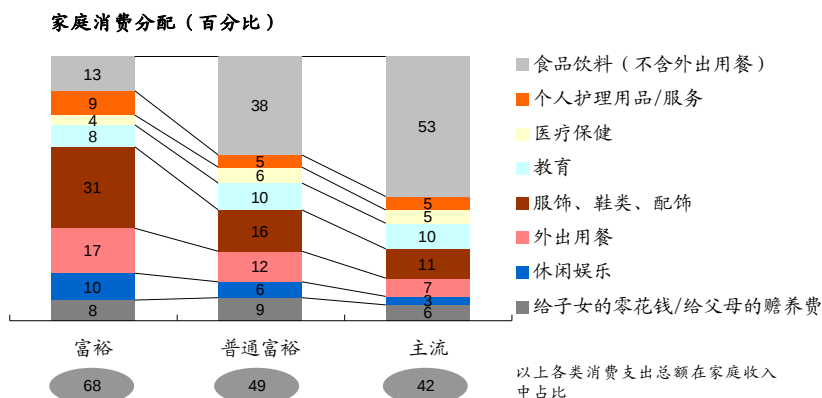
## 图表

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 收入增长后，服饰鞋类的消费占比会更高 .....                  | 3  |
| 图表 2: 未来 5 年国民收入倍增 .....                        | 4  |
| 图表 3: 服装公司渠道下沉情况 .....                          | 4  |
| 图表 4: 品牌驱动与产品驱动差异 .....                         | 5  |
| 图表 5: 青年服饰定位的三角矩阵 .....                         | 6  |
| 图表 6: 李宁发展轨迹 .....                              | 7  |
| 图表 7: 森马，美邦，李宁对比（都已换算为批发出货金额） .....             | 8  |
| 图表 8: 休闲品牌市场分额 .....                            | 9  |
| 图表 9: 青少年服装消费市场规模 .....                         | 9  |
| 图表 10: 青年少年服装市场格局预测 .....                       | 9  |
| 图表 11: 款式数量与店效对比 .....                          | 10 |
| 图表 12: 美邦、森马、搜于特经营战略对比 .....                    | 12 |
| 图表 13: 美邦、森马、搜于特单价对比 .....                      | 13 |
| 图表 14: 休闲服国际对比 .....                            | 14 |
| 图表 15: 休闲服品牌公司盈利预测 .....                        | 14 |
| 图表 16: 可比公司估值表 .....                            | 15 |
| 图表 17: 日本 Fast Retailing Group 门店与销售增长 .....    | 16 |
| 图表 18: 日本 Fast Retailing Group 销售增长与利润率变化 ..... | 17 |
| 图表 19: Zara 运营模式示意图 .....                       | 18 |
| 图表 20: Inditex 销售增长与利润率变化 .....                 | 18 |
| 图表 21: Giordano 销售增长与利润率变化 .....                | 19 |

## 中低端服装品牌：受益收入增长和大众着装品牌化趋势

“十二五”规划提出富民计划，期待国民收入倍增。收入的提升能够很好的增进大众消费市场的成长活力。调查显示，国内人群在富裕之后，对服装消费支出占比会显著提高。因此，收入增长将会明显带动服装消费。

图表 1: 收入增长后，服饰鞋类的消费占比会更高

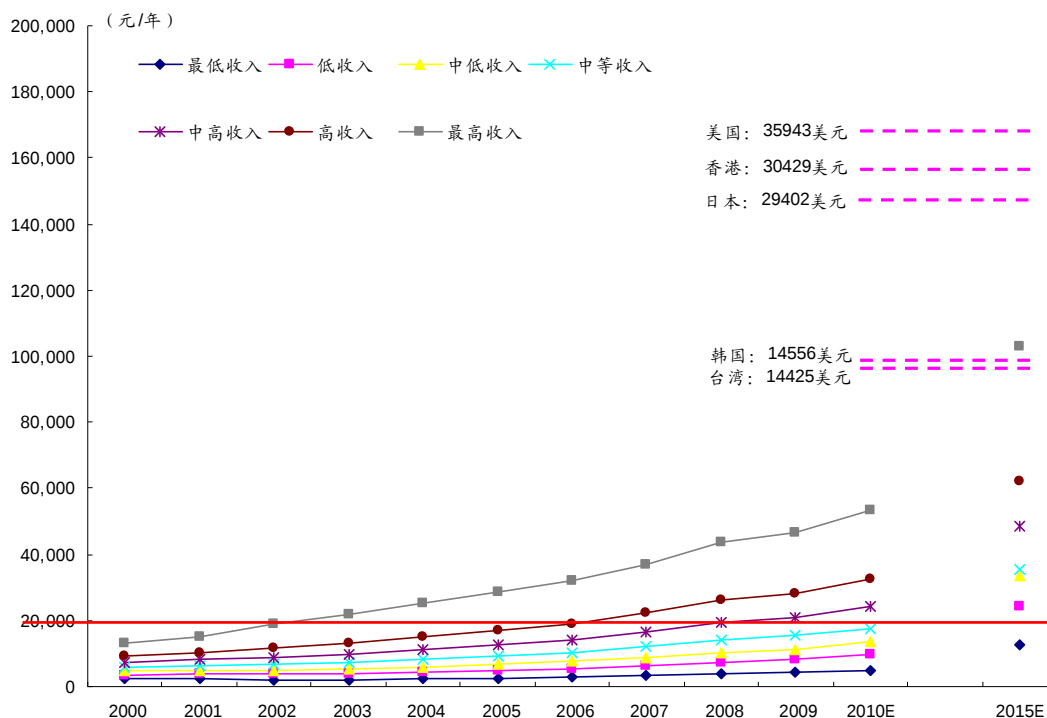


资料来源：麦肯锡报告，中金公司研究部

### 中低档休闲服品牌有望受益于大众着装的品牌化趋势：

- 1) 国际经验表明，人均收入超过 3000 美元后将逐步进入品牌消费阶段。2010 年人均收入超过这一水平的人口占我国人口总数的 90%，而目前只有 40%，预示着大众品牌消费的跨跃势发展。
- 2) 中国的大众消费市场是广阔而巨大的，在这个市场上大众喜闻乐见的品牌往往不以贵著称，而是高性价比（便宜的价格、良好的质量和功能）。高性价比和注入一定时尚元素的加入使之成为青年人着装的主要选择。
- 3) 对于中低收入的家庭，在品牌化过程中，本土品牌将是其最主要的消费目标。相比较国际品牌，对普通消费者而言，具备价格公道的本土品牌的性价比更高、更具吸引力。

图表 2: 未来 5 年国民收入倍增



资料来源：CEIC，中金公司研究部

而休闲服公司美邦、森马、搜于特的渠道下沉力度较好，物流配送体系完备，有望直接受益于中西部和低层级市场较成熟市场更加快速的发展。例如，美邦 70~80% 的门店，森马 81% 的门店位于三四线城市，而搜于特更是以三四线城市为主力市场。渠道下沉程度远远高于商务男装、家纺行业公司。

图表 3: 服装公司渠道下沉情况

|     |      |     | 销售收入（百万<br>元） | 门店数量  | 加盟店比例  | 门店数量占比 |         |
|-----|------|-----|---------------|-------|--------|--------|---------|
|     |      |     |               |       |        | 一二线    | 三线及以下城市 |
| 休闲服 | 美邦服饰 |     | 7,506         | ~3700 | ~80%   | 20~30% | 70~80%  |
|     | 森马   | 休闲装 | 4,677         | 4007  | 96%    | 19%    | 81%     |
|     |      | 童装  | 1,468         | 2676  | 95%    |        |         |
|     | 搜于特  |     | 633           | 1166  | 89%    | <15%   | >85%    |
| 男装  | 七匹狼  |     | 1,970         | 3249  | 93%    | 30~40% | 60~70%  |
|     | 利郎   |     | 1,560         | 2561  | 100%   | 30~40% | 60~70%  |
|     | 雅戈尔  |     | 2,576         | 1915  | 23%    | 50%以上  | 50%以下   |
|     | 报喜鸟  |     | 1,081         | 748   | 100%   | 30~40% | 60~70%  |
| 运动  | 李宁   |     | 8,387         | 7249  | 94.6%  | 24%    | 76%     |
|     | 中国动向 |     | 3,970         | 3511  | 100%   | 40~50% | 50~60%  |
|     | 安踏   |     | 5,875         | 7162  | 100%   | 20~30% | 70~80%  |
| 女鞋  | 百丽   |     | 19,762        | 9612  | 10~20% | 60%    | 40%     |
|     | 达芙妮  |     | 5,832         | 4225  | 22%    | 30%    | 70%     |
|     | 星期六  |     | 880           | ~1400 | 36%    | 80%    | 20%     |
| 家纺  | 罗莱家纺 |     | 1,141         | 1723  | 87%    | 70~80% | 20~30%  |
|     | 富安娜  |     | 788           | 1188  | 73%    | 70~80% | 20~30%  |
|     | 梦洁家纺 |     | 626           | 1662  | 85%    | 60~80% | 20~40%  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：休闲服三家用 2010 年底数据，其他公司用 2009 年底数据

## 三角矩阵刻画定位格局，休闲服是青年人市场的主流品类

### 区分品牌发展层次，辨别核心竞争力

中国市场服装消费品牌化已成为主流趋势。但品牌发展层次有所不同，有的品牌已经具有丰富内涵价值，承载了很高的美誉度与顾客忠诚度，为产品带来销售溢价；有的品牌仍然只是标志，代表了产品风格、质量与服务的同一性承诺。

我们由此将服装品牌层次划分为品牌驱动及产品驱动。

- **品牌驱动类**以提升品牌价值为核心目标，通过各种营销手段塑造品牌价值与内涵，不断提升品牌美誉度、渴求度、消费者忠诚度。产品定价通常具有较高的品牌溢价，避免陷入低端价格战。由于具有品牌内在价值，经典款型销售可经久不衰。例如 Burberry 的经典款风衣，Ralph Lauren 的 Polo 衫，即使销售很多年，各种被模仿，仍可保持很高的品牌溢价和消费渴求度。
- **产品驱动类**以产品为核心竞争力，以产品本身的特色（性价比高，时尚度高，创新品类等）吸引消费者，并通过广泛的渠道渗透将产品送到消费者身边。这类产品经营更类似快速消费品，通过销售网络广泛铺开、供应链快速反应，以量取胜。这类公司相对容易快速做到较大规模，但由于产品易复制，品牌粘性一般。对这类公司来讲，产品创新是关键。

从历史案例来看，产品驱动类别的服装领域，因覆盖大众市场，更容易产生大规模的领军公司（服装领域的苏宁）。

图表 4：品牌驱动与产品驱动差异

|      | 核心竞争力     | 特点                                                                    | 举例                                             |
|------|-----------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 品牌驱动 | 提升品牌价值与内涵 | 主要客户群体是 30 岁以上人士。平稳成长，具品牌溢价，品牌价值长久支撑品牌生存。品牌规模往往没有产品驱动型公司大。            | 海外：Burberry, Ralph Lauren<br>本土：利郎，七匹狼，雅戈尔，报喜鸟 |
| 产品驱动 | 网络扩张和产品创新 | 主要客户群体是年轻人。有望产生快速增长的大公司，通过销售网络广泛铺开、供应链快速反应，以量取胜。产品易复制，品牌粘性一般，产品创新是关键。 | 海外：优衣库，佐丹奴<br>本土：美邦、森玛                         |

资料来源：中金公司研究部

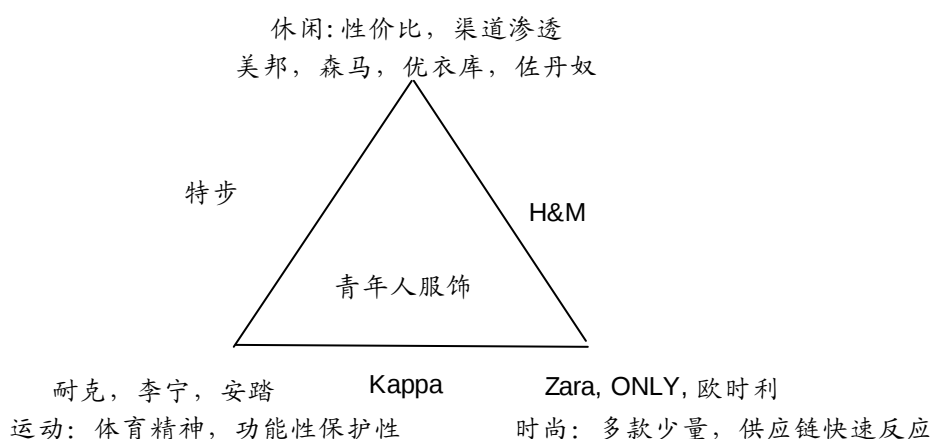
### 三角矩阵：不同的定位、盈利模式和投资关注点

中国青少年服饰是大而分散的市场，很多国内外品牌针对 15~30 岁人群日常穿着推出各类风格产品。我们将青春服饰作三角形定位拆分，分别是休闲，运动与时尚。三类定位互相渗透，具有替代性。

- **休闲是最宽泛的概念，穿着舒适，外形多样。**我们这里的休闲定位特指基础休闲服，款式基本，价格较低，舒适度高，多为产品驱动型。日本优衣库，香港佐丹奴，国内的美邦、森马都是这一定位。这类品牌注重渠道渗透，依靠大规模展店铺货，以量取胜。但产品同质化严重，易陷入价格战。尤其在开店速度放缓后，若无产品创新，销售增长难有突破。

- **运动是过去十年间发展最快的子行业之一，增长开始放缓。**一些国内运动品牌产品具有休闲风格，性价比较高，渠道渗透快，前些年抢占了部分基础休闲与时尚服饰市场份额。但近两年运动行业门店过多市场趋于饱和，产品缺乏创新，相对休闲丧失部分市场份额。目前运动行业面临渠道库存过多与市场饱和困境，一些品牌重新回归运动本质，密集营销重塑并加深品牌内涵，向品牌驱动层次提升，仍须长期努力。
- **时尚定位的品牌近些年大量涌现，往往采取中高档定位，覆盖群起相对狭小。**最具代表性的是Zara，通过不断推出各种时尚新品吸引消费者购物。这类定位经营对供应链要求最高，备货多款少量，库存管理很重要，快速反应是必须。门店数量不能过多，只能通过加宽产品线来突破单品牌瓶颈。

图表 5: 青年服饰定位的三角矩阵



资料来源: 中金公司研究部

## 休闲品牌会否重蹈运动行业覆辙？市场更广阔，拓宽品类和 product 创新是关键

### 越来越多的消费者不再以运动装作为不运动时的着装

运动是 2000 年以来国内发展最快的子行业之一，两大国际品牌和香港上市五个国内品牌规模增长十倍以上，现分别拥有 6000~7000 家门店，批发出货额达到 40 亿元以上。事实上，在过去几年，很多运动品牌（尤其是国产品牌）在快速扩张中抢占了基础休闲服市场分额，因其门店广布各级城市（容易买到），穿着舒适，价格实惠（性价比高），而很多低层级城市消费人群对运动和休闲的区分是模糊的，运动品牌服饰可满足当地人对日常休闲服装消费需求。

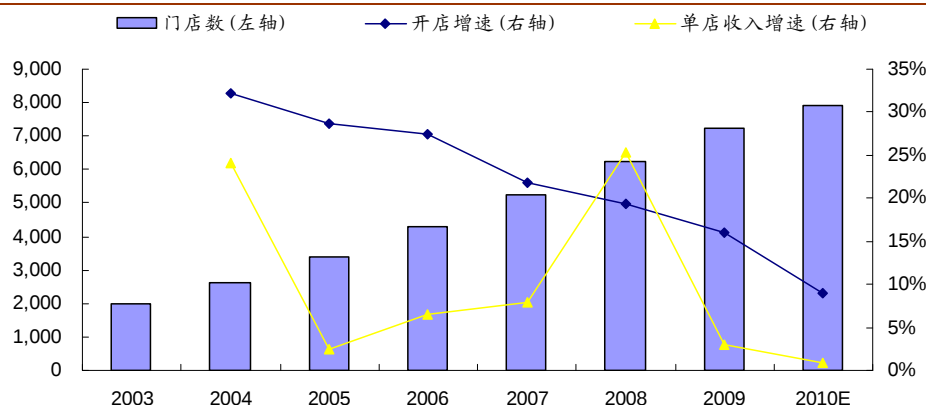
在运动门店快速扩张期，很多新店渗透进入原来的空白区域，经销商或零售商的开店动力来自于老店的赚钱效应，对占据新空白区域的赚钱预期，及品牌的激励因素。中国的年轻消费者通常会对新品牌和新产品抱有开放态度，若营销手段恰当，产品性价比高，即可驱动快速购买决策（即快销品本质）。对于品牌来讲，经销商大规模开店铺货即可为其带来快速的收入和利润增长，他们需要作的就是鼓励经销商开店，在新区域配合恰当的营销手段，刺激购买。2004~09 年的运动行业就是这样的状况。

但是当市场饱和，单店销售增长疲软，零售商难以赚钱的时候，其开店动力就大大下降了。消费者为清理存货，零售商大打折扣，陷入终端价格战。消费者看到各品牌同质化严重，多年来并无产品创新，且总能看到高额折扣，于是心目中品牌形象大打折扣。这时候，顾客很容易转向尝试新进入其所在城市市场的其它品牌（如休闲服美邦，森马等）。

更重要的是，随着生活水平的提高，越来越多的消费者不再以运动装作为不运动时的着装，在自身增长的同时，休闲服开始替代运动产品的市场份额。

估值方面，在李宁的高速增长期，香港市场给到近 40 倍的动态市盈率（预测收入增速高达 40-50%）。虽然到达发展局限期后的市盈率大幅下降，但现在来看，中间的快速增长期仍是理想的投资阶段。

图表 6: 李宁发展轨迹



资料来源：公司数据，中金公司研究部

注：门店和单店收入只包括李宁牌国内市场部分

### 年轻人休闲服市场远大于运动，今后三年是快速发展期

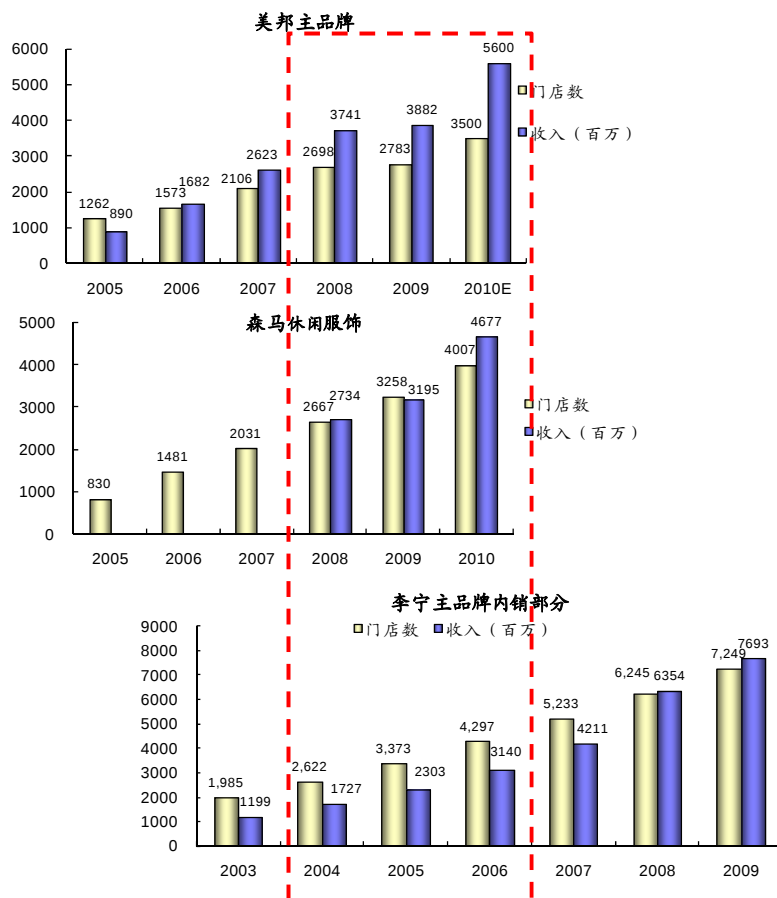
我们测算了青少年服装市场规模。中国目前城镇 15-29 岁年龄段人口约有 2.8 亿人，用城镇、农村人均衣着消费金额分别乘以对应区间年龄段人口可大致推算出该人群服装消费市场规模，2009 年近 2100 亿。当前美邦主品牌与森马成人休闲服终端销售各 100 亿左右，分别占到 15~29 岁青少年服装消费 4~5% 的市场份额。（可能有人会觉得 29 岁的范围有点广，但受数据所限制，我们采用了人均服装消费额的数据，而没有考虑年轻人衣着消费高于其它人群的特点，因此这一测算总体是具备保守性的。）

以美邦、森马与运动行业龙头李宁进行规模对比。当前这两家公司分别拥有 3000 多家门店，批发出货额约为 45~60 亿，与 06 年的运动行业龙头李宁颇为相像。近两年美邦、森马处于快速增长期，终端数量及营业面积迅猛增长。森马主品牌明年计划新开 700 家门店，我们预计美邦主品牌门店面积扩张也可达到 20% 以上。按照这样的扩张速度，两个休闲品牌（主品牌）每年收入增速在 30% 以上，3 年之后也将达到约 6000 家门店/300 亿终端零售额规模，分别占到目标市场近 10% 的市场份额。

美邦、森马目前的经营规模与店数与 04~06 年间的李宁非常相似，07-09 年间是投资整个运动的黄金时期，板块普涨，回报显著，而李宁是从 2010 年门店数量超过 7000 家后才开始显现出增长放缓的情况。

不要小看今后这三年，各公司业绩会较以往更加快速的增长、经营模式也更加成熟稳定，可以看作是前期扩张的收获期！

图表 7：森马，美邦，李宁对比（都已换算为批发出货金额）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 未来 5 年休闲品牌成长预测

对比国际著名的休闲服品牌，我们看到 Uniqlo 在日本，Zara 在西班牙，H&M 在德国市场份额均为 7~10%。这些品牌产品线较宽，面向的顾客群很广，从童装到各年龄段成人服饰都有覆盖，因此如果单看青年人，其市场份额应当更高。单一一个品牌在休闲服市场中的份额超越 10% 较难，但在突破 4-5% 后，有望进入市场份额强势提升的阶段。

图表 8: 休闲品牌市场份额

| 品牌   | 市场  | 2008  | 2009  | 2010   |
|------|-----|-------|-------|--------|
| 优衣库  | 日本  | 5.20% | 6.30% | 7.30%  |
| H&M  | 德国  | 4.90% | 6.10% | 6.80%  |
| Zara | 西班牙 | 8.70% | 9.40% | 10.00% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

我们预计，美邦、森马等大型休闲品牌在 2011~13 年仍可保持较高速增长（30~40%），主要受快速开店拉动，而门店基数仍不大。

在门店总数超过 6000 家后（2014 年），销售增速很可能会放缓，因为新开店效应被的门店基数稀释，而行业也更为拥挤。主品牌很可能增速放缓，估值水平可能被拉低。这时候，尽管盈利水平还在上升，但估值下移将带来市值缩水。

2015 年，我们预计美邦和森马主品牌的终端销售合计有望超过 700 亿，是目前的 3.5 倍。

图表 9: 青少年服装消费市场规模

| 15-29 岁人群<br>市场 | 总人口<br>(百万人) | 城镇人口<br>(百万人) | 城镇人均衣着消<br>费(元) | 城镇服装消费<br>(十亿元) | 乡村人口<br>(百万人) | 农村人均衣着<br>消费(元) | 农村服装消费<br>(十亿元) | 服装总消费<br>(十亿元) | 同比增速  |
|-----------------|--------------|---------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|----------------|-------|
| 2001            | 288.4        | 110.0         | 533.7           | 58.71           | 178.4         | 98.0            | 17.47           | 76.19          |       |
| 2002            | 286.8        | 113.2         | 590.9           | 66.91           | 173.6         | 104.5           | 18.14           | 85.06          | 11.6% |
| 2003            | 284.3        | 116.4         | 637.7           | 74.22           | 167.9         | 109.5           | 18.39           | 92.61          | 8.9%  |
| 2004            | 287.1        | 117.3         | 686.8           | 80.59           | 169.8         | 119.6           | 20.31           | 100.89         | 8.9%  |
| 2005            | 271.0        | 131.2         | 800.5           | 105.02          | 139.8         | 147.9           | 20.68           | 125.70         | 24.6% |
| 2006            | 281.5        | 134.8         | 901.8           | 121.57          | 146.7         | 167.3           | 24.54           | 146.11         | 16.2% |
| 2007            | 282.5        | 136.5         | 1042.0          | 142.23          | 146.0         | 192.6           | 28.12           | 170.35         | 16.6% |
| 2008            | 281.9        | 136.5         | 1165.9          | 159.15          | 145.4         | 211.1           | 30.69           | 189.84         | 11.4% |
| 2009            | 282.5        | 136.3         | 1284.2          | 175.02          | 146.2         | 231.9           | 33.91           | 208.93         | 10.1% |
| 2010            | 282.5        | 136.3         | 1476.8          | 201.27          | 146.2         | 266.7           | 39.00           | 240.27         | 15.0% |
| 2011            | 282.5        | 136.3         | 1654.0          | 225.43          | 146.2         | 298.7           | 43.68           | 269.10         | 12.0% |
| 2012            | 282.5        | 136.3         | 1852.5          | 252.48          | 146.2         | 334.5           | 48.92           | 301.39         | 12.0% |
| 2013            | 282.5        | 136.3         | 2037.8          | 277.73          | 146.2         | 368.0           | 53.81           | 331.53         | 10.0% |
| 2014            | 282.5        | 136.3         | 2241.6          | 305.50          | 146.2         | 404.8           | 59.19           | 364.69         | 10.0% |
| 2015            | 282.5        | 136.3         | 2465.7          | 336.05          | 146.2         | 445.3           | 65.11           | 401.16         | 10.0% |

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 10: 青少年服装市场格局预测

|      | 美邦零售额<br>(十亿) | 同比增长 | 门店数   | 市场份额  | 森马零售额<br>(十亿) | 同比增长 | 门店数   | 市场份额 |
|------|---------------|------|-------|-------|---------------|------|-------|------|
| 2007 | 5.13          |      | 2,124 | 3.0%  |               |      |       |      |
| 2008 | 6.49          | 26%  | 2,698 | 3.4%  | 5.76          |      | 2,667 | 3.0% |
| 2009 | 7.21          | 11%  | 2,783 | 3.5%  | 6.73          | 17%  | 3,258 | 3.2% |
| 2010 | 12.17         | 69%  | 3,500 | 5.1%  | 9.85          | 46%  | 4,007 | 4.1% |
| 2011 | 17.04         | 40%  | 4,200 | 6.3%  | 13.79         | 40%  | 4,700 | 5.1% |
| 2012 | 23.00         | 35%  | 4,900 | 7.6%  | 19.31         | 40%  | 5,400 | 6.4% |
| 2013 | 29.90         | 30%  | 5,600 | 9.0%  | 25.10         | 30%  | 6,100 | 7.6% |
| 2014 | 35.88         | 20%  | 6,300 | 9.8%  | 30.12         | 20%  | 6,800 | 8.3% |
| 2015 | 41.26         | 15%  | 7,000 | 10.3% | 34.63         | 15%  | 7,500 | 8.6% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

### 如何突破瓶颈？品类延伸解决单品瓶颈，产品创新是保鲜手段

我们研究了国际休闲品牌 Zara 和优衣库发展路径（见案例分析 1，2），发现他们在本土成熟市场中突破瓶颈扩大规模的重要动力来自于 1）产品线拓宽及品类延伸；2）产品创新。显然我们的休闲龙头公司也已经意识到这一问题，拓宽产品线（开大店，提供更多的产品选择）及多品牌运营。森马的童装品牌巴拉巴拉非常成功，已成为童装领域第一大品牌。而美邦的 Me&City 尚未盈利，仍需努力。

我们想要强调的是：品类延伸和产品创新并非易事，需要设计、营销、供应链（销售+折扣+库存）等多方面协同运作。品类延伸意味着供应链管理难度飙升，做快速时尚不难，但要做上万款服饰的快速时尚就非常难了。这也是众多品牌想要模仿 Zara 但难以成功的原因。而产品创新意味着风险，而且影响时间非常短。在国内成功的创新产品推出后第二第三个月即有模仿产品面市，而到了第二年即成为市场随处可见的非创新品。因此如何不断推出创新产品保持与竞争对手的非同质性是一个难题。

图表 11：款式数量与店效对比

| 公司      | 款式或SKU数            | 收入<br>(百万美元) | 门店数           | 单店销售<br>(百万美元) | 单店面积<br>(平方米) | 平效<br>(美元/平米) | 时间点  |
|---------|--------------------|--------------|---------------|----------------|---------------|---------------|------|
| 森马      | 森马2,856款，巴拉巴拉2191款 | 929          | 休闲4007/童装2676 | 0.24           | 117           | 2020          | 2010 |
| 美邦      | SKU~8000           | 1109         | 3700          | 0.40           | 200           | 1989          | 2010 |
| 搜于特     | 2988               | 93           | 810           | 0.23           | 96            | 2391          | 2009 |
| 佐丹奴     | -                  | 554          | 2114          | 0.26           | 90            | 2910          | 2009 |
| Gap     | -                  | 14664        | 3095          | 4.74           | 1165          | 4068          | 2009 |
| Inditex | > 12000款           | 9926         | 1608          | 6.17           | 1100          | 5612          | 2009 |
| H&M     | > 10000款           | 15037        | 2206          | 6.82           | 1200          | 5680          | 2009 |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 主要公司基本面对比、盈利预测及投资建议

A 股青少年休闲装主要有三家公司：美邦、森马和搜于特。受益于所在子行业的集中度低以及部分客户群从运动转向休闲，这三家公司近几年扩张迅速，业绩增长较快。

- ▶ 美邦 2010 年收入增长 44%，利润增长 25%（公司业绩快报）。2007-2010 年收入年均复合增长 33%，净利润年均复合增长 28%。从 2001-2009 年门店扩张 CAGR 达 27%。
- ▶ 森马 2008-2010 年收入分别增长 82%、28%和 48%，净利润增长 196%、55%和 46%。休闲服饰 2010 年净增 749 家店，增长 23%，面积扩展 17 万平米，增长>30%；童装净增 775 家店，增长 41%，面积增长大于 50%。
- ▶ 搜于特 2007-2010 年营业收入年均复合增长 77%，净利润年均复合增长 96%。门店总数从 2007 年的 257 家迅速增长到 1166 家，增长了 354%。

### 品牌战略

这三家公司都主抓产品设计和渠道拓展，生产全部外包，同时，各主要品牌面向的年龄层也基本重合。但在具体经营上仍有各自特色：

#### ▶ 美邦：直营大店战略，MC 品牌看突破

——起步早，市场占有率第一。美邦为 3 家公司中发展最早的，成立于 1995 年，现为市场占有率第一，在 15~29 岁青年衣着市场中占有约 5%的市场份额。

——直营大店战略。美邦 2010 年直营收入已经占到总收入的 40%，远高于森马和搜于特。公司上市后新开许多直营店，其中包括大面积旗舰店和形象店，这部分店铺面积往往在一千平米以上。直营业务产品单价高，毛利率高，但净利率低（美邦的直营大店策略带来了很大的期间费用压力）。

——细分市场，MC 品牌拓展产品线。主品牌“MB”的核心客户群在 18-22 岁。2008 年推出“MC”品牌，核心客户群为 25-35 岁的都市白领。但由于起步较晚，MC 品牌 2010 年零售额尚不足 10 亿，目前仍处于亏损状态。

——美邦网销渠道“邦购”有望带来新的增长点。美邦 B2C 垂直整合平台“邦购”于 2010 年 12 月上线，该网络平台产品丰富，除了包括 MB 和 MC 品牌，还有线上专属品牌 AMPM，2011 年推出鞋类品牌和国外代理品牌，形成品种丰富的良性互动。

#### ▶ 森马：多品牌战略，童装已经成功

——起步晚于美邦，但增速较快。森马成立于 2002 年，但休闲装市场份额已排第二。

——多品牌战略，童装已获成功。巴拉巴拉品牌 2010 年批发出货额已达 15 亿，门店总数 2676 家，而市场第二名门店总数只有 700~800 家。童装成功诀窍包括：差异化的设计（不拘束，不繁复，不过度强调卡通）、品类多、价格体系合理（满足 60%城市中等家庭消费能力），通过这些从而收获顾客更好的忠诚度。

——**加盟为主，轻资产运营。**与美邦不同，森马的加盟店占总门店数>90%。公司加盟店的签约经营期限不少于2年。加盟店的扩张，节约了公司资金投入，同时也降低了公司的期间费用。

► **搜于特：基数小，增长快，风险大**

——**时尚下乡，低价面向三四线城市。**公司专注休闲服饰三四级市场，在业内率先提出“时尚下乡”概念。产品定价约比森马便宜近40%。在县城，公司的直接竞争者大都为经营管理较为不成熟的杂牌服装，公司竞争力有明显优势。

——**基数小，增长快。**搜于特2010年收入仅为6亿，远远小于美邦、森马等竞争对手，仅为它们收入规模的1/10。公司门店总数也只有1166家，远低于同业水平，渠道拓宽空间巨大。2007-2010年营业收入年均复合增长77%，净利润年均复合增长96%。

——**另一方面，公司风险也较大。**物流体系主要依靠第三方，这会对公司规模扩大形成限制；同时，美邦、森马等品牌也加入三四线市场竞争，随着县域经济的发展和人们生活水平的提高，三四线市场也能接受较好品牌的较高价格，这对搜于特的发展提出挑战。

图表 12: 美邦、森马、搜于特经营战略对比

|           | 美邦                                   | 森马                                          | 搜于特                                         |
|-----------|--------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 子品牌与目标消费群 | MB: 18-22岁<br>MC: 25-35岁             | 森马休闲: 青少年<br>巴拉巴拉: 童装                       | “潮流前线”,<br>分为淑女、校园、时尚                       |
| 品牌口号      | 不走寻常路;<br>我, 你的时尚顾问                  | 穿什么, 就是什么;<br>穿什么, 潮我看;<br>童年不同样            | 时尚下乡                                        |
| 品牌代言人     | 周杰伦、潘玮柏、张韶涵                          | SJ-M、罗志祥                                    | 宋慧乔、谢霆锋                                     |
| 价格定位      | 大众化的价格                               |                                             | 价格更低, 比森马便宜近40%                             |
| 运营模式      | 自主研发设计、生产外包、运输环节外包                   |                                             |                                             |
|           | 自有物流配送中心                             |                                             | 第三方物流                                       |
|           | 加盟与直营并重                              | 加盟非常多, 与直营相结合                               | 加盟非常多, 与直营相结合                               |
| 市场份额      | 青年休闲市场第一; ~5%                        | 森马休闲: ~4%, 青年休闲市场第二;<br>巴拉巴拉: 1.1%, 童装市场第一。 | 面向三四类市场                                     |
| 店铺数       | MB: ~3500<br>MC: ~270                | 森马休闲: 4007<br>巴拉巴拉: 2676                    | 1166                                        |
| 直营占比      | 门店~18%, 收入~40%                       | 门店~4%, 收入<10%                               | 门店~11%, 收入~10%                              |
| 备注        | 1 MC规模尚小, <10亿<br>2.网销“邦购”有望带来新的增长点。 | 森马童装已获成功, 多品牌战略清晰                           | 1.基数低, 收入仅为前两者的1/10<br>2.专注三四级市场, 在县城竞争力有优势 |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 13: 美邦、森马、搜于特单价对比

| 美邦单价 |        | 森马休闲单价 |       |       |        | 搜于特单价 |        |        |        |        |
|------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 产品种类 | 2007   | 产品种类   | 2008  | 2009  | 2010   | 产品种类  | 2007   | 2008   | 2009   | 1H10   |
| T恤   | 25.38  | T恤     | 25.92 | 29.4  | 36.66  | T恤    | 17.44  | 17.59  | 29.36  | 21.21  |
| 裤类   | 137.17 | 外套     | 90.06 | 98.35 | 117.22 | 便装    | 57.62  | 59.91  | 66.78  | 64.73  |
| 衬衫   | 47.92  | 衬衫     | 42.28 | 42.77 | 50.53  | 衬衣    | 28.56  | 28.92  | 31.54  | 34.73  |
| 水洗裤  | 57.9   | 裤类     | 51.73 | 55.43 | 63.89  | 裤子    | 35.57  | 41.47  | 45.91  | 50.9   |
| 毛衫   | 68.19  | 毛衫     | 52.54 | 54.41 | 63.33  | 毛衣    | 36.15  | 39.05  | 40.9   | 45.82  |
| 茄克   | 82.64  | 马夹/背心  | 29.31 | 32.24 | 51.65  | 棉衣    | 63.74  | 70.68  | 75.86  | 85.51  |
| 牛仔裤  | 65.67  | 裙      | 39.44 | 40.93 | 57.2   | 裙     | 30.22  | 32.94  | 34.13  | 40.39  |
| 羽绒服  | 199.8  | 鞋类     | 39.68 | 39.48 | 44.66  | 羽绒服   | 106.37 | 108.32 | 118.11 | 111.27 |
| 针织茄克 | 70.68  | 包类     | 27.84 | 30.26 | 35.75  | 针织外套  | 44.8   | 45.94  | 47.24  | 51.27  |
| 配饰   | 23.6   | 其它     | 10.27 | 13.35 | 13.36  | 其他    | 5.02   | 4.96   | 5.68   | 6.85   |
| 其他   | 40.19  |        |       |       |        |       |        |        |        |        |
| 平均   | 59.12  | 平均     | 50.01 | 54.68 | 64.71  | 平均    | 26.66  | 30.76  | 34.94  | 39.26  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：美邦仅招股书中披露 2007 年数据，后面几年亦有价格提升

### 财务数据对比

- 受直营战略影响美邦过去两年经营波动较大，但未来将发挥优势。**美邦前两年业绩波动较大，门店扩张放慢，应收帐款天数偏长，主要由于偏重直营渠道，加盟商信心受损，2010 年美邦已恢复对加盟的亲和政策。美邦的直营大店战略对公司财务也有较大影响，直营业务毛利率高，但净利率低（尤其是美邦的直营大店策略带来了很大的期间费用压力）。从长远来看，大店符合发展趋势，但需同时配合拓宽产品线及改进供应链。
- 森马财务稳健，扩张有序，多品牌战略已获成功。**公司 2008-2010 年收入分别增长 82%、28%和 48%，净利润增长 196%、55%和 46%，较为平稳。经营现金流健康，帐款回收能力较强。财务比率健康，期间费用显著低于同业可比公司，营运情况良好。
- 搜于特成长伴随风险。**搜于特由于基数小，增长迅猛，但由于其市场份额小且高度依赖加盟商，对下游的控制力度较小。经营现金流方面，应付帐款周转天数短于其他两家，而存货帐款周转天数较长。

### 国际对比，未来发展方向

- 大店是发展方向，由此会带来毛利率的提升、期间费用率的增加。**Inditex 在全球有 4607 家店，GAP 也仅有 3095 家店，门店数和美邦和森马相差不多，收入却达到了美邦和森马 10 倍以上。大店的发展，一方面能提供更多样化产品线陈列，另一方面也有利于对零售终端的管理。同时，也能避免像运动市场出现市场饱和和过度竞争的局面。但是，这样的模式对供应链产生极大挑战，会发生费用及库存飙升的情况，如过去两年美邦发生的状况。
- 产品线拓宽和新品创新也是收入提升的武器。**Zara 品牌每年推出多达 1.2 万种款式，远高于同类 2~3000 个款式数量，因此 Zara 单品牌销售额可远远超过其他品牌。而创新产品更可成为突破性销售法宝，Uniqlo 2009 年推出创新面料 Heattech 发热内衣系列，大获成功，冬季未结束已卖断货，销售量达 5000 万件。
- 营运能力具备提升空间。**国内 3 家企业的应收、应付帐款周转能力都弱于国外几家优秀企业，反映了国内企业对上下游的议价能力还具备很好的提升空间；而对零售商的管理能力也需要学习国外先进经验。

图表 14: 休闲服国际对比

| (百万美元)         | 市值    | 销售额   | 净利润  | 预测净利润 | ROE  | 存货周转天数 | 应收帐款周转天数 | 应付帐款周转天数 | 过去三年收入增速 | 毛利率  | 经营利润率 | 净利润率 | 市盈率  | 市销率  |
|----------------|-------|-------|------|-------|------|--------|----------|----------|----------|------|-------|------|------|------|
| Inditex        | 45117 | 15517 | 1840 | 2394  | 29.3 | 78.6   | 16.6     | 162.4    | 10.6     | 57.1 | 15.6  | 11.9 | 18.8 | 2.9  |
| H&M            | 52729 | 15037 | 2589 | 2469  | 39.8 | 98.6   | 7.1      | 33.6     | 11.5     | 62.9 | 22.7  | 17.2 | 21.4 | 3.1  |
| Fast Retailing | 12836 | 9040  | 684  | 598   | 17.4 | 68.9   | 6.8      | 51.5     | 15.8     | 51.7 | 16.2  | 7.6  | 21.5 | 1.3  |
| Gap            | 13061 | 14664 | 1204 | 1137  | 28.5 | 64.2   | -        | 42.4     | (2.3)    | 40.2 | 13.4  | 8.2  | 11.5 | 0.9  |
| 美邦服饰           | 4863  | 1109  | 112  | 180   | 27.7 | 98.3   | 31.4     | 53.6     | 39.0     | 44.0 | 11.8  | 11.6 | 26.2 | 4.3  |
| 森马服饰           | 6306  | 929   | 148  | 216   | 49.9 | 73.0   | 7.3      | 99.0     | 51.0     | 35.8 | 21.9  | 15.9 | 28.4 | 6.6  |
| 搜于特            | 1030  | 93    | 13   | 21    | 30.3 | 106.2  | 18.7     | 25.6     | 80.1     | 34.5 | 19.3  | 14.4 | 46.9 | 10.7 |
| Esprit         | 5819  | 4325  | 542  | 475   | 21.9 | 65.0   | 29.4     | 26.7     | 5.4      | 54.7 | 12.9  | 12.5 | 12.2 | 1.3  |
| 佐丹奴            | 800   | 597   | 61   | 67    | 22.0 | 52.4   | 20.7     | 36.6     | (0.8)    | 51.4 | 6.4   | 6.8  | 11.9 | 1.3  |
| IT             | 741   | 384   | 34   | 44    | 20.7 | 125.0  | 8.3      | 48.1     | 25.6     | 60.7 | 10.5  | 8.8  | 16.8 | 1.9  |
| 堡狮龙            | 172   | 296   | 12   | 16    | 16.8 | 95.1   | 10.8     | 22.6     | 3.2      | 51.6 | 4.7   | 3.9  | 10.5 | 0.6  |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

### 盈利预测假设和结果对比

三家 A 股上市公司的主要假设和盈利预测：

- 2011 年森马和搜于特内生增长假设为 10%；美邦受益于前期策略开始显现成效（大店战略和 MC 品牌），假设为 15%。
- 开店是主要销售增长来源，增速取决于扩张空间和新店经营能力。搜于特基数较低，门店总数也只有 1166 家，远低于同业水平，渠道拓宽空间巨大；森马休闲和巴拉巴拉预计 2011 年开店都在 700-800 家左右，但平均面积较大，面积扩张将在 30% 以上；美邦主品牌预计 2011 年展店 700 家，MC 展店 100-200 家左右。
- 美邦净利率会有较大回升，原因包括：大店战略最痛苦的转型期已过，一些亏损门店已关闭；MC 品牌今年有望盈亏平衡。森马近两年净利率水平高于美邦，主要原因是期间费率低，随着森马对直营店投入和市场宣传力度加大，净利率水平难以显著改善。预计经营杠杆将抵消负面影响，净利润率基本持平。搜于特直营店投入显著加大，本身规模较小，净利率很可能被显著拉低。

总体来看，三家公司 2011 年业绩增速都比较快，其中美邦最快，达 61%，森马和搜于特分别为 46% 和 59%。

图表 15: 休闲服品牌公司盈利预测

| 公司  | 2009 年门店扩张速度 | 2010 年门店扩张速度 | 2011 年预测   |          |      |       |
|-----|--------------|--------------|------------|----------|------|-------|
|     |              |              | 2011 年开店计划 | 收入内生增长假设 | 收入增速 | 净利润增速 |
| 美邦  | 6%           | ~28%         | 22%        | 15%      | 40%  | 61%   |
| 森马  | 27%          | 30%          | 23%        | 10%      | 45%  | 46%   |
| 搜于特 | 47%          | 44%          | 43%        | 10%      | 68%  | 59%   |

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：森马 2011 年开店面积将明显扩大，开店数量增长 20-25%，开店面积增长 30% 以上。

## 投资建议：

**美邦服饰：推荐。特色是直营店多，净利润率提升空间大。**前两年业绩波动较大，主要由于渠道整合与大店策略。目前整合基本到位，未来业绩有望恢复正常增长，净利润提升空间大。直营及大店策略在未来行业竞争加剧，拼平效、拼终端反应和供应链管理的时候将会起到重要作用。Me&City 今年有望扭亏，网销已走在同行业前面，是行业内具有很强探索精神的龙头公司。26 倍市盈率在品牌服装板块处于较低水平。

**森马服饰：推荐。特色是多品牌运营成功，在童装行业也领先。**主品牌蒸蒸日上、增速迅猛，童装品牌巴拉巴拉已经名列子行业第一名，证明了多品牌拓展能力。有序的多品牌推出可能帮公司克服单品牌局限，有望实现长期可持续增长。以加盟店为主，轻资产运营，ROE 水平板块领先。目前市盈率 28x 估值，但多品牌发展值得一定溢价。

**搜于特：中性。**估值偏贵，高达 47 倍动态市盈率。规模较小，不成熟，未来将面对成熟品牌向低层级城市渗透带来的巨大压力。并且直营店开设可能拉低净利润率。

图表 16：可比公司估值表

| 子行业分类 | 代码        | 公司       | 股价<br>本地货币 | 总市值<br>(百万元) | 总市值<br>百万美元 | 净利润(百万元) |       |       |       |       |      | 每股收益 |      |       | 市盈率   |       |      | 10年底-12年底<br>净利润CAGR | PEG   |       |       |       |       |       |       |
|-------|-----------|----------|------------|--------------|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       |           |          |            |              |             | 2010E    |       | YoY   |       | 2011E |      | YoY  |      | 2012E |       | YoY   |      |                      |       | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |
|       |           |          |            |              |             |          |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |      |                      |       |       |       |       |       |       |       |
| 服装纺织  |           |          |            |              |             |          |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |      |                      |       |       |       |       |       |       |       |
| 男装    | 1234.HK   | 利郎       | 10.56      | 12,677       | 1,626       | 425      | 40%   | 558   | 31%   | 733   | 31%  | 0.41 | 0.57 | 0.74  | 25.7  | 18.6  | 14.2 | 31.4%                | 0.59  |       |       |       |       |       |       |
|       | 891.HK    | 利邦       | 7.49       | 12,688       | 1,627       | 278      | 55%   | 362   | 30%   | 478   | 32%  | 0.19 | 0.26 | 0.34  | 39.2  | 28.7  | 21.8 | 31.0%                | 0.93  |       |       |       |       |       |       |
|       | 238.HK    | 长兴国际     | 3.84       | 3,772        | 484         | 151      | 44%   | 216   | 43%   | 278   | 28%  | 0.18 | 0.27 | 0.34  | 21.5  | 14.3  | 11.1 | 35.6%                | 0.40  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002029.CH | 七匹狼      | 31.41      | 8,886        | 1,352       | 280      | 37%   | 374   | 33.6% | 507   | 35%  | 0.99 | 1.32 | 1.79  | 31.7  | 23.7  | 17.5 | 34.5%                | 0.69  |       |       |       |       |       |       |
|       | 600177.CH | 雅戈尔      | 11.51      | 25,628       | 3,900       | 2,832    | -13%  | 3,278 | 16%   | 2,696 | -18% | 1.27 | 1.47 | 1.21  | 9.0   | 7.8   | 9.5  | -2.4%                | -3.21 |       |       |       |       |       |       |
|       | 600177.CH | 雅戈尔(经营性) | 11.51      | 25,628       | 3,900       | 2,832    | 73%   | 3,278 | 16%   | 2,696 | -18% | 1.27 | 1.47 | 1.21  | 9.0   | 7.8   | 9.5  | -2.4%                | -3.21 |       |       |       |       |       |       |
|       | 002154.CH | 报喜鸟      | 26.96      | 7,920        | 1,205       | 242      | 31%   | 316   | 30%   | 410   | 30%  | 0.82 | 1.07 | 1.40  | 32.7  | 25.1  | 19.3 | 30.1%                | 0.83  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002485.CH | 希努尔      | 24.48      | 4,896        | 745         | 150      | 35%   | 195   | 30%   | 284   | 46%  | 0.75 | 0.97 | 1.42  | 32.7  | 25.1  | 17.3 | 37.5%                | 0.67  |       |       |       |       |       |       |
| 鞋类    | 1880.HK   | 百丽       | 13.24      | 111,669      | 14,323      | 3,304    | 30%   | 4,108 | 24%   | 4,941 | 20%  | 0.46 | 0.59 | 0.71  | 29.1  | 22.3  | 18.5 | 22.3%                | 1.00  |       |       |       |       |       |       |
|       | 210.HK    | 达芙妮      | 6.10       | 9,991        | 1,281       | 672      | 22%   | 840   | 25%   | 1,060 | 26%  | 0.41 | 0.51 | 0.79  | 14.9  | 11.9  | 7.7  | 25.6%                | 0.46  |       |       |       |       |       |       |
|       | 1386.HK   | 盛进集团     | 1.54       | 960          | 123         | 4        | 37%   | 4     | 0%    | n.a.  | n.a. | 0.01 | 0.01 | n.a.  | 240.0 | 240.0 | n.a. | n.a.                 | n.a.  |       |       |       |       |       |       |
|       | 738.HK    | 利信达集团    | 3.65       | 2,333        | 299         | 167      | 36%   | 208   | 25%   | 271   | 30%  | 0.26 | 0.33 | 0.42  | 13.9  | 11.2  | 8.6  | 27.3%                | 0.41  |       |       |       |       |       |       |
|       | 1836.HK   | 九兴控股     | 18.00      | 14,299       | 1,834       | 899      | 14%   | 1,068 | 19%   | 1,294 | 21%  | 1.13 | 1.34 | 1.99  | 15.9  | 13.4  | 9.1  | 20.0%                | 0.67  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002291.CH | 星期六      | 16.95      | 4,738        | 721         | 103      | -10%  | 140   | 37%   | 188   | 34%  | 0.37 | 0.50 | 0.67  | 46.1  | 33.7  | 25.2 | 35.2%                | 0.96  |       |       |       |       |       |       |
|       | 2331.HK   | 李宁       | 15.76      | 16,594       | 2,128       | 1,113    | 18%   | 1,168 | 5%    | 1,361 | 17%  | 1.23 | 1.36 | 1.58  | 12.8  | 11.6  | 10.0 | 10.5%                | 1.10  |       |       |       |       |       |       |
|       | 3818.HK   | 中国动向     | 2.88       | 16,319       | 2,093       | 1,630    | 12%   | 1,823 | 12%   | 2,047 | 12%  | 0.33 | 0.39 | 0.44  | 8.6   | 7.3   | 6.5  | 12.1%                | 0.61  |       |       |       |       |       |       |
| 运动    | 2020.HK   | 安踏       | 13.00      | 32,420       | 4,158       | 1,551    | 24%   | 1,875 | 21%   | 2,256 | 20%  | 0.72 | 0.92 | 1.10  | 18.0  | 14.2  | 11.8 | 20.6%                | 0.69  |       |       |       |       |       |       |
|       | 1368.HK   | 特步       | 5.07       | 11,032       | 1,415       | 766      | 18%   | 931   | 22%   | 1,114 | 20%  | 0.41 | 0.52 | 0.62  | 12.4  | 9.7   | 8.1  | 20.6%                | 0.47  |       |       |       |       |       |       |
|       | 1361.HK   | 361度     | 5.29       | 10,940       | 1,403       | 1,011    | 10%   | 1,180 | 17%   | 1,350 | 14%  | 0.57 | 0.70 | 0.80  | 9.3   | 7.6   | 6.6  | 15.5%                | 0.49  |       |       |       |       |       |       |
|       | 1968.HK   | 匹克       | 5.34       | 11,203       | 1,437       | 983      | 20%   | 1,157 | 18%   | 1,402 | 21%  | 0.54 | 0.67 | 0.81  | 9.8   | 7.9   | 6.6  | 19.4%                | 0.41  |       |       |       |       |       |       |
|       | 3813.HK   | 宝胜国际     | 1.23       | 5,277        | 677         | 165      | 57.6% | 415   | 151%  | 512   | 23%  | 0.04 | 0.10 | 0.15  | 32.0  | 12.7  | 8.5  | 76.1%                | 0.17  |       |       |       |       |       |       |
|       | NKE.US    | 耐克       | 85.33      | 40,830       | 40,830      | 2,171    | 14%   | 2,412 | 11%   | 2,678 | 11%  | 6.50 | 7.57 | 8.41  | 13.1  | 11.3  | 10.2 | 11.1%                | 1.02  |       |       |       |       |       |       |
|       | ADS.GY    | 阿迪达斯     | 44.37      | 9,282        | 12,953      | 659      | 16%   | 775   | 18%   | 910   | 17%  | 3.66 | 4.52 | 5.30  | 12.1  | 9.8   | 8.4  | 17.5%                | 0.56  |       |       |       |       |       |       |
|       | 330.HK    | 思捷环球     | 35.20      | 45,390       | 5,822       | 4,226    | -11%  | 3,516 | -17%  | 3,665 | 4%   | 3.35 | 2.78 | 2.90  | 10.5  | 12.6  | 12.1 | -6.9%                | -1.84 |       |       |       |       |       |       |
| 休闲装   | 002269.CH | 美邦服饰     | 31.80      | 31,959       | 4,863       | 757      | 25%   | 1,219 | 61%   | 1,646 | 35%  | 0.75 | 1.21 | 1.64  | 42.2  | 26.2  | 19.4 | 47.4%                | 0.55  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002563.CH | 森马服饰     | 61.85      | 41,440       | 6,306       | 1,001    | 46%   | 1,461 | 46%   | 2,050 | 40%  | 1.49 | 2.18 | 3.06  | 41.4  | 28.4  | 20.2 | 43.1%                | 0.66  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002503.CH | 搜于特      | 84.60      | 6,768        | 1,030       | 91       | 68%   | 144   | 59%   | 220   | 53%  | 1.14 | 1.80 | 2.75  | 74.5  | 46.9  | 30.8 | 55.7%                | 0.84  |       |       |       |       |       |       |
|       |           |          |            |              |             |          |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |      |                      |       |       |       |       |       |       |       |
| 羽绒服   | 3998.HK   | 波司登      | 2.17       | 16,866       | 2,163       | 1,340    | 24%   | 1,550 | 16%   | 1,639 | 6%   | 0.20 | 0.24 | 0.26  | 10.8  | 8.9   | 8.4  | 10.6%                | 0.84  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002293.CH | 罗莱家纺     | 67.40      | 9,460        | 1,440       | 210      | 45%   | 304   | 45%   | 409   | 35%  | 1.49 | 2.17 | 2.92  | 45.1  | 31.1  | 23.1 | 39.7%                | 0.78  |       |       |       |       |       |       |
| 家纺    | 002327.CH | 富安娜      | 35.76      | 4,788        | 729         | 125      | 45%   | 170   | 36%   | 227   | 34%  | 0.94 | 1.27 | 1.70  | 38.2  | 28.1  | 21.0 | 34.8%                | 0.81  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002397.CH | 梦洁家纺     | 37.01      | 3,497        | 532         | 95       | 56%   | 135   | 43%   | 191   | 42%  | 1.00 | 1.43 | 2.03  | 36.8  | 25.9  | 18.3 | 42.0%                | 0.62  |       |       |       |       |       |       |
|       |           |          |            |              |             |          |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |      |                      |       |       |       |       |       |       |       |
| 纺织    | 2698.HK   | 魏桥纺织     | 8.50       | 10,152       | 1,302       | 1,136    | 27%   | 1,314 | 16%   | 1,507 | 15%  | 1.11 | 1.34 | 1.54  | 7.7   | 6.3   | 5.5  | 15.2%                | 0.42  |       |       |       |       |       |       |
|       | 2313.HK   | 中洲国际     | 8.11       | 10,097       | 1,295       | 1,253    | 0%    | 1,472 | 17%   | 1,760 | 20%  | 1.17 | 1.44 | 1.72  | 6.9   | 5.6   | 4.7  | 18.5%                | 0.30  |       |       |       |       |       |       |
|       | 321.HK    | 德永佳      | 7.71       | 10,492       | 1,346       | 1,118    | 11%   | 1,314 | 18%   | 1,526 | 16%  | 0.82 | 0.97 | 1.37  | 9.4   | 8.0   | 5.6  | 16.8%                | 0.47  |       |       |       |       |       |       |
|       | 551.HK    | 裕元集团     | 24.50      | 40,399       | 5,182       | 4,232    | 17%   | 4,814 | 14%   | 5,305 | 10%  | 2.57 | 2.92 | 3.92  | 9.5   | 8.4   | 6.2  | 12.0%                | 0.70  |       |       |       |       |       |       |
|       | 000726.CH | 鲁泰A      | 10.74      | 9,300        | 1,415       | 738      | 29%   | 932   | 26%   | 1,078 | 16%  | 0.74 | 0.94 | 1.08  | 14.5  | 11.5  | 9.9  | 20.8%                | 0.55  |       |       |       |       |       |       |
|       | 601718.CH | 陈华集团     | 5.17       | 19,941       | 3,034       | 565      | 25%   | 701   | 24%   | 821   | 17%  | 0.15 | 0.18 | 0.21  | 35.3  | 28.4  | 24.3 | 20.5%                | 1.39  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002042.CH | 华孚色纺     | 28.70      | 7,969        | 1,213       | 336      | 109%  | 441   | 31%   | 567   | 29%  | 1.43 | 1.88 | 2.41  | 20.1  | 15.3  | 11.9 | 29.9%                | 0.51  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002003.CH | 伟星股份     | 23.40      | 6,060        | 922         | 243      | 41%   | 316   | 30%   | 414   | 31%  | 0.94 | 1.22 | 1.60  | 24.9  | 19.2  | 14.6 | 30.5%                | 0.63  |       |       |       |       |       |       |
| 户外    | 300005.CH | 探路者      | 31.85      | 4,268        | 649         | 52       | 18%   | 77    | 48%   | 111   | 44%  | 0.39 | 0.57 | 0.83  | 82.2  | 55.5  | 38.5 | 46.1%                | 1.20  |       |       |       |       |       |       |
|       | 002486.CH | 嘉麟杰      | 15.89      | 3,305        | 503         | 60       | 41%   | 77    | 27%   | 112   | 47%  | 0.29 | 0.37 | 0.54  | 54.7  | 43.1  | 29.4 | 36.4%                | 1.18  |       |       |       |       |       |       |
|       |           |          |            |              |             |          |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |      |                      |       |       |       |       |       |       |       |
| 女装    | 002425.CH | 凯澜股份     | 41.99      | 4,493        | 684         | 65       | 2%    | 76    | 17%   | 115   | 51%  | 0.61 | 0.71 | 1.07  | 69.1  | 59.1  | 39.1 | 33.0%                | 0.79  |       |       |       |       |       |       |
|       | 589.HK    | 宜萱       | 18.04      | 10,252       | 1,315       | 538      | 15%   | 611   | 14%   | 722   | 18%  | 1.10 | 1.31 | 1.55  | 16.4  | 13.7  | 11.6 | 15.9%                | 0.86  |       |       |       |       |       |       |
| 裘皮    | 002494.CH | 华斯股份     | 26.90      | 3,053        | 465         | 51       | 37%   | 67    | 31%   | 96    | 43%  | 0.45 | 0.59 | 0.84  | 59.8  | 45.7  | 31.9 | 36.9%                | 1.24  |       |       |       |       |       |       |
| 鞋底    | 002517.CH | 泰亚股份     | 25.50      | 2,254        | 343         | 39       | 15%   | 51    | 31%   | 69    | 34%  | 0.44 | 0.58 | 0.77  | 58.0  | 44.2  | 32.9 | 32.8%                | 1.35  |       |       |       |       |       |       |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

## 国际休闲品牌案例研究

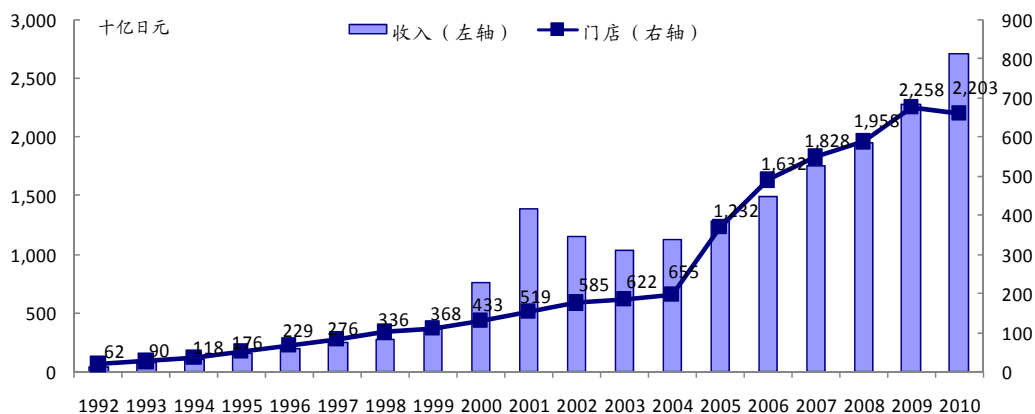
### 案例分析 1：从日本大众化休闲品牌 UNIQLO 看创新重要性

自 20 世纪 90 年代以来，日本经济一蹶不振。全国服装消费总额不断下滑，从 1990 年的 16 万亿日元下滑至 2006 年 8 万亿日元。但在同一时期，大众化休闲服品牌 UNIQLO 却能够异军突起，在经济不振市场低迷的时期获得爆发式增长。

- ▶ 创始人柳井正家族原本作西服业务，80 年代早期，Uniqlo 创始人引入创新性休闲服品类迎合日本年轻人休闲穿着需求，获得良好反响，从此开始休闲服专卖生意。
- ▶ 1990 年开始，Uniqlo 进入门店快速扩张期，零售门店数量以两年翻一番的速度迅速扩张，从 80 年代末期的 22 家猛增至 1996 年 229 家，门店数量扩张 10 倍。
- ▶ 1998 年东南亚金融危机也并未对 UNIQLO 经营产生重大影响，销售收入保持双位数增速。1999 年销售突破千亿日元，2000 年销售收入翻倍。
- ▶ 公司历史上两次销售爆发式增长分别发生在 2000~01 年，及 2009~10 年。这两次突破跟公司推出创新产品密不可分。2000 年前后公司首次将户外摇绒粒衣引入平价休闲服领域，单季热卖 2600 万件，并以此打入日本核心城市商圈，奠定高性价比休闲服领先地位。2009 年公司推出创新面料 Heattech 发热内衣系列，大获成功，冬季未结束已卖断货，销售量达 5000 万件。
- ▶ 而在新品真空期内（尤其是创新产品推出后的一两年后），公司的可比同店销售增速显著下滑甚至出现负增长。

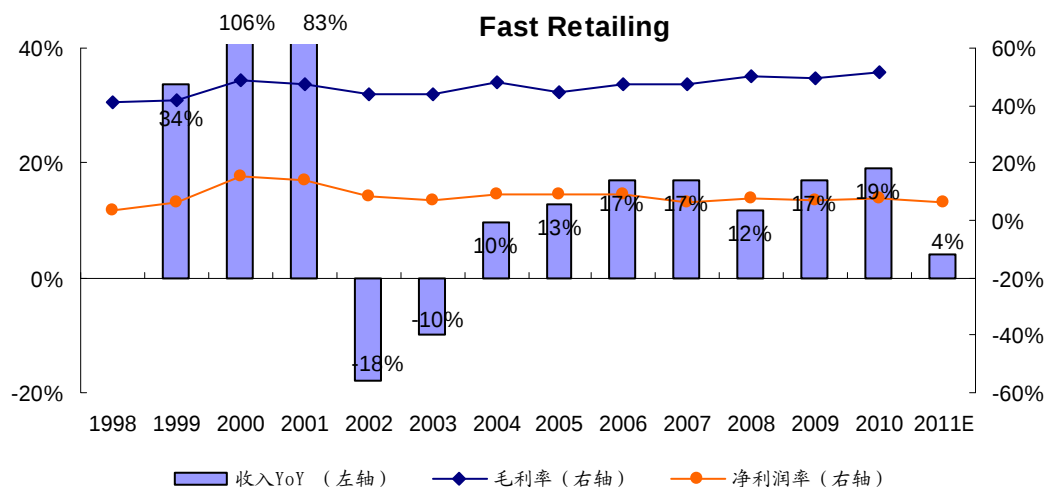
我们由这一案例认识到创新性产品对平价休闲服（产品驱动型）的重要性，尤其是在成熟市场中，有创新则一炮走红，无创新则节节败退。

图表 17：日本 Fast Retailing Group 门店与销售增长



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 18：日本 Fast Retailing Group 销售增长与利润率变化



资料来源：公司数据，中金公司研究部

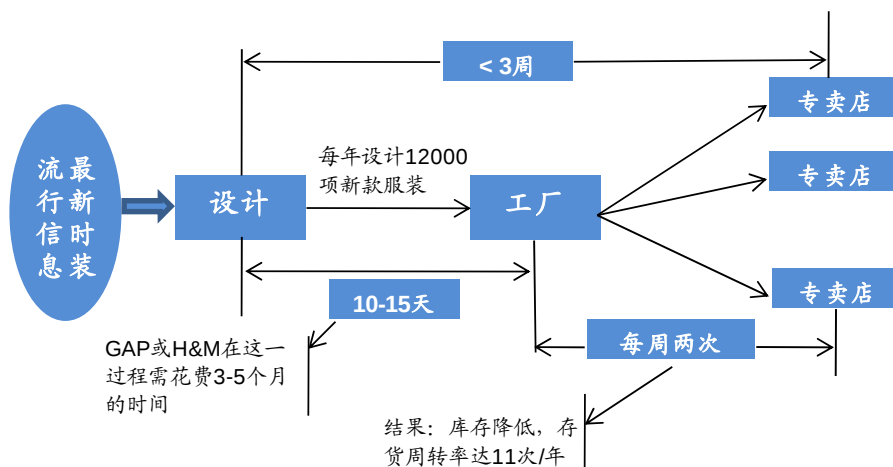
## 案例分析 2：快速时尚的成功典范 Zara，拓宽产品线突破单品瓶颈

快速时尚(Fast Fashion)这个概念源自上个世纪的欧洲，简单来说就是：新、流行、稀缺和低价，是相对于名流时尚(High Fashion)来讲的。Zara 是当今国际快速时尚的典范，奉行平民时尚、快速时尚的理念，抓中产阶级的定位，以更快、更近、更便宜的特点大规模销售。

- Zara 的运营模式：快设计、快周转、侧重零售、大面积门店可提供一站式服务。与国内休闲品牌密集开店不同，Zara 目前全球门店只有 4000 余家，年销售额已近百亿欧元。
- Zara 品牌年销售 70 亿欧元，远远大于其他单品牌规模，突破天花板的秘诀在于拓宽产品线。Zara 每年推出超过 1 万款服装，多款少量快速反应做到极致。相比之下，其他品牌每年推出 2000 款服饰，同时陈列的更少，不超过 400 款。这主要是受供应链（工厂配合，库存管理，终端反馈）所限。
- Zara 有一套高效的运营体系，使得一套服装的设计、制造和供货在 15 天内完成，被称为“15 天神话”。Zara 从设计理念到工厂付诸生产仅需 10-15 天，而这一过程在其他企业通常需要几个月的时间，包括 GAP 和 H&M 等著名企业。而从工厂到专卖店供货周期更短，平均每周两次，从而降低了库存，存货周转率达 11 次/年。

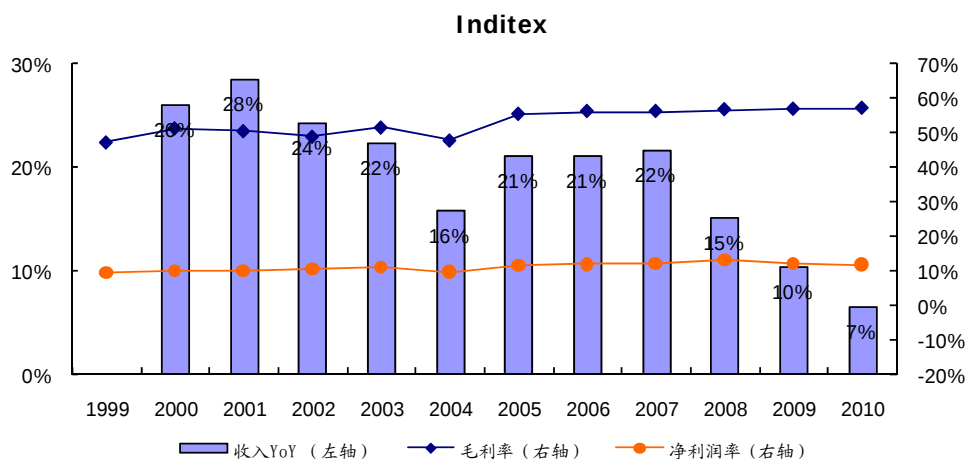
**参考材料：**Zara 打破传统模式，建立了一套供应链系统，使得一套服装的设计、制造和供货在 15 天内完成。Zara 的设计师每年大约推出 4 万款设计，其中 1 万款会被采纳。其中一些类似于最新的高级女装设计。Zara 往往采用更为便宜的原料推出几乎和高级时尚品牌一模一样服装，而价格要低得多。在 Zara 零售店，人们经常会发现新产品，但它们往往是限量供应。这从某种程度上刺激了消费者的购买欲。尽管店铺空间不小(平均每个店营业面积为 1000 平方米)，新品的数量限制以及缩短的上架时间促使人们更加频繁地光顾 Zara。

图表 19: Zara 运营模式示意图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 20: Inditex 销售增长与利润率变化



资料来源：公司数据，中金公司研究部

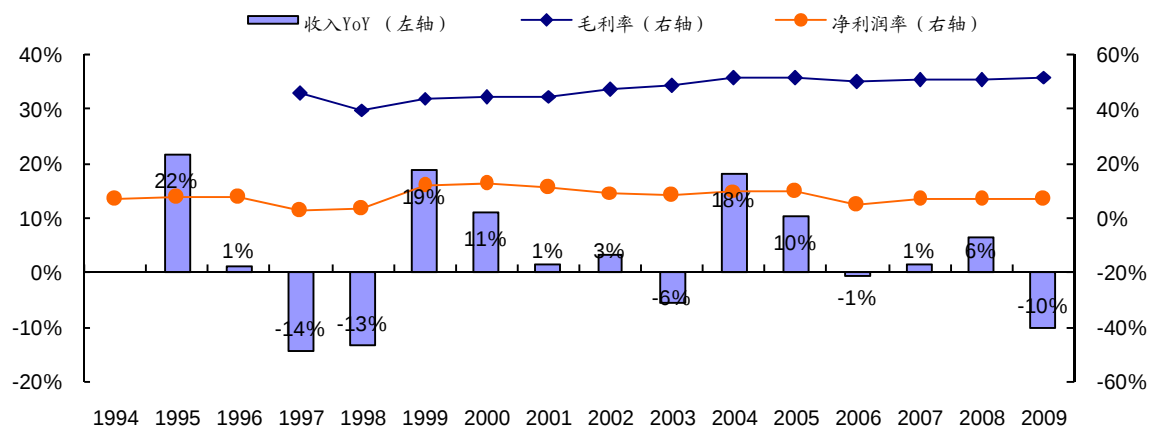
### 案例分析 3: 佐丹奴为何增长停滞？管理运营水平是最大局限

Giordano 定位中低端休闲服饰，同业竞争激烈。目前公司拥有 2100 多家门店，年收入约为 40 亿港元。近年来，佐丹奴销售并无显著增长，我们认为主要原因是：

- ▶ 款式每年差不多，没有创新产品，同质化严重，陷入价格战。公司款式创新较少，在市场竞争较少的时候，凭借品牌在当地的召唤力，公司经营可以维系；但随着 Zara、GAP 等品牌的进入，这些品牌更具影响力，而款式更是新颖和多样化，佐丹奴在竞争中难以找到优势。
- ▶ SKU 有限，遭遇单品销售天花板。从单店收入来看，良好的 SKU 增长是单店收入增长的来源，近几年，Giordano 的 SKU 有限，库存管理一般。公司同店增长也呈下降趋势，2009 年同店增长下滑 3.7%。

- 营销不足，开店慢。面对单店经营的下滑，以及市场竞争也在加剧，公司开店态度也变得谨慎，近几年公司展店速度变缓。2009年全年零售及分销门店仅新增69家，增加4%，而在港澳台地区开店都出现了负增长。

图表 21: Giordano 销售增长与利润率变化



资料来源：公司数据，中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED