

服饰：推荐（维持）

纺织：中性（维持）

2011年7月22日

关注拥有供应链整合能力的企业

资本推动下的时尚产业高峰论坛系列之一

上证指数

2766

行业规模

		占比%
股票家数（只）	76	4.0
总市值（亿元）	3934	1.5
流通市值（亿元）	2511	1.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	14.7	21.0	30.5
相对表现	7.2	16.1	17.7



相关报告

- 1、《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
- 2、《服饰品牌研究第五卷-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8
- 3、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31
- 4、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7
- 5、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

张永为

zhangyw@cmschina.com.cn
S1090511030007

事件：

我们于 2011 年 7 月 12 日召开了《新智慧 新方法 新机遇》招商证券时尚产业高峰论坛。会上邀请到国内服装纺织行业的专家、优秀企业代表进行了深入的演讲，并与这些嘉宾进行了深度对话。我们将分系列对论坛上的演讲与讨论成果进行阐述。

此为系列一，主要对中国纺织工业协会国家纺织产品开发中心主任李斌红的发言进行总结与阐述，我们将主要要点归结于下。

评论：

国内最近对服装纺织行业一个关注度较高的事情是众多国际名牌密集登陆香港证券交易所，今年 6 月 16 日，新秀丽上市，募集资金 117 亿港元，6 月 24 日，PRADA 上市，募集资金 24.1 亿美元，Coach 以及巴宝莉也都有港交所上市计划。引用 PRADA 的总裁说的话“我上市的地点代表未来我赢得利润的地区”，这个例子恰恰说明了中国市场的吸引力。

1、产业政策与规划对行业发展方向的启示

温总理对中国纺织服装产业的定位是：第一，国民经济传统支柱产业，第二，重要的民生产业，第三，国际竞争优势明显的产业。对此，纺织工业协会补充了两点，第一，中国的纺织服装行业是战略型新兴产业的重要组成部分，在当中蕴含大量资本机会，第二，中国的纺织服装行业是中国整个时尚产业的重要推动力量。

国家十二五规划中，有三个关键词，第一个关键词是民富，代表市场的消费能力增长潜力；第二个关键词是战略新兴产业，应该关注新材料技术与纺织服装产业的交融；第三个关键词是节能环保，绿色供应链管理以及环保型新产品研发大有可为。这是国家战略方向，对于企业来说，应该将这个方向融入到品牌定位，品牌运作以及产品设计。

国家层面和行业层面的价值契合表现在以下几个部分：

国家层面，对经济增长的容忍度提升；行业层面，针对产能规划进行理性和合理化布局。

国家层面，对内需市场的大力培育；行业层面，培养内需消费结构，关注内需消费结构，作为产业经济发展的专业驱动。

国家层面，对战略型新兴产业的扶植；行业层面，把新材料技术的研发推广将成为创新的攻方向。

国家层面，首部绿色五年规划；行业层面，加强品牌建设，落实社会责任，构建绿色供应链。

两者价值的契合点是平衡发展、技术发展、绿色发展、人文发展。在国家战略发展与产业价值观之间，具有较高的切合度。在政策资源与产业发展之间，具有较高的匹配度与承接度。

回到品牌层面，这一届纺织服装产业的五年规划与以往不同，总体规划下面有四个子规划，第一，科技进步纲要，第二，品牌规划，第三，人力资源规划，第四，绿色可持续发展规划。

其中品牌规划有以下几个工作重点：第一，积极推进品牌建设释放工作；第二，增强产品的质量缓冲能力，第三，实施设计创意提升战略；第四，提升品牌营销管理和快速反应能力；第五，加强企业社会责任建设和推广力度；第六，品牌发展的服务平台和服务体系；最后，尝试建立纺织工业发展基金。（后三项是资本市场应该关注的，和过去五到十年发展有明显差别化的）

综上所述，“十二五”期间国内服装品牌发展的特点可以概括为：第一，资本运作助力扩张；第二，电子商务蓬勃发展；第三，管理创新和模式创新层出不穷；第四，国际合作渐成趋势；第五，服装品牌是否能够最大程度的进行资源整合。

2、国内服装纺织行业发展前景良好，关注有供应链整合能力的企业。

➤ 目前全球经济复苏的步伐是缓慢而稳定的，中国依然是全球经济增长的潜在市场，纺织服装行业将在整体规模保持上升趋势的过程中，提高产业集中度和产品附加值。

新兴市场潜力更大。在发展中国家，新兴的中产阶级人数将达到 20 亿，每年的消费开支达到 6.9 万亿美元，迅速成长的中产阶级消费能力分布在包括中国在内的十多个新兴市场。发展中国家中产阶级消费大军在未来的十年当中，消费总开支将会增加到 20 万亿美元。虽然目前我国服装品牌更多的立足于本土市场，但全球化趋势日益明显，所以也倡导本土纺织服装企业要有全球化的眼光去看待未来竞争，新兴市场的机会不仅是欧美发达国家的，也是中国的。

国内市场面临重新定位思考。2005-2010 年，中国人均纤维消费符合增长达到 4.24%，人均衣着消费年均增长达到 12.5%，人口分布向人均收入 3000 美元的消费者集中，这样的集中代表国内纺织服装品牌在产品开发、市场推广等方面及品牌建设过程当中的一个定位的重新思考。城镇化机遇将显著带动消费升级，提升购买力空间。

➤ 通过品牌创造需求，使消费价值超过产品功能价值，需要企业拥有产业链的整合能力。

纺织服装产业首先要考虑消费需求，由于消费者购买习惯瞬息万变，从而也就决定了时尚行业日新月异的变化，目前时尚行业对快速反应的要求越来越高。消费者会受到一系列因素的影响，包括社交以及文化等，特别是最近几年，技术创新，尤其是网络通讯技术的创新，给消费者的生活方式以及商品的传递方式，带来了很大变化。设计理念同样存在于普通的产品，环保和持续发展更多的代表企业形象和产品形象。同时，技术创新给消费者带来了意想不到的满足，而组合营销可以满足更多普通个体的需求，再者高品质生活会带来体现客户定制化的生活方式，以及全球化。

中国的人力资源也在全球化，设计师和设计咨询公司都涌入中国，可以解决消费者一系列的诉求，并进行品牌思考，通过品牌创造需求，也就是说让消费价值超过产品的功能价值，实现品牌溢价。

这需要首先对品牌定位进行一个了解。奢侈品品牌定位，关注的是质量和创新，创造的是消费渴望。定价原则基于创意制定，是可以被消费者接受的；大众品品牌定位，关注的是优秀的设计，合理的品质，低廉的价格去发展。定价原则是以消费者可以接受的程度，这两种不同的品牌定位都会在市场当中有不同的成长潜力。比如 ZARA 等品牌以快时尚的方式，给消费者带来了时尚的大众化；迪卡侬的精准定位带来了功能的平民化。

回归到产品本身，产品应该是技术价值、时尚价值、表现价值综合而成为消费者的接受价值。在国内大部分的服装品牌中，未必都能将这三项价值很好的融合。

产品竞争力是靠需求来驱动的，在这样一个快速变化的社会环境下，我们的品牌需要快速反应，而这些快速反应是基于企业一个综合的供应链管理能力和供应链能力。也就是说在品牌成长过程中，应该同消费者、纤维开发商、面料开发商和成衣品牌商共同形成一个创新圈，围绕这个创新圈思考价值所在。因此对于中国未来五年的产业发展，资本市场应该关注全产业链，不仅仅是单纯的服装品牌，服装品牌应该更多关注品牌整合全产业链的能力。

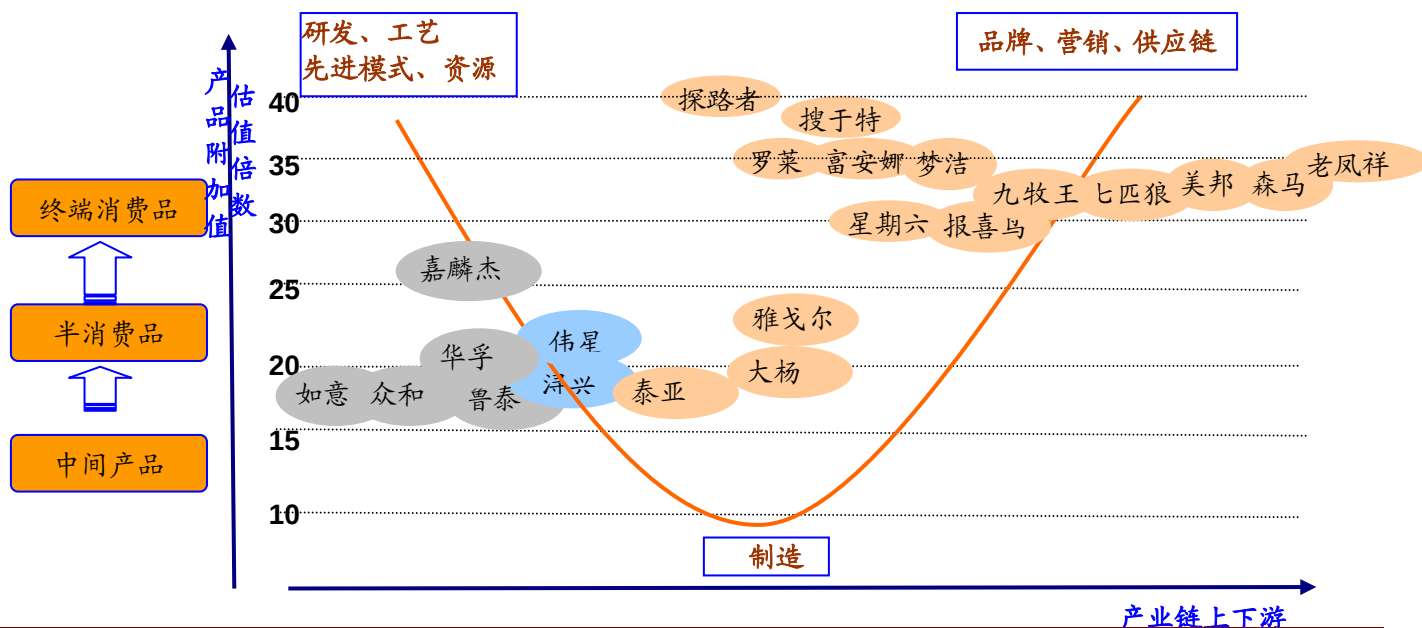
➤ 商业环境的改变催生拥有供应链整合能力的企业的发展机会

目前国内的商业环境在发生改变，主要表现为：从关注价格到关注价值；从以财务导向转变为以速度导向，企业战略从以产品为驱动转变为以客户为驱动；更多的去关注消费以及消费的一个变化；从追求技术创新到追求商业模式创新，服装需求会受个体以及全球产业格局变化两大因素的影响。

因此服装纺织产品的竞争力也要随之转变：大众品需要以更大规模来生产，强调的是时间和成本优势；在社会文化以及情感需求变得越来越重要之时，生产将特别关注特定消费者、特定产品和特定市场；灵活性、快速反应以及降低不合格率等要素更能决定产品最终的市场竞争力；产品原料以及工艺的生态性将逐步成为另一个重要的竞争因素；从产品计划到组织生产和市场销售，信息的重要性日益提高。

伴随对产品竞争力要求的转变，国内服装品牌需要改变两点：第一，供应商同质化；第二，对供应商的资金依赖。改变同质化需要构建具有竞争力的价值链和供应链。企业应该从提供单一产品转型为提供服务和资源整合，资本市场应该关注拥有供应链整合能力的企业。

图 1: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



资料来源: 招商证券

图 2: 纺织服装行业历史PEBand

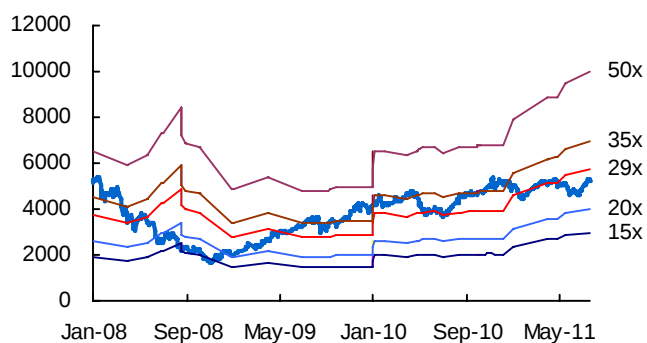
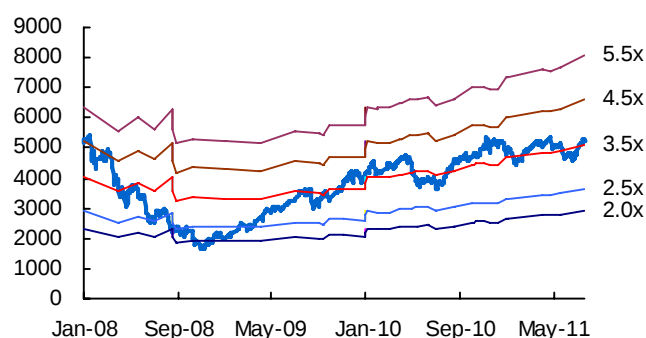


图 3: 纺织服装行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 1: 香港同类公司盈利预测表

领域	股票名称	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
女装	思捷环球	21.85	28196	1.5	27.7	3.35	2.70	3.02	6.5	8.1	7.2	11.7%
	宝姿	16.8	9554	4.8	31.5	0.84	0.94	1.14	20.0	17.9	14.7	22.1%
	安莉芳	5.27	2161	1.9	12.0	0.31	0.33	0.39	16.9	16.0	13.5	18.2%
休闲装	利丰	13.72	111146	3.9	18.6	0.56	0.71	0.89	24.5	19.3	15.4	25.2%
	波斯登	2.24	17410	2.1	18.7	0.16	0.18	0.20	13.6	12.2	11.2	9.3%
	班尼路	10.38	14127	2.7	23.1	0.84	0.96	1.09	12.3	10.9	9.5	14.1%
	真维斯	3	3178	1.2	15.7	0.34	0.33	0.36	8.7	9.2	8.3	10.8%
	佐丹奴	6.09	9236	3.8	23.7	0.36	0.43	0.47	16.9	14.3	12.8	11.3%
运动装	李宁	9.1	9607	2.3	36.7	1.06	0.56	0.64	8.6	16.3	14.2	14.1%
	中国动向	1.7	9633	1.1	19.7	0.26	0.11	0.13	6.6	15.2	13.1	16.1%
	安踏体育	12.44	31026	4.5	28.8	0.62	0.72	0.83	20.0	17.2	15.0	14.9%
	特步	4.34	9444	2.3	25.7	0.37	0.44	0.51	11.6	9.9	8.5	16.2%
	鸿星尔克	-	-	-	3.2	0.05	-	-	-	-	-	-
	宝胜国际	1.22	5234	0.8	2.8	0.01	0.01	0.01	244.0	101.7	87.1	16.7%
女鞋	百丽国际	16.18	136466	6.6	21.1	0.41	0.50	0.61	39.9	32.2	26.6	21.1%
	永恩国际	8.35	13676	4.4	22.4	0.36	0.48	0.59	23.0	17.3	14.2	21.7%
	盈进集团	1.49	929	1.2	3.4	0.04	-	-	36.9	-	-	-
	九兴控股	20.7	16444	2.6	15.5	0.15	0.18	0.21	134.4	115.0	99.5	15.6%
配饰/化妆品	周生生	25	16923	3.0	15.8	1.16	1.38	1.68	21.5	-	-	-
	霸王	1.18	3433	1.8	-6.5	-0.04	0.04	0.10	-29.5	26.8	12.0	122.7%
	欧舒丹	20.8	30721	5.0	27.7	0.07	0.08	0.10	305.9	253.7	203.9	24.4%
	莎莎	5.57	15621	11.5	40.1	0.18	0.23	0.29	30.6	24.0	19.5	23.3%
	新宇亨得利	3.84	16889	3.2	15.4	0.13	0.16	0.20	28.9	24.5	19.2	27.4%
生产	魏桥	5.49	6557	0.4	11.0	1.36	0.99	1.14	4.0	5.5	-	-
	泰丰	4.05	4050	2.4	39.8	0.5	0.5	0.7	8.7	7.6	6.0	28.3%
	申洲	11	13695	2.4	29.3	1.02	1.24	1.46	10.8	8.8	7.5	17.3%
	裕元	25.4	41883	1.5	15.0	0.29	0.31	0.36	87.3	83.0	71.5	16.0%
童装	好孩子	3.69	3690	2.4	13.1	0.18	0.21	0.26	20.5	17.6	14.2	23.8%
	博士蛙	4.3	8923	2.6	15.6	0.2	0.2	0.3	28.2	20.0	13.7	45.6%

资料来源: Bloomberg、招商证券

表 2: 国际同类公司盈利预测表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2010	11E	12E	2010	11E	12E	
运动/ 户外	NIKE	90.74	43023	3.5	21.8	4.48	4.82	5.63	20.3	18.8	16.1	16.82%
	ADS	53.97	11291	2.5	13.5	2.71	3.22	3.79	19.9	16.7	14.2	17.72%
	Columbia	62.7	2126	2.1	7.7	2.3	2.8	3.4	27.5	22.2	18.7	18.52%
	Puma	217.45	3280	2.4	16.1	13.45	14.97	16.85	16.2	14.5	12.9	12.53%
奢侈 品/高 档品	LVMH	39.73	3679	3.3	27.9	3.14	3.44	3.97	12.7	11.6	10.0	15.44%
	HERMES	225.35	23790	11.0	21.4	4.01	4.82	5.46	56.2	46.8	41.3	13.42%
	COACH	67.4	19789	11.3	45.9	2.36	2.90	3.31	28.6	23.2	20.4	14.13%
	POLO	137.92	12752	3.9	17.7	5.91	6.26	7.19	23.3	22.0	19.2	14.90%
	TOD'S	91.2	2792	4.6	17.2	3.56	4.28	4.87	25.6	21.3	18.7	13.87%
	BOSS	73.06	5218	11.9	68.1	2.69	3.60	4.10	27.2	20.3	17.8	13.81%
	BURBERRY	-	6783	9.5	32.0	0.48	0.61	0.71	-	-	-	16.28%
	Perry Ellis	25.6	418	1.3	8.5	1.84	2.53	2.80	13.9	10.1	9.2	10.77%
	Phillips-Van	75.29	5076	2.0	3.1	0.82	4.98	5.69	91.8	15.1	13.2	14.28%
	PPR	127.95	16229	1.5	9.4	7.62	8.37	9.69	16.8	15.3	13.2	15.84%
大众 品	UNIQLO	13340	1415023	4.3	22.6	605.9 9	587.8 6	701.8 9	22.0	22.7	19.0	19.40%
	H&M	215.1	356006	10.5	44.1	11.29	9.86	11.61	19.1	21.8	18.5	17.75%
	INDITEX	62.43	38915	6.3	29.6	2.78	3.01	3.43	22.5	20.7	18.2	13.86%
	GAP	19.27	10607	2.9	26.8	1.89	1.47	1.73	10.2	13.1	11.2	17.57%
	VF	115.41	12626	3.0	14.9	5.25	7.41	8.38	22.0	15.6	13.8	13.03%
	LTD US	40.62	12494	11.1	44.0	2.49	2.47	2.83	16.3	16.4	14.4	14.44%
	NEXT	-	4141	18.7	-	2.22	2.32	2.53	-	-	-	8.79%
	GUESS	39.73	3679	3.3	27.9	3.14	3.44	3.97	12.7	11.6	10.0	15.44%
	Benetton	5.04	921	0.6	7.0	0.59	0.45	0.52	8.5	11.2	9.7	16.04%
	A&F	77.1	6759	3.5	8.1	1.71	3.23	4.64	45.1	23.8	16.6	43.61%
	American Eagle	13.69	2668	2.0	9.6	0.70	0.94	1.07	19.6	14.5	12.8	13.71%
	Aeropostale	17.43	1407	4.0	53.4	2.52	1.58	1.88	6.9	11.0	9.3	18.56%
配饰/ 化妆 品	Bulgari	12.22	3695	4.0	4.4	0.13	0.31	0.39	-	40.1	31.3	28.20%
	RICHEMON T	52.45	30117	3.4	17.2	1.98	2.41	2.77	26.5	21.7	18.9	14.79%
	Fossil	134.29	8497	8.3	25.4	3.83	4.63	5.78	35.1	29.0	23.2	24.69%
	Tiffany	83.82	10705	4.7	18.1	2.91	3.58	4.11	28.8	23.4	20.4	14.71%
	AVON	28.45	12239	6.7	41.4	1.4	2.1	2.3	20.3	13.8	12.3	11.55%
	Revlon	19.25	999	-	-	6.3	1.4	1.6	3.1	13.8	12.2	12.86%
	Estee Lauder	56.58	15904	2.0	14.0	3.67	4.40	5.10	15.4	12.9	11.1	15.74%
	Swatch	411.3	21616	3.1	16.5	20.27	23.76	27.29	20.29	17.31	15.07	14.85%

资料来源: Bloomberg、招商证券

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、《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。

3、《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、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

6、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

7、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

8、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

9、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11:

系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题，在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱，分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴；同时针对消费升级前端的行业，创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

分析师承诺

负责本研究报告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。

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，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。