

服饰：推荐（维持）

纺织：中性（维持）

2011年7月25日

## 抓住新一代消费群体 在快时尚的浪潮中成长

### 资本推动下的时尚产业高峰论坛系列之二

上证指数

2770

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 | 12.1 | 18.2 | 27.4 |
| 相对表现 | 6.6  | 15.3 | 17.1 |



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。

此为系列二，主要对 UTA 时尚管理集团总裁杨大筠的发言进行总结与阐述，其主题围绕《未来企业之路》展开，我们将主要要点归结于下。

评论：

中国很多时尚产业，用传统的眼光是无法理解的，这是中国经济的特殊性决定的。朱镕基总理曾经说过，如果哪个经济学家能看懂中国经济，那可能是下一届诺贝尔经济学奖获得者。中国经济，在这种特别的体制下，很难看懂。看完国外，再回头看中国，发现许多品牌没有什么可比性，因为国内品牌有其独特之处。

#### 1、站在时尚产业的角度看经济

中国经济发展对服装行业发展影响很大，这个影响包含转型等多个方面，首先来看一个主要的问题，消费在 GDP 中占比较低，纺织服装产业在整个消费品大类中，产能占比也较低。但有一个特别的特点就是服装和家电行业是唯一政府不怎么感兴趣的行业，政府没有插手，因此这两个行业比较市场化。在推广品牌，挖掘客户等方面的发展，政府没有太多的介入和干涉，与石化电力等行业相比，这个行业可以算是充分竞争。

因为行业充分竞争，所以行业企业数量很多，但是成规模的相对比较少，因为行业在整个经济中的占比不大。即便如此，比如李宁、安踏、阿迪以及耐克，未来在中国的成长将是十分困难的，就是成长的速度明显放慢，或者增长远远没有我们看到的这么好。

这是什么原因呢，十三亿人的国家，为什么成长了十年不到空间就看不到了呢？而且压力这么大，库存和盈利水平都成为这些企业巨大的压力。

1) 中国人口虽然众多，但是人均消费能力和人均消费水平很低。在中国，奢侈品有很大的市场，改革开放之后造成的两极分化局面，另一个极端消费，是短暂的；

2) 消费层次的改变，衣着消费占比在降低。全球来看，美国和欧洲随着经济发展，服装支出在消费中的比重是逐年降低的。PRADA、新秀丽都选择在香港上市的原因是，亚洲或者更直接的说中国是他们最后一块还没有占领的沃土，在香港上市且介入大陆市场，对他们来说未来有一个非常大的增长空间。所有奢侈品、电子商务都有人在投资，这个泡沫迅速就会破掉。

原因很简单，需求潜力一定，无论电子商务或者传统渠道分销，实际需求并没有因为实际工资的提升和购买力的提升而放大，只是一个虚幻。电子商务，消费者尝试性的去消费，未来不见得就会取代传统的分销模式，很难替代，但会成为分销的一个补充。现在做电子商务，都是利用低价吸引消费者，这种成长方式本身就具有很大的泡沫和不可持续性。

**3) 消费结构的改变，服装方面的消费占比在降低。**未来娱乐、交通、通讯以及医疗保障方面的支出更多。但是这并不代表服装行业没有增长空间了，其实中国未来潜力巨大，服装最大的公司市值，跟国家的人口和 GDP 规模，是不成比例的，这就意味着未来有一个可能放大的空间。服装的消费在降低，并不是买衣服买的少了，而是收入增加，基数增大，比重降低，实际购买衣服的件数都在增长。

**4) 产业结构的演变：制造型企业逐步由生产成本较高的地区转移至低成本的内陆地区。**生产制造型企业走向没落，是一个必然。在香港市场募集资金时，零售类的企业和制造类的企业对投资者的吸引力是完全不一样的。在中国北京、上海等地，未来必然变成第三产业的集聚地，制造业已经不在需要，因为这类城市的生产成本较高，制造业是没有办法生存的，例如，联合利华和宝洁都统统将营销中心搬迁到安徽合肥，以及一些劳动力成本较低的地区。因此，北京、上海等地以后就剩下金融、零售这些服务类型的企业。当然，制造业企业也会从上海周边地区——浙江、江苏等地陆续向内地转移，比如雅戈尔的工厂现在都在向中西部转移，这是必然的过程。

**5) 收入问题制约居民消费意愿。**时尚行业基本属于纯民营行业，政府介入很少，但是空间很大，企业成长过程中，面临的问题特别多，如融资问题、企业经营者经验问题、以及成长的空间问题等。所有的问题，都受制于人均收入的问题。

收入改变从两方面：一个是工资性收入（工资性收入可满足基本生存需要）；二是资产性收入。在中国资产是不受宪法保护的，所以老百姓富不起来，没有安全感，就不消费了，很多有钱人移民到了国外。

**6) 中国消费群体正面临本质性的转变，90 后是承载品牌生存发展的新一代消费群体。**

中国的消费者分了三个层次：40-50 年代和 50-60 年代；60 年代-70 年代；90 年代。

中国很多上市公司，面临最大的困境就是赚到的第一桶金都是基于 40-60 年代出生的过渡性的消费者。包括雅戈尔、鄂尔多斯以及七匹狼，他们的主流消费者都是 50-60 年代的消费者。因此，中国做品牌非常困难的原因在于中国消费群体正在面临一个本质性的转变。

品牌发展的生命力体现在其所定位的潜在消费群体。消费价值观不同，人生观不同，文化背景不同，消费理念是完全不同的，在中国看一个品牌的生命力，就看他能不能及时切换到另一个有潜力的消费者群体中。如果不能，品牌早晚都会灭亡。所以在国内众多品牌中，像雅戈尔品牌就略显老态，并不是因为他没有客户，只是其主要客户是 40-50 年代出生的消费者。10-20 年前，这类人群是中国的主要消费群体，但现在主流消费群体已经转移到 80 后和未来的 90 后。而李宁也是面临同样的问题，李宁的总裁称：“如果李宁未来不能让 90 后喜欢，那么李宁就没有存在的必要性了。”

**品牌生存发展，必须靠机遇，机遇就是哪一代人能承载这些品牌。从人口红利的角度看，90 年以后出生的人群，才能提供好的品牌成长机遇。**

雅戈尔、鄂尔多斯是品牌的先行者，但并不见得就是未来的领导者。未来要看，谁获得新一代消费者的认同。做品牌关键是看发展的土壤在哪里，即哪个时代的消费者能给你成长和发展的机会。

美国的重要品牌如 GAP 等，诞生时间都是 65 年到 78 年之间，80 年代以后美国没有产生世界级的品牌。原因很简单，65-78 年之间是二战之后婴儿潮，美国的经济开始平稳，价值观也逐渐形成，美国的品牌就在这种特殊的历史环境下成长起来了。

中国没有这样的机遇，中国现在的这些品牌，大多针对的是 40-60 年代的过渡性的消费者，他们承载不了这些品牌的未来，这些品牌的发展需要的另外一种人口，就是 90 后。90 年后很可能为品牌提供一个未来，他们懂得欣赏品牌文化，有品位。企业要做的就是思考自己的品牌能不能留住这一代消费群体。

中国未来的品牌会出现两极分化趋势，两极就是分别指 40-60 年代出生的人群（该人群在 10-15 年之后进入人口老龄化）和 90 后（迅速成为消费主体）。两极化的结果就是中国会有两种品牌存在，第一种就是银发级的，为老人提供保健、医疗方面的服装，这个市场未来非常的大；第二种就是 90 年后出生的消费者，为中国的品牌走向世界提供一个机会，这个机会可维持 15 年。当这 15 年逝去后，中国就会像意大利、俄罗斯一样，迅速成为人口老龄化社会。当人口红利消逝的时候，产业结构就会发生本质性的转变。

投资标的就是要选择具有发展潜力的公司，也就是说看企业是在给哪个消费群体做衣服，潜在消费群是谁。新一代年轻人，对消费的拉动是非常快的。

举例：老品牌走向没落。

第一届服装博览会召开时，有 63 家企业参加。发展至今，当时的品牌大部分已经见不到了，只剩下一个庄吉西服，目前庄吉的状况也不是特别好。

另外，双星转行生产轮胎，服装业务基本没有价值。双星是中国最早做体育用品的，双星做体育用品的时候，李宁体操队。但当李宁公司发展起来的时候，双星就没有前途了。双星失败的原因就是品牌定位和价值模糊。我曾参观过双星的专卖店，专卖店不仅卖衣服和鞋子，还摆了四个轮胎；海报宣传“买双星轮胎，送双星运动鞋”；进入办公室，楼道每一层都是五六十年代的标语。这个企业显然思维方式一直停留在五六十年代，所以很快就被淘汰。目前，双星正在努力地想改变现状，但是在中国老品牌想重新崛起，成功率 1% 都不到。不只是中国的老企业，即使是国际奢侈品老品牌，重新定位去适应新消费者的成功率也是极低的。（例如，LV 旗下曾有 70 多个品牌，后来部分放弃。因为属于老品牌的时代已经过去，无法救活）

**7) 人口红利“二十年沿海，二十年内陆”，品牌发展空间将跟随人口红利由沿海向内陆转移。**

年青一代的消费能力很强，人口红利 20 年后要从沿海登陆到内陆，所以中国的企业做品牌和开店，最大的发展空间就是在内陆。

广东是全中国体育用品市场最大的地方，所有熟知的运动品牌，如李宁等，发展最好的市场是在广东，而陕西、甘肃、贵州、云南以及新疆等地的销售占比都非常小，这是因为内陆地区的购买力限制品牌在当地的发展。

未来随着中国经济的发展，地区之间收入差距的缩小，可布局的市场空白点较多，但是需要等待。经济发达地区—广东、浙江等地对这些品牌来说，过度饱和，已经没有空间。

## 2、我国纺织服装市场概况

### 1) 纺织服装市场规模及行业盈利能力

2009 年我国服装销售收入 8397 亿，每年均保持增长，但是增长状况不如想象中好；服装行业平均毛利率水平维持在 14% 以上；净利率水平大概在 4%-5% 之间。随着国内居民对服装需求的不断提升以及品牌服饰的日益流行，服装行业的盈利水平近年来也有了稳步提升。（受市场影响，上市较早的企业，毛利率都比较低；现在上市的，比如 KAPPA 议价能力较高，毛利率水平相应较高）。

### 2) 行业集中度：未来仍有提高

目前我国服装行业集中度偏低，行业收入排名前三的雅戈尔集团、红豆集团、海澜集团，其市场总份额总和只有 3% 左右。而美国行业排名前三的 Nike、Wrangler 以及 Polo 收入总和达 2,148 亿人民币，三家公司的市场份额达到 8.40%。

与美国服装上市公司相比，我国服装上市公司的总体规模偏小，我国最大的服装上市公司雅戈尔集团 2009 年总收入 122 亿元（其中服装业务 69 亿元），而美国最大的服装上市公司 Nike，其年收入可达 1,298 亿元人民币。

### 3) 行业证券化率：目前仍然较低

目前我国 A 股市场共有 58 家纺织服装上市公司，收入总和为 1021.13 亿元，占整个行业收入水平的 12% 左右，远远低于美国服装行业 53% 的证券化率水平。

中国与美国服装行业前三大企业服装收入对比：中国，红豆是 99 亿元人民币，海澜集团 91 亿元人民币，雅戈尔是 69 亿人民币；美国，NIKE 1298 亿人民币；LEVIS 502 亿人民币，POLO 348 亿人民币。中国企业的规模还很小。

### 4) 行业在证券市场的行业地位：成长空间较大

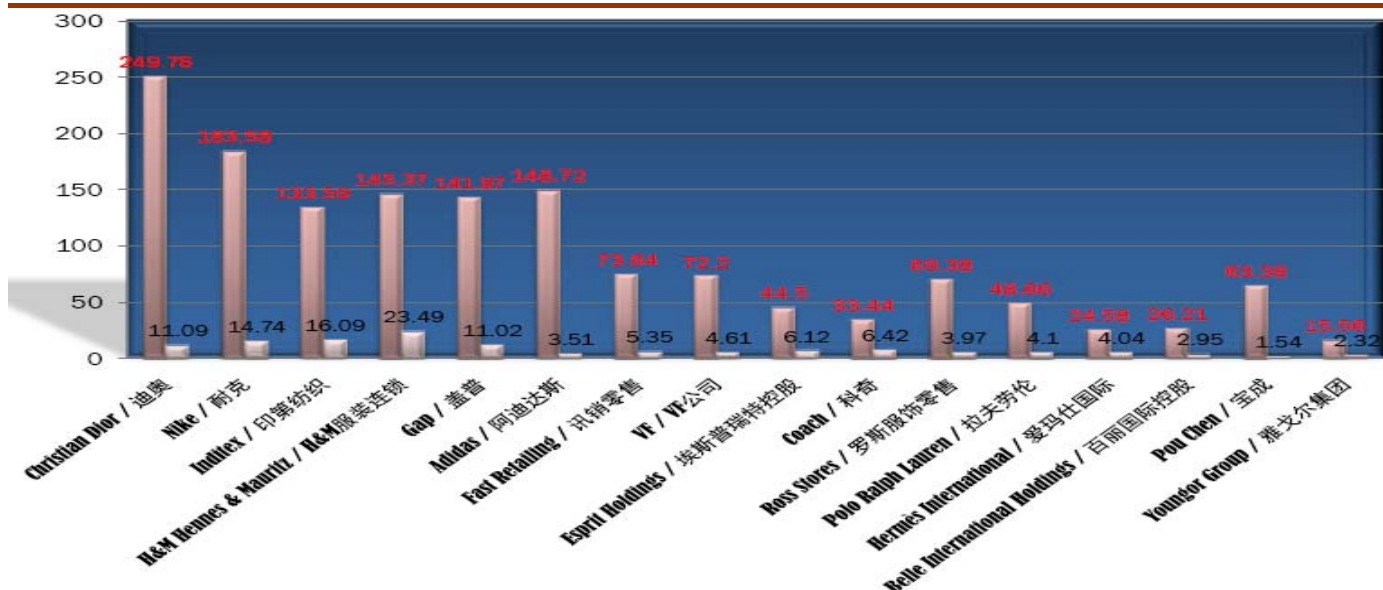
在中国的证券市场，纺织服装行业位列 18 位，很正常，前面十位以内的都是垄断性行业，服装市场充分竞争，市值没有我们想象的那么大。而在美国，纺织服装行业排名第七，甚至比公用事业和电信行业还要大。

中国和美国比较，有一点是可以拿来比较的。充分竞争的行业，随着逐渐壮大，在股票市场上的地位会逐渐提升，我国纺织服装产业的规模还会增加，在证券市场中的地位也会逐步提高。

## 3、全世界最好的服装公司盈利状况介绍

Dior 是 LVMH 旗下的品牌，营业额是 249 亿美元，NIKE 营业额 183.58 亿美元，ZARA 是 133 亿美元，H&M 为 145 亿美元，GAP 为 141 亿美元，阿迪达斯为 148 亿美元，优衣库为 73 亿美元，ESPRIT 为 44 亿美元，COACH 为 33.4 亿美元，polo 为 48 亿美元。我国的服装品牌企业的规模与国际品牌的差距还很大。跟世界品牌摆在一起的时候，终于发现自己的市场机遇在哪里，未来怎么样做才能跻身到这些优秀的品牌行列，形成庞大的规模，但这需要时间。

图 1: 2010 福布斯全球企业 2000 强—服饰类上榜公司的销售额和利润比较 (单位: 亿美元)

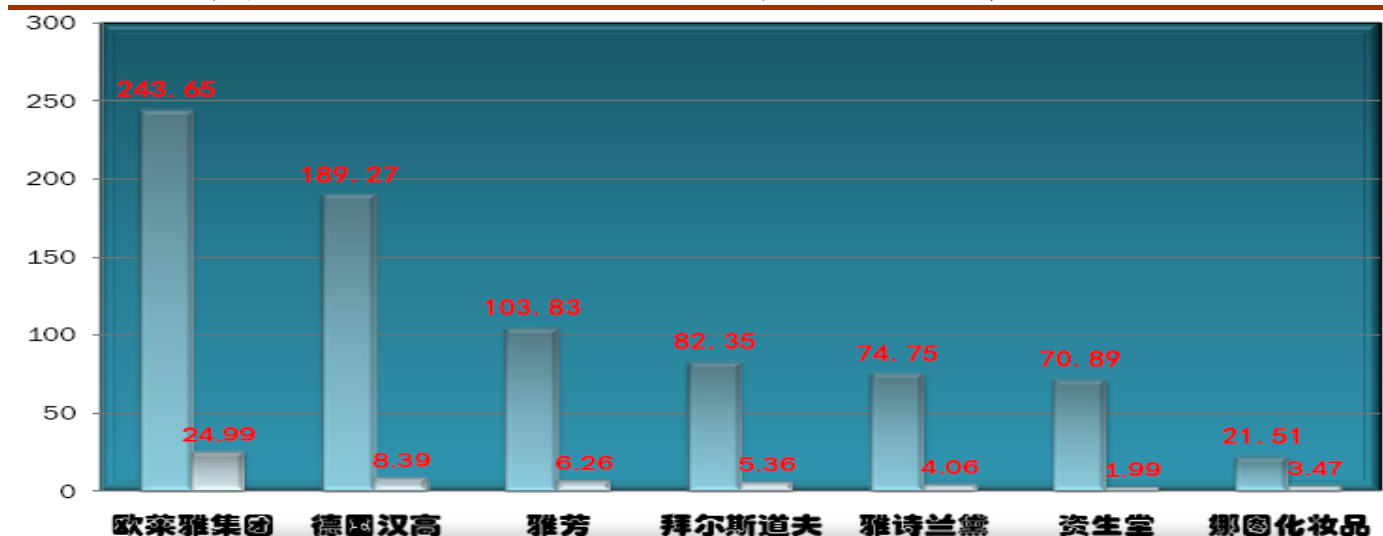


资料来源: UTA、招商证券

在这些企业当中,也可以看到化妆品的公司。其实化妆品也是市场产业,化妆品市场,中国企业几乎机会为零,投资也没有机会。原因在于化妆品市场基本被三家公司垄断,第一个是欧莱雅集团,很多品牌像 Dior 以及阿玛尼一些著名的品牌,背后真正的控股商不是联合利华就是 P&G 宝洁,基本上做服务找三家就可以了,所以中国的化妆品品牌没有前途。正规市场已经做不下去了,除非做农村市场。当然全球都是一样的,商场里边的换装品品牌和中国商场是一样,中国有的他们都有,挤不进去,这就是全球经济一体化的结果,化妆品市场彻底投降。

例如,北京做的比较好的大宝,已经被并购,以前用的国产化妆品品牌存活着的很少。在化妆品市场发生的事情,在服装市场也很快会发生,但是不会全面爆发,而是从低端到高端。

图 2: 2010 福布斯全球企业 2000 强—化妆品上榜公司的销售额和利润比较 (单位: 亿美元)



资料来源: UTA、招商证券

国有奢侈品品牌发展机会不多。奢侈品需要一种给全球引导的强势文化做背景,我们国内很难树立这种文化,中国很多公司都在给投资商编故事,要做奢侈品,但不可信。

中国有没有奢侈品品牌？答案是肯定的，比如说曾经被皇上用过的，但中国的品牌没有机会商业化，归其原由是中国每一次历史的转变，都是一次文化的彻底毁灭，倒掉重新开始，他跟其他的文化不同。为什么佛教在中国为什么没有成为国家的主体文化呢？因为佛教从来没有创新和改造过，但是基督教不同，基督教会与时俱进，所以基督教成为西方社会的主要价值观和社会主体，但是中国的佛教不行，这是我们的文化导致的。我们的奢侈品从清朝到民国，从民国到建国，文化大革命十年几乎把所有的东西都破掉了，就是把老祖宗皇上用过的东西全部毁掉了，今天我们为了赚钱，又说东西是被乾隆爷用过，但是消费者已经没有概念谁是乾隆爷了。所以在中国，奢侈品出现了一个历史转折过程中的断层，没有时间做积累，所以今天拿一个旧东西，当古董卖还可以，但是让 90 后的小孩子喜欢，成为奢侈品，机会不大。

**除了奢侈品，别的产业还是有机会的，但是如果不抓住机会成长起来，在 fast fashion 的大浪潮中，马上压力也会很大。**

#### ➤ 例 1：百丽国际。

国内上市公司的销售收入和净利润水平。百丽是最大的，总共销售额是 197.62 亿美元，百丽在鞋类分支中是唯一一个已经形成了垄断和通杀的企业，这个企业没有人跟他当对手。排名第二的达芙妮，永恩国际，规模和百丽无法相比，星期六的压力也很大，Kiss cat 被逼的没办法了，找 IDG 融资融了 7000 万。

百丽旗下有 26 个品牌，在商场里卖女鞋的楼层，百丽一家的销售可以占到整个楼层销售的 70% 左右。而 60% 这个数字就意味着商场离开该品牌就无法生存。百丽进商场，装修费是商场出的，扣点由百丽决定，利润完全掌握在自己手上，绝对不受租金的影响和劳动力成本上升的影响。

从低端的天意美到高端的思加图，战略布局，品牌布局，已经在每个层面站稳了脚跟，而且百丽的天意美是标准的 fast fashion 的运作模式，已经在 15 年前就想到这一点，到今天很多企业才意识到，但目前整个百丽品牌在终端已经有几千家店了，其他企业已经没有办法去竞争。因此，企业的战略往往决定了终点，看得多远，走得多远，因此很多企业没有看的那么远，即使是上市了也没有看到那么远，战略毕竟是未来的事情。

#### ➤ 例 2：李宁。

李宁最大的问题是什么？李宁是最舍得花钱的，劳动力成本支出比安踏这些品牌要大得多，广告支出也是最大的，但李宁很难转型，很难有起色，原因很简单，李宁在成长的过程中没有树立主体品牌价值观，意思就是李宁到底是什么，消费者不知道。

有人问，李宁在世界范围内，有可能达到或者超越 NIKE 的规模吗？想都不用想，回答是不可能的。任何一个品牌，后面一定要有联想性，讲到 NIKE 想到的是篮球，篮球是全球最值钱的体育产业，看到阿迪达斯，想到足球，足球是全世界从事人数最多的一项体育运动，但当看到李宁的时候，想到什么？李宁是什么球？李宁没有球，李宁没有球是他最大的问题所在，专业体育，给谁玩？倡导什么体育精神？李宁没球可玩，李宁只能玩乒乓球，但乒乓球在国外是业余运动，即使是在中国，乒乓球也是一个很小的市场，包括李宁代理尤尼克斯，世界最好的乒乓球品牌，把中国做乒乓球做的最好的双喜收到旗下，一直毫无作为。全中国人都玩乒乓球，这个时代已经过去了，郎平打完排球之后，全中国打排球这个时代也已经过去了。

到现在为止，李宁很难树立主体价值观，李宁树立不了主体价值观，就无法深入到消费者的头脑之中去，无法深入消费者内心，就无法在市场中长期立足，所以李宁很麻烦，而且这个麻烦短时间内解决不了。李宁现在不缺硬实力，缺的是软实力。软实力的打造很重要，但是最好的机会已经过去了，要重新树立起来，时间很长，要有非常大的投入。所以李宁以后的成长就会具有较大的波动性，因为他在犹豫，犹豫的结果就是，方向在哪儿是一件很困惑的事情。

### ➤ 例 3：户外行业。

探路者上市是正确的，因为探路者没有上市之前规模很小。很多人都看好户外用品，但是在中国，户外用品是一个美好的大饼，这个大饼，想分割好处是非常难的。探路者即使上市，现在也不是规模最大的，规模最大的肯定是哥伦比亚，最专业的是 The North Face，不专业的还有 Timberland，Timberland 很容易做大，因为体育用品中，真正的专业用品卖的不好，而生活运动卖的特别好，也就是说穿起来像个运动员，其实什么也不是，这个市场很大。在美国和欧洲，门店可以看到 NIKE 和阿迪卖的都是专业装备，但在中国，NIKE 在做吸水布的休闲装的裤子，因为中国老百姓喜欢 NIKE，可以喜欢他做的任何东西，包括旗下的 360 度，这个在欧洲是没有人买的，但是在中国，中国老百姓就喜欢 NIKE 的休闲装和板鞋，觉得很 fashion，但是在欧洲不可以。

在美国，NIKE 的网球鞋卖的不好，只能卖篮球鞋，因为网球鞋大家认为最好的是凯斯沃斯，NIKE 卖跑鞋卖的也不好，因为 NEW Balance 卖的好，做户外鞋，CAT 做的好。在美国人心中，每个品类都有专业的品牌，NIKE 不可以替代，NIKE 再大也不可以替代。所以 NIKE 只有一条出路，就是把把这些品牌全部买下来。NIKE 买了很多这样的小品牌，最终集合到自己旗下，但是这个也比较麻烦，分销成了问题，要找很多个分销商，还不能放到 NIKE 店里边去卖，所以 NIKE 在中国没有寄存点，也不可能把他收购的这些品牌全放到一个店里边去卖，美国的品牌发展到现在，已经进入资本整合阶段，但整合的情况下，品牌的不可替代性，也让 NIKE 非常的头痛。

户外装市场很美好，但是目前做的最好的是哥伦比亚。中国人对户外以及对野外活动的专注需要一个漫长的过程，在北京的王府井和西单，所有的人都穿着阿迪达斯和 NIKE 的衣服在逛街，但在欧洲，到了休闲和旅游的地方，所有人穿的都是专业的户外装，可见，中国人的着装意识还不强。

户外市场具有美好的未来，但是要发展起来，必须要引导消费者的消费习惯。机会很美好，时间很漫长。探路者一定要走专业路线，让消费者觉得探路者是户外运动的专业品牌，且在户外的高科技领域有独到之处，这方面如果做得好，那么探路者就有可能成为中国市场唯一的顶级的户外专业领导品牌。（只有将拥有专业品质的户外用品销售给非专业的消费者，才有利润可赚）

### ➤ 例 4：体育用品行业。

匹克、鸿星尔克和安踏，我认为除了安踏能走出来，其他的都很难，唯一的出路，就是改行做休闲装，但是做休闲装压力也非常的大，前面还有森马和美特斯邦威，美特斯邦威未来肯定要和他们竞争的，目前看到的客户，基本上已经转型做休闲装了。他们要做的理念就是时尚运动，但是时尚运动，从 KAPPA 来看，这个市场目前在衰退。彪马也是做时尚运动的，但这两个企业正在朝别的领域转变，比如刚刚进入中国的 Paul Shark（音译），是意大利做航海休闲装的，卖的非常好。另外，未来随着国外更多的休闲装品牌进入中国市场，如自行车类，休闲类等，可惜的是，

目前这些品牌进来的比较少，所以未来运动品牌一定是百花齐放的，而不是都穿 NIKE 和阿迪。

► 例 5：福建品牌服装。

所有福建企业的应付账款都比较高，福建企业的营销策略就是广告代言人+市场占有率，而市场占有率就是短时间开更多的店，而短时间大量开店的压力在于分销商的资金链太紧，所以经销商就赊货销售。赊货销售的结果就是市场上一条街在一个月开四家店都没问题，但是基本上如果总公司不给赊账的话，分销商是没有资金来源的，总公司只有两个办法，一赊货让分销商做大，第二个方法就是做金融担保，然后分销商去当地银行贷款，去把规模做大。所以，发展比较快的公司，应收账款都会比较高；像雅戈尔这样的很少，因为雅戈尔都是直营分公司，没有这方面的问题。

福建男装市场发展的最大压力是劲霸将市场所有的竞争策略打乱，让七匹狼和九牧王很难受。劲霸首先抢占终端最好的位置，商业位置永远是稀缺资源，劲霸现在不计代价的抢占，第二就是给经销商的支持力度是前所未有的，号称用两年不赚钱的利润去发展终端，第三就是在服务上给客户承诺，拿旧衣服就能换新衣服，4-5 折就可以换新衣服，这样的结果就是劲霸在终端的形象越来越好，品牌提升速度特别快，占有率也很高。但是相信他的净利润很少，因为这种投入，需要 2-3 年后才会产生回报。

劲霸现在准备上市，上市融资规模要看运气，公司的资金链一定蹦的很紧，负债不会太低，开那么多的店肯定需要很多钱，而且他把省级分销商全部都并购过来了，这个并购拿股权置换也好，用现金置换也好，都是需要真金白银的。这些企业资金链很紧，银行又惜贷，国家要求把储备金加大，然后要提高利率，利率现在还没有开始提，提高之后融资成本马上就开始上升，之后很多小企业特别是分销商，资金链很紧的企业，压力马上就会很大。这对 12 年和 13 年准备大幅度扩张的企业而言，压力会非常大，资金链一旦断裂，终端就会崩溃，很多企业的萎缩就是很明显的事情。

再来看看盈利对比。服装行业远远比家电行业赚钱。

09 年宝姿的毛利率最高，达到 76%，但是宝姿不是净利润率最高的，净利润率最高的是 KAPPA，税后净利润差不多 38%-40%。宝姿的净利润不好，一个是库存的原因。佐丹奴品牌落寞了，很多人认为是策略和产品问题，实际上，很多公司上市之后不断地融资，稀释了股权，最后企业丧失了对品牌的经营主动权，而基金和投资商从来不去了解品牌的经营风格和品牌老化问题。

例如，李宁老总认为李宁现在的情况应该放弃利润表，让李宁亏损三年，做品牌转型，但是如果让李宁亏损三年，那么董事会肯定不会答应，董事会只想看业绩增长。但是事实是一个老品牌，必须允许他转型，可投资公司是不会给他们机会的。这也是造成很多企业无法经营的原因。

佐丹奴从最早的 T 先生持股最多，到现在对佐丹奴毫无决策权。创始人的离开，完全成为资本市场运作的产品，品牌势必走向灭亡。

GAP 的老板，98-99 年花心思在炒作 GAP 在美国的股价，结果那几年 GAP 在纽交所的股价表现非常的好，但是产品开始衰落了，GAP 距离消费者的需要越来越远了。结果接下来的 5-6 年，GAP 的市值蒸发掉了，而且造成了业绩下滑甚至是亏损的局面。所以，后来 GAP 回归主业，看这两年销售利润和股价已经开始上升了。

投资服装企业时，一定要盯住创始人不能离开，基本上创始人离开，企业就死了一半儿。从 Dior 和 Armani 的研究中可以看出，Armani 现在经营的很好，主要是因为阿玛尼本人，但他已经 80 多岁，如果该品牌再换一个设计师，品牌发展的成功概率就只剩下 50%。而 Dior 完全是 Dior 本人死后，给这个品牌留下了重要的精神价值和品牌价值，后来无论谁操作这个品牌，只要有资本做平台，都能做好。后来 LV 把 Dior 运作成功，Dior 已经有基础了，具备很好的品牌价值。

但国内的品牌都只有十几年的历史，上市有 10 年历史的公司都不多，无形资产都是很少，一旦成为资本运作，这个品牌就成什么都剩不下了。做服装，只要一个季度的产品不对口，经销商不订货，财务报表下个季度立即不好看，这是很简单的事情，因为品牌商不需要关注市场的真实需求，但是经销商需要，分销商需要拿钱进货，所以看一个服装公司股价会不会跌，非常简单，看订货会就可以了。

#### 4、服装产业和消费趋势：

##### 1) 消费趋势的改变

行业分析，服装行业是有游戏规则的，中国的企业比较注重股权，不太注重品牌的产权，而国外的企业则更注重品牌的产权。

中国的企业在 IPO 的时候，无形资产只能有 20% 的价，是不太值钱的。但是在国外，可以把店和工厂都卖掉，只要留有品牌就有一切。所以，做时尚最终的结局是产权比股权值钱。

##### ➤ 例 1，吉利并购沃尔沃。

收购了沃尔沃的制造线，收购了沃尔沃的技术，但是生产的汽车是挂吉利还是挂沃尔沃的品牌就很难麻烦。挂沃尔沃就比较麻烦，因为沃尔沃的商标所有权归福特公司所有，必须去跟福特公司谈。虽然和消费者宣传，车从心脏到每个零件都是原装沃尔沃的产品，但是只要挂吉利卖，就只能卖吉利的价格。

##### ➤ 例 2，可口可乐。

其老板称，在全世界的工厂一夜之间化成灰烬也不怕，只要可口可乐的品牌在，就会马上有人给钱，重建可口可乐。只要有可口可乐的商标，一切都会有的。

##### ➤ 例 3，valentino。

valentino 的服装销售只能占到 3500 万欧元，后来这个公司卖给意大利一个很大的私有家族集团，这个集团同时也是 HUGO BOSS 的品牌拥有者，结果这个集团投入 20 亿欧元买了利润额只有 3500 万的一个小企业，这就是 Valentino 商标的价值。

而中国企业看的是规模，有多少厂房，有多少工人，有多少地。当然这也是有原因的，中国的银行贷款，只看有形资产，不看无形资产。

但做品牌，做时尚行业，做的就是无形资产。无形资产分四个档次，第一个档次是奢侈品，第二个档次是 Classic，比如玛斯菲尔、歌力思等，都属于这个级别的品牌，第三个档次是 Update，指的是混合型的，比如哥哥，玖姿，敦奴等（玖姿马上也要准备上市了），第四个层次就是欧时力、ZARA 和 HM 等等，都属于 Fast Fashion。

这么划分跟运营模式以及战略有关，比如定位是 Fast Fashion，注定产品的流行度高、周转率高，从设计到生产的周期很短，销售对消费者的满足水平特别的高，这种

公司注定物流水平相当高。相反，奢侈品就不需要很高的物流水平。Update 指的是产品研发周期比较长，但是运作和 Fast Fashion 很相似的企业。Classic 是商品比奢侈品便宜，但是产品的运作速度，要比奢侈品快，所以从价格上以及运营模式上，世界上的品牌就分四个档次。

LVMH 两年才发一次新产品，GUCCI 一年半开发一次新产品，奢侈品的产品研发是提前三年开始进行的，奢侈品的店面装修每八年到七年才装修一次。Fast Fashion 是一年半到三年，店面不更新，销售就下滑。所以品牌定位不同，营销策略和投入就不同。如果投资奢侈品行业，费用和装修成本会相对比较小，因为周期性很长，但是 Fast Fashion 就不同了。

### 重点看看快时尚的影响。

很多人都认为 ZARA 是一个奇怪的现象，其实 ZARA 是经济发展的一个必然现象。随着欧洲经济的持续低迷，中产阶级经历过好几次变革。在这个过程中，诞生了 ZARA，ZARA 不是西班牙的一个缩影，而是整个欧洲经济萎靡不振的一个现象。中产阶级在经济危机中，财富再次分配，中产阶级希望未来能买到价格合适的，品牌形象很好的产品，ZARA 就满足了他们的需要。

ZARA 进入中国也是必然的，虽然中国说不清楚是不是有中产阶级，但是中国总有一个阶层是 ZARA 的目标消费群。

ZARA 是大投入大发展的企业，15 年在中国的目标是做到 400 亿。ZARA 的全球平均单店面积是 1342 平米，单店销售收入是 1.2 亿，平效非常高。商品的连带销售率也很高（连带销售率是指，一个女人每次进店购买的产品在 5.6-5.7 件之间，而中国的平均连带销售率是 1.1 件）。

ZARA 盈利性较高，主要是开店永远选择最贵的地段。一般 ZARA 产品的平均单价是 467 元，比较低，按理来说不应该在每年租金高达 3 万/平米的地方开店，但是 ZARA 开在黄金地段，连带效应使平效提高，获得了高额的回报。

ZARA 的战略目的是打造五星级的品牌形象，三星级的价格。这样的战略，对我们中国的企业相当具有杀伤力，很难被模仿。他不是靠设计取胜和品牌影响力取胜的企业，而是依靠满足顾客极大需求，以物流制胜的一个企业，ZARA 供应链的反应速度非常快，很难被超越。

## 2) 新兴市场—中国、印度、巴西和俄罗斯服装市场的发展

在这个四个市场当中，巴西是全球最大的泳装的市场，全球最著名的泳装流行趋势发布会都在巴西举行。俄罗斯和印度这些国家在时尚方面的消费没有大增长。中国当然是大家最看好的，但是中国的产业链太过低端，没有流行发布权。比如很多企业赞助服装协会搞活动，举办羽绒服流行趋势发布会等，但对市场没有任何指导性，只有阿玛尼的发布会才能决定流行趋势，中国并不是时尚的领导中心。

## 3) 时尚产业的发展要依托强大的媒体力量

时尚产业是基于文化的发展，但我们的文化一致性太强，都是在一种体制下产生的，连我们的媒体都是，所有媒体都是一个模式，因为所有媒体都来自于新华社，别的声音出不来，声音不出来怎么有文化自由，没有文化自由，文化产业和服务产业就发展不起来，但在中国，这个问题是解决不了的。

时尚行业一定要有媒体，中国到目前为止没有权威的媒体，没有一个媒体具有强大的宣传能力。这个宣传能力是指，比如一个模特昨天的薪酬是 400 美元/天，但是只要她上了媒体，身价立即就会涨到四万。而中国的所有杂志都是在做无用功，比不做还难受。杂志本身，就没有什么权威性，所以中国的时尚杂志，比如法国的华谢集团，出版的瑞丽以及名车志全部都被法国的媒体公司并购了，并购的结果就是翻开杂志，全部都是 POP。POP 就是指 Dior、LV、GUCCI 等。

LV 做媒体是非常垄断的，LV 与媒体合作的前提就是重复出现率必须达到 70%，当时很多的媒体为了生存，就选择了 LV，最后他们都变成了 LV。中国的媒体杂志做不大，原因是在杂志上发表中国企业的时尚片子，是没有读者的，但发表 Dior 等品牌的发布会有全部是二手的，一手的拿不到；名车志也是一样。（必须跟国外合作，新车发布的时候，也都是只有本国的媒体才可以去，中国媒体拿到的是在欧洲遍地都是的新车，在网络上已经都可以看到）

中国时尚媒体的出路，只有卖给别人，尾随生存，想独立生存的可能性是不存在的。所以这些媒体最终都会被国外的媒体并购。因此，国内的时尚媒体就不用投资了，看不到前景。

#### 4) 国内品牌建设

国内市场只有做品牌才有利益，但是做品牌并非易事。中国的品牌存在一个硬伤，90 年之前做品牌的时候，都是先进行产品销售，销售出现滑坡后开始冠名。

国有品牌的品牌出身较差是个问题。

比如柒牌起源是老总家中有八兄弟，老总排名老七，所以叫柒牌。国内的品牌大都是这么来的。前端时间央视曝光假洋鬼子，像卡尔丹顿这些品牌，其实不是他们想当假洋鬼子，早年的时候，看他们的商标，卡尔丹顿都是拼音标注的，后来发现拼音老百姓认识，就改成了洋文，改成了洋文就被认为成了假洋鬼子。

中国品牌的成长，在这个特定的环境下，一定要谅解他们。他们都有软肋，那就是品牌的出身问题。

品牌出身第一个是国家背景，品牌出生在法国和意大利与出生在中国的结果是截然不同的。品牌的第二背景是地区，比如在西装领域，广东制造、上海制造和北京制造是可以卖的出价格的，但其他地方的可能比较困难，比如红豆很难做出高端，因为人文地理很多因素，使他在做品牌的时候压力很大，另外，福建做高端品牌也非常困难，九牧王曾计划做过一个高端品牌“格力派梦”，但我认为很难做成。因为消费者对福建这两个字已经有地域认知，无法改变。品牌的第三背景才是企业品牌，企业品牌在三个级别当中的影响是最弱的。当要投资时，先要考虑品牌的背景。

#### 5) 新型营销武器：利用网络和电子商务资源

这两年电子商务对很多品牌确实冲击很大，但是服装企业做电子商务成功的不多。服装企业有生产，有品牌，有效益，但为什么电子商务不成功呢？原因很简单，思维方式的问题。做电子商务只需要考虑技术，如何在网络平台上做能够赢得更多的点击率，这个平台上卖什么的，对电子商务来说根本就不重要，所以凡客诚品、PPG 等品牌的老板都是做技术出身的，而不是做服装出身的，他们一点儿都不懂服装，但是他们做的却很大。他们成功的原因是了解网络。相反，服装企业完全不熟悉网络，不懂得技术，报喜鸟等服装品牌也都尝试着做电子商务，但迄今为止成功还没有。

第二个问题是电子商务会不会替代传统品牌？答案是不可能的，虽然凡客诚品也请了很多专家大师来做产品设计，男装也分系列，但仍然觉得不可能。因为凡客诚品给不了消费者服装的体验感，即“因穿凡客诚品而引以为豪的感觉”。

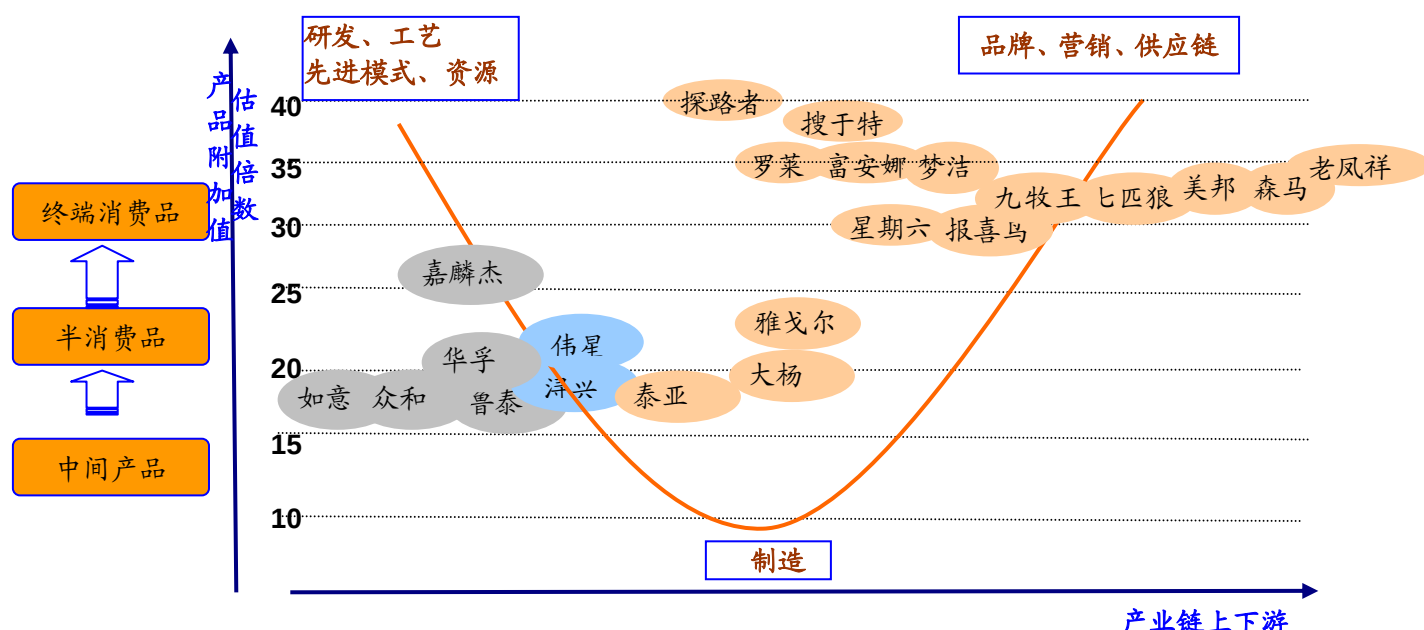
品牌的体验感必须在实体店才有，其实很多女人买衣服，要的不是那件衣服，而是一次愉快的购物经历。到今天为止，网店还不能解决体验感的问题。

电子商务未来会成为服装一个分销网络的渠道，但是不会替代传统的行业，替代的可能性是不存在的。

## 6) 企业的发展与责任

责任很重要，中国企业现在普遍面临信任危机。现在中国也有很多服装企业在美国上市，服装企业也面临诚信问题和培养消费者对品牌的认知问题，这些问题就涉及到企业的发展和责任，所以服装企业必需得考虑这个问题。

图 3: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



资料来源：招商证券

图 4: 纺织服装行业历史PEBand

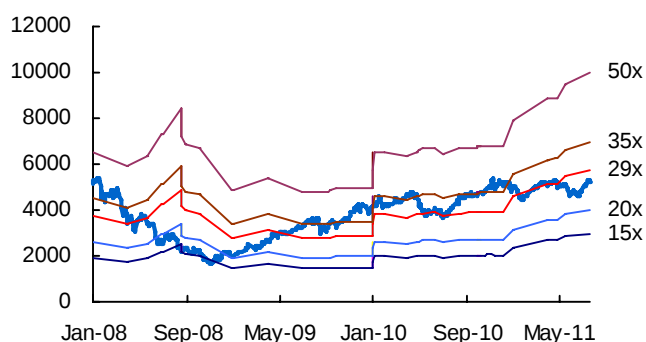
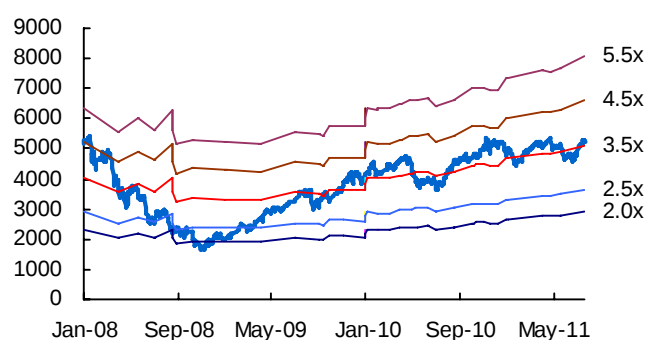


图 5: 纺织服装行业历史PBBand



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<br>(百万) | PB   | ROE<br>(%) | EPS   |       |       | PE    |       |       | 10-11<br>增长率 |
|--------|-------|-------|------------|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
|        |       |       |            |      |            | 2010  | 2011E | 2012E | 2010  | 2011E | 2012E |              |
| 女装     | 思捷环球  | 23.6  | 30454      | 1.6  | 27.7       | 3.35  | 2.66  | 2.97  | 7.0   | 8.9   | 7.9   | 11.9%        |
|        | 宝姿    | 16.96 | 9645       | 4.8  | 31.5       | 0.84  | 0.94  | 1.16  | 20.2  | 18.0  | 14.7  | 22.4%        |
|        | 安莉芳   | 5.41  | 2218       | 2.0  | 12.0       | 0.31  | 0.33  | 0.39  | 17.3  | 16.4  | 13.9  | 18.2%        |
| 休闲装    | 利丰    | 14.56 | 117951     | 4.1  | 18.6       | 0.56  | 0.71  | 0.89  | 26.0  | 20.5  | 16.4  | 25.2%        |
|        | 波斯登   | 2.28  | 17721      | 2.1  | 18.7       | 0.16  | 0.18  | 0.20  | 13.9  | 12.5  | 11.4  | 9.3%         |
|        | 班尼路   | 10.24 | 13937      | 2.7  | 23.1       | 0.84  | 0.98  | 1.12  | 12.1  | 10.5  | 9.2   | 14.1%        |
|        | 真维斯   | 3.1   | 3284       | 1.3  | 15.7       | 0.34  | 0.33  | 0.36  | 9.0   | 9.5   | 8.6   | 10.8%        |
|        | 佐丹奴   | 6.06  | 9191       | 3.8  | 23.7       | 0.36  | 0.43  | 0.47  | 16.8  | 14.2  | 12.8  | 11.3%        |
| 运动装    | 李宁    | 9.21  | 9723       | 2.4  | 36.7       | 1.06  | 0.55  | 0.63  | 8.7   | 16.7  | 14.6  | 14.5%        |
|        | 中国动向  | 1.75  | 9916       | 1.1  | 19.7       | 0.26  | 0.11  | 0.13  | 6.8   | 15.5  | 13.4  | 15.9%        |
|        | 安踏体育  | 12.32 | 30726      | 4.5  | 28.8       | 0.62  | 0.72  | 0.83  | 19.8  | 17.0  | 14.8  | 14.8%        |
|        | 特步    | 4.5   | 9792       | 2.4  | 25.7       | 0.37  | 0.44  | 0.51  | 12.0  | 10.2  | 8.8   | 16.1%        |
|        | 鸿星尔克  | -     | -          | -    | 3.2        | 0.05  | -     | -     | -     | -     | -     | -            |
|        | 宝胜国际  | 1.2   | 5149       | 0.8  | 2.8        | 0.01  | 0.01  | 0.01  | 240.0 | 100.0 | 85.7  | 16.7%        |
| 女鞋     | 百丽国际  | 16.6  | 140008     | 6.8  | 21.1       | 0.41  | 0.51  | 0.62  | 40.9  | 32.8  | 27.0  | 21.5%        |
|        | 永恩国际  | 8.8   | 14413      | 4.6  | 22.4       | 0.36  | 0.49  | 0.59  | 24.2  | 18.1  | 14.8  | 21.8%        |
|        | 盈进集团  | 1.52  | 948        | 1.2  | 3.4        | 0.04  | -     | -     | 37.6  | -     | -     | -            |
|        | 九兴控股  | 20.6  | 16364      | 2.6  | 15.5       | 0.15  | 0.19  | 0.21  | 133.8 | 111.4 | 96.7  | 15.1%        |
| 配饰/化妆品 | 周生生   | 27.15 | 18378      | 3.2  | 15.8       | 1.16  | 1.38  | 1.68  | 23.4  | -     | -     | 138.5%       |
|        | 霸王    | 1.2   | 3491       | 1.8  | -6.5       | -0.04 | 0.04  | 0.09  | -30.0 | 30.8  | 12.9  | -            |
|        | 欧舒丹   | 20.65 | 30499      | 4.9  | 27.7       | 0.07  | 0.08  | 0.10  | 303.7 | 251.8 | 202.5 | 24.4%        |
|        | 莎莎    | 5.91  | 16586      | 12.2 | 40.1       | 0.18  | 0.23  | 0.29  | 32.5  | 25.5  | 20.7  | 23.3%        |
|        | 新宇亨得利 | 4.14  | 18208      | 2    | 15.4       | 0.13  | 0.16  | 0.20  | 31.1  | 26.4  | 20.8  | 26.8%        |
|        | 魏桥    | 5.53  | 6605       | 3.5  | 11.0       | 1.36  | 1.01  | 1.14  | 4.1   | 5.5   | -     | -            |
| 生产     | 泰丰    | 4.07  | 4070       | 0.4  | 39.8       | 0.5   | 0.5   | 0.7   | 8.7   | 8.1   | 6.2   | 32.0%        |
|        | 申洲    | 11.04 | 13745      | 2.4  | 29.3       | 1.02  | 1.24  | 1.46  | 10.8  | 8.9   | 7.6   | 17.4%        |
|        | 裕元    | 25.65 | 42295      | 2.4  | 15.0       | 0.29  | 0.31  | 0.36  | 88.2  | 83.8  | 72.3  | 16.0%        |
| 童装     | 好孩子   | 3.66  | 3660       | 1.6  | 13.1       | 0.18  | 0.21  | 0.26  | 20.3  | 17.4  | 14.1  | 23.8%        |
|        | 博士蛙   | 4.31  | 8943       | 2.6  | 15.6       | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 28.3  | 20.0  | 13.8  | 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<br>(百万) | PB   | ROE<br>(%) | EPS    |        |        | PE     |        |        | 10-11<br>增长率 |
|-----------------|-----------------------------------|--------|------------|------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
|                 |                                   |        |            |      |            | 2010   | 11E    | 12E    | 2010   | 11E    | 12E    |              |
| 运动/<br>户外       | NIKE                              | 91.71  | 43482      | 4.4  | 21.8       | 4.48   | 4.82   | 5.63   | 20.5   | 19.0   | 16.3   | 16.82%       |
|                 | ADS                               | 55.01  | 11509      | 2.5  | 13.5       | 2.71   | 3.22   | 3.80   | 20.3   | 17.1   | 14.5   | 18.18%       |
|                 | Columbia                          | 63.18  | 2142       | 2.1  | 7.7        | 2.3    | 2.8    | 3.4    | 27.7   | 22.3   | 18.8   | 18.63%       |
|                 | Puma                              | 218.33 | 3293       | 2.4  | 16.1       | 13.45  | 14.80  | 16.74  | 16.2   | 14.8   | 13.0   | 13.10%       |
| 奢侈<br>品/高<br>档品 | LVMH                              | 184.82 | -          | -    | 19.6       | -      | 6.06   | 6.96   | -      | 30.5   | 26.6   | 14.75%       |
|                 | HERMES                            | 234.35 | 24740      | 11.5 | 21.4       | 4.01   | 4.86   | 5.51   | 58.4   | 48.2   | 42.5   | 13.48%       |
|                 | COACH                             | 66.8   | 19613      | 11.2 | 45.9       | 2.36   | 2.90   | 3.31   | 28.3   | 23.0   | 20.2   | 14.13%       |
|                 | POLO                              | 139.39 | 12888      | 4.0  | 17.7       | 5.91   | 6.26   | 7.19   | 23.6   | 22.3   | 19.4   | 14.90%       |
|                 | TOD'S                             | 93.65  | 2867       | 4.7  | 17.2       | 3.56   | 4.28   | 4.87   | 26.3   | 21.9   | 19.2   | 13.78%       |
|                 | BOSS                              | 73.83  | 5235       | 12.1 | 68.1       | 2.69   | 3.62   | 4.15   | 27.4   | 20.4   | 17.8   | 14.53%       |
|                 | BURBERRY                          | 1578   | 6879       | 9.6  | 32.0       | 0.48   | 0.61   | 0.71   | -      | 2595.4 | 2232.0 | 16.28%       |
|                 | Perry Ellis                       | 25.1   | 410        | 1.3  | 8.5        | 1.84   | 2.53   | 2.80   | 13.6   | 9.9    | 9.0    | 10.77%       |
|                 | Phillips-Van                      | 74.67  | 5034       | 2.0  | 3.1        | 0.82   | 4.98   | 5.69   | 91.1   | 15.0   | 13.1   | 14.28%       |
|                 | PPR                               | 129.7  | 16451      | 1.6  | 9.4        | 7.62   | 8.34   | 9.68   | 17.0   | 15.6   | 13.4   | 16.07%       |
| 大众<br>品         | UNIQLO                            | 13760  | 1459574    | 4.4  | 22.6       | 605.99 | 587.86 | 701.89 | 22.7   | 23.4   | 19.6   | 19.40%       |
|                 | H&M                               | 216.7  | 358654     | 10.6 | 44.1       | 11.29  | 9.83   | 11.61  | 19.2   | 22.1   | 18.7   | 18.16%       |
|                 | INDITEX                           | 64.17  | 39999      | 6.5  | 29.6       | 2.78   | 3.01   | 3.43   | 23.1   | 21.3   | 18.7   | 13.86%       |
|                 | GAP                               | 19.66  | 10821      | 3.0  | 26.8       | 1.89   | 1.47   | 1.73   | 10.4   | 13.4   | 11.4   | 17.57%       |
|                 | VF                                | 120.5  | 13183      | 3.1  | 14.9       | 5.25   | 7.67   | 8.73   | 23.0   | 15.7   | 13.8   | 13.75%       |
|                 | LTD US                            | 40.18  | 12358      | 11.0 | 44.0       | 2.49   | 2.46   | 2.83   | 16.1   | 16.3   | 14.2   | 15.05%       |
|                 | NEXT                              | 2421   | 4183       | 18.9 | 219.2      | 2.22   | 2.32   | 2.53   | 1091.0 | 1042.6 | 958.8  | 8.74%        |
|                 | GUESS                             | 41.38  | 3831       | 3.4  | 27.9       | 3.14   | 3.44   | 3.97   | 13.2   | 12.0   | 10.4   | 15.44%       |
|                 | Benetton                          | 5.115  | 934        | 0.6  | 7.0        | 0.59   | 0.45   | 0.52   | 8.7    | 11.3   | 9.8    | 15.52%       |
|                 | Abercrombie&<br>American<br>Eagle | 77.14  | 6763       | 3.5  | 8.1        | 1.71   | 3.23   | 4.66   | 45.1   | 23.9   | 16.6   | 43.94%       |
|                 | Aeropostale                       | 18.09  | 1460       | 4.1  | 53.4       | 2.52   | 1.58   | 1.88   | 7.2    | 11.4   | 9.6    | 18.56%       |
|                 | Bulgari                           | 12.3   | 3719       | 4.1  | 4.4        | 0.13   | 0.31   | 0.39   | -      | 40.3   | 31.4   | 28.52%       |
|                 | RICHEMONT                         | 53.05  | 30461      | 3.4  | 17.2       | 1.98   | 2.42   | 2.77   | 26.8   | 21.9   | 19.1   | 14.72%       |
| 配饰/<br>化妆<br>品  | Fossil                            | 133.01 | 8416       | 8.3  | 25.4       | 3.83   | 4.63   | 5.78   | 34.7   | 28.7   | 23.0   | 24.69%       |
|                 | Tiffany                           | 82.91  | 10589      | 4.6  | 18.1       | 2.91   | 3.58   | 4.11   | 28.5   | 23.1   | 20.2   | 14.71%       |
|                 | AVON                              | 28.69  | 12342      | 6.8  | 41.4       | 1.4    | 2.1    | 2.3    | 20.5   | 13.9   | 12.4   | 11.55%       |
|                 | Revlon                            | 19.08  | 990        | -    | -          | 6.3    | 1.4    | 1.6    | 3.0    | 13.6   | 12.1   | 12.86%       |
|                 | Estee Lauder                      | 107.23 | 21170      | 8.4  | 26.7       | 2.42   | 3.70   | 4.36   | 44.3   | 29.0   | 24.6   | 17.86%       |
|                 | Swatch                            | 427.4  | 22546      | 3.3  | 16.5       | 20.27  | 23.70  | 27.16  | 21.09  | 18.03  | 15.73  | 14.61%       |

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。