

服装

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人：石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiyi@cjis.cn

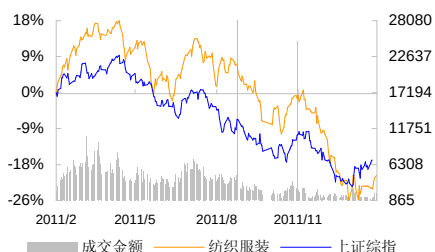
评级调整：首次评级

行业基本资料

上市公司家数	33
总市值(亿元)	3711
占 A 股比例(%)	1.4%
平均市盈率(倍)	24.6

行业表现

(%)	1M	3M	6M
服装	2.23	-20.03	-27.45
上证综合指数	7.22	-6.94	-13.02



相关报告

搜于特深度报告：差异化定位+渠道高增长助力业绩爆发 2012-01-10

美邦服饰深度报告：产品不断丰富时尚，打造中国的 H&M 2012-01-10

森马服饰深度报告：森马产品改善+童装渠道扩张双轮驱动 2012-02-08

大众时尚休闲服饰上市公司比较

看好

不同发展阶段，战略侧重点各异

本文独到之处：（1）指出三大 A 股大众时尚休闲服饰企业处于不同发展阶段，在企业的渠道扩张力度以及内部管理提升方面的侧重程度有所差异；（2）比较指出国际品牌的营销、供应链管理等经验值得国内企业学习，国内优势品牌通过产品的丰富升级以及差异化的市场定位来积极应对国际品牌的竞争。

投资要点：

- **不同的发展阶段造成增长驱动主因不同。**美邦、森马品牌起步早，目前进入主要依靠产品提升和渠道扩张双轮驱动的发展阶段；搜于特起步晚，通过差异化的市场定位和价格定位获取市场，目前主要依赖渠道扩张高速增长。
- **时尚休闲服饰品牌系列持续丰富和创新。**时尚休闲服饰产品需不断创新延伸来消费者口味的不断变化。美邦从最初的青少年休闲服延伸出更高端的 ME&CITY 品牌和童装品类，目前两大品牌共涵盖 30 多个系列；森马引入日本设计师，2012 年新推都市、淑女系列。目前美邦、森马产品有较大丰富和改变，这种战略思路是符合时尚服饰发展趋势的，但是改变初期消费者的认可情况还有待市场检验。
- **渠道外延扩张是重要增长方式。**单品牌渠道容量可达 8000 家，目前休闲服饰龙头有 2 倍扩展空间。未来 2-3 年美邦和森马渠道扩张速度在 15-20%，搜于特基数小，通过增大加盟补贴渠道扩张速度达 30%；童装领域增速较快，巴拉巴拉 2011 年店数增 700 家，未来几年店数增速 25% 左右。
- **款式多样刺激消费需求，美邦森马产品风格成熟化。**美邦、森马、搜于特旗下品牌的上市款式均在 2000+，但仍与 H&M 和 ZARA 的上万款有一定差距。美邦新推的都市系列风格成熟化，吸引大学生群体以及初入职场的职场新人；森马 2011 年增速一般，2012 年产品升级，风格更为成熟时尚；搜于特产品色彩鲜艳，以吸引年轻、对价格敏感的人群为主。美邦、森马、搜于特产品价位属于中低端，其中搜于特比美邦、森马价格低 10-20%。
- **供应链管理不断升级优化缩小与国外巨头差距。**美邦、森马正调整产品供应链结构，细分时尚款和基本款：时尚款以缩短前导期为核心要素，未来将部分时尚款前导期缩至 2-3 月；基本款供应链重点关注成本控制。美邦供应链管理启动早，供应链系统国内领先；森马目前正完善配送系统并募投 2.6 亿升级信息系统；搜于特正筹建大型物流配送中心。
- **与国际休闲服饰巨头相比：**（1）国内休闲服饰企业在管理能力上与国际品牌仍有一定差距；（2）国际休闲服饰在一二线城市对国内服饰消费有一定分流，但 H&M、ZARA 与美邦、森马的消费者年龄、产品风格有一定差异，美邦、森马仍大有其市场；（3）三四线城市 H&M、ZARA 等品牌基本不覆盖，国内品牌在中国三四线积累了深厚的运作经验，随着品牌消费升级能抢占非品牌产品市场空间；（4）童装产品是拉动美邦、森马的增长点。
- **投资建议：**看好大众时尚休闲服饰的长期发展前景。目前搜于特低基数、高增长，强烈推荐；美邦产品丰富时尚度明显改善，内部管理不断提升，2012 年上半年后存货有望积极改善，强烈推荐；森马 2012 年供应链结构和产品风格将逐步调整，市场认可有望进一步观望，推荐。
- **风险提示：**国际服饰巨头在国内市场不断扩张带来的冲击、天气异常导致服饰产品滞销、终端库存压力较大

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
002503	搜于特	0.57	0.97	1.50	2.20	46.46	27.30	17.65	12.04	强烈推荐
002269	美邦服饰	0.75	1.21	1.63	2.10	32.44	20.11	14.93	11.59	强烈推荐
002563	森马服饰	1.49	1.85	2.35	3.01	23.60	19.01	14.97	11.68	推荐

目 录

一、发展阶段差异造成增长驱动主因不同	4
1.1 市场定位有所差异，产品延伸策略各有千秋	4
1.2 产品的创新和延伸是企业持续增长的动力之源	5
1.3 媒体受众碎片化使品牌营销多元化发展，打造品牌投入增大	6
二、渠道增长空间广阔，渠道策略有所差异	7
2.1 渠道数量仍有较大发展空间，发展阶段不同决定渠道增速差异较大	7
2.2 美邦直营布局一二线，直营占比高；森马、搜于特以加盟扩张为主	8
2.3 渠道管理模式对比分析	9
三、设计款式多样、产品时尚成熟度提升	10
3.1 在产品的设计方面，三家大众休闲服饰企业产品款式多、设计支出大	10
3.2 品牌多系列运作，确立每类产品的鲜明特征	11
3.3 美邦、森马都市系列风格成熟化，搜于特以价廉取胜	12
四、供应链模式不断升级完善，但与国际巨头仍有差距	14
4.1 国内服饰品牌企业供应链系统逐步升级完善	14
4.2 与 ZARA、H&M 相比，供应链管理仍有较大提升空间	15
五、财务数据对比分析	18
5.1 成长能力指标	18
5.2 盈利能力指标	18
5.3 营运能力指标	19
5.4 现金流量指标	20
六、投资建议	20

图形目录

图 1 国内休闲服饰上市企业品牌发展历程.....	4
图 2 Inditex 的产品拓展历程.....	5
图 3 H&M 的产品拓展历程.....	5
图 4 休闲服饰上市公司广告宣传费用支出（万元）.....	7
图 5 休闲服饰类上市公司广告宣传费用支出增速.....	7
图 6 国内上市休闲服饰企业的渠道发展阶段分析.....	8
图 7 休闲服饰企业直营门店数量和收入占比（2010 年数据）.....	9
图 8 2010 年各公司上市款式.....	11
图 9 森马、搜于特设计人员数量.....	11
图 10 森马、搜于特研发费用占收入比例.....	11
图 11 美邦品牌产品系列.....	12
图 12 ME&CITY 品牌产品系列.....	12
图 13 森马产品系列.....	12
图 14 搜于特品牌产品系列.....	12
图 15 林志玲代言美邦都市系列.....	13
图 16 上图为都市白天系列，下图为都市黑夜系列.....	13
图 17 森马服饰系列.....	13
图 18 搜于特服饰系列.....	14
图 19 类似的女士短羽绒服价格比较.....	14
图 20 ZARA、H&M 和优衣库的产品特征.....	16
图 21 休闲服饰企业收入增长率.....	18
图 22 休闲服饰企业归属母公司净利增长率.....	18
图 23 休闲服饰企业毛利率.....	18
图 24 休闲服饰企业净利率.....	18
图 25 休闲服饰企业期间费用率.....	19
图 26 国内休闲服饰企业销售费用率.....	19
图 27 国内休闲服饰企业管理费用率.....	19
图 28 休闲服饰企业存货周转率.....	20
图 29 休闲服饰类企业经营现金流净额/经营净收益.....	20

表格目录

表 1 休闲服饰企业收入和门店情况.....	4
表 2 不同品牌的宣传模式.....	6
表 3 加盟管理模式.....	10
表 4 国内休闲服饰上市企业供应链模式对比.....	15
表 5 ZARA、H&M 和优衣库的经营模式对比.....	16
表 6 ZARA 和 H&M 的供应链模式对比.....	16

一、发展阶段差异造成增长驱动主因不同

休闲服饰可穿场合多，适宜的年龄范围广泛，市场容量较大。时尚休闲服饰品类系列繁多，尤其是女士休闲服逐步趋于多元化，流行化，产品生命周期越来越短，对供应链的要求也越来越高。目前行业市场集中度很低，国内市场占有率第一的美邦份额也不到 2%。

目前 A 股上市的时尚休闲服饰包括美邦、森马以及搜于特，在 H 股上市的包括思捷环球（ESPRIT）、德永佳（班尼路）、佐丹奴、旭日企业（真维斯）、堡狮龙等。从 A 股上市公司来看，目前美邦和森马的门店数已经较多，未来 2-3 年渠道增速在保持 15-20% 增速的同时，单店增长成为越来越重要的因素，单店的标准化供应链管理以及供应链水平的提升至关重要。美邦、森马目前在产品设计、品牌建设和供应链管理方面加大了投资力度，不断升级；搜于特起步晚，采用差异化的价格和市场定位赢得市场认可，目前基数小，主要依靠渠道数量的扩张和单店面积的增长快速扩张，收入增长达到了 60% 以上。

表 1 休闲服饰企业收入和门店情况

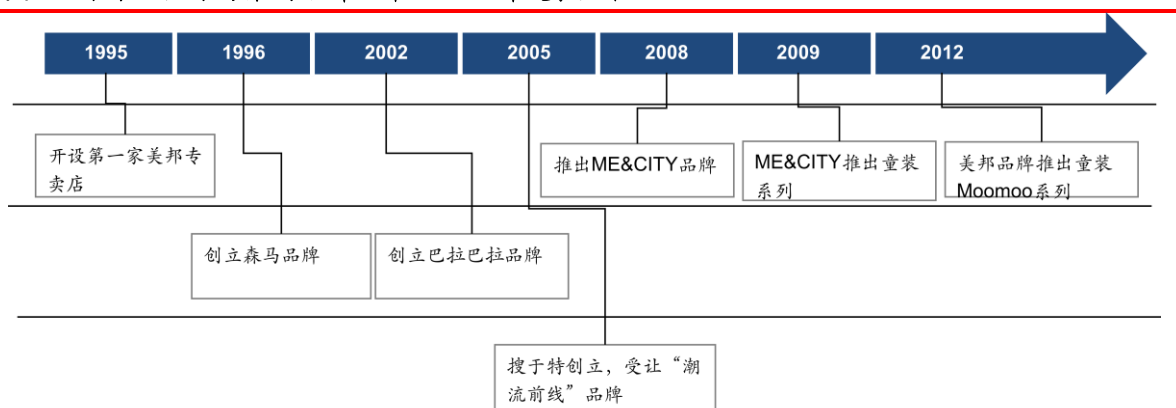
品牌	2010 年销售额	备注	2010 年收入增速	门店总数（大陆区）	直营店数	加盟店数	直营占比
美邦	75.00	人民币亿元	43.76%	3,659	690	2969	19%
森马	46.77	人民币亿元	46.38%	4,007	145	3862	4%
搜于特	6.33	人民币亿元	67.09%	1,166	128	1038	11%
佐丹奴	17.81	港币亿元，大陆区	9.10%	1,188	448	740	38%
班尼路	49.87	港币亿元，大陆区	22%	3,894			
真维斯	41.58	港币亿元，大陆区	10.88%	2,671	1122	1549	42%

资料来源：各公司年报、中投证券研究所

1.1 市场定位有所差异，产品延伸策略各有千秋

美邦服饰、森马服饰、搜于特同属大众休闲服饰子行业，但由于其发展阶段以及延伸策略不一样，旗下品牌目标消费群体定位有所差异：

图 1 国内大众时尚休闲服饰上市企业品牌发展历程



资料来源：公司网站、中投证券研究所

1) 美邦服饰 1995 年设立“美特斯邦威”（MB）品牌，面向 16-25 岁的年轻群体，2008 年向中高端延伸，设立“ME&CITY”（MC）品牌，针对 22-35 岁的都市时尚群体，2009 年 MC 品牌拓展至“童装系列”，面向 3-13 岁儿童群体，2012 年 MB 也将延伸至童装系列；

2) 森马服饰 1996 年设立“森马”品牌，面向 16-25 岁消费群体，2002 年拓展至针对 3-12 岁儿童的“巴拉巴拉”品牌，目前主要通过品牌内部产品系列化来细分不同市场；

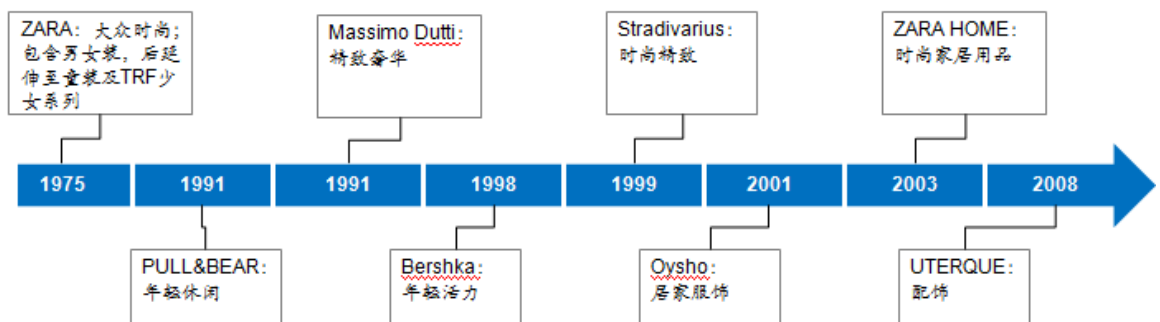
3) 搜于特自 2005 年设立以来保持“潮流前线”单品牌运营，目标客户群为 15-29 岁消费群体，2008 年根据产品风格进行系列化细分。“潮流前线”市场定位三四线市场，价格定位比 MB 和森马品牌低 20% 左右，形成差异化竞争。目前搜于特收入高增长主要依赖渠道快速扩张。

1.2 产品的创新和延伸是企业持续增长的动力之源

鉴于消费者的需求会不断改变和升级，服装品牌容易老化，**服装企业通过不断丰富和创新产品，设立新品牌和新系列来延续品牌竞争力**。消费群体的扩大、消费群体结构的改变以及消费者的品牌升级都给品牌服饰运营企业带来新的机会。

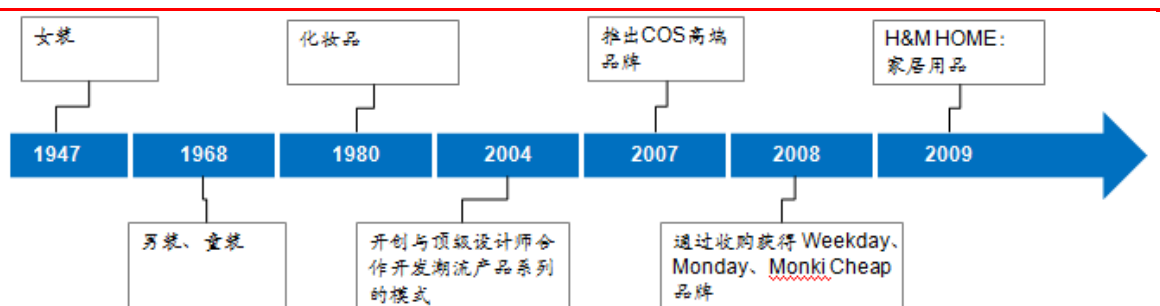
国际知名服饰企业 Inditex 集团（ZARA 母公司）和 H&M 发展到现在的千亿规模，也是品牌和品类系列不断延伸发展的结果。

图 2 Inditex 的产品拓展历程



资料来源：ZARA 年报、中投证券研究所

图 3 H&M 的产品拓展历程



资料来源：H&M 年报、中投证券研究所

在消费者需求不断升级的进程中，品牌服饰企业采用多品牌或品牌内部多系列战略来延伸产品，避免品牌老化：

多品牌模式能跳脱出原来的品牌定位，直接以一个新的模式和风格来面对新的消费群体，当低端品牌向高端品牌延伸时，可以避免原先的低端品牌形象拖累高端产品的推出，往往采用新立品牌模式。

多系列模式优势在于：建立一个新品牌，往往需要大量的品牌投入，而在原先的品牌旗下建立多个系列，**避免了新品牌创立前期的大量品牌投入**，并且可以共用原来已建立的渠道网络，避免新开店面造成的巨额支出。

美邦服饰在产品档次从中低端向中高端延伸的过程中，采用了多品牌战略，而同档次不同年龄层次的划分则采用同品牌不同系列的策略，中高端产品需设立新的品牌来摆脱原来较低品牌形象的拖累，目前 MC 品牌的产品风格和价格定位还有待进一步与市场需求磨合；森马在向不同年龄层次拓展的过程中采用多品牌运营，建立专业的童装品牌形象。

从美邦、森马和搜于特未来几年的发展战略来看，还将主要采取品牌内部多系列拓展的模式，避免打造新品牌的大量支出。美邦产品重新布局多层次系列化，森马品牌新增了都市、淑女系列等。

1.3 媒体受众碎片化使品牌营销多元化发展，打造品牌投入增大

随着消费群体接受信息的渠道越加多元化，服饰龙头企业品牌营销逐步走入多元化，打造品牌的难度和成本都进一步加大，未来品牌的进入壁垒将越来越高。美邦和森马通过电视、网络、平面以及举办主题活动等多种渠道打造品牌，营销支出也较大；搜于特处于渠道高速扩张期，品牌营销投入绝对值相对较小，瞄准三四类市场年轻群体普遍比较关注的热点栏目以及 QQ 秀等。

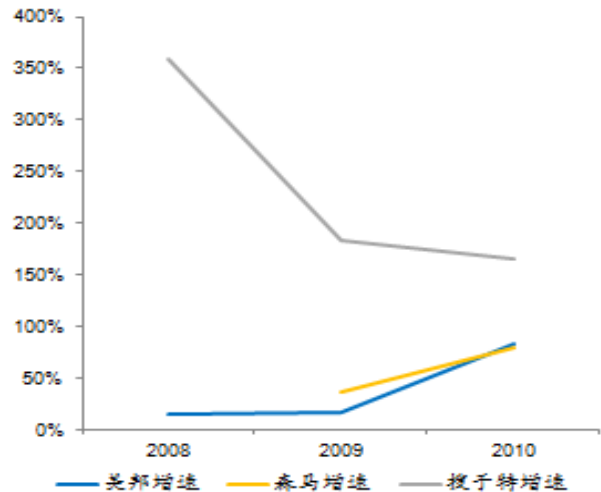
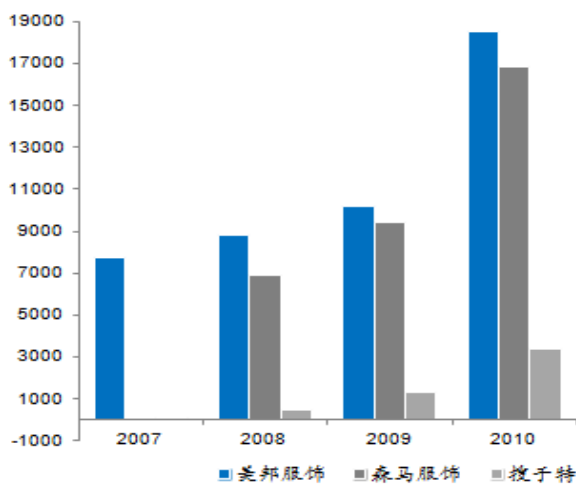
表 2 不同品牌的宣传模式

宣传模式	美邦	森马	搜于特
明星代言	周杰伦、林志玲、潘玮柏、张韶涵	李敏镐、罗志祥、Super Junior-M	宋慧乔、谢霆锋
电视广告、冠名	冠名“加油！好男儿”	冠名“快乐女声”	在“快乐大本营”、“非诚勿扰”以及上百个地方电视台插播广告
	冠名湖南卫视“成人礼”	与央视合作偶像剧《青春舞台》	
	与“快乐大本营”合作 MTEE 专题		
	植入“一起来看流星雨”		
网络宣传	知名网站视频、微博、人人等宣传	知名网站视频、微博、人人等宣传	在知名网站以及 QQ 秀投放视频广告
杂志广告	流行时尚杂志	时尚杂志	在《中外服饰杂志》、《中国服饰报》等投放平面广告
电影合作	与变形金刚合作，推出系列 T 恤	与钢铁侠 II 合作，推出主题产品	
	与功夫熊猫、怪物史瑞克等合作，推出相应 T 恤		
	与变形金刚 3 合作，电影植入、推出相应 T 恤等		
主题活动	“MTEE 传统文化潮流化”体验展：推出黑猫警长等动漫形象的 T 恤	森马什么 TEE 创意活动	
		新年单曲《PerfectMatch》来推广羽绒服	
		“青春潮人帮”选秀活动	
事件营销	世界杯：推出“我爱世界杯”专款 T 恤	虎年贺岁 SJM 限量款发售	
	奥运会：推出奥运主题 T 恤和衬衫		
	世博会：参与世博民营企业馆，向全球展示企业服饰		

资料来源：公司网站、中投证券研究所

美邦、森马的广告宣传费用支出较高；搜于特的广告支出相对较低，但目前打造品牌的力度较大，营销支出以较快速度增长。

图 4 休闲服饰上市公司广告宣传费用支出（万元） 图 5 休闲服饰类上市公司广告宣传费用支出增速



注：美邦的广告宣传费用支出通过支付的广告和业务宣传现金流近似替代

资料来源：公司公告、中投证券研究所

从国际知名品牌的经验看，H&M 和 ZARA 有两点营销经验值得美邦、森马学习：

1) H&M 每年会与顶级设计师合作推出大众时尚款，借助大牌设计师的影响力，并凭借大规模的营销取得了较好的宣传效果；

2) ZARA 主要通过“少量、多款”的时尚产品吸引消费者：其产品周转快，顾客需要经常光顾店面并及时购买产品。ZARA 广告费用仅占销售收入的 0.3%。

二、渠道增长空间广阔，渠道策略有所差异

2.1 渠道数量仍有较大发展空间，发展阶段不同决定渠道增速差异较大

从企业的发展阶段来看，发展初期的企业渠道覆盖率低，可通过跑马圈地快速开店来迅速占领空白区域，采用粗放式的外延扩张快速提升规模；当店铺数量达到一定规模时，渠道增速趋缓，店铺的内生增长成为最重要的驱动因素，需通过产品的丰富创新以及品牌影响力的增强来提升单店收入水平。

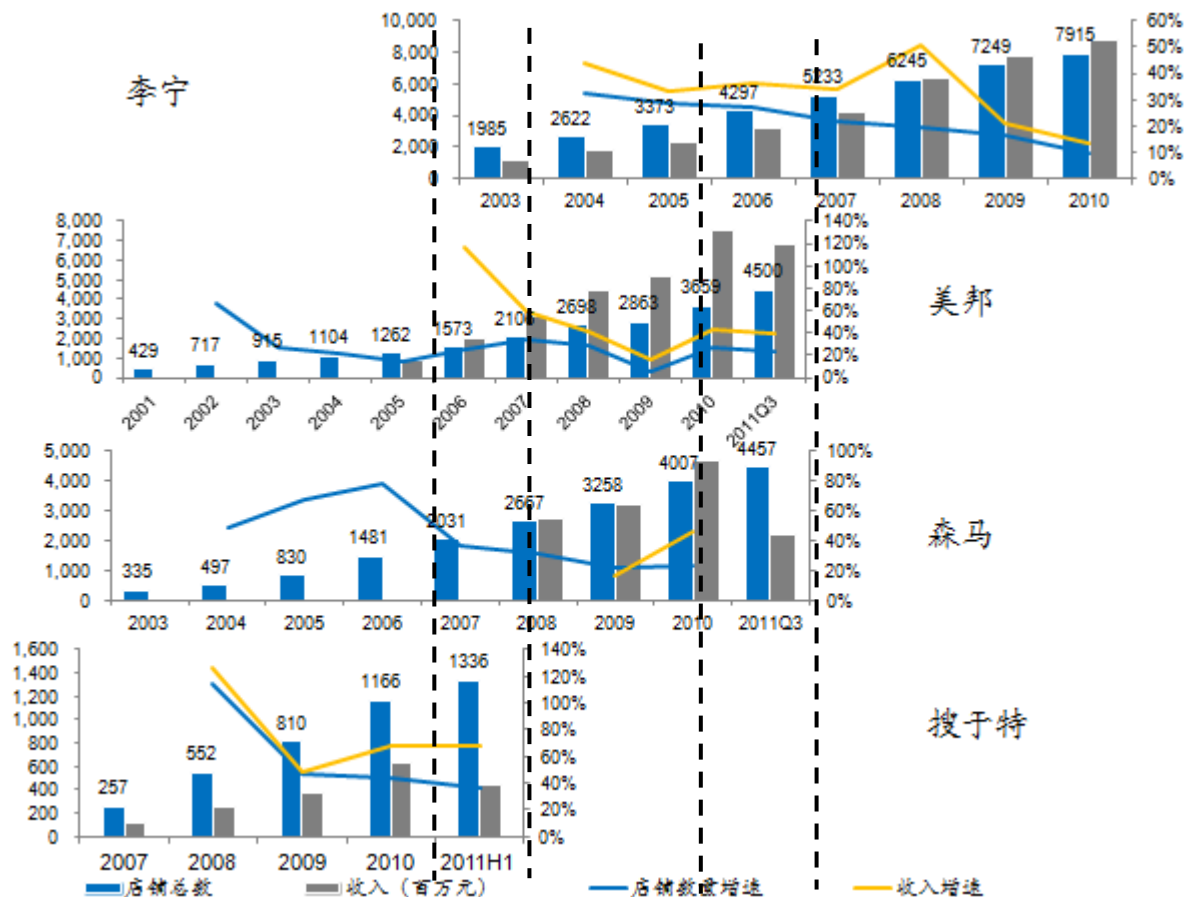
国内服装店铺的可铺设数量与服装类型、产品档次、渠道模式等因素相关。对于中低端青少年休闲服饰以及童装品牌，多采用街边店这种专卖店的经营模式。该类产品忠诚度较低，产品的购买具有一定随机性，需在人气聚集的商业街多铺设渠道来刺激购买。另外，休闲服饰产品多样，穿着舒适，适合多种场合，目前渠道模式也朝全能型大店和精品型小店的多元化模式发展，渠道数量可达较高水平。

从渠道总体空间来看，每个地域的居民都有休闲服饰需求，且对于大众必需服饰，尽量希望有就近的渠道购买，因此每个地域都有休闲服饰店铺需求。截至 2010 年底，全国共有直辖市 4 个，地级市 283 个，县 2856 个。根据地区人口数量以及经济发展水平的不同，可开店数量有所区别，预计直辖市开店数量可达 15 家以上，地级市开店可到 5-8 家，县镇可有 1-2 家店铺。经测算国内可开店铺有 5000-8000 家的规模。

以运动品牌的发展历程来看：2000-2009 年运动品牌李宁、安踏等品牌规模增长 10 倍以上，每年店铺平均扩张速度达 20%以上，2010 年末店铺规模达到 7000-8000 家。

截至 2011 年三季度末，美邦品牌和森马品牌的渠道数量近 4500 家，跟 2006-2007 年的李宁比较像，预计未来三年的门店扩张速度能达到 15-20%左右。搜于特渠道数量仅 1000 多家，虽然仅定位三四类市场，但渠道增长空间依然巨大，目前渠道数量和渠道面积增势迅猛，预计未来 2-3 年渠道增速在 30%左右。休闲服饰可穿场合更多，产品系列的拓展空间更广，比体育服饰有更广的市场空间，渠道规模可能超过体育品牌。另外，森马的“巴拉巴拉”童装品牌 2011 年末数量达 3200 家，预计未来三年渠道增速在 20%以上。

图 6 国内上市休闲服饰企业的渠道发展阶段分析

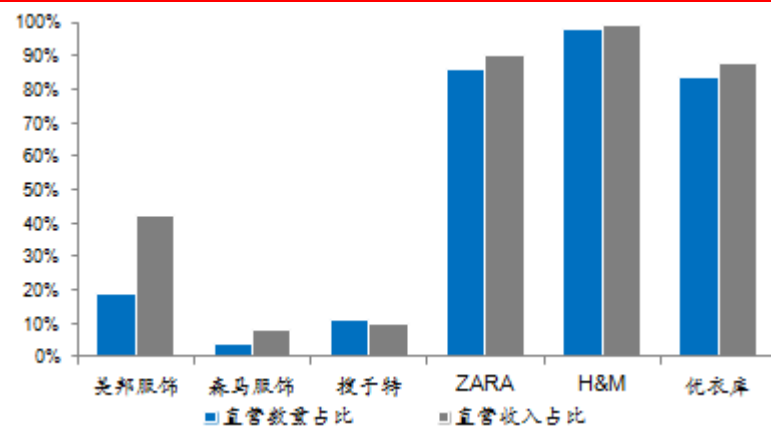


资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 美邦直营布局一二线，直营占比高；森马、搜于特以加盟扩张为主

国内休闲服饰企业美邦直营占比最高，2010 年直营门店数量占比达 19%，直营收入占比 42%，由于对直营门店的精耕细作，2011 年前三季度直营门店平效提升达 20%以上，直营收入占比近 50%，但与 ZARA、H&M 及优衣库直营门店数和直营收入占比均达 80%以上的水平仍有一定差距；森马服饰直营门店占比仅 4%，直营收入占比 8%；搜于特直营数量占比 11%，直营收入占比 10%，由于搜于特大部分直营店是商场装柜，其直营单店收入反而低于加盟店。

图 7 休闲服饰企业直营门店数量和收入占比（2010 年数据）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

从渠道的布局来看，美邦、森马的直营渠道布局在一二线城市，以三四线城市为主力市场的搜于特也有少量直营店铺设在一二线城市优势位置。采用一二线城市直营布局，三四类市场加盟模式主要基于以下几点原因：

- 1) 一二线城市直营形象店起到品牌宣传作用，辐射周边市场，刺激周边优质加盟商资源开店；
- 2) 流行趋势往往从一二线市场开始，逐步延伸至周围的三四类市场，在一二线市场设立直营店铺，有利于借助直营终端更好地掌握目前的流行趋势，推动企业自身的产品设计；
- 3) 品牌运营商需摸索一套成熟的店铺运作制度体系，直营店的设立有利于公司建立有效的店铺运作系统，并成为周围三四线城市加盟店店铺管理的标杆。

在三四线城市，国内休闲服饰品牌多采用加盟店模式，基于以下原因：

- 1) 我国地势广袤，可开门店数量多，在品牌发展初期，可通过加盟形式快速提升全国市场占有率，以外延门店扩张形式增大企业规模。美邦和森马在成立初期，都确立了以加盟为主的渠道扩张模式，降低了初始投资，走上了收入规模快速增长的快车道；目前的搜于特也主要是采取加盟模式高速增长；
- 2) 我国不同区域市场消费者受收入水平、经济文化等因素的影响，差异巨大，当地加盟商更了解当地的市场，尤其是有多年服装经营经验的优质加盟商，能根据当地商圈情况准确订货、科学管理，促进店铺效益。品牌运营商若通过直营模式在多个三四线区域开设店铺，缺乏对当地的了解，且增大管理难度；
- 3) 目前国内品牌运营商的加盟模式往往是买断形式，降低了品牌运营商的存货压力。

从未来渠道模式的发展来看，美邦一二线城市的直营大店布局已经完成，未来通过加盟店模式进行渠道下沉是店铺扩张的主要增长点；森马的休闲服和童装渠道将并驾齐驱，主要采取加盟模式扩张，其中童装渠道增速更快，2011年童装店铺增长在 700 家+；搜于特目前基数小，空白市场大，公司对加盟商大力扶持，预计未来三年渠道扩张规模在 350 家以上。

2.3 渠道管理模式对比分析

从渠道终端管理看，美邦和搜于特都是扁平化的一级加盟商管理，单店加盟较多，对加盟商的控制力度强；森马采用二级加盟商管理，把单个市或县的加盟管理权外包给一级加盟商，由其开拓其他加盟商，并代理其二级加盟商向品牌公司订货，森马通过对经销商的精细化监督管理提升渠道控制力，另一方面，在当地店铺销售情况好时，一级代理商可迅速开拓市场，保障快速开店速度。

表 3 加盟管理模式

	美邦服饰	森马服饰	搜于特
加盟管理模式	一级加盟商管理，单店加盟多	二级加盟商管理，市或县区域外包一级加盟商管理开拓	一级加盟商管理，单店加盟较多
加盟商数量	多，加盟商平均开 1-2 家店	较多，大型加盟商开店数 10 家	较多，大的加盟商开店 10 家左右
渠道管理特点	直营渠道精细化运作，2011 年直营平效显著提升	精细化管理加盟商，加强终端控制力	“百强”加盟商计划，针对优质加盟商大力补贴支持
拿货折扣	5.5-6 折，折扣店货品 3 折	森马平均 5 折，巴拉巴拉平均 4.5 折	普通加盟店：平均 4.5 折
店铺数量	约 4500（2011Q3）	约 4800（2011 末）	1400+（2011Q3）
直营数量/收入占比（2010 年）	19%/42%	4%/8%	11%/10%
网络布局	一二线城市直营；三四线城市加盟	主要在二三四线城市	三四线城市
控制力	强	较强	较强
存货压力	大	较小	较小

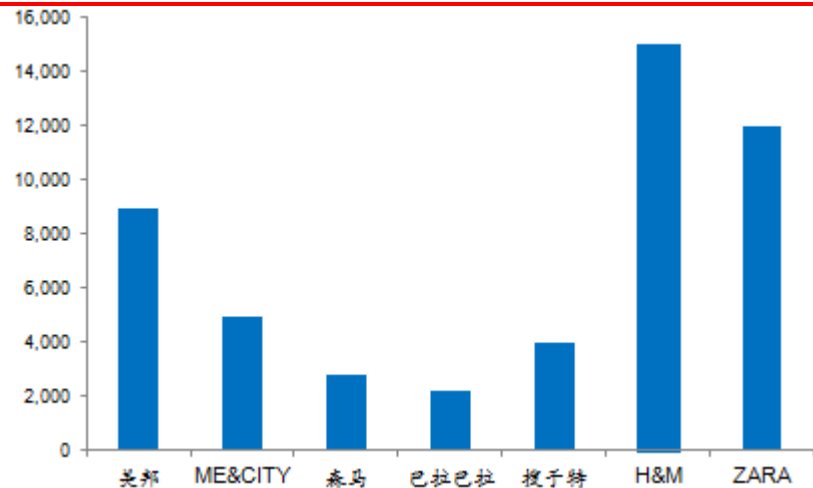
资料来源：中投证券研究所

三、设计款式多样、产品时尚成熟度提升

3.1 在产品方面，三家大众休闲服饰企业产品款式多、设计支出大

1) 设计款式较多，美邦、森马、搜于特旗下各品牌的上市款式均在两千款以上，但款式数量与国际休闲服饰巨头 H&M 和 ZARA 比还有一定的差距。

图 8 2010 年各公司上市款式



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2) 注重市场调研以及从时尚展示等多方渠道来获取信息，包括国际国内服装市场的考察，时装发布会、时尚杂志、与服装品牌色彩咨询公司的合作等，美邦和森马还通过与电影大片合作，推出主题服饰产品等。

和国际品牌 ZARA、H&M 和优衣库相比，有以下两方面值得借鉴：

1) H&M 每年会与顶级设计师合作推出大众时尚款，借助大牌设计师，产品获得市场追捧。优衣库在 2010 年也采取了与知名设计师合作的模式，推出的+J 系列供不应求。

2) ZARA 借助“极速供应链”的力量，设计款式多，产品周转快，能根据市场消费需求及时调控产品设计。

在研发投入上，美邦设计投入大，产品设计团队人数多；搜于特研发支出绝对值较低，但占收入比重为 1.5%，高于森马的 0.8%。

图 9 森马、搜于特设计人员数量

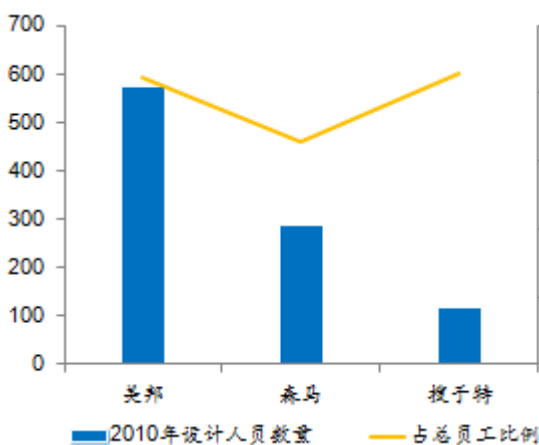
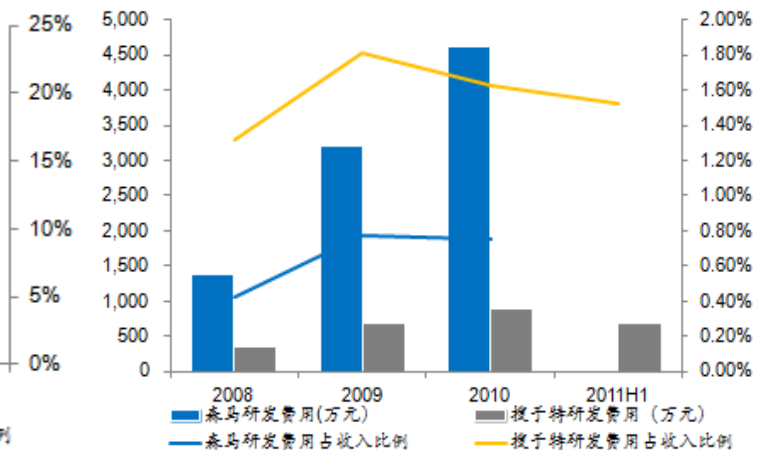


图 10 森马、搜于特研发费用占收入比例



资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 品牌多系列运作，确立每类产品的鲜明特征

目前美邦采用多层次多系列运作，森马品牌的产品系列也在逐步增加，搜于特具有淑女、时尚、校园系列。在产品线不断延伸的同时，产品系列化运作保持每类产品明确的市场定位和风格特征，有利于公司的规划和消费者的识别记忆。目前美邦针对都市系列专设有 Tagline 店铺，店铺的形象和陈列全面升

级，搜于特也设立了专门针对某一产品系列的精品小店和系列齐全的综合型大店。

图 11 美邦品牌产品系列

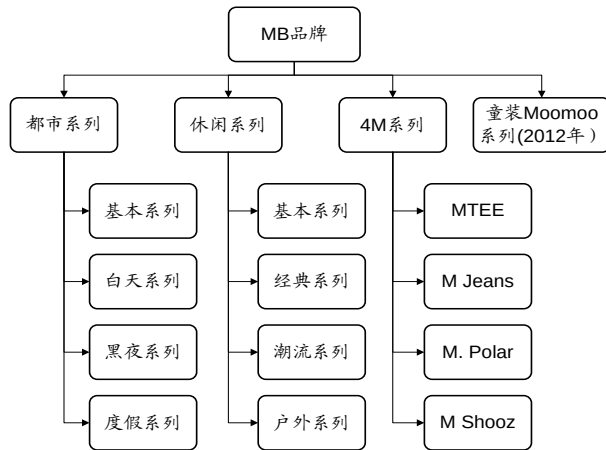
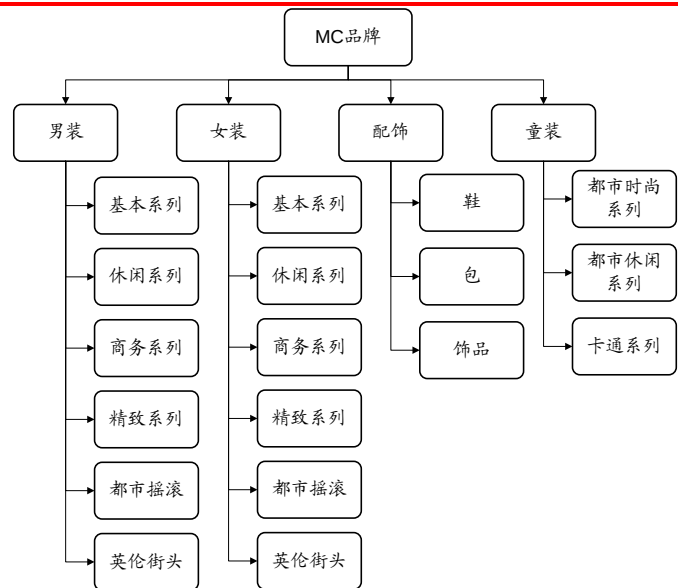


图 12 ME&CITY 品牌产品系列



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 13 森马产品系列

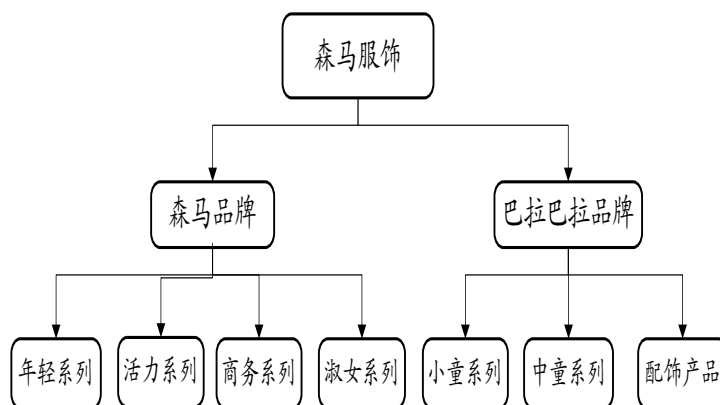
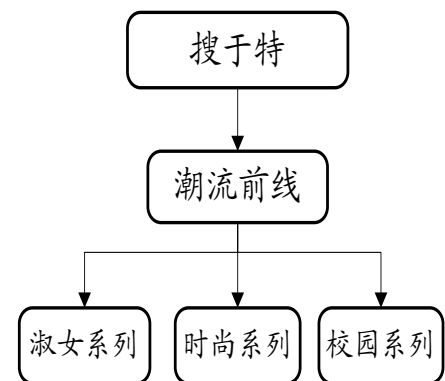


图 14 搜于特品牌产品系列



资料来源：公司网站、中投证券研究所

3.3 美邦、森马都市系列风格成熟化，搜于特以价廉取胜

美邦产品系列丰富，风格多样，都市系列风格成熟化，吸引大学生群体以及初入职场的职场新人；森马 2012 年产品升级，都市系列风格也逐步成熟；搜于特产品色彩鲜艳，以吸引年轻、对价格敏感的人群为主。

图 15 林志玲代言美邦都市系列

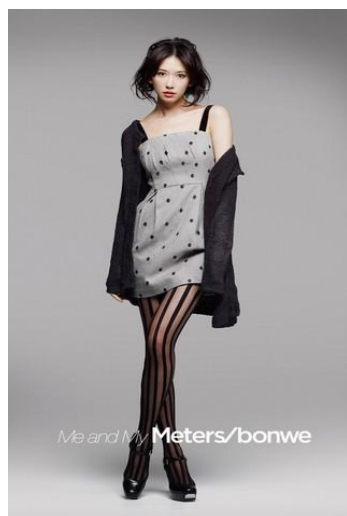


图 16 上图为都市白天系列，下图为都市黑夜系列



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 17 森马服饰系列



资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 18 搜于特服饰系列



资料来源：公司网站、中投证券研究所

以 2011 年冬季女士羽绒服的服饰价格来看，美邦价位 339-599 元，主流价格 399；森马价格 299-499，主流价格 399 元；搜于特 239-469，最常见价格 299 元。随着都市系列的推出，美邦服饰产品的价格带有所拓宽，2011 年都市冬装系列甚至出现了价格 2000 多元的皮草外套。

图 19 三大 A 股时尚休闲服饰企业类似的女士短羽绒服价格比较



资料来源：公司网站、中投证券研究所

四、供应链模式不断升级完善，但与国际巨头仍有差距

美邦、森马和搜于特的供应链系统仍处在不断地升级完善之中。美邦、森马对供应链系统的建立较早、投入力度大，目前系统较先进。但国内企业的供应链系统与 ZARA 及 H&M 相比还有一定的差距。

4.1 国内服饰品牌企业供应链系统逐步升级完善

目前美邦、森马渠道规模较大，更注重单店效益的深耕，产品向“快时尚”模式发展来提升单店收入。美邦和森马目前都在对产品的供应链结构进行调整：美邦已经针对产品特点区分时尚款、主题款和基本款，时尚款前导期较短，但

目前该部分比例仍较低；森马将于 2012 年尝试区分流行款与基本款，流行款前导期提升为 2-3 月，基本款仍保持 6-8 月的前导期，并希望未来能做到每月在网上订货。

供应链管理水平的提升是个长期逐步优化的过程，目前我们看到了国内优势企业在供应链管理上的投入和努力，未来将逐步向 ZARA 和 H&M 等优势企业看齐。

表 4 国内时尚休闲服饰上市企业供应链模式对比

	美邦服饰	森马服饰	搜于特	评价
供应链模式	设计自营、生产全部外包、销售直营加盟结合	设计自营、生产全部外包、销售加盟为主	设计自营、生产全部外包、销售加盟为主	国内服装产能过剩，众多品牌运营商生产均外包
产品供应链结构	区分时尚款、主题款和基本款，时尚款前导期较短	2012 年尝试区分流行款与基本款，流行款前导期 2-3 月，基本款前导期 6-8 月		
采购	超过 1 亿件，主要集中在长三角、珠三角	超 1 亿件，集中在长三角、珠三角	集中在长三角、珠三角	
采购模式	FOB、CFOB 为主	IFOB、CFOB 占绝大多数	自主采购面料的 80%	美邦、森马的原材料采购主要由成衣厂完成，专注核心设计和营销环节；搜于特 80% 原料自己采购，通过大量采购降低成本
订货会频率	一年 6 次，夏季和冬季各两次	一年 4 次，每季一次	一年 4 次，每季一次	订货会频率逐步提高可缩短产品上市周期，森马未来也将提升订货频率
订货金额占比	50%	75%	80%	美邦直营模式不通过订货会，且补货比例相对较高
仓储配送	7 大配送中心、28 个子公司仓库，建立核心分拣系统，日均可分配 50 万件	3 大配送中心，每年上亿件订单处理能力，核心配发中心仍在建设完善	2 大仓库，2012 年开始建设配发中心	美邦、森马销售量大，配送系统功能强大，且美邦自营店多，仓库布局较完善；随着销售量迅速增加，搜于特开始建设大型配送中心
物流运输	外包	外包	外包	
信息系统	SAP EPR 系统，与供应商、加盟商、物流公司等全方位对接	募投 2.6 亿建立 SAP ERP 等多个系统	道讯 ERP 系统，使用 2300 万募投资金建立完善	美邦信息系统建设早，投入大，覆盖全面；森马、搜于特信息系统仍在建立完善中

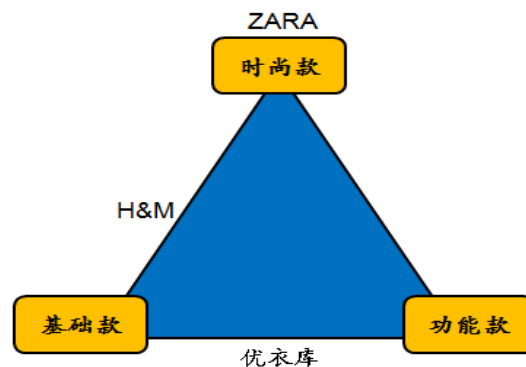
资料来源：中投证券研究所

4.2 与 ZARA、H&M 相比，供应链管理仍有较大提升空间

从国际休闲服饰巨头 ZARA、H&M、优衣库的成功经验来看，它们具有明晰的产品定位，并建立配套的供应链模式来支持产品的运营。ZARA 以“快时尚”的产品著称，所以建立极速供应链来保证产品的新鲜度；H&M 建立基本款（60%左右）、和流行款相结合时尚三角，配套双供应链模式：基本款每年

款式变化不大，通过常规的供应链来极力压低成本；流行款采用高速供应链来保持时尚程度；优衣库服饰多采用基本款，通过大量采购，增长前导期的供应链模式来降低成本，同时通过提升面料的科技含量来提升产品附加值，增强产品的差异化程度。

图 20 ZARA、H&M 和优衣库的产品特征



资料来源：中投证券研究所

表 5 ZARA、H&M 和优衣库的经营模式对比

	ZARA	H&M	UNIQLO
国家	西班牙	瑞典	日本
定位	买得起的快速时尚	以最优的价格提供时尚和品质	以优质服装改变世界
消费群体	25-35 岁对时尚敏感的消费群体	22-35 岁的消费人群	22-35 岁的消费人群
产品特点	产品为时尚款	时尚三角：产品分为基本款（60%左右）、时尚款	70%~80%是基本款，研发特殊面料的功能款，目前也在加大时尚款比例
主要财务数据	2010 年 ZARA 品牌收入 CNY720 亿，EBIT CNY137 亿	2010 年收入 CNY1020 亿，EBIT CNY232 亿	2010 年收入 CNY513 亿，EBIT CNY103 亿

资料来源：各公司年报、中投证券研究所

对于时尚休闲服饰企业，供应链管理的重要性体现在以下几个方面：

1) 时尚款由于其产品生命周期短，需要缩短从设计到上市的前导期，良好的供应链体系加强供应链各环节的协调，保证企业根据销售数据快速设计产品并上货；

2) ZARA 和 H&M 产品包含大量时尚款，上市款式也分别达到了 1.2 万款和 1.5 万款。要做到对数量繁多的设计款式准确及时地送达不同区域的众多门店，并且每周需多次配货，这就要求服饰企业拥有快速反应的供应链体系来支持货物的运转；

3) 供应链系统的良好管控助力控制成本，提升毛利。

ZARA 和 H&M 在发展过程中摸索出了适合自身的极速供应链和双供应链模式。

表 6 ZARA 和 H&M 的供应链模式对比

	ZARA	H&M	评价
--	------	-----	----

供应链模式	极速供应链	双供应链：流行款采用快速供应链；基本款采用常规供应链	ZARA 供应链各环节不断优化以达到“极速”，H&M 基本款以低成本为核心，流行款不断缩短前导期
供应链速度	14 天	快速供应链：2-3 周；常规供应链：6 个月	
设计	设计团队	260 名设计专家、市场分析专家和买手组成“三位一体”的设计团队；	跟顶级设计师合作开发流行款
	上市款数	模仿流行趋势，每年总设计 4 万款，上市 1.2 万款	每年上市款式达 1.5 万款
生产	生产模式	50%自产，自有 22 家工厂，50%外包；内部工厂预留 85%产能给当季补货	生产全部外包
	供应商	供应商 70%来自欧洲，集中于 ZARA 总部较小范围内；其余主要在亚洲；劳动密集型工序全部外包给周围工厂，对供应商专业化分工	700 家供应商，22 个采购中心，分布各大采购地域；流行款在欧洲生产，基本款在亚洲生产
	采购	提前低价采购大量白坯布，40%的面料来自集团内部	基本款提前 10 个月采购生产，每次订单 10 万件以上
物流	配送中心	物流设施投资超 1 亿欧元；总部配送中心每小时分拣 8 万件；出错率小，订单 8 小时内分拣完毕	配送中心每天可分拣货物 160 万件，物流过程可全程跟踪、监控
	运输模式	总部配送中心直通高速公路且附近有空运基地；每周配货 2 次，到货时间：欧洲 24 小时，美洲 48 小时，亚洲 48-72 小时	基本款采用海运，流行款主要以公路、铁路运输
渠道	门店数	2010 年门店数 1723 家，86%直营	2010 年门店数 2206 家，98%直营
	补货	销售信息每日反馈总部；根据库存和未来两周销售预期每周补两次货，补货量占销售量 85% 滞销产品取消原生产计划；畅销产品迅速补货，但最多补货两次	每日反馈销售数据，流行款及时补单，补货量占销售额 40-50%

资料来源：ZARA、H&M 公司年报、中投证券研究所

从供应链模式可以看出 ZARA 确立“快时尚”定位后，供应链各环节极度优化来确保产品的“快”，为了快速，牺牲了一定的成本，包括雇佣众多买手来搜集信息迅速设计，70%在欧洲生产，在物流配送上投入大量资金，采用空运模式等。其结果做到 2 周快速上货，虽然产品售价比 H&M 高 30-50%，但因多款、少量、时尚促使消费者愿意支付产品溢价。而 H&M 消费群体更为广泛，产品系列众多以满足不同消费者的需求。基本款采用“低成本”战略：在全球发掘供应商资源，合理分配生产资源，并通过每批次大量订单（通常 10 万件以上）来极力压低成本，基本款提前 10 个月采购且大量采用海运；时尚款采用快速供应链来迎合市场潮流。

目前国内优势企业多向 H&M 的模式学习，产品采用基本款和时尚款相结合的模式，但是供应链水平还与 H&M 有一定的差距，时尚款的前导期应较短，但是国内企业时尚款还是以提前 6 个月订货居多，未来供应链效率的提升非常关键。

五、财务数据对比分析

5.1 成长能力指标

国际服饰巨头 Inditex、H&M、迅销已经进入稳定增长期，成长速度较慢；国内市场成长空间仍较大，美邦、森马以及搜于特的增速相对较高。2011 年以来，H&M、迅销由于销售费用高企，均出现了利润增速低于收入增速，甚至利润负增长的情况。

图 21 大众时尚休闲服饰企业收入增长率

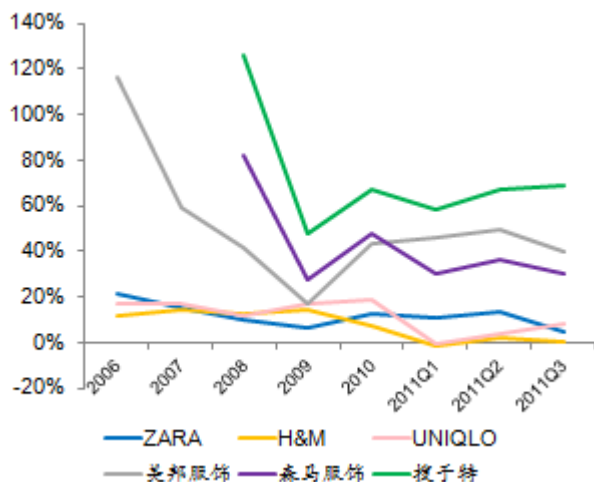
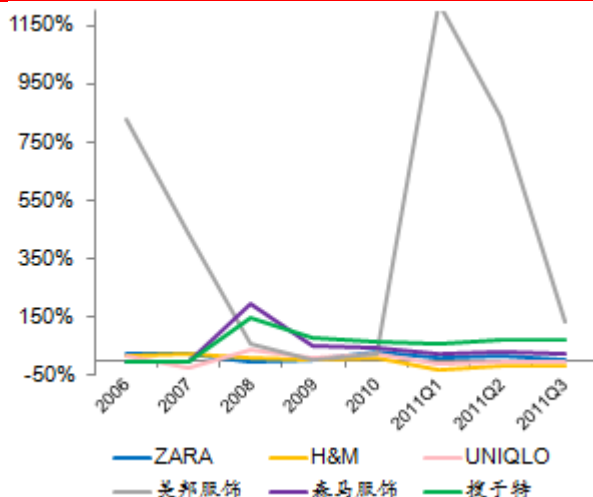


图 22 大众时尚休闲服饰企业净利增长率



资料来源：公司公告、wind、bloomberg、中投证券研究所

5.2 盈利能力指标

由于 ZARA、H&M 和优衣库直营占比大，毛利率也较高。相应地企业的期间费用率也较高。H&M 对费用的管控能力较强，净利率一直维持在较高水平。森马服饰和搜于特渠道模式以加盟为主，毛利率较低，但由于其出色的费用管控能力，净利率较高。美邦、优衣库费用率较高，净利率相对较低。

图 23 大众时尚休闲服饰企业毛利率

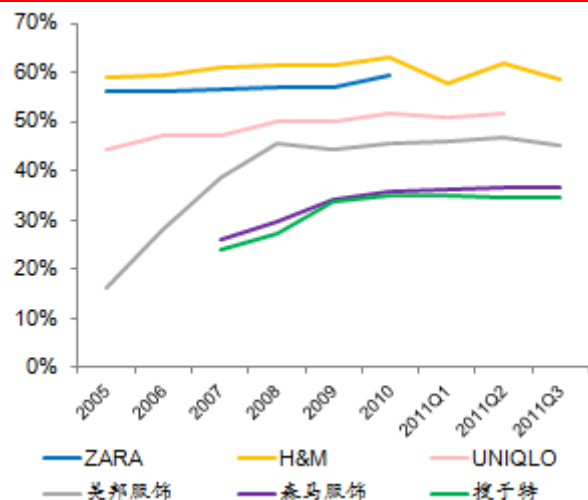
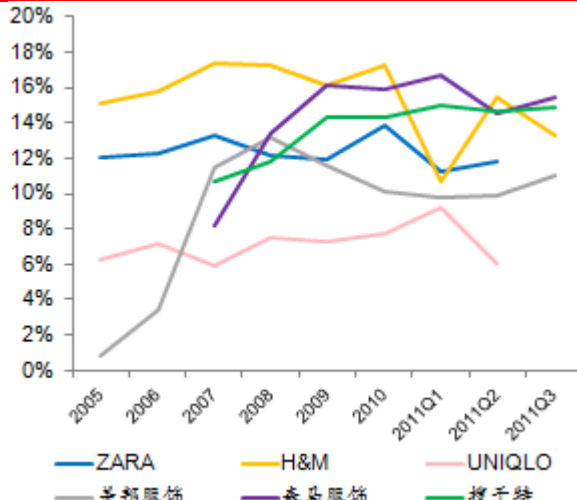
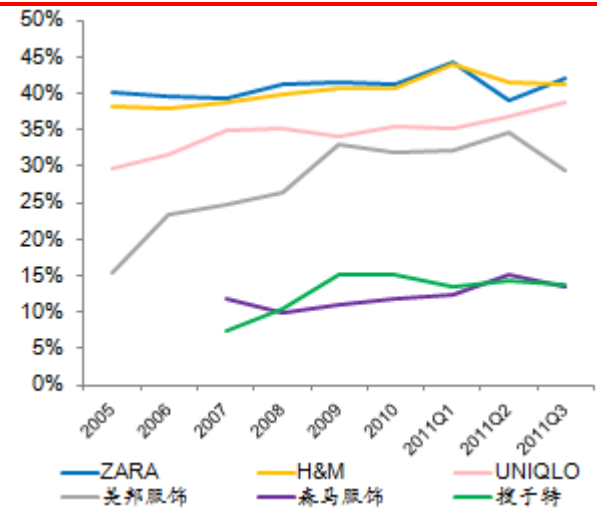


图 24 大众时尚休闲服饰企业净利率



资料来源：公司公告、wind、bloomberg、中投证券研究所

图 25 大众时尚休闲服饰企业期间费用率



资料来源: wind、bloomberg、中投证券研究所

美邦服饰直营占比大, 销售费用率较高, 自 2008 年以来, 销售费用率始终保持在 20% 以上。2011 年前三季度的销售费用率为 24.12%, 呈现一个明显的下降趋势, 从以往的财务数据来看, 年报的销售费用率一般低于当年前三季度的销售费用率, 因此 2011 年销售费用率有望比 2010 年的 26.51% 低 2-3 个百分点。森马和搜于特由于加盟占比高, 销售费用率维持在 10% 左右的低位。

图 26 国内大众时尚休闲服饰企业销售费用率

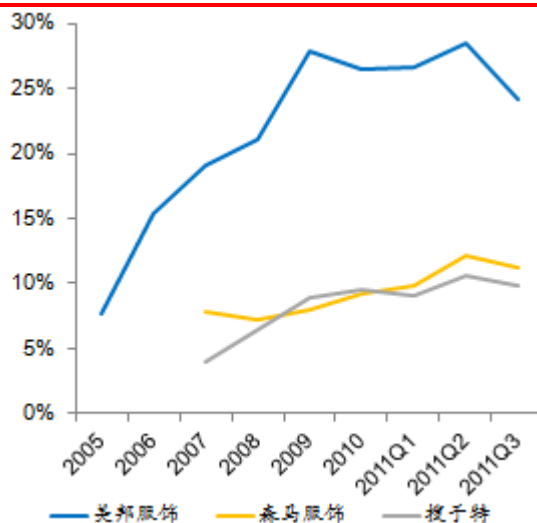
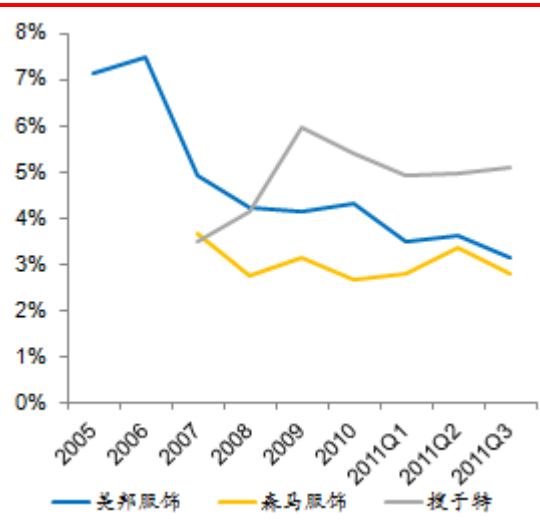


图 27 国内大众时尚休闲服饰企业管理费用率

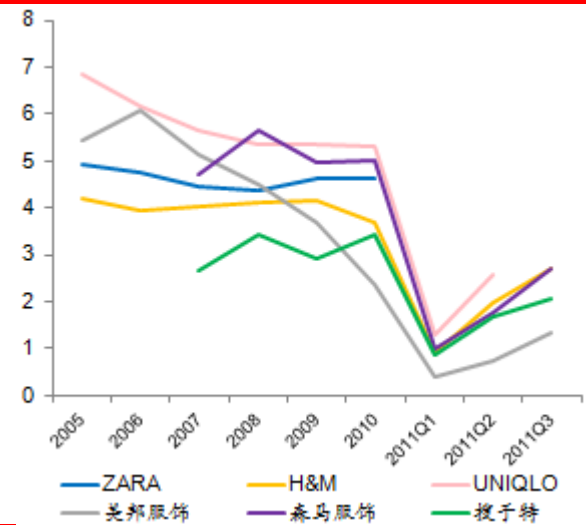


资料来源: 公司公告、中投证券研究所

5.3 营运能力指标

ZARA、H&M 及优衣库的在直营占比较高的同时存货周转速度快; 美邦直营占比大幅增加的过程中, 存货周转率呈下行态势; 森马加盟占比高, 存货周转快; 虽然搜于特直营占比较高, 但因为其面辅料 80% 由公司直接完成, 存货中面料比例较大, 存货周转率低于森马。

图 28 大众时尚休闲服饰企业存货周转率

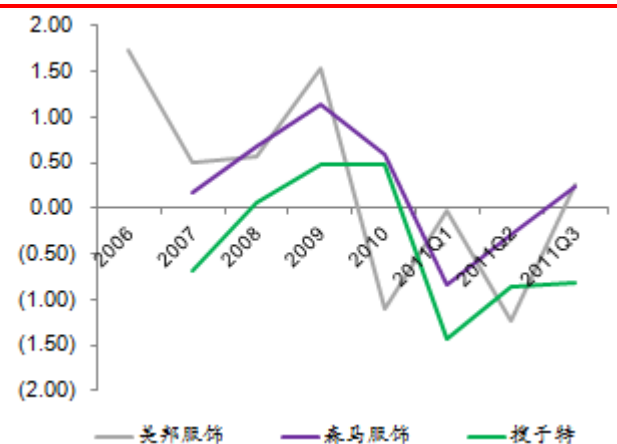


资料来源: wind、中投证券研究所

5.4 现金流量指标

从经营现金流净额/经营活动净收益来看, 美邦 2010 年由于存货大增, 经营现金流净额/经营净收益降至-1 以下, 2011Q3 现金流略有好转, 该比率达 0.26; 森马、搜于特分别在 2010 年、2011 年上市融资, 账上现金较充裕, 因此加大了对经销商的扶植力度, 2011 年以来经营活动现金流/经营净收益处于低位。

图 29 休闲服饰类企业经营现金流净额/经营净收益



资料来源: wind、中投证券研究所

六、投资建议

看好大众时尚休闲服饰的长期发展前景。目前搜于特低基数、高增长, 强烈推荐; 美邦产品丰富时尚度明显改善, 内部管理不断提升, 2012 年上半年后存货有望积极改善, 强烈推荐; 森马 2012 年供应链结构和产品风格将逐步调整, 市场认可有望进一步观望, 推荐。

预计搜于特 11-13 年 EPS 分别为 0.97、1.50、2.20 元, 针对 2012 年 EPS 给予 25 倍 PE, 预计搜于特合理股价为 37.50 元, 给予强烈推荐评级; 美邦服

饰 11-13 年 EPS 分别为 1.21、1.63、2.10 元，针对 2012 年 EPS 给予 22 倍 PE，预计美邦服饰合理股价为 35.86 元，给予强烈推荐评级；森马服饰 11-13 年 EPS 分别为 1.85、2.35、3.01 元，针对 2012 年 EPS 给予 18 倍 PE，预计公司合理股价为 42.3 元，给予推荐评级。

相关报告

报告日期	报告标题
2011-01-10	《美邦服饰深度报告：产品不断丰富时尚，打造中国的 H&M》
2011-01-10	《搜于特深度报告：差异化定位+渠道高增长助力业绩勃发》
2012-02-08	《森马服饰深度报告：森马产品改善+童装渠道扩张双轮驱动》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

石颖，中投证券研究所纺织服装行业研究员，清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434