

羽绒服行业深度研究报告

鸿雁翩翩时尚启蒙，国潮崛起前路迢迢

推荐（首次）

- **从中国制造到中国品牌，国内龙头企业发展大有可为：**国内羽绒服行业龙头化优势明显，以波司登为代表的国内企业有望通过聚焦主业和时尚化转型实现升级。国内企业通过产品、品牌、渠道、供应链四位一体深度协同，推进产品升级和品牌重塑，将羽绒服行业的中国制造升级成中国品牌，长期品牌力有望实现自下而上的升级，盈利能力提升可期。鸿雁翩翩时尚启蒙，国潮崛起前路迢迢。
- **国内品牌群渐次完善，对标海外产品升级趋势明确。**羽绒服于70年代进入中国市场，品牌群形成后步入跑马圈地式的快速扩张时期，后在电商及国际快时尚品牌的冲击下，行业全面调整。国际高端品牌 Moncler 和加拿大鹅入驻中国内地市场推动羽绒服行业向时尚高端化方向转型发展。目前我国羽绒服企业生产技术和工艺成熟，研发能力较强，产品品质到位，对标欧美成熟市场，具备高端时尚化转型条件。
- **行业格局利好龙头，时尚化升级趋势明朗。1) 客单价&渗透率双轮驱动市场扩容。**一方面，消费升级和原材料成本上行趋势下行业客单价稳步提升。我国人均可支配收入逐年提升，消费升级趋势明显，品牌羽绒服的设计溢价和品牌溢价日益凸显，平均单价逐年上涨。另一方面，对标欧美地区 30-70% 的渗透率，羽绒服有望通过轻柔蓬松、保暖性强的优势提升渗透率，行业市场规模有望进一步提升；**2) 中高端空档迎春到，行业集中度再提升。**随着 Moncler 和加拿大鹅在我国先后走红，为我国羽绒服行业引入高端时尚的概念，重塑消费者认知，打开羽绒服价格天花板，形成“两超一强多头”的竞争格局。目前，羽绒服市场中高端的竞争缺失有利于龙头波司登稳步升级，中低端价格带有望通过生产技术和供应链出清低质竞争者。国潮兴起背景下行业集中度有望进一步提升；**3) 未来趋势：功能性时尚助推行业升级，线上线下融合共促渠道优化：产品端：**目前行业处于转型发展期，产品功能性提升拓宽消费场景，时尚化转型吸引年轻消费群体，功能性和时尚性助推产品升级；**渠道端：**线下渠道方面，可凸显产品高端时尚的直营专卖店不断增加，门店地址由百货商店、街边店向核心商圈购物中心转移，门店形象和终端服务相应升级，线下门店配合产品高端时尚化转型全面优化升级；线上渠道在直播电商、社交电商带动下有望延续快速发展趋势。行业格局整体向好，龙头波司登迎来发展新机遇。
- **他山之石：Moncler&加拿大鹅高端占位，国内羽绒服行业消费启蒙。1) Moncler：世界羽皇，时尚前沿。**Moncler 由户外服饰起步，经 60 余年发展，定位时尚奢侈品成功转型；产品上多品类产品布局，明确时尚化方向；渠道上零售占比稳步提升，未来在开新店、扩面积的模式下，有望通过“世界羽皇”的品牌力开拓全球市场。**2) 加拿大鹅：定位专家，营销精准。**加拿大鹅历经祖孙三代 60 余年创业史，行业专家形象深入人心。产品上多品类布局提供多样性选择，“加拿大制造”功能性突出；品牌上通过故事文化营销积淀品牌底蕴；渠道上首创防寒标准 TEL 温度体感指数系统，独特门店体验凸显专业形象，未来有望通过零售和电商渠道进一步拓展全球市场。**3) 波司登：国产龙头，重塑新生。**波司登于 2018 年提出“聚焦主航道，收缩多元化，聚焦主品牌”的全新战略，回归聚焦羽绒服主业，借鉴 Moncler 和加拿大鹅成功发展经验，向时尚高端化方向转型。产品上，策划能力提升，功能性时尚性并举助推产品升级；渠道上，线下精细化管理配合时尚年轻化转型，线上有所突破发展前景广阔；供应链上，垂直整合优化供销流程，引入智能提升运营效率。公司转型升级初具成果，未来短期内有望通过渠道增量驱动营收，长期品牌力有望持续升级，盈利提升空间较大。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期；气候变暖风险。

华创证券研究所
证券分析师：郭庆龙

 电话：010-63214658
 邮箱：guoqinglong@hcyjs.com
 执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

 电话：010-66500831
 邮箱：chenmeng1@hcyjs.com
 执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

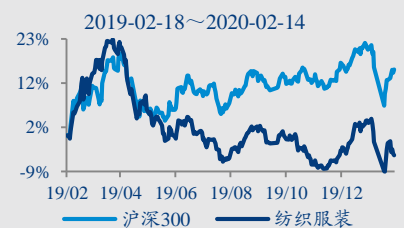
 电话：010-63215669
 邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	83	2.19
总市值(亿元)	3,922.83	0.6
流通市值(亿元)	3,171.95	0.66

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-7.78	0.74	-2.35
相对表现	-3.89	-6.74	-21.79


相关研究报告

- 《纺织服装行业周报（2018.04.16-2018.04.22）》
2018-04-23
- 《纺织服装行业周报（2018.04.23-2018.04.29）》
2018-05-02
- 《纺织服装行业周报（2018.05.14-2018.05.20）》
2018-05-23

目录

一、行业概况：国内品牌群渐次完善，对标海外产品升级趋势明确.....	6
（一）发展历程：品牌群渐次完善，迎良机转型升级.....	6
（二）产业链：上游出清下游优化，匠心生产步入新征程.....	8
（三）欧美市场：时尚升级突破壁垒，走向大众日臻成熟.....	11
二、发展趋势：行业格局利好龙头，时尚化升级趋势明朗.....	13
（一）发展空间：客单价&渗透率双轮驱动，行业扩容趋势渐明.....	13
（二）竞争格局：中高端空档迎春到，行业集中度再提升.....	15
（三）未来趋势：功能性时尚性助推行业升级，线上线下融合共促渠道优化.....	18
1、产品端：功能性时尚性并驱，转型升级进行时.....	18
2、渠道端：线下优化升级，线上未艾方兴.....	20
三、他山之石：Moncler&加拿大鹅高端占位，国内羽绒服行业消费启蒙.....	21
（一）Moncler：世界羽皇，时尚前沿.....	21
（二）加拿大鹅：定位专家，营销精准.....	23
（三）波司登：国产龙头，重塑新生.....	25
（四）财务对比：波司登盈利提升空间大，运营效率相对突出.....	29
（五）从中国制造到中国品牌，国内龙头企业发展大有可为.....	30
四、风险提示.....	30

图表目录

图表 1	身穿飞达厂羽绒服的登山运动员	6
图表 2	羽绒服行业品牌群初步形成	6
图表 3	羽绒服产量（万件/月）	7
图表 4	波司登市占率（%）	7
图表 5	波司登存货高企（天，%）	7
图表 6	波司登门店数量大幅减少（个）	7
图表 7	中国羽绒服进出口情况	7
图表 8	2017-2018 年波司登产品各价格段占比（%）	8
图表 9	波司登登峰系列定价突破万元	8
图表 10	羽绒服行业产业链	8
图表 11	鸭绒鹅绒单价走势（元/千克）	9
图表 12	填充用羽绒出口数量和金额（吨，百万美元）	9
图表 13	羽绒环保政策趋严	9
图表 14	柯桥纺织生产景气指数（服装面料类）	9
图表 15	柯桥纺织价格指数(服装面料类)	9
图表 16	羽绒服上游原材料选择注意事项	9
图表 17	羽绒服生产工艺流程	10
图表 18	波司登生产环节及机械化运用	10
图表 19	2018 年我国羽绒服销售渠道份额分布（%）	11
图表 20	羽绒服行业销售成本构成（%）	11
图表 21	全球羽绒服市场规模统计（亿美元，%）	11
图表 22	各国/地区羽绒服市场渗透率（%）	11
图表 23	欧美羽绒服行业发展历程图	12
图表 24	欧美羽绒服行业渠道模式	12
图表 25	欧美主要羽绒服品牌	13
图表 26	羽绒服行业生产成本构成（%）	14
图表 27	鸭绒鹅绒单价走势（元/千克）	14
图表 28	全国居民人均可支配收入（元，%）	14
图表 29	历年羽绒服平均单价与增速（元，%）	14
图表 30	2019 羽绒服消费者购买频率（%）	15
图表 31	羽绒服市场规模及增速（亿元，%）	15
图表 32	我国羽绒服市场主要参与者价格带分布	15

图表 33	Moncler&加拿大鹅&波司登百度搜索指数	16
图表 34	羽绒服各品牌热销经典款价格带分布情况	16
图表 35	波司登智能制造八大布局	16
图表 36	波司登周转率提升明显	16
图表 37	国潮兴起	17
图表 38	Moncler&加拿大鹅&波司登百度资讯指数	17
图表 39	行业 CR10 与波司登市占率 (%)	17
图表 40	1999-2018 年中国羽绒服十大品牌排名变动情况	17
图表 41	中国羽绒服相关专利申请数量 (项)	18
图表 42	中国户外运动羽绒服市场规模预测 (亿元)	18
图表 43	波司登与加拿大鹅产品功能性对比	18
图表 44	羽绒服时尚、年轻化演变	19
图表 45	2018 年购物中心关注服饰品牌榜 TOP50 节选	20
图表 46	波司登线下门店升级	20
图表 47	线上渠道各省大卖家数量分布 (个)	20
图表 48	2018-2019 波司登双十一、双十二电商成绩	21
图表 49	Moncler 发展历程图	21
图表 50	Moncler 主要产品示例	22
图表 51	Moncler Gamme Rouge 2014 秋冬时装秀	22
图表 52	Moncler 通过明星达人效应走红中国	22
图表 53	Moncler 各渠道收入占比 (%)	23
图表 54	Moncler 门店数量分布	23
图表 55	加拿大鹅发展历程图	23
图表 56	加拿大鹅主要产品示例	24
图表 57	加拿大鹅品牌营销事件	24
图表 58	加拿大鹅通过明星达人效应走红中国	24
图表 59	加拿大鹅各渠道收入占比 (%)	25
图表 60	加拿大鹅北京旗舰店	25
图表 61	波司登发展历程图	26
图表 62	历年羽绒服业务占比情况 (%)	26
图表 63	2017-2018 四大业务占比变化 (亿元)	26
图表 64	产品、营销、渠道、供应链四位一体深度协同助推时尚年轻化转型	27
图表 65	波司登当前各系列产品定位	28
图表 66	线上&线下销售额 (亿元, %)	28

图表 67 波司登羽绒服业务渠道数量变化情况.....	28
图表 68 供应链各环节流程及智能自动化情况.....	29
图表 69 波司登、加拿大鹅和 Moncler 营收与归母净利润对比（亿元，%）.....	29
图表 70 波司登、加拿大鹅和 Moncler 盈利能力对比（%）.....	30
图表 71 波司登、加拿大鹅和 Moncler 运营能力对比（%）.....	30

一、行业概况：国内品牌群渐次完善，对标海外产品升级趋势明确

2016年以来随着欧美高端品牌（Moncler、Canada Goose）逐渐在中国市场走红，为国内羽绒服行业引入时尚、高端概念，重塑行业认知。国产羽绒服龙头波司登推出定价高达11800元的登峰系列，与加拿大鹅看齐；2018年1000元以上产品占比明显提升，千元以下产品减少；2019年天猫双11的数据显示，波司登18-34岁的年轻客群同比提升51%，单价高于1800元的产品销售同比增长140%，引领羽绒服行业向高端时尚、年轻潮流方向发展。

海外高端市场上Moncler和加拿大鹅市场份额合计达22%，在中低端市场，还未形成具有绝对优势的行业领导者，玩家众多而分散，竞争态势激烈。

（一）发展历程：品牌群渐次完善，迎良机转型升级

1970-2000年：“面包服”初入中国，品牌群渐次完善。1936年羽绒服诞生于美国，70年代进入中国市场。起初因面料粗糙、缺乏质感、含绒率低、款式单调、颜色灰暗被称为“面包服”。随着生产工艺的改进，羽绒服由贴牌代工向自有品牌培育阶段发展。1975年初，我国第一个羽绒服品牌“双羽”诞生于上海飞达羽绒服装厂。飞达厂从1972年开始试制羽绒服，1974年8月接受国家登山服试制任务，为中国登山队赶制了50套羽绒制品。期间羽绒服行业取得初步发展，面料更加多样化，款式更加丰富，绣、镶、嵌、滚等技术逐渐应用于羽绒服生产。后续鸭鸭、雅鹿、波司登、大羽、雪伦、杰奥、坦博尔、雪中飞等羽绒服品牌逐渐形成，构成行业发展的中坚力量，行业品牌群初具规模。

图表 1 身穿飞达厂羽绒服的登山运动员



资料来源：上海档案信息网、华创证券

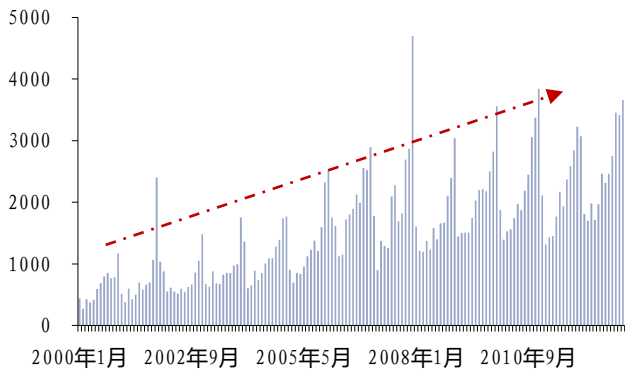
图表 2 羽绒服行业品牌群初步形成



资料来源：各品牌官网、华创证券

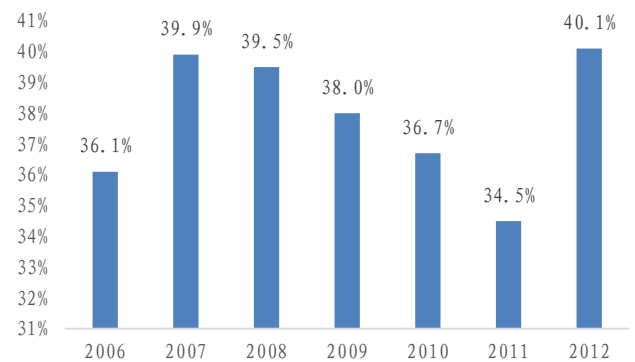
2001-2011年：跑马圈地式扩张，波司登登顶龙头。主要企业群形成后，主要羽绒服企业快速扩张，抢占空白市场，产量稳定增长，市场规模逐年扩大。龙头波司登通过自我孵化式拓展业务和横向扩张，形成波司登、雪中飞、康博、冰洁、双羽、上羽品牌矩阵。自1995年起开始蝉联销量第一，在行业内先后掀起羽绒服行业“时装革命”、“科技革命”、“绿色革命”；通过赞助登顶“三级”、央视硬广、奥运会等全面提升品牌力；初步形成营销网络，覆盖65个城市7100个零售网点，2007年于香港主板上市，生产的羽绒服占全球超60%，国内市场份额接近40%。

图表 3 羽绒服产量（万件/月）



资料来源：wind、华创证券

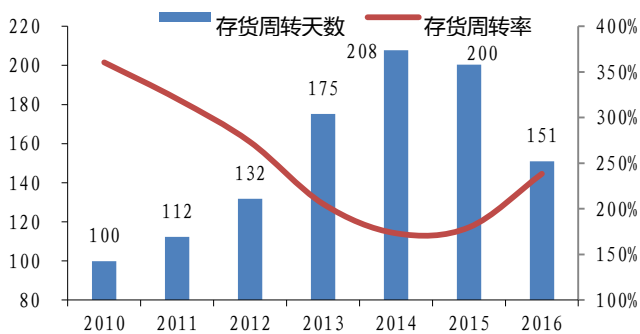
图表 4 波司登市占率（%）



资料来源：公司公告、华创证券

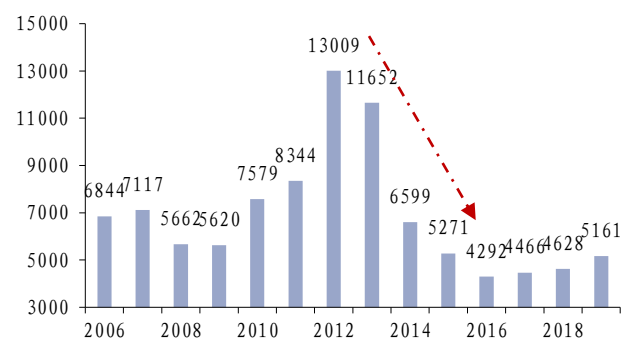
2012-2015 年：多重冲击行业调整，刮骨清毒去化库存。2012 年，国际快时尚品牌优衣库、Zara、H&M 以及四季化企业也纷纷开始进军羽绒服行业，凭借更为时尚的设计迅速抢占年轻消费者心智。同时，电商的迅速崛起使得线下门店产品过剩，行业前期粗放盲目扩张下的门店和开发的品类逐渐成为负担。叠加 2013 年服装行业整体市场需求不振、暖冬影响、禽流感爆发原材料成本上涨等多重因素，内外夹击下，以波司登为代表的国产羽绒服企业普遍出现定位定价混乱、渠道粗放、库存高企、产品老旧等问题。行业全面调整，通过打折促销的方式清理渠道库存。

图表 5 波司登存货高企（天，%）



资料来源：wind、华创证券

图表 6 波司登门店数量大幅减少（个）



资料来源：公司公告、华创证券

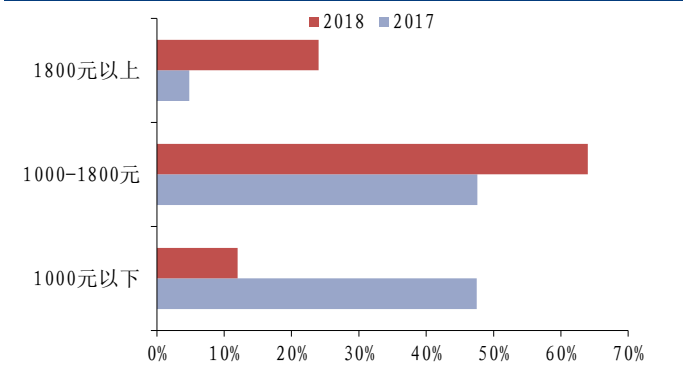
2016-至今：国际品牌重塑认知，时尚启蒙转型升级。欧美高端品牌（Moncler、Canada Goose）逐渐在中国市场走红，为国内羽绒服行业引入时尚、高端概念，重塑行业认知。羽绒服突破防寒保暖的功能性，向时尚化、高端化、年轻化方向发展。中国羽绒服进口数据显示，虽然进口数量减少，但进口单价大幅上涨，羽绒服行业进入转型升级的轨道。国产羽绒服龙头波司登推出定价高达 11800 元的登峰系列，与加拿大鹅看齐；2018 年 1000 元以上产品占比明显提升，千元以下产品减少；2019 年天猫双 11 的数据显示，波司登 18-34 岁的年轻客群同比提升 51%，单价高于 1800 元的产品销售同比增长 140%，引领羽绒服行业向高端时尚、年轻潮流方向发展。

图表 7 中国羽绒服进出口情况

	进口数量（件）	进口金额（亿美元）	进口单价（美元/件）	出口数量（件）	出口金额（亿美元）	出口单价（美元/件）
2017	8,903,147	3.04	34.15	0.7	20.61	22.82
2018	5,398,228	3.73	69.10	1.51	22.78	25.43
2019H1	821,409	0.89	108.35	97.59	6.73	24.08

资料来源：华经情报网、华创证券

图表 8 2017-2018 年波司登产品各价格段占比 (%)



资料来源：中国产业信息网、华创证券

图表 9 波司登登峰系列定价突破万元

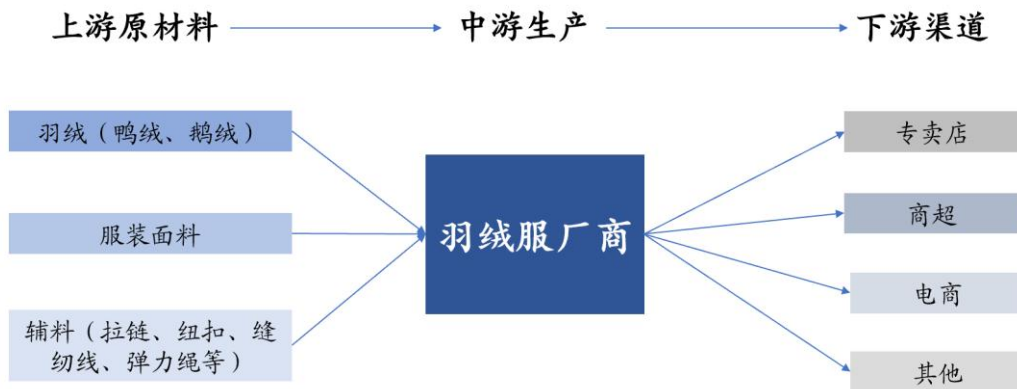


资料来源：波司登官网、华创证券

(二) 产业链：上游出清下游优化，匠心生产步入新征程

目前我国羽绒服行业以制造品牌模式为主，企业在生产、成本控制、管理、品牌推广、销售渠道等方面全面负责。行业上游对接生产羽绒服所需要的原材料企业，原材料包括羽绒、服装面料和各种辅料；中游生产环节一般由企业内部控制，企业生产工艺和产品质量成为竞争关键；行业下游为各类销售渠道，羽绒服厂商以直营和经销的方式通过各类渠道触及消费者，具体包括专卖店、商超、百货商店、电商等。

图表 10 羽绒服行业产业链

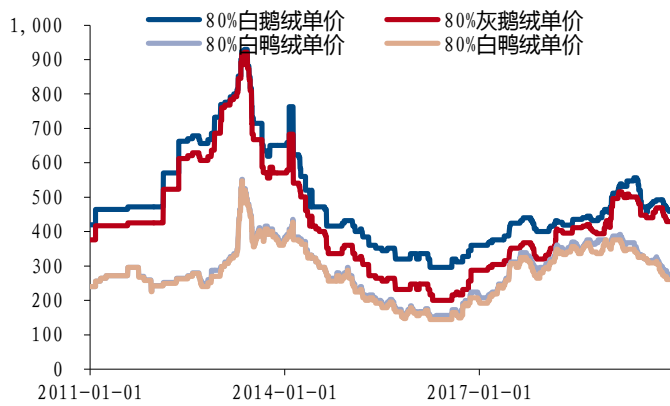


资料来源：中商产业研究院、华创证券

1、行业上游：羽绒提价面料维稳，政策趋严优胜劣汰

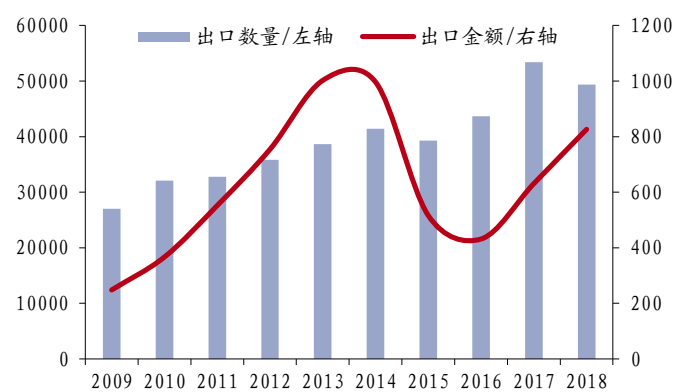
羽绒议价能力受限，政策趋严倒逼行业洗牌。行业上游所需的羽绒材料源自鹅鸭体表，属于生物原料。羽绒生产和加工主要集中于浙江、两广、安徽、河南等省份，生产和加工技术门槛低，中小企业众多竞争激烈，因此整体对下游羽绒制品厂商的议价能力不强。我国是世界上最大的羽绒及制品生产、出口和消费国，根据联合国粮农组织 FAO 统计，中国鸭养殖量占全球的 74.2%，鹅养殖量占全球的 93.2%。丰富的羽绒原料资源及先进的加工能力和工艺水平成为我国羽绒产业发展优势。此外，羽绒行业为高污染行业，属于环境治理的重点对象。近年来国家环保督查治理力度不断加大，关停了许多不符合环保要求的养殖场，鹅鸭屠宰量有所下降，一定程度上减少羽绒供应，叠加期间禽流感疫情影响，推动羽绒价格上涨，行业议价能力受限。长期来看，行业洗牌加速，资源向头部大型厂商集中，规模小、不达标的厂商将被逐渐淘汰出局或者被头部企业并购。

图表 11 鸭绒鹅绒单价走势 (元/千克)



资料来源: wind、华创证券

图表 12 填充用羽绒出口数量和金额 (吨, 百万美元)



资料来源: 国家统计局、华创证券

图表 13 羽绒环保政策趋严

时间	环保政策事件
2018 年	杭州萧山和河北白洋淀两个羽绒主产区的大量羽绒企业被搬迁关停, 其他地方很多环保不达标的小羽绒企业也已被关停
2019 年	中羽协制订并实施《胶水羽绒评估方法》, 实施后的 5 个月内, 胶水羽绒的检出率由 30% 降至 10% 以下

资料来源: 中羽协、华创证券

上游服装面料指数维稳, 依赖进口议价能力有待提升。羽绒服面料多采用高密度涂层织物, 即将高密度的丝绸、棉布、棉涤等织物轧压处理后再涂以高分子浆料, 以增强保暖性, 并使织物具有防露绒、防渗水的性能。根据中国柯桥纺织指数, 近几年我国服装面料类生产景气度和价格均保持相对比较稳定的态势, 但多年来, 我国面料及辅料的配套发展落后于服装业发展, 生产高档服装的面辅料仍依赖于进口, 国内高档面料及辅料的生产商议价权较大, 羽绒服企业对面料议价能力较低。

图表 14 柯桥纺织生产景气指数 (服装面料类)



资料来源: 通联数据、华创证券

图表 15 柯桥纺织价格指数 (服装面料类)



资料来源: 通联数据、华创证券

羽绒服生产企业在向上游采购选择相应原材料时, 需在各环节把关注意, 方能从源头保障产品质量和舒适度, 加强消费者粘性, 积蓄产品力。

图表 16 羽绒服上游原材料选择注意事项

原材料	选择注意事项
羽绒	注重含绒量, 即含有绒朵的比例, 比例越高保暖性越好
面料	有涂层的面料防漏绒, 且防水防风效果较好
里子布	保证透气效果, 结实耐磨

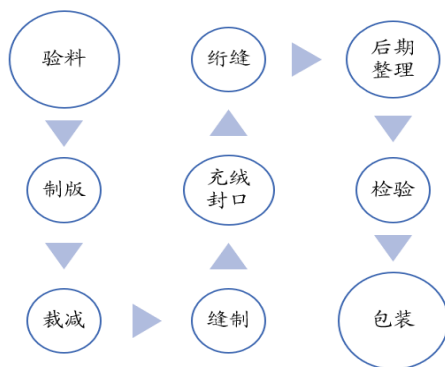
原材料	选择注意事项
胆布	轻薄，有涂层的布料可防绒防水
缝纫线	经硅油浸泡过的缝纫线可减少线与布料的摩擦，防止针眼拉大造成漏绒；在强度满足要求的前提下，尽可能选用细线
拉链、扣件	需选用耐低温的，且可保证使用顺滑
裘皮	用量不多，主要用于领子和帽子外沿，优选皮肤接触柔软舒适的裘皮

资料来源：买购网、华创证券

2、中游生产环节：工艺成熟匠心生产，东风已至蓄势待发

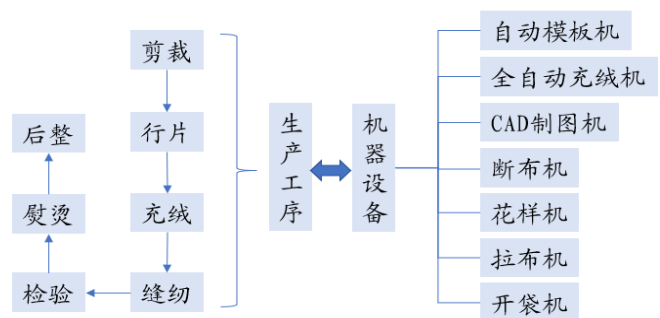
工艺技术已到位，机械化提振效率。目前我国羽绒服行业生产制造技术水平相对先进，工艺流程严格，生产技术发展成熟，在防跑绒、防风防水等方面均取得突破。龙头波司登研发专利缝制技术，通过高密度超细纤维内胆以及压胶直充与精密双层锁边结合的防绒处理；产品经过 62 位工艺师、150 道制作工序，每一款均通过极寒（24Hr, -30℃）、摩擦（1.5-2 万次）、拉链防滑测试（1 万次），产品品质过硬。2011 年以来，我国羽绒服相关专利申请数量保持高位。因此，我们认为，行业生产环节工艺流程和技术到位，产品品质具有保障，在国际品牌入驻打开价格空间机遇下，具备时尚化升级生产条件。

图表 17 羽绒服生产工艺流程



资料来源：羽绒金网、华创证券

图表 18 波司登生产环节及机械化运用

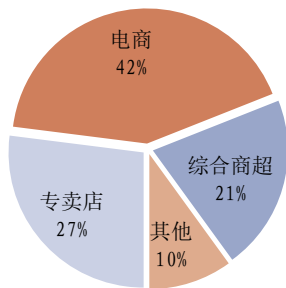


资料来源：羽绒金网、华创证券

3、下游销售渠道：多渠道布局统筹兼顾，专卖店&电商脱颖而出

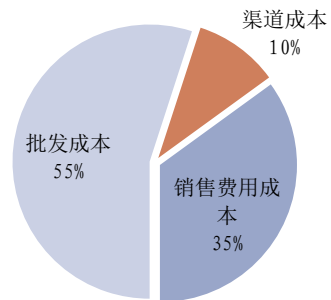
下游专卖店兴起，线上渠道步入快车道。下游销售渠道通过购物中心、百货商场、步行街区、商超、线上电商等多方面布局，全面触及消费者。线下渠道经销商为主。2010 年以前我国羽绒服销售渠道以百货商店为主，后因联营模式局限优势逐渐减弱，专卖店、商超等渠道快速发展；相比百货渠道的寄售店，专卖店更能凸显产品定位，在消费升级趋势下更受消费者青睐；商超渠道主要作为过季产品的夏季促销渠道，产品多为中低端价位；随着互联网的兴起和年轻一代消费者成为消费主力，相对标品的羽绒服在电商渠道发展日益成熟，网络销售成本相对较低，部分产品价格低于实体店，单件成交量较大，基本款动销情况最好，高端产品表现相对较差。行业整体销售成本中，批发成本占 55%，销售费用占比 35%。

图表 19 2018 年我国羽绒服销售渠道份额分布 (%)



资料来源：前瞻产业研究院、华创证券

图表 20 羽绒服行业销售成本构成 (%)



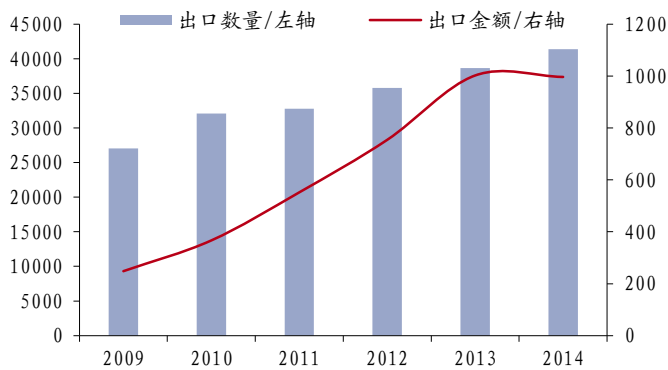
资料来源：观研天下、华创证券

(三) 欧美市场：时尚升级突破壁垒，走向大众日臻成熟

1、行业概况：行业发展成熟，市场规模稳步扩容

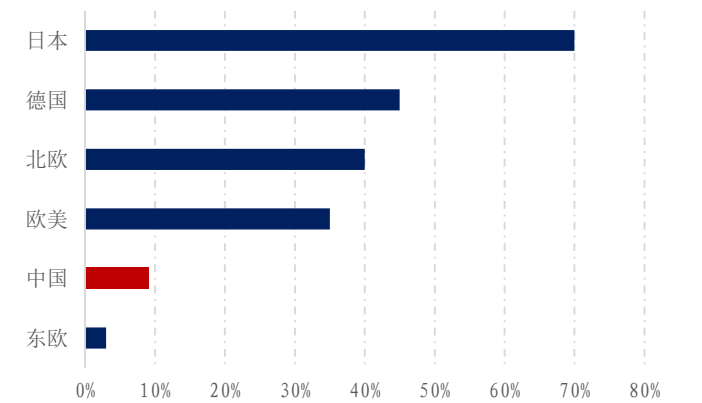
市场规模稳步扩容，羽绒服渗透大众日常。全球羽绒服市场规模从 2013 年的 511 亿美元扩大至 2018 年的 1304 亿美元，平均每年增速达到 20.7%。预计 2021 年继续增长到 2085 亿美元，2025 年到 3845 亿美元，CAGR 约为 14.5%。除中国和东欧渗透率不足 10% 外，欧美等发达地区羽绒服渗透率均在 30% 以上，其中日本最高，达到 70%。羽绒服在欧美成熟市场已得到大范围普及，羽绒服行业发展成熟，羽绒服进入大众日常生活。

图表 21 全球羽绒服市场规模统计 (亿美元, %)



资料来源：前瞻产业研究院、华创证券

图表 22 各国/地区羽绒服市场渗透率 (%)

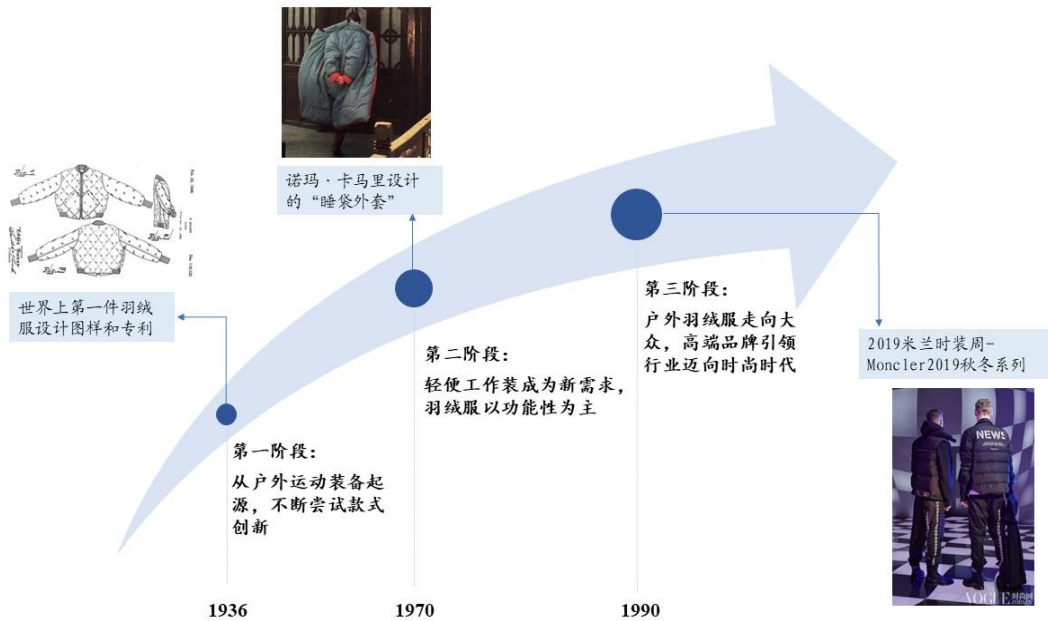


资料来源：中国产业调研网、华创证券

2、发展历程：户外运动装备起步，时尚升级步入成熟期

国外羽绒服行业从 1936 年美国企业家和探险家埃迪·鲍尔发明出世界上第一件羽绒服起步，主要可以分为三个发展阶段：**1) 1936-1970 年：户外运动装备起步，不断尝试款式创新。**除用于户外运动的羽绒服，时装设计师探索出加入晚礼服元素的“充气夹克”、类似于加厚披肩的“绗缝丝绸夹克”等羽绒服款式；**2) 1971-1990 年：轻便工作装成为新需求，功能性突出。**设计师对第一代羽绒服进行现代化改造，该阶段羽绒服以实用性为主，出现了可在工作场合穿着的“睡袋外套”式羽绒服和具有极强保暖抗寒性的羽绒服；**3) 1991 年至今：户外羽绒服走向大众，高端品牌引领行业迈向时尚时代，**1994 年起户外运动服装的大门打开，羽绒服穿着场合拓宽；高端品牌加拿大鹅、Moncler 踏入时尚界和奢侈品行业，将羽绒服行业带入时尚时代。以前专门为恶劣天气条件生产服装的品牌步入突出审美功能的阶段，专业羽绒服生产商开始扩展产品线，以满足不同地区、不同季节、不同年龄消费者的多样需求，全面发挥品牌价值潜能。

图表 23 欧美羽绒服行业发展历程图



资料来源: Dieworkwear、AnOther、VOGUE、华创证券

3、渠道模式: 自营零售崛起, 线上渠道助威

线上渠道的蓬勃发展推动自营零售模式快速发展。欧美羽绒服产品的销售渠道包括批发和零售。批发商主要由大大小小的百货商场、连锁店, 区域、国家和国际经销商以及互联网零售商组成; 零售主要是品牌自营的线下零售店和线上平台。传统的销售渠道以批发为主, 但是近年来全球电商的迅猛发展使得零售渠道的销售收入占比越来越高, 并且对于一些长期通过批发渠道销售的大品牌而言, 零售收入占比已经超过了批发收入。以加拿大鹅和 Columbia 为例, 前者零售收入在 2015 财年只有 3.7%, 2019 年财年则达到了 51.9%, 首次超过批发收入; 后者 2017 年零售收入占比 39.7%, 2019 年则升至 42.5%。一般零售的毛利率要高于批发, 也有利于提高品牌认知度。未来随着国际化的拓展、提高利润率和品牌维护的需要, 预计零售渠道收入占比继续提升。

图表 24 欧美羽绒服行业渠道模式



资料来源: 公司年报、华创证券

4、竞争格局：高端格局维稳，低端千帆竞发

Moncler&加拿大鹅高端占位，格局稳定。高端市场上 Moncler 和加拿大鹅市场份额合计达 22%。Moncler 在估值 110 亿美元的高端外衣市场中占据 16% 市场份额，排名第一；其次是加拿大鹅，约占 6%。在欧美高端羽绒服市场，除了 Moncler 和加拿大鹅，还有 Burberry、Prada、Valentino、Fendi 等时尚奢侈品牌参与竞争，但羽绒服并非这些时尚奢侈品牌的主打产品，因此对两大巨头造成的压力并不大；高端户外品牌始祖鸟、北极狐、猛犸象等也占有一定的市场地位。

在中低端市场，还未形成具有绝对优势的行业领导者，玩家众多而分散，竞争态势激烈。很多户外装备品牌在欧美民众间也广受欢迎，如 Columbia、The North Face、Mont-Bell 等；全品类的服装品牌和运动品牌也占有一定比例的市场份额，如 CK、Nike、Adidas 等。快时尚牌 H&M、Zara、优衣库等则提供了更多低价、实用、时尚的高性价比选择。面对多种多样的需求，再加上全球羽绒服行业经过 80 多年的发展已经比较成熟，预计未来短期内这种竞争格局相对比较稳定。

图表 25 欧美主要羽绒服品牌



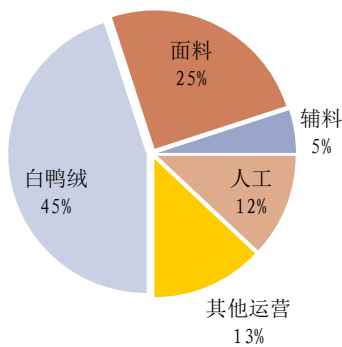
资料来源：各公司官网、华创证券

二、发展趋势：行业格局利好龙头，时尚化升级趋势明朗

(一) 发展空间：客单价&渗透率双轮驱动，行业扩容趋势渐明

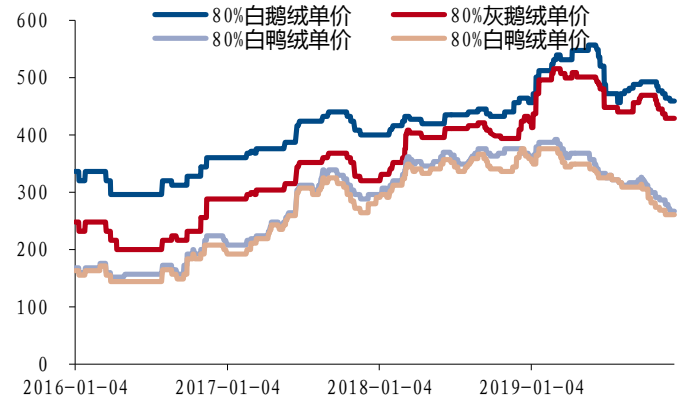
原材料提价及消费升级驱动客单价上行。生产成本方面，羽绒服原料成本占总成本约 75%，主要包括鹅绒/鸭绒(45%)、面料(25%)、辅料(5%)；人工成本占总成本约 12%，其他运营成本占比约 13%。2016 年以来，原材料鹅绒、鸭绒价格提升明显近乎翻倍。同时，近年人均可支配收入逐步提升，2019 年我国居民人均可支配收入达到 3.07 万元，同增 8.87%，收入增长带动个人消费品领域增长，消费升级趋势明显，消费者更加注重产品品质和个性化，中高端产品更受欢迎，品牌羽绒服的设计溢价和品牌溢价日益凸显，平均单价逐年上涨，2018 年上涨至 555.6 元/件，同增 7.51%。

图表 26 羽绒服行业生产成本构成 (%)



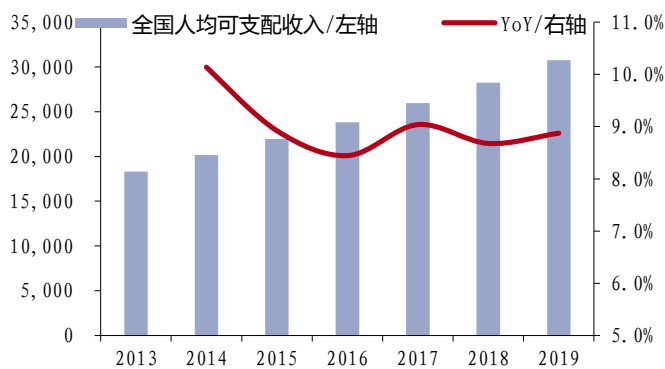
资料来源: 观研天下、华创证券

图表 27 鸭绒鹅绒单价走势 (元/千克)



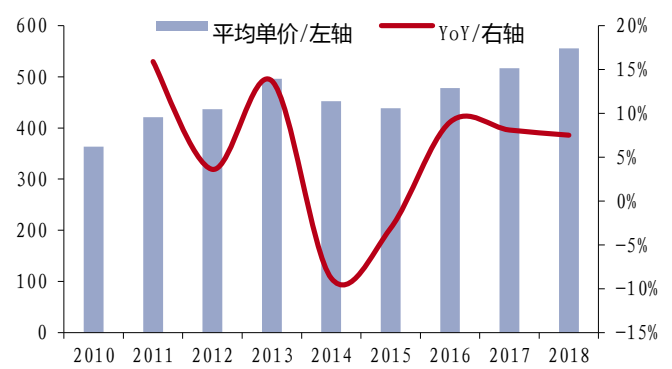
资料来源: wind、华创证券

图表 28 全国居民人均可支配收入 (元, %)



资料来源: wind、华创证券

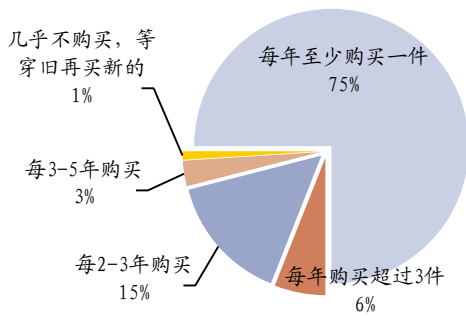
图表 29 历年羽绒服平均单价与增速 (元, %)



资料来源: 中国羽协、前瞻产业研究院、华创证券

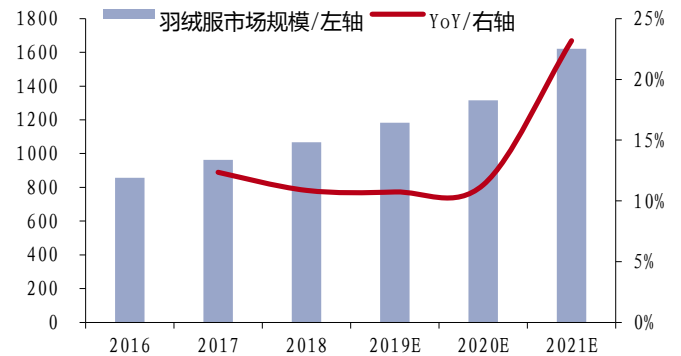
渗透率提升可期, 行业扩容趋势渐明。目前我国羽绒服普及率约 10%, 对标欧美地区 30-70% 普及率有较大提升空间, 主要系我国冬季秦岭淮河以北温度普遍在零度以下, 面积大人口多, 而冬季温度极低的东北地区目前仍多以皮草过冬, 西北地区渗透率有限, 羽绒服有望通过轻柔蓬松、保暖性强的优势进一步提升渗透率。同时消费者对羽绒服的购买频率提升, 每年至少购买一件的消费者占比达 75%。在客单价和渗透率提升的双重驱动下, 羽绒服行业市场规模有望进一步提升。目前我国羽绒服市场整体向好, 中国服装协会显示我国 2018 年羽绒服市场规模约为 1068 亿元, 同增 10% 以上。随着消费升级, 预计 2020 年中国羽绒服的市场规模将达 1316 亿元。

图表 30 2019 羽绒服消费者购买频率 (%)



资料来源: CBNDATA 天猫《2019 线上羽绒服消费洞察报告》、华创证券

图表 31 羽绒服市场规模及增速 (亿元, %)

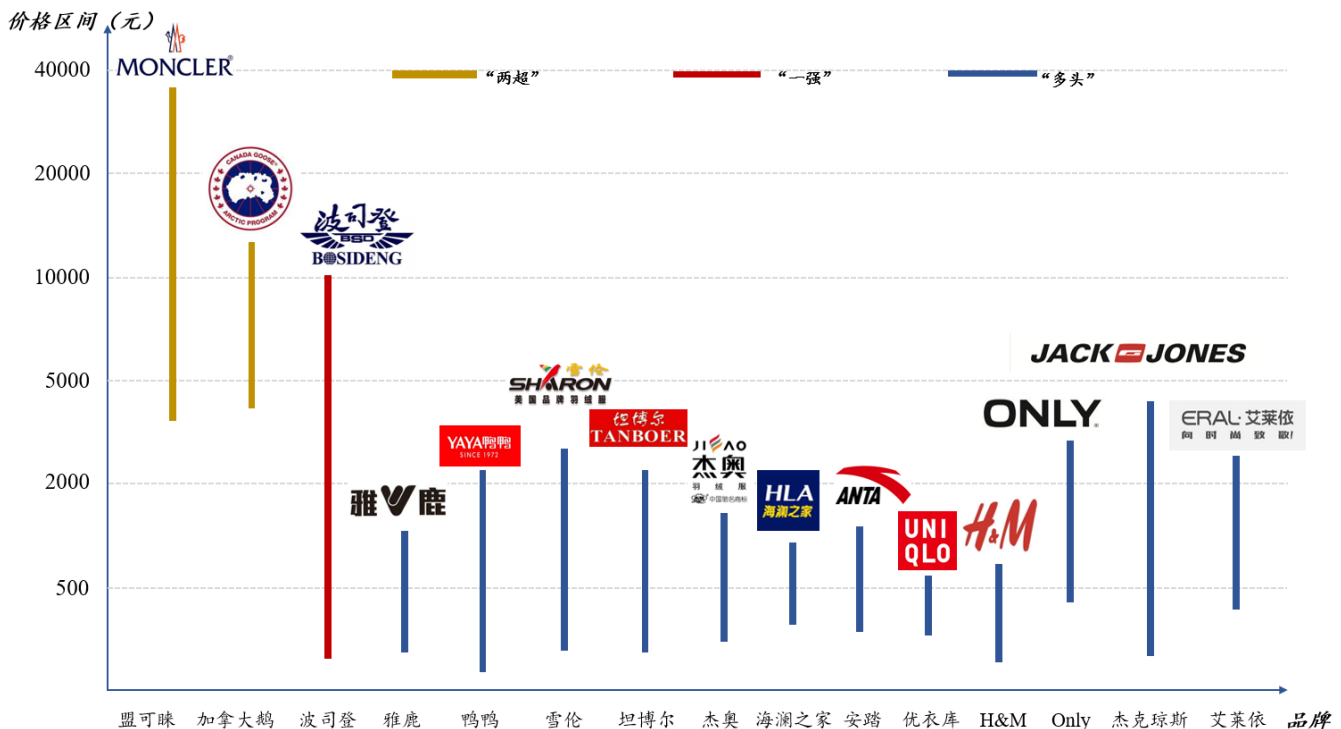


资料来源: 中国服装协会、华创证券

(二) 竞争格局: 中高端空档迎春到, 行业集中度再提升

三类玩家入局, “两超一强多头”。目前, 我国羽绒服市场主要有三类参与者, 形成两超一强多头竞争格局。1) **Moncler&加拿大鹅**代表高端奢侈品牌, 主推 10000 元左右的高端产品, 占位轻奢时尚新方向, 形成“两超”占位高端价格带; 2) 以**波司登**为代表的国产羽绒服企业, 包括雅鹿、鸭鸭、雪伦、坦博尔、杰奥等, 波司登主流产品覆盖 2000 元以下全价格带, 其余品牌主流产品多在 1000 元以下。波司登龙头地位稳固, 为我国羽绒服市场“一强”; 3) **四季类、运动类、国际快时尚等全品类服装品牌**, 如海澜之家、安踏、优衣库、H&M 等, 该类品牌生产全品类服饰, 在冬季生产羽绒服, 利用搭配优势及相关品牌特点占据一定市场份额, 主要产品分布于 500-1000 元左右。

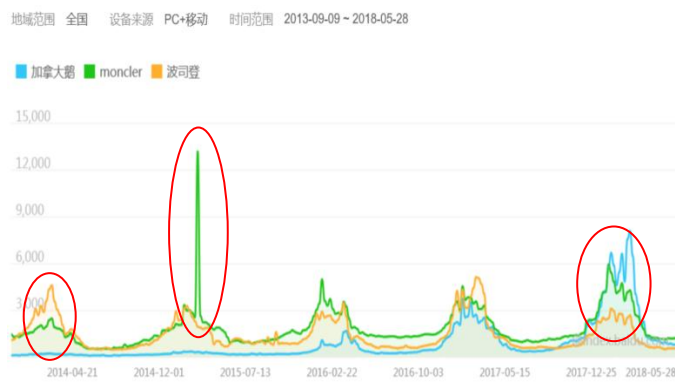
图表 32 我国羽绒服市场主要参与者价格带分布



资料来源: 天猫、华创证券

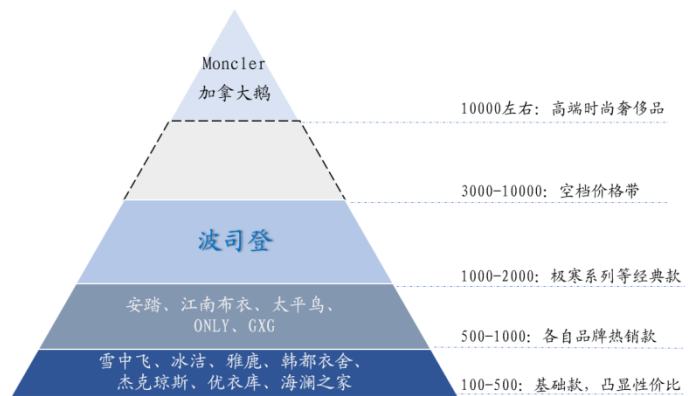
Moncler&加拿大鹅走红形成价格空档，中高端竞争缺失利好龙头波司登。 Moncler&加拿大鹅进驻中国市场之前，羽绒服因只有御寒性单一功能导致销售及穿衣期只有 1-4 个月，且样式臃肿老旧替换率较低。因此虽然单价有所提升，但行业品牌整体在 1000 元以下竞争。2015 年以来，Moncler&加拿大鹅以奢侈品的高端形象进入内地市场，分别于 2014 年和 2017 年热度超越波司登，重塑消费者对羽绒服的认知，后续热度持续升温引领羽绒服奢侈时尚潮流，直接打开国内羽绒服价格天花板，并形成 3000-10000 元的中高端价格空档。波司登目前尚未与 Moncler&加拿大鹅展开激烈竞争，主要是高频小幅提价填补空白价格带。我们认为，目前羽绒服行业千元以上竞争格局向好，波司登目前 1000-2000 元左右的主流价格分布距离万元尚远，波司登作为行业龙头在中高端价格带缺乏强有力的竞争者，未来提价空间广。

图表 33 Moncler&加拿大鹅&波司登百度搜索指数



资料来源：百度搜索指数、华创证券。百度搜索指数以网名搜索量为数据基础，以关键词为统计对象，计算各关键词的搜索频次加权。

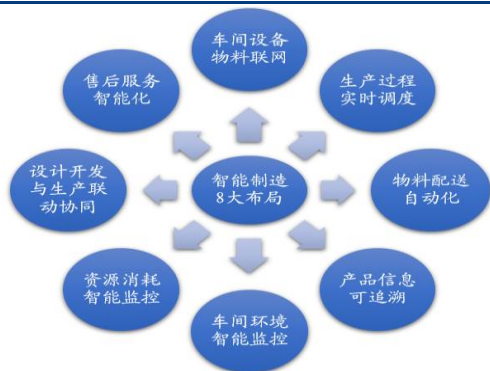
图表 34 羽绒服各品牌热销经典款价格带分布情况



资料来源：天猫、华创证券。注：品牌排列以热销经典款价格划分

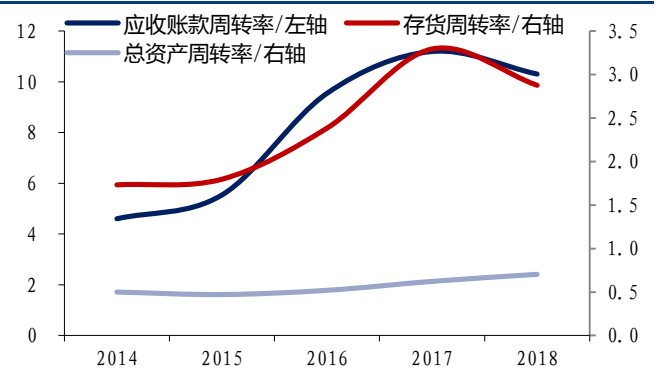
低价格带竞争激烈，小品牌逐渐出清。 千元以下市场参与者众多，以国产羽绒服品牌和全品类品牌为主。消费升级下消费者对羽绒服功能性和时尚性要求提高，一方面要求企业具备现进的生产技术，如防跑绒、防风透气等特性，另一方面对企业供应链水平要求更高，可以快速反应的企业更可能抓住潮流变化风口。龙头波司登生产技术先进，产品质量过硬，2017 年波司登自动化率已达到 20%，预计明年自动化率可提升至 50~60%，供应链流程和智能化全面优化，运营效率全面提升，可达到快反 13 天。同时，消费者的品牌意识增强，波司登作为国产“羽皇”，在羽绒服细分赛道品牌号召力强大。因此我们认为，生产技术、供应链水平和品牌力构筑行业竞争壁垒，生产技术落后以及供应链水平不足的小品牌逐渐出清，龙头波司登竞争优势明显。

图表 35 波司登智能制造八大布局



资料来源：搜狐网、华创证券

图表 36 波司登周转率提升明显



资料来源：wind、华创证券

国潮兴起提供机遇，国产羽绒服品牌充分受益。 近年随着传统文化回归、90 后成为消费主力、《中国有嘻哈》/《诗词大会》等综艺节目的推广，国潮在各领域全面兴起，2018 年中国品牌商品同比增幅高出国际品牌 14%，销量同比

增幅高出 8%。羽绒服细分赛道的龙头波司登顺应潮流为自己打上“国货”标签，在纽约时装周上全系列以中国传统水墨画、龙元素、万字、回文等为设计亮点，紧抓热衷“国潮”的年轻消费者心智。我们认为，国潮兴起背景下，国产羽绒服品牌相对受益，龙头波司登有望通过专注聚焦羽绒服这一细分市场充分受益。

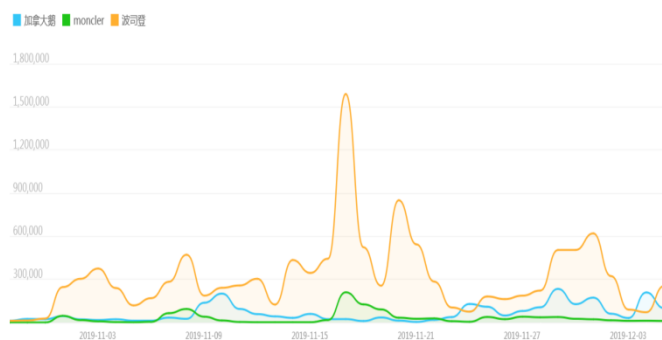
图表 37 国潮兴起

论证方向	事项
研究报告	知萌咨询机构《2019 年中国消费者趋势》表示经常购买国产品牌的消费者占 78.2%，认可国货深厚文化底蕴的消费者占 42.8%，认为国货是优质代表的消费者占 27.7%
	尼尔森发布的《2019 年第二季度中国消费趋势指数报告》显示，近年民族情怀不断上升，68%的中国消费者偏好国产品牌，一二线城市有更高的国货购买意愿
	苏宁易购《国货消费大数据报告表示在国货消费者中，90 后占了 35.64%；而在洋货消费者中，90 后占比 30.93%
线上数据	麦肯锡报告表示 2017 年针对服装和鞋类，34%/42%的消费者“略偏爱”/“偏爱”本土品牌
	截至 2019 年 11 月初，国货时尚品牌线上交易额同增 238%
	双十一期间，京东“国潮”相关的搜索次数超过平时的 5.4 倍，较去年提升 3.3 倍 热门搜索词有“时尚”、“复古风”、“联名款”
受益企业	纽约时装周后，“中国李宁”引起广泛关注，李宁稳居销量榜首；休闲服装中熊猫本引领“潮文化”；回力、飞跃引领“怀旧国潮风”；白酒茅台、空调格力、手机华为

资料来源：京东时尚&WWD《2019 国货当潮白皮书》、亿邦动力网、华创证券

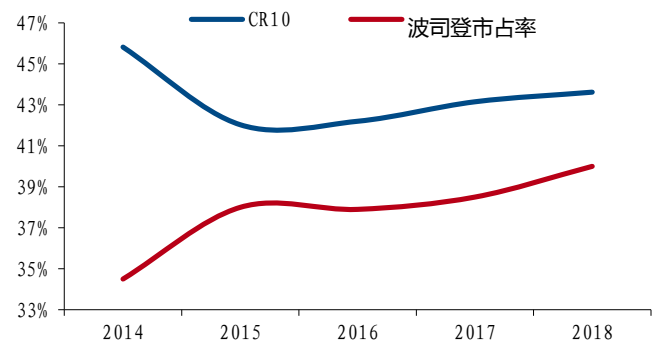
龙头波司登回归主业，行业集中度有望继续提升。中国服装协会数据显示，2018 年我国羽绒服行业 CR10(前十名市场占有率)达到 43.62%，其中波司登旗下波司登、雪中飞、冰洁、康博四大羽绒服品牌市占率近 40%，常年位居品牌前十。在 2018 年波司登提出“收缩多元化，聚焦主航道，聚焦主品牌”战略，主品牌波司登市占率有望重新回归 20%以上，龙头地位稳固。随着波司登逐渐聚焦羽绒服主业以及对中高端价格带的填补、小品牌的淘汰出清、国潮背景下国产品牌的崛起，羽绒服市场集中度有望继续提升，龙头企业波司登有望从中充分受益。

图表 38 Moncler&加拿大鹅&波司登百度资讯指数



资料来源：百度资讯指数查询、华创证券。注：百度资讯指数以百度智能分发和推荐指数为基础，将网名阅读/转发/点赞/不喜欢等数量加权求和得出。

图表 39 行业 CR10 与波司登市占率 (%)



资料来源：观研天下、华创证券。注：波司登市占率为波司登、雪中飞、冰洁、康博四大品牌羽绒服业务市占率

图表 40 1999-2018 年中国羽绒服十大品牌排名变动情况

排名	1999-2007	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	波司登	波司登	波司登	波司登	波司登	波司登	波司登	波司登
2	雪中飞	雪中飞	雪中飞	雪中飞	雪中飞	雪中飞	鸭鸭	雪中飞
3	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	鸭鸭	雪中飞	鸭鸭
4	坦博尔	坦博尔	坦博尔	坦博尔	坦博尔	坦博尔	雅鹿	坦博尔

排名	1999-2007	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
5	康博	雪伦	康博	雅鹿	雅鹿	雅鹿	雪伦	雅鹿
6	杰奥	杰奥	杰奥	杰奥	杰奥	杰奥	杰奥	雪伦
7	雪伦	康博	艾莱依	雪伦	康博	雪伦	坦博尔	杰奥
8	雅鹿	雅鹿	雅鹿	康博	雪伦	艾莱依	优衣库	优衣库
9	冰洁	冰洁	冰洁	冰洁	艾莱依	优衣库	冰洁	冰洁
10	艾莱依	大羽	大羽	艾莱依	冰洁	冰洁	大羽	艾莱依

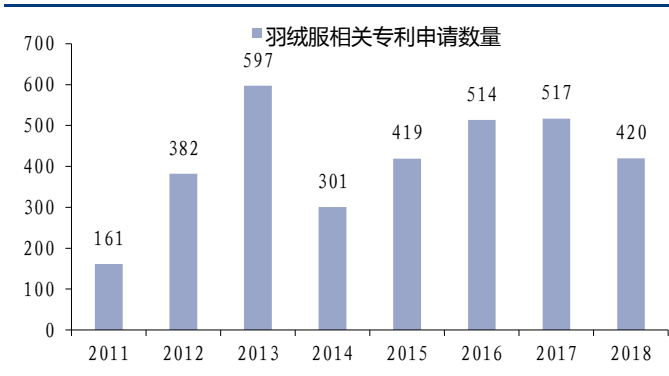
资料来源：前瞻产业研究院、乐研研究、华创证券

（三）未来趋势：功能性时尚性助推行业升级，线上线下融合共促渠道优化

1、产品端：功能性时尚性并驱，转型升级进行时

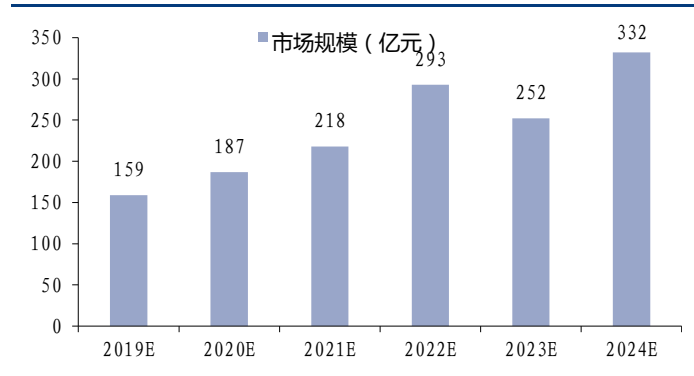
功能性提升拓宽消费场景，国产品质不输国际名牌。近年来羽绒服生产制作的工艺、原材料、面料等方面全面提升，在含绒量、蓬松度、面料弹性、透气、防风防雨等多方面取得进步。加拿大鹅在众多品牌将生产线外移时仍坚持本土生产全程手工制作，并通过研发 TEI 指数等形成专业形象；波司登研制出的万元登峰系列经过 498 道制作工序，具备 RECCO 生命探测仪、FITGO TECH 自动系带系统、MAGIC CHAIN 魔术链等超前设计和技艺，研发方面突破明显。羽绒服功能性类别得以拓宽。随着消费升级，80/90 成为新一代消费主力，对生活多样化个性化的追求渐成潮流，国内羽绒服品类由单一的防寒保暖演变出极度防寒、防风、防水、透气多功能诉求，以满足都市休闲、户外运动、通勤商务、旅游探索甚至极低探险等多场景多功能需求，扩展新的盈利增长点，同时拓宽羽绒服企业有限生存空间。目前波司登可代表国内生产最高水平，产品品质不输国际名牌加拿大鹅。

图表 41 中国羽绒服相关专利申请数量（项）



资料来源：中国产业信息网、智研咨询《2019-2025 年中国羽绒服行业市场全景调查及投资方向研究报告》、华创证券

图表 42 中国户外运动羽绒服市场规模预测（亿元）



资料来源：中国产业信息网、智研咨询《2019-2025 年中国羽绒服行业市场全景调查及投资方向研究报告》、华创证券

图表 43 波司登与加拿大鹅产品功能性对比

	波司登	加拿大鹅	对比结论
羽绒	90%灰鹅绒	80%白鸭绒	二者防寒保暖效果基本相当，波司登选取鹅绒更具优势
蓬松度	600+	625	聚酰胺纤维更加柔软、耐磨，回潮率比聚酯纤维高，加拿大鹅具有优势
抗静电效果	外层面料、里料和羽绒夹层面料均为 100%聚酯纤维	外层面料为 100%聚酯纤维，夹层和内层为 100%聚酰胺纤维	波司登防风效果更佳，兼具防水、防污效果；但牺牲透气性。
防风防水效果	三层覆膜整理，防风效果佳	无特殊整理	波司登防风效果更佳，兼具防水、防污效果；但牺牲透气性。
防钻绒	采用压胶直充与精密双层锁边结合的防	按照洗唛要求洗涤后钻绒略有	波司登防钻绒效果更佳

	绒处理	增多	
适用场景	进行产品分类帮助选择: 如轻量羽绒、极寒系列、高端户外系列以及合作款系列	研发 TEI 温度体感指数系统帮助选择	加拿大鹅款式分类更加简洁, TEL 系统更显专业
制作工艺	62 位工艺师、150 道制作工序	坚持加拿大手工制作	基本持平
专业设计	内侧腰部抽绳 可拆卸貉子毛领 双层防风袖口, 外层魔术贴随意调整 肘部双层设计结实耐磨 多口袋设计兼具功能性 无缝压胶拉链防水保暖	内侧腰部抽绳 可拆卸郊狼毛领 兜帽采用抵御强风的塑形钢圈 羊毛衬里保护下巴 外侧、内部、袖部多处口袋 背后的 Expedition 抓握带	各具特色, 旗鼓相当
售后服务	退换货政策	退换货政策&终身保修	加拿大鹅承诺终身退还具有相对优势, 但对于中国消费者效果有限

资料来源: 纺织导报、华创证券。注: 对比产品为波司登极寒系列和加拿大鹅专为亚洲设计的 Fusion Fit 版 Expedition, 二者均适用-30℃。

转型时尚新里程, 消费群体年轻化。过去羽绒服整体臃肿, 款式老旧单一, 颜色以黑白灰为主, 整体时尚性较低。2010 年以来快时尚品牌、Moncler、加拿大鹅等国外品牌先后入驻中国内地市场, 叠加年轻一代购买力崛起, 消费者对时尚元素敏感度迅速提升, 羽绒服突破御寒工具概念, 时尚性和年轻化趋势明显, 产品更加轻薄、有设计感, 个性化元素不断提升, 在色彩、廓形、领型、衍缝线等方面设计突破明显, 可适应通勤、商务、休闲、出游等多种生活场景, 更受新一代消费群体欢迎。Moncler 在 2003 年被意大利企业家 Remo Ruffini 收购后, 通过与各大时尚品牌联名企划、明星代言、设计研发等方式彻底时尚化; 波司登效仿, 先后登上纽约、米兰时装周, 国内羽绒服向时装化方向发展。

图表 44 羽绒服时尚、年轻化演变



资料来源: 华创证券整理

功能性和时尚性构筑升级基石。随着加拿大鹅、Moncler 等奢侈品牌入驻, 国内消费者对于羽绒服的品质和价格有了全新认知, 对高价格的接受度不断提高, 品牌溢价和设计溢价日益凸显, 整个羽绒服产业的高端化趋势明显。

2、渠道端：线下优化升级，线上未艾方兴

线下：直营提升入驻核心商圈，门店升级渠道全面优化。目前我国羽绒服销售渠道仍以线下门店为主，随着消费升级、国产羽绒服产品升级以及新零售模式的发展，线下门店配合进行相应转型升级。**类型上**，更能凸显产品高端形象和定位的直营专卖店不断增加；**位置上**，门店地址开始由百货商店、街边店向核心商圈的购物中心转移；**门店形象上**，各品牌店面在装修设计，产品陈列等方面显著提升；**服务上**，VIP 会员、导购培训等模式引入增强消费者购物体验，终端销售能力提升明显。

图表 45 2018 年购物中心关注服饰品牌榜 TOP50 节选

排名	品牌名称	面积 (平方米)	已进驻代表城市
1	优衣库	1800-2000	北京/上海/广州/深圳/天津/重庆等
6	森马	500-1500	北京/广州/深圳/上海/杭州/无锡等
10	UR	1000-1500	北京/上海/广州/深圳/武汉/长沙等
11	美特斯邦威	旗舰店: 2000 以上 标准店: 1000-2000	北京/上海/广州/深圳/成都/西安等
19	波司登	60-80	北京/广州/上海/无锡/南京/合肥/成都等
28	Marc O'Pololo	100-200	北京/上海/杭州/成都等

资料来源：赢商大数据中心、华创证券

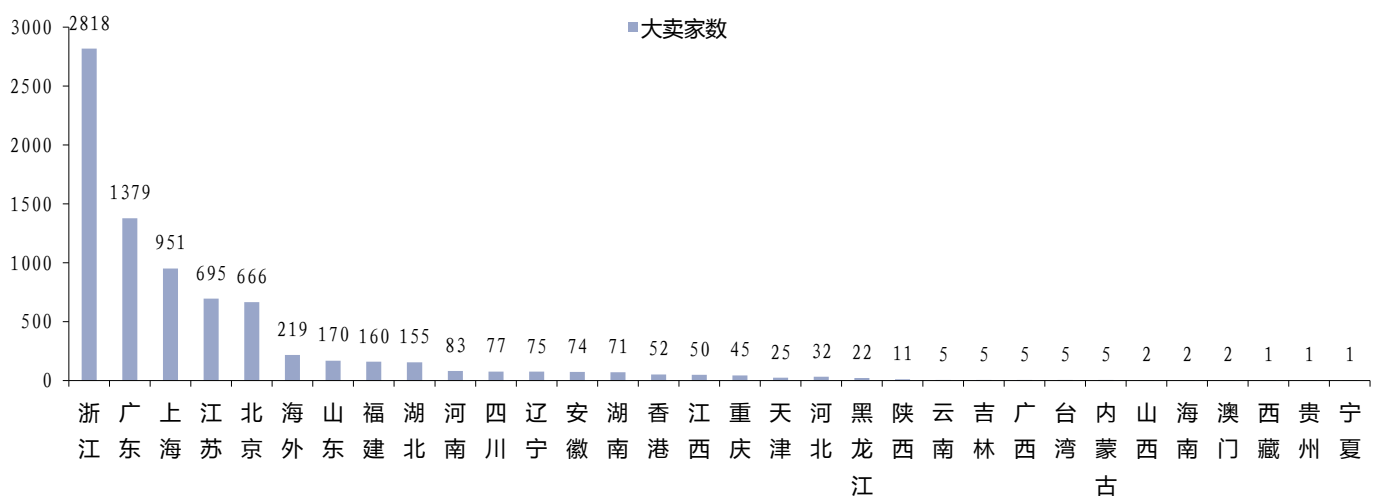
图表 46 波司登线下门店升级



资料来源：公司官网、华创证券

线上：消费群体年轻化、地域平衡叠加新契机，线上发展步入快车道。羽绒服属于相对标品，适应互联网和电商渠道发展。同时，年轻人对电商平台更为热衷，对电商渠道的布局有望拓宽低龄消费群体。目前电商平台已成为我国羽绒服销售的主要渠道，2018 年我国羽绒服电商渠道销售份额已经达到 42%。目前，羽绒服线上大卖家主要分布于南方东部沿海地区以及一线城市，分布不均，随着交通运输、互联网以及北方经济的发展，北方卖家数量有望提升，进而带动北方羽绒服线上渠道发展。各品牌羽绒服除自身官网布局外，仍主要聚焦传统电商平台，如天猫、唯品会等。随着近两年社交电商和直播电商的兴起，未来羽绒服线上渠道销售占比有望进一步提升。

图表 47 线上渠道各省大卖家数量分布 (个)



资料来源：阿里平台数据、华创证券。注：数据选自阿里平台淘数据 2020 年 1 月数据。

图表 48 2018-2019 波司登双十一、双十二电商成绩

项目	成绩
2018 双十一	
销售额	销售额突破 5.6 亿元，全渠道销售额突破 7.4 亿元同增 73.2%；为天猫首家预售破亿的服装品牌
2018 双十二	
销售额	双十二全渠道销售额达 5.1 亿元，同增 150%
2019 双十一	
销售额	7 分钟销售额突破亿元，前 27 分钟突破 2 亿元，前 56 分钟突破 3 亿元，78 分钟便突破 4.14 亿元销售额超越去年全年。全天实现销售额达到 6.5 亿元，同比增长 58%，客单价同比 2018 年增幅超过 20%
排名&人气	成为天猫双十一最受欢迎出口品牌 TOP5；全天猫旗舰店进店人次超过 570 万；新增会员 50 万，同增 100%
高端化/年轻化	高客单商品（1800 元以上）销售额同增 140%；潮流和奢华人群购买人数同增 70%；18-34 岁购买人数同增 50%
2019 双十二	
销售额	线上销售额突破 4.4 亿元，高单价商品销售额占比同比提升 23%；天猫旗舰店单店销售蝉联中国服装品牌第一名
直播热度	从双十一的 816 万跃升至 1075 万

资料来源：公司官网、搜狐网、华创证券

三、他山之石：Moncler&加拿大鹅高端占位，国内羽绒服行业消费启蒙

（一）Moncler：世界羽皇，时尚前沿

1、发展历程：户外服饰起步，定位时尚高端奢侈品成功转型。 Moncler（盟可睐）于 1952 年在法国创立，是主要生产睡袋、连帽斗篷、帐篷等产品的户外服饰品牌。经过近 40 年的发展积蓄了一定品牌力，但九十年代平价户外服品牌逐渐崛起，Moncler 遭遇发展瓶颈。2003 年意大利企业家 Remo Ruffini 收购公司后，严格控制产品品质，同时在面料、设计、生产上全面升级，注入时尚元素打造高端奢侈羽绒服产品。2013 年公司于米兰上市，2018 年公司实现收入 111.44 亿元，位居羽绒服行业首位，享有“羽皇”盛名。

图表 49 Moncler 发展历程图



资料来源：华衣网、搜狐财经、华创证券

2、产品布局：多品类产品布局，时尚化方向明确。 公司产品以严冬环境下羽绒服外套为主，同时生产针织服、Polo 衫、箱包鞋帽等相关产品，进行多品类布局，方便消费者搭配，突破羽绒服单一赛道的天然局限。2003 年被收购后，品牌向时尚化方向转型发展，将回购世界各地的生产权专注欧洲生产，将核心产品提价至原来三倍，先后聘请

Valentino、GUCCI 的前创意总监负责研发设计，同时积极与各大时尚品牌展开联名企划，为羽绒服行业引入时尚概念，拥抱年轻消费群体。2018 年公司推出 Moncler Genius 项目，邀请来自各个领域的 8 位设计师进行合作，每个月推出不同系列，在全球指定旗舰店分批发售。

图表 50 Moncler 主要产品示例

外衣			其他服装		配饰	
羽绒服	派克大衣	Bomber 大衣	针织服	Polo 衫、T 恤衫	帽子	箱包
						
\$1510 夹克	\$1815 羽绒背心	\$1105 滑雪服	\$700 裤装	\$240 裙装	\$450 围巾手套	\$665 鞋类
						
\$1105	\$950	\$715	\$370	\$515	\$235	\$665

资料来源：公司官网、华创证券

3、品牌营销：定位高端，引领潮流。在长达 60 余年的发展历程中，公司多次赞助探险队及冬奥会，功能性形象突出；2003 年品牌重新定位转型高端时尚品以来，Moncler 先后亮相米兰、巴黎、纽约时装周秀场，与顶级摄影师合作拍摄宣传片，配合产品设计不断深化高端奢侈品形象，占位时尚前沿。

图表 51 Moncler Gamme Rouge 2014 秋冬时装秀



资料来源：NEEU 你有、华创证券

图表 52 Moncler 通过明星达人效应走红中国



马云互联网大会连穿三年成为网红段子 陈奕迅 王菲

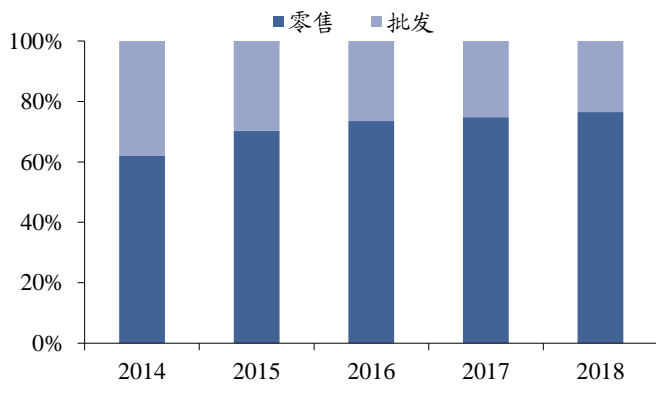


李晨 范冰冰 贝克汉姆 李易峰

资料来源：华衣网、华创证券

4、渠道模式：零售渠道占比稳步提升，开新店&扩面积稳步进取。2003 年为配合时尚高端转型，公司将门店由体育用品商铺迁移至时尚高端街区 DUCCI 等时尚品牌附近，入驻奢饰品百货商店，配合品牌形象由户外运动向奢侈羽绒服方向转变。2009 年首家旗舰店落户上海进军中国内地市场。目前 Moncler 零售渠道已通过直营店和线上店的方式覆盖全球 35 个市场；批发渠道方面，公司严格管控，近年来限制线下多品牌批发商的数量，优选顶级多品牌奢侈品销售店、百货商场的店中店、多品牌线上奢侈品销售商合作。未来公司将与奢侈品百货商场、重要国际机场合作，通过拓面积、开新店的方式布局全球市场，新店主要为单一品牌销售店。

图表 53 Moncler 各渠道收入占比 (%)



资料来源：公司年报、华创证券

图表 54 Moncler 门店数量分布

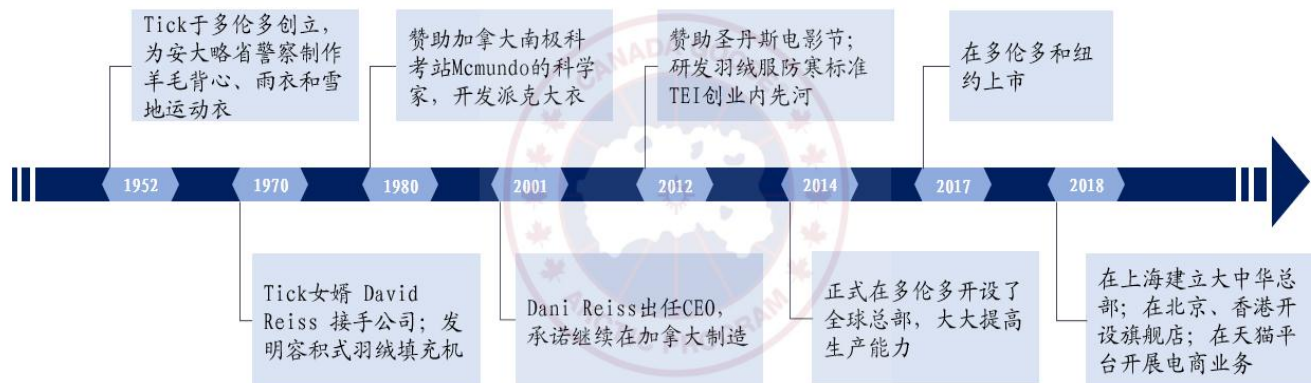
门店	2017	2018	新增数量
单一品牌直营店	181	193	12
意大利	18	20	2
欧洲、中东和非洲 (意大利除外)	51	55	4
美洲	25	27	2
亚洲和其他国家	87	91	4
单一品牌批发店	46	55	9

资料来源：公司年报、华创证券

(二) 加拿大鹅：定位专家，营销精准

1、发展历程：祖孙三代创业，定位行业专家。加拿大鹅由 Sam Tick 于 1957 年在加拿大多伦多创立，主要为安大略省警察生产羊毛马甲、雨衣和雪地运动衣等产品。1970 年 Tick 女婿 David Reiss 加入公司，并发明容积式羽绒灌装 机，创立 Snow Goose 品牌，后来更名 Canada Goose。80 年代受寒冷地区启发开发经典产品开发 Expedition parka 大 衣，成为南极科考标准装备。2001 年 Tick 孙子出任 CEO，在众多企业生产线外移时承诺继续“加拿大制造”。2010 年 以来公司开启全球扩张步伐迅速发展。经过祖孙三代 60 年的发展，加拿大鹅由小型制造商转变为具有全球影响力 的轻奢品牌。

图表 55 加拿大鹅发展历程图



资料来源：华衣网、搜狐财经、华创证券

2、产品布局：多品类布局提供多样性选择，“加拿大制造”功能性突出。类似于 Moncler，加拿大鹅产品同样为多品类布局，以羽绒服外衣为主，同时生产针织服、帽子围巾手套等相关配饰产品，方便消费者搭配。产品更加注重功能性，坚守加拿大产品制造，裁掉原有的海外代工，从设计、剪裁、加工缝纫等各生产环节严把产品质量，全程手工制作。此外，加拿大鹅自创从 1 至 5 阶段性温感经验 TEL 值，每件羽绒服均有相应 TEL 值，可根据活动场景温度选择相应款式，凸显专业化形象，功能性突出哈，“行业专家”形象深入人心。

图表 56 加拿大鹅主要产品示例

外衣		针织服		配饰	
派克大衣 (Parka)	Bomber 大衣	轻便羽绒衣	Hybridge 针织衫	帽子	手套
					
\$1095 轻便夹克	\$900 羽绒背心	\$950 雪裤	\$695 毛衣	\$195	\$125
					围巾
\$625	\$500	\$675	\$375	\$275	

资料来源：加拿大鹅官网、华创证券

3、品牌营销：故事营销积淀品牌底蕴。加拿大鹅注重品牌营销，一方面在深厚的品牌底蕴基础上，坚守“加拿大制造”，保持行业专家形象；另一方面，通过品牌故事和文化营销进一步积蓄品牌力，植入热播电影，多次赞助登山、极低探险等活动，出版“鹅人”的书加深品牌底蕴，与消费者建立情感共鸣。2018 年加拿大鹅通过明星达人效应在中国内地市场走红。

图表 57 加拿大鹅品牌营销事件

时间	营销事件
2004 年	植入电影《后天》《国家宝藏》，在中国提升知名度
2006 年	植入电影《南极大冒险》
2007 年	与 PBI 联手推出 PBI 系列；出版第一本“鹅人”的书
2009 年	赞助极限跑者 Ray Zahab 独自徒步南极创世界记录
2012 年	赞助圣丹斯电影节
2013 年	《体育画报》封面模特 Kate Upton 带红品牌
2015 年	植入广告短片“Out There (在那里)”，导演获奥斯卡提名

资料来源：华衣网、搜狐财经、华创证券

图表 58 加拿大鹅通过明星达人效应走红中国

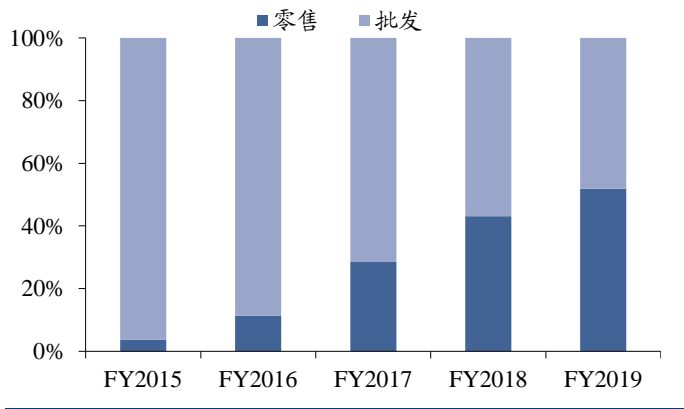


资料来源：华衣网、华创证券

4、渠道模式：独特门店体验凸显专业形象，零售和电商渠道共拓全球市场。加拿大鹅门店均配备有零下 25℃ 试衣间，可当场检验产品耐寒性，研发羽绒服防寒标准 TEI 创业内先河，方便消费者选择合适衣物。截至 2019 年 3 月 31 日，加拿大鹅批发渠道销售占比 48.1%，零售渠道占比 51.9% 超越零售渠道，零售渠道利润率高于批发渠道。加拿大鹅开启全球化布局，在 12 个国家布局 11 家零售店，同时通过电商平台销售产品。11 家直营零售店分别位于：中国（北京，香港）、美国（波士顿，芝加哥，纽约，新泽西）、英国（伦敦）、加拿大（多伦多，温哥华，卡尔

加里，蒙特利尔)；在日本东京由合作经销商开设零售店。未来公司将继续通过零售店和电商渠道布局全球主要市场。2018年加拿大鹅在中国内地走红之后，于上海建立大中华总部，于北京、香港开设旗舰店，在天猫平台开展中国市场电商业务，发展状况良好。

图表 59 加拿大鹅各渠道收入占比 (%)



资料来源：加拿大鹅年报、华创证券

图表 60 加拿大鹅北京旗舰店

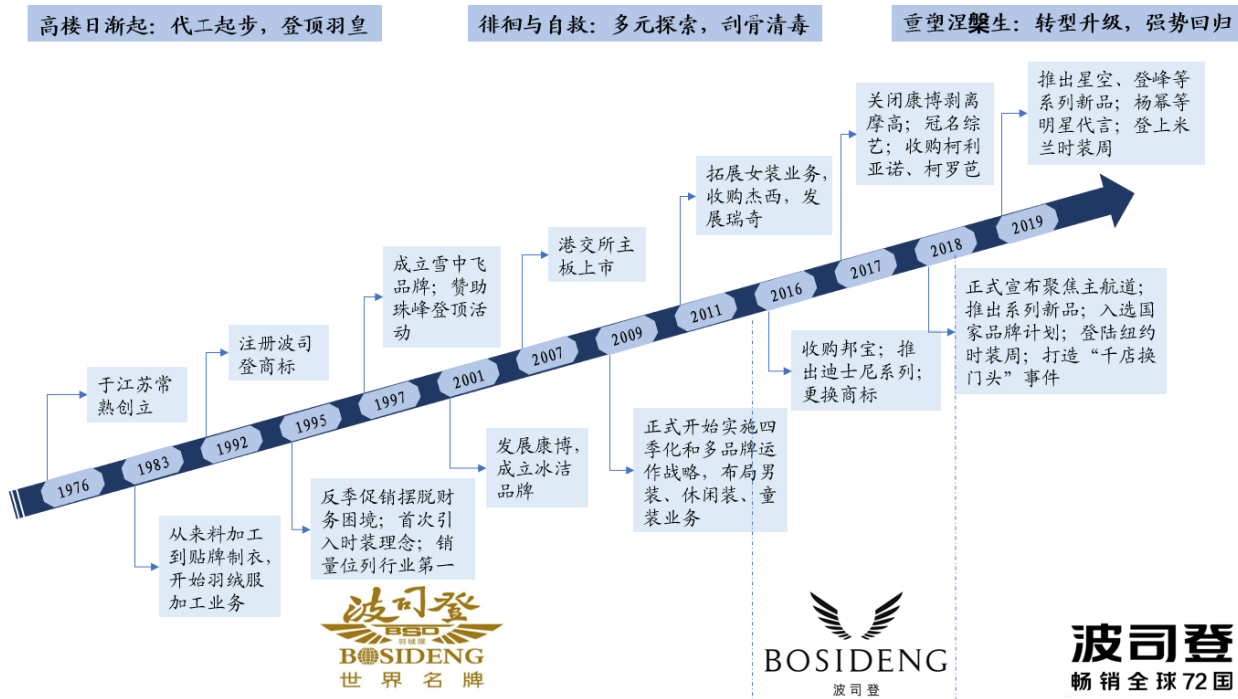


资料来源：搜狐网

(三) 波司登：国产龙头，重塑新生

1、行业龙头，强势回归。波司登于1976年在江苏常熟创立，创始人高德康带领11位农民和8台缝纫机从来料加工艰苦起步，92年注册波司登商标后公司快速发展，2007年港交所主板上市，在羽绒服领域登顶龙头地位。但受暖冬及金融危机影响，波司登上市首年业绩遇冷，因此开始四季化、多元化、国际化探索，之后四年营收小有改善，但很快因快时尚、电商冲击以及公司自身扩张粗放产品老化，业绩再度陷入低谷。公司开始刮骨疗伤潜心调整，蛰伏积蓄，并开始时尚年轻化转型的试水性探索。2018年公司正式提出“聚焦主航道，收缩多元化”战略，通过产品、品牌、渠道运营等多管齐下转型时尚年轻化，发展步入快车道，业绩股价均大幅上涨，老牌国产羽绒服以全新形象强势回归。

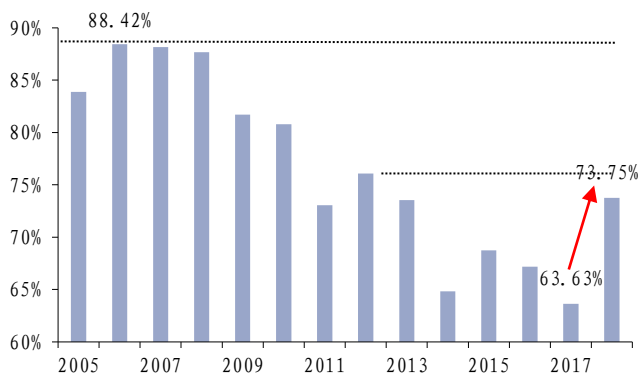
图表 61 波司登发展历程图



资料来源：公司公告、华创证券

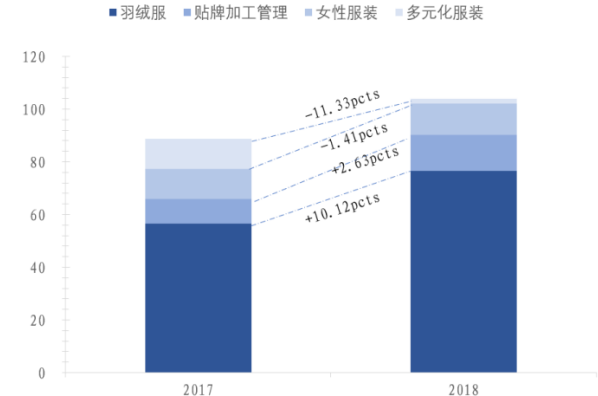
2、业务回归羽绒服主航道，品牌聚焦波司登主品牌。公司主要业务形成以品牌羽绒服为主，贴牌加工管理业务、女装业务、多元化服装业务为辅的格局，四大业务分部门管理。其中品牌羽绒服下主要有波司登、雪中飞和冰洁三大品牌，主品牌波司登占比不断提升。公司 2018 年营收突破百亿大关，实现主营收/归母净利润 103.8 亿元 (+16.9%) /9.8 亿元 (+59.4%)，其中品牌羽绒服业务贡献 73.8% 成为主要收入来源，其次是贴牌加工业务和女装（占比分别为 13.2% 和 11.2%），目前发展策略为自由生长；多元化业务占比由 12.8% 大幅缩减至 1.5%，是收缩的主要对象；2019H1 实现主营收/归母净利润 44.4 亿元 (+28.8%) /3.4 亿元 (+36.4%)，淡季贴牌加工业务相对占比较大（30.4%）以平滑产能。

图表 62 历年羽绒服业务占比情况 (%)



资料来源：公司公告、华创证券

图表 63 2017-2018 四大业务占比变化 (亿元)

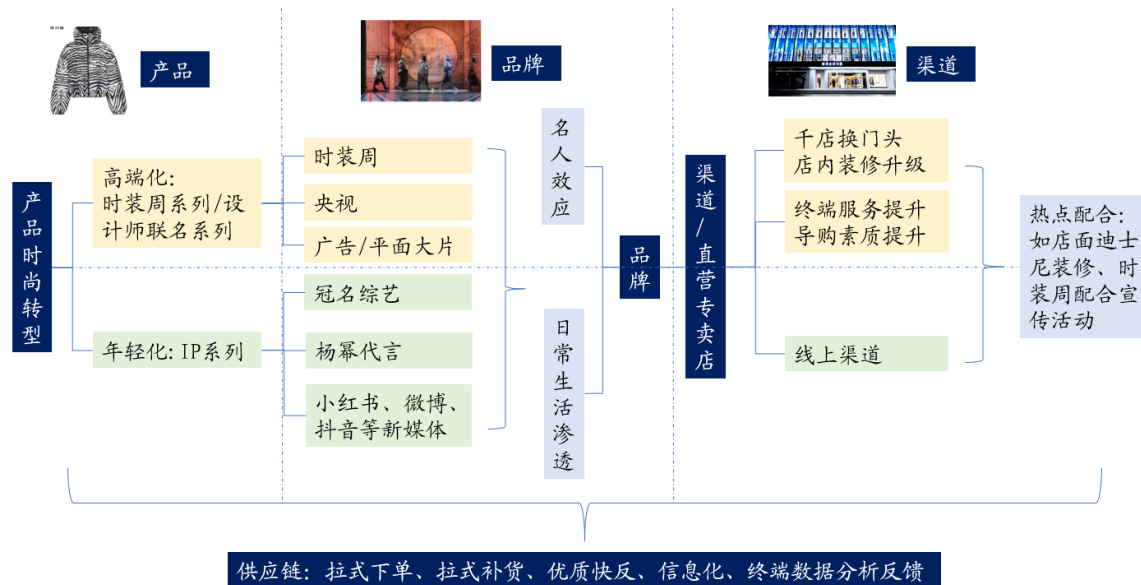


资料来源：wind、华创证券

3、回归聚焦，多管齐下转型时尚年轻化

回归羽绒主业，产品、营销、渠道、供应链四位一体深度协同助推时尚年轻化转型。Moncler 和加拿大鹅在中国走红重塑羽绒服行业，使苦苦挣扎于“四季化、多元化、国际化”长达十年的波司登迎来发展新机遇，2018 年正式提出“聚焦主航道，聚焦主品牌，收缩多元化”的战略，回归羽绒服主业，聚焦波司登主品牌，明确定位功能性、中高端化和年轻化转型方向。在产品、渠道、品牌、供应链四个方向深度协同共同发力，实现量价齐升的亮眼业绩，成功实现时尚年轻的转型。产品上突出功能性和时尚性，品牌上全面发力精准营销，渠道上门店升级服务提升，供应链高效护航，避免因周转率降低阻碍升级。

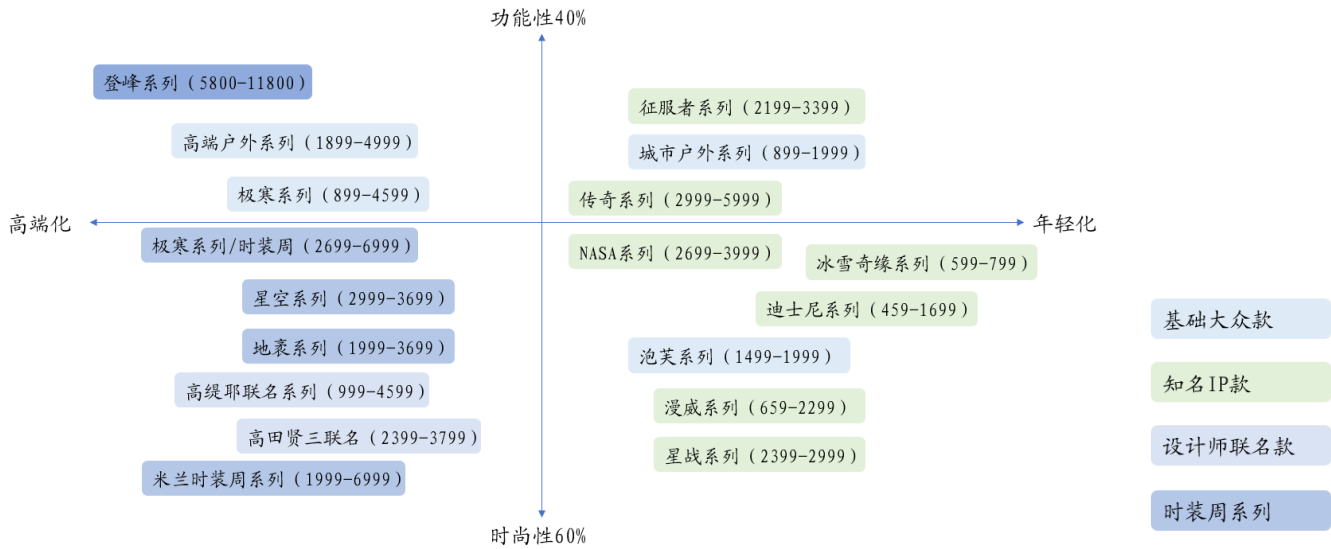
图表 64 产品、营销、渠道、供应链四位一体深度协同助推时尚年轻化转型



资料来源: 华创证券整理

产品上，策划能力提升，功能性时尚性并举助推产品升级。波司登兼取 Moncler 和加拿大鹅产品特色，60%定位时尚，40%定位功能，并合作知名 IP 吸引年轻消费者。具体来看，波司登更加偏重时尚性，一方面通过时装周、设计师联名、明星站台等途径制造话题引流，涉足时尚圈，这类产品一般定价较高，主要作用在于拉升品牌力而非放量；另一方面通过合作知名 IP 的方式推出星战系列等吸引相关年轻粉丝，价格相对较低；功能性方面，主要以高价产品为主，功能性是产品升级的基石；基础大众款是收入主要来源，负责放量驱动营收。各系列产品实现价格带全面覆盖，各有侧重。我们认为，产品线的逐渐丰富，各系列各有侧重的定位，是波司登实现产品升级、重塑高端、时尚、专业、年轻化品牌形象的关键和起点。

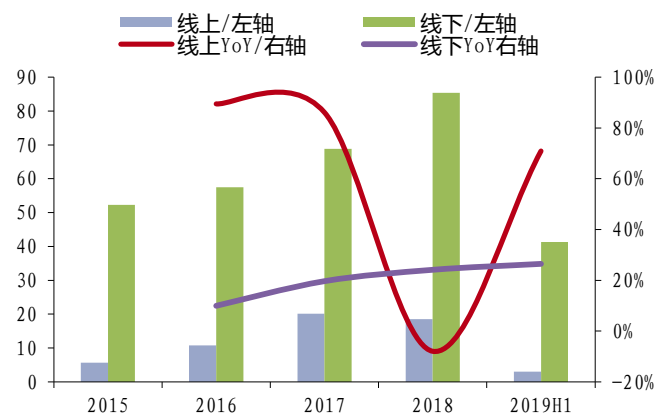
图表 65 波司登当前各系列产品定位



资料来源：波司登官方商城、华创证券

渠道上，线下精细化管理配合时尚年轻化转型，线上有所突破发展前景广阔。线下门店方面：1) 结构上：增加专卖和自营渠道强化终端掌控力。2016年起开始持续增加终端掌控力最强的专卖自营店，进一步减少寄售经销店，有利于贴近市场和消费者，通过门店形象、产品陈列等配合时尚年轻化品牌重塑；2) 区位上：回归主流商圈引流。专卖自营门店主要聚焦一二线城市购物中心等高势能主流商业区，打造标杆性大店有效吸引核心消费人群；3) 门店形象上：“千店换门头”打造高端时尚形象。2018年公司打造“千店换门头”事件，统一装修风格，店内地毯、视频、沙发、饮水供应等细节全面提升消费体验；4) 消费者体验上：精心服务提振终端销售能力。公司配备陈列师每周调整店内产品陈列，对终端销售人员进行销售话术、产品知识等专业培训，统一服饰。线上渠道方面，2018年公司与天猫达成突破性合作关系、与唯品会建立战略合作，锁定优质资源提升在线流量，品牌店占比提升。近两年双十一、双十二销售业绩有所突破，随着未来对直播电商和社交电商的布局，预计未来线上渠道份额将有进一步突破。

图表 66 线上&线下销售额 (亿元, %)



资料来源：公司公告、华创证券

图表 67 波司登羽绒服业务渠道数量变化情况

	2015	2016	2017	2018	2019H1
专卖自营	355	494	565	806	1061
变动	-135	139	71	241	255
专卖经销	2120	2312	2316	2325	2571
变动	-639	192	4	9	246
寄售自营	1339	880	858	822	861
变动	-698	-459	-22	-36	39
寄售经销	1457	786	727	675	668
变动	144	-671	-59	-52	-7
合计	2242	4472	4466	4628	5161
变动	-1328	-799	-6	162	533

资料来源：公司公告、华创证券

供应链上，垂直整合优化供销流程，引入智能提升运营效率。1) 上游资源整合原材料，工厂资源和生产体系稳定保证产品质量；2) 中间环节优化：仓储、订单、配送等环节上流程全面优化，订货会后只投产 40% 产品，剩余 60% 订单根据市场反应滚动下单，避免往日库存积压弊病；直营批发订单分立，中央配送中心直接发货；每款产品通过

拉式补货、快速上新、小单快反实现 13 天优质快反。3) 下游终端销售环节提效: 随着直营专卖店的增加公司对渠道终端掌控力增强, 通过实时反馈的终端动销情况深入分析零售数据, 通过试销等方式指导生产形成闭环。公司自 2010 年起开始引入智能自动化, 发展至今已在各环节起到积极作用。流程优化叠加信息自动化升级促使供应链效率不断提升, 新品在库时间缩短, 每周滚动补货提升仓库使用效率, 运营效率大幅提升。

图表 68 供应链各环节流程及智能自动化情况

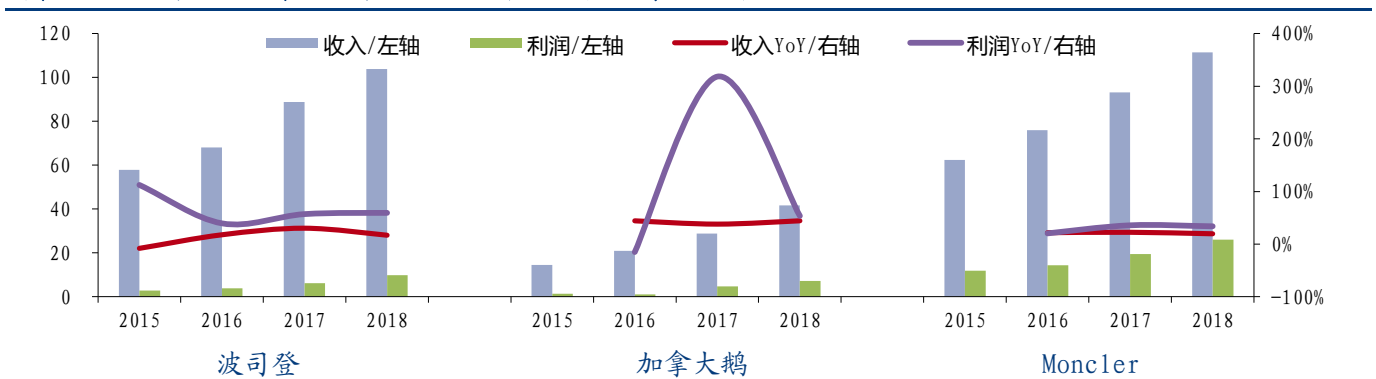
环节	流程优化	智能自动化
生产环节	1) 垂直整合上游羽绒等原材料: 母公司集团服务范围由羽绒服产品扩大至羽绒服相关材料; 2) 精准规划预测: 规划年度货源, 提前预下备单、预留车台保障备料	1) 2010 年引入; 2) 2013 年引入川田智能模板机 150 台套, 节约流水线劳动力 18%, 生产效率提高近 30%, 同一工序效率提高 60%; 3) 2017 年波司登自动化率 20%, 布料剪裁、羽绒充绒机、商品分拣均已引入自动化, 预计明年自动化率可提升至 50~60%
仓储环节	1) 设立中央配送中心: 仓储面积 10 万平方米, 存储容量 10 万 SKU, 400 万件羽绒服, 日吞吐产量 50 万件羽绒服。通过物流管理系统 WMS 管理所有库存负责商品的入存铺补退, 根据市场变化灵活配置资源, 服务全国线上、线下 O2O 业务并肩负数据管理责任; 2) 采取分布式部署, 建立 9 大区域仓, 取消 RDC 实现一级配送	1) 与阿里云合作搭建“零售云平台”: 2016 年开始, 2019 年 1 月签订 A100 战略合作计划, 打造“零售云平台”, 实现 15 天快反供应链系统; 2) 智能自动化改造: 投资 5600 万元, 仓储业务量同比翻一番, 生产效率提高近 2 倍; 库存中心的智能补货系统有效减少缺货损失 21%, 售罄率同增 10%
订单环节	1) 直营批发分立: 2017 年公司起实行直营和批发完全分开模式, 直营店订货按照销售匹配需求; 经销商根据不同规模采取不同的订货及返利灵活模式, 保证理性订货; 2) 拉式下单、拉式生产	1) 基于信息化, 可实现黑单 13 天下单; 红单 20 天下单; 黄单 25-30 天下单; 快反最快是 13 天; 2) 订货会下单后投产 40%, 后期 60% 可补货, 系统实时监测, 后期 60% 对信息化数据分析要求较高
物流环节	由中央配送中心直接按销分发终端门店; 2018 年用 CDC 直接分发配送一级流程, 增设东北、哈尔滨、乌鲁木齐产区, 取消零售公司 RDC	1) 自主研发智能补货系统: 实现门店拉式补货, 配送覆盖全国, 100 公里内当日到达, 300 公里内次日送达, 1000 公里内三日送到; 2) O2O 调控: 应对缺货情况, 通过商品精细化运营提升整体运营效率
终端环节	前期走访直营店规划店能, 后续实现终端门店销售话术一体化方案, 按照销售反映拉式下单、拉式生产	2011 年 ERP 覆盖率已超 90%; 2013 年 POS 覆盖率超 80%; ERP 和 POS 机全覆盖, 实时反馈终端数据形成闭环

资料来源: 公司公告、华创证券

(四) 财务对比: 波司登盈利提升空间大, 运营效率相对突出

营收和利润规模上, Moncler 为世界“羽皇”规模最大, 增速整体平稳; 波司登营收和利润规模居中, 接近 Moncler, 未来有望通过国内庞大的消费市场以及主业的进一步聚焦超越 Moncler; 加拿大鹅规模最小, 但后来居上涨幅最快, 处于快速发展期。

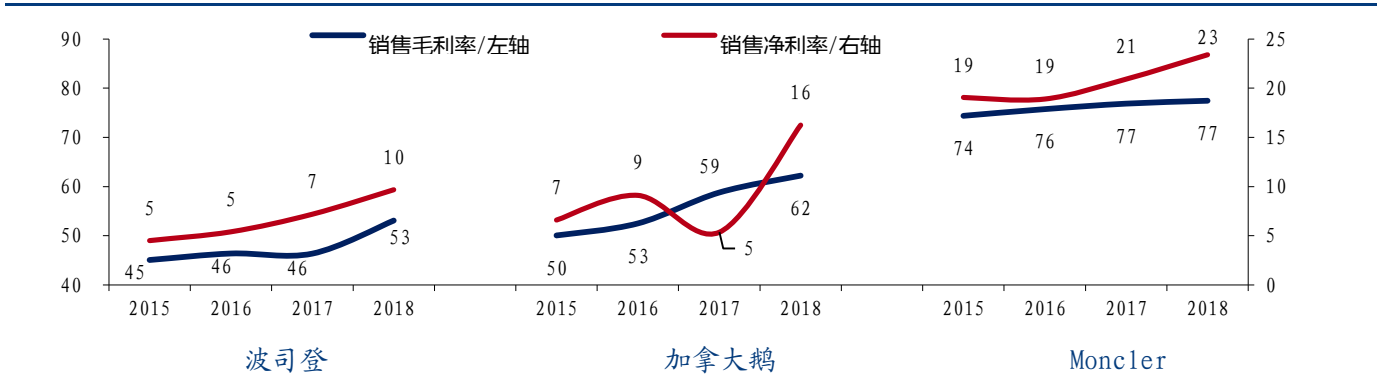
图表 69 波司登、加拿大鹅和 Moncler 营收与归母净利润对比 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

盈利水平方面，波司登远低于 Moncler 和加拿大鹅，主要系 Moncler 和加拿大鹅为高端时尚产品，价格较高带动盈利水平处于高位。波司登近年来毛利率和净利率提升较快，进一步印证提价的显著效果，长期来看毛利提升空间较大。

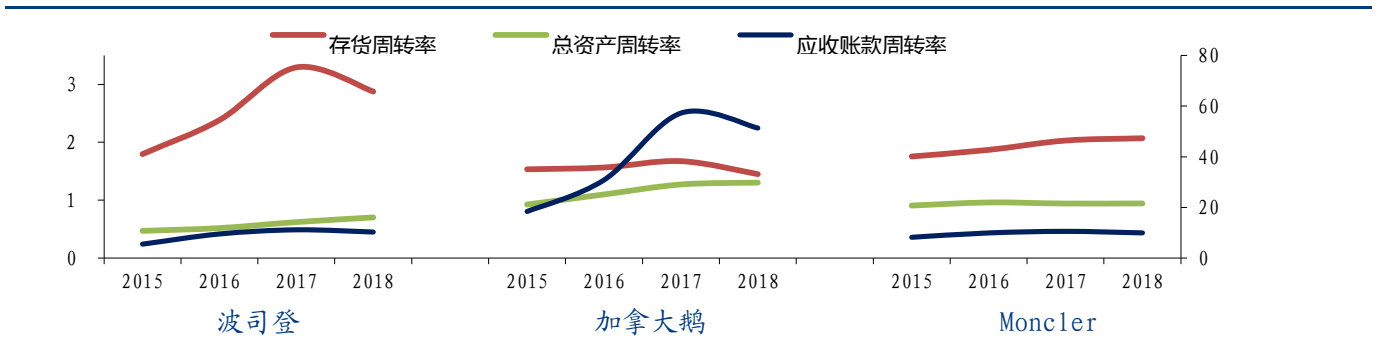
图表 70 波司登、加拿大鹅和 Moncler 盈利能力对比 (%)



资料来源: wind、华创证券

运营效率方面，波司登存货周转率表现出色，应收账款周转率相对较差，运营能力相对到位；加拿大鹅三项周转率处于居中水平，Moncler 因高端定位，整体周转率较低。

图表 71 波司登、加拿大鹅和 Moncler 运营能力对比 (%)



资料来源: wind、华创证券

(五) 从中国制造到中国品牌，国内龙头企业发展大有可为

国内羽绒服行业龙头化优势明显，以波司登为代表的国内企业有望通过聚焦主业和时尚化转型实现升级。国内企业通过产品、品牌、渠道、供应链四位一体深度协同，推进产品升级和品牌重塑，将羽绒服行业的中国制造升级成中国品牌，长期品牌力有望实现自下而上的升级，盈利能力提升可期。鸿雁翩翩时尚启蒙，国潮崛起前路迢迢。

四、风险提示

宏观经济增长不及预期；气候变暖风险

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500