

前路非坦途，良驹至千里

——品牌服装行业深度报告

2019年04月02日

看好/维持

纺织服装

深度报告

投资摘要：

我们希望通过本篇报告提供男装、女装板块的投资框架，以往影响板块表现的是服装零售增速和库存周期，目前这两个因素都发生了变化，本篇报告也致力于寻找行业变化中的结构性机会。

品牌服饰行业发展历史&板块复盘

- 行业经历快速发展期，目前处在稳定发展期。从我国的服装类零售总额增速可以清楚看到服装行业发展的三个阶段：提速期、快速发展期、低速稳定发展期。但是城镇化的持续推进、中高端收入阶层的崛起以及人均可支配收入的稳步增长，将持续推动居民在服饰方面的消费支出。

男装、女装品牌重新进行“价值分布”

我们认为行业内的公司主要通过以下方式在弱市中争取超越行业的增长，成为行业征途中真正制胜千里的良驹：1、品牌调性转换切至快车道。女装的快车道在于轻奢和设计师品牌，男装的快车道在于潮牌，以及正装转型休闲或运动+时尚。2、争取购物中心、线上渠道，因时制宜实现产品和渠道相匹配。3、微笑曲线，向前端设计环节寻求更多利润；4、多品牌布局打开成长天花板。

库存模式变化，服装行业库存周期性减弱。历史上看，库存周期带来行业而盈利波动。随着新管理模式的出现，行业库存周期大幅弱化，库龄结构得到改善。典型新模式表现为：以产定销模式，打造快反供应链；与供应商存货共担模式，轻资产运营；小批量私人定制模式。

投资建议：在“存量竞争”时代，消费升级和消费者迭代创造着新的投资机会：

- ◆ **森马服饰：**休闲服装享受公司改革红利，净开店数大幅转正、收入增速提升明显。未来休闲服饰和童装双驱动。
- ◆ **比音勒芬：**占据“运动+时尚”优质赛道，公司研发能力和品牌运营契合定位。
- ◆ **中国利郎：**公司通过设计创新实现品牌年轻化，渠道调整实现目标客户群优化，2018年改革效果显现。继续看好轻商务系列的发展。
- ◆ **安正时尚：**多品牌布局合理，不同年龄段、不同风格卡位精准。主品牌维持稳增，副品牌占据有望在设计师品牌实现突破。
- ◆ **海澜之家：**男装与供应商共赢模式造就优势，开店数维持稳定增长。
- ◆ **风险提示：**居民收入水平下降，居民消费意愿持续低迷，终端服装动销下滑。

	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
森马服饰	0.42	0.63	0.74	18.61	14.23	15.58	2.8	强烈推荐
比音勒芬	1.69	1.6	2.04	35.62	26.36	20.66	4.57	强烈推荐
中国利郎	0.51	0.63	0.74	10.33	12.18	10.29	2.8	强烈推荐
安正时尚	0.94	0.84	1.10	12.65	14.28	10.90	1.78	推荐
海澜之家	0.74	0.77	0.82	12.78	12.29	11.47	3.59	推荐

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

细分行业

评级

动态

女装

看好

维持

男装

看好

维持

行业基本资料

占比%

股票家数	84	2.34%
重点公司家数	-	-
行业市值	5133.91 亿元	0.8%
流通市值	3880.5 亿元	0.83%
行业平均市盈率	8.36	/
市场平均市盈率	17.33	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《纺织服装行业周报：二季度关注地产后周期标的，推荐家纺板块》2019-04-01
- 2、《纺织服装行业周报：五一假期延至四天，积极布局低估值纺服龙头》2019-03-25
- 3、《纺织服装行业周报：服装零售数据如期回落，关注稳增长标的》2019-03-18
- 4、《纺织服装行业周报：政府工作报告降税费、促消费，建议积极配置纺服板块》2019-03-13

目 录

前言.....	5
1. 男装、女装规模稳增长，版块弹性大于零售增速.....	5
1.1 行业经历快速发展期，目前处在稳定发展期.....	5
1.2 复盘版块：服装零售景气带来版块超额收益.....	6
1.3 三大因素推动行业继续发展.....	8
1.3.1 人均可支配收入水平增速平稳，消费理念升级.....	8
1.3.2 城镇化水平潜力仍大，提升服装行业空间.....	8
1.3.3 中产阶级扩容、Z时代来临.....	9
2. 男装、女装格局：在竞争中发展.....	10
2.1 男装：国产品牌优势稳定，集中度持续提升.....	11
2.2 女装：面对快时尚和奢侈品牌夹击，竞争激烈.....	12
2.3 主要上市公司.....	13
3. 品牌服饰重塑“价值分布”.....	14
3.1 细分市场：品牌调性转换切换至快赛道.....	14
3.1.1 女装快车道：轻奢、设计师品牌.....	14
3.1.2 男装快车道：潮牌、运动+时尚.....	18
3.2 渠道：得购物中心+线上者得渠道.....	20
3.3 微笑曲线，设计端获取更多利润.....	21
3.4 多品牌打开成长天花板.....	22
4. 库存模式变化，行业周期性减弱.....	23
4.1 历史上看，库存周期带来行业而盈利波动.....	23
4.2 新模式，助力消除库存周期.....	24
4.2.1 以产定销模式，打造快反供应链.....	25
4.2.2 与供应商存货共担模式.....	26
4.2.3 其他创新模式.....	26
5. 投资策略及重点公司.....	27
投资策略.....	27
5.1 森马服饰（002563.SZ）.....	27
5.2 比音勒芬（603877.SH）.....	28
5.3 中国利郎（1234.HK）.....	28
5.4 安正时尚（603877.SH）.....	28
5.5 海澜之家（600398.SH）.....	29
6. 风险提示.....	29

表格目录

表 1：我国品牌服装行业发展历程.....	5
表 2：服装版块历史上 5 次超额收益时间段总结.....	7

表 3：我中产阶级占比有望快速提升.....	10
表 4：男装分类及上市公司代表.....	11
表 5：三大主要轻奢品牌及我国女装轻奢品牌布局	15
表 6：两大设计师品牌集团的品牌布局	17
表 7：我国潮品牌的推出方式及产品特点	18
表 8：我国男装、女装生产端的自产和外包情况汇总	24
表 9：海澜之家报告期末产成品和委托代销商品的存货构成（单位：万元）	26

插图目录

图 1：2000 年以来，我国社零总额增速及服装类社零增速	6
图 2：2000 年以来，服装家纺（及男装、女装）版块表现	6
图 3：城镇及农村居民人均可支配收入增速	8
图 4：城镇及农村居民人均消费支出增速	8
图 5：我国城市化率与日本、美国比较	9
图 6：2017 年城镇居民消费结构占比.....	9
图 7：2017 年农村居民消费结构占比.....	9
图 8：我国服装各品类规模，过去 5 年及未来 5 年增速	10
图 9：2017 年男装 Top12 市占率	12
图 10：男装 Top5 市占率变化.....	12
图 11：我国女装行业的品牌“金字塔”.....	12
图 12：2017 年女装 Top12 市占率.....	13
图 13：女装 Top5 市占率变化.....	13
图 14：三大快时尚在中国开店情况	13
图 15：全球奢侈品规模（十亿元）及中国消费者的贡献率（%）	13
图 16：我国男装、女装上市公司的收入规模一览（2017 年）	14
图 17：我国男装、女装上市公司门店数一览（2018H1）	14
图 18：国际三大奢侈品集团和三大轻奢品牌增速	15
图 19：设计师品牌规模及增速	17
图 20：设计师品牌与其他品类复合增速比较	17
图 21：我国男装、休闲和运动服饰的增速比较	19
图 22：网上零售额增速及服装网上零售额增速	20
图 23：上市公司线上销售占比	20
图 24：我国购物中心数量	20
图 25：部分上市公司购物中心渠道销售占比	20
图 26：服装行业的“微笑曲线”	21
图 27：我国男、女装上市公司毛利率情况（2017 年）	22
图 28：三大奢侈品集团和三大快时尚品牌毛利率	22
图 29：上市男、女装、休闲公司研发人员数情况	22
图 30：上市男、女装、休闲公司研发费用投入情况	22

图 31：上市男、女装公司存货/资产总额比重	23
图 32：上市男、女装公司存货/营业收入总额比重	23
图 33：上市男、女装公司存货跌价损失/营业利润比重	24
图 34：上市男、女装公司净利润率	24
图 35：在实行“柔性供应链”后各环节的变化	25
图 36：报喜鸟的库存水平（金额：亿元）及占收入比重	27

前言

服装板块自 2016 年以来整体呈下跌趋势，且跌幅较深。本报告重点讨论影响服装版股价的两个重大因素，零售数据和库存周期是如何影响板块表现，以及这两个因素此后的演变，以此推理板块的表现。

观测行业零售增速的指标主要有社零服装类数据和上市公司的收入增速等；库存周期与各公司渠道拓展及供应链模式相关。近年来这两大因素都发生了比较大的变化，观后市我们认为：行业整体增速方面，中短期将保持稳定增长，但是结构发生变化，行业的价值分布在不同赛道、上下游的各环节进行了重新分布。库存方面，在渠道调整、行业模式变化下，行业的库存整体改善，库存带来的行业周期减弱。**在公司差异化经营越来越明显的背景之下，我们建议重新审视行业产业链各环节的变化，更多关注公司自下而上的变化。**

1. 男装、女装规模稳增长，版块弹性大于零售增速

1.1 行业经历快速发展期，目前处在稳定发展期

2000 年以来，我国的服装行业乘国民经济繁荣发展之风得到了迅速成长。目前，随着国家经济结构转型，进入相对成熟期的服装行业也在发生着一些变化。首先推动行业发展的三大因素，仍发挥重要作用：人均可支配收入持续提升，且城乡差距有望缩小；城镇化水平仍有很大提升空间，市民化后消费结构利好服装类；中产阶级和 Z 时代消费到来，促进消费品质的提升和消费差异化加剧。

表 1：我国品牌服装行业发展历程

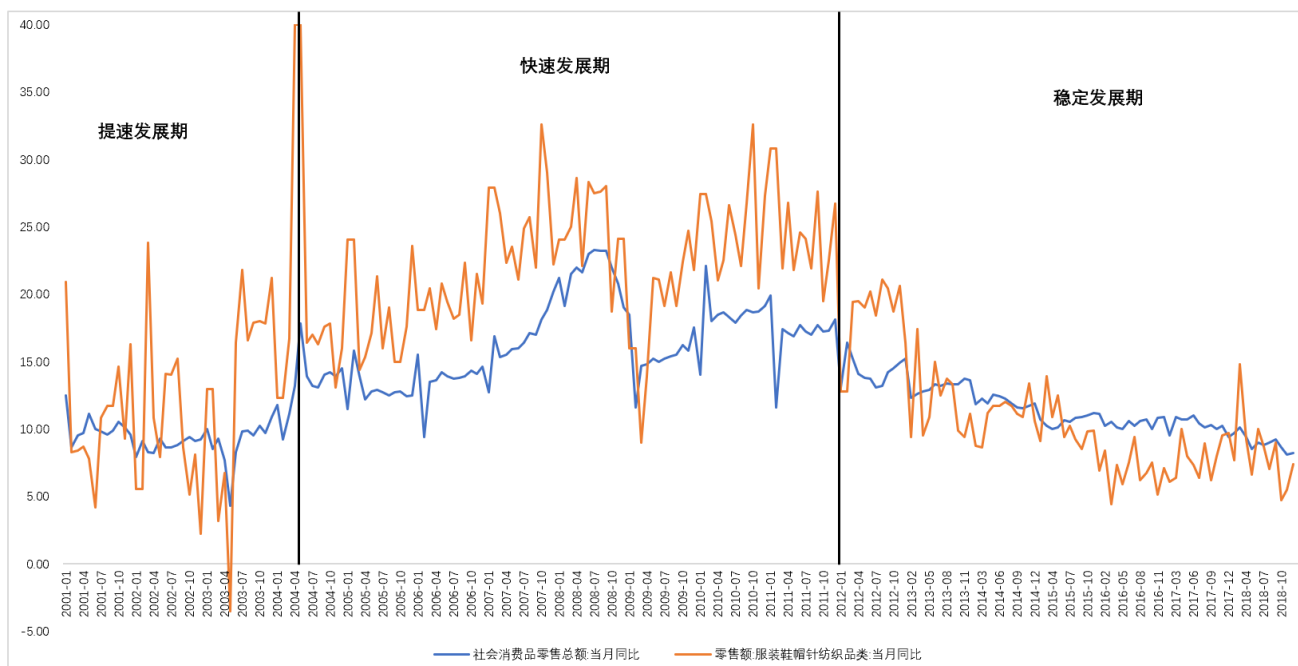
	第一阶段 提速发展期	第二阶段 快速发展期			第三阶段 稳定发展期
	(2001-2003)	(2003-2008)	(2008-2010)	(2011-2014)	(2014-至今)
我国经济增长	GDP 高个位数增速	国民经济快速发展	受金融危机的影响，2008 的国民经济受到较大的冲击	经济增速开始有所回落	经济结构转型期，社零增速回落至个位数
驱动行业增长的关键因素	行业品牌化开始，品牌服饰第一轮跑马圈地	1、人均可支配收入水平的明显提升 2、电商快速发展	1、金融危机蔓延到实体经济，影响消费积极性 2、金融危机过后恢复性增长	1、人均可支配收入增速回落 2、电商继续拉动行业发展	1、人均可支配收入水平持续提升 2、城镇化水平仍有潜力 3、中产阶级扩大、Z 时代到来
行业发展特点	此时服装制造业在中国处于起步阶段，服装公司对市场判断不准确，短时间内库存量波动较大，造成服装社零增速波动较大。	加入 WTO 后国服装品牌纷纷进驻中国，服装行业在竞争中繁荣发展，我国国产品牌服饰在这一时期成长起来。	2010 年 8 月，服装社零增速达到近十年以来的最大值。	服装行业处在较高库存周期内，服装行业增速出现较快回落。	1、行业利润在品牌、渠道进行重新分配 2、运营模式变化下，库存周期减弱
代表企业	女装：以纯、美特斯邦威 男装：雅戈尔、海澜之家	女装：Only、Veromoda 男装：杰克琼斯	女装：Only、Veromoda、拉夏贝尔 男装：杰克琼斯、GXG	女装：Zara、H&M、 男装：海澜之家、优衣库	女装：江南布衣、拉夏贝尔 男装：海澜之家

资料来源：东兴证券研究所

从我国的服装类零售总额增速可以清楚看到服装行业发展的三个阶段：提速期、快速

发展期、低速稳定发展期。服装类零售总额增速与整体社会零售总额增速较为趋同。展望后市，我们认为服装零售增速大概率在个位数徘徊，但是更多的表现为结构性上的变化，不同赛道、同赛道上经营能力差异的公司，将表现出较大差异。品牌服饰的逻辑将更多的表现为自上而下筛选赛道和自下而上相结合的方式，并且公司比赛道更为重要。

图 1：2000 年以来，我国社零总额增速及服装类社零增速

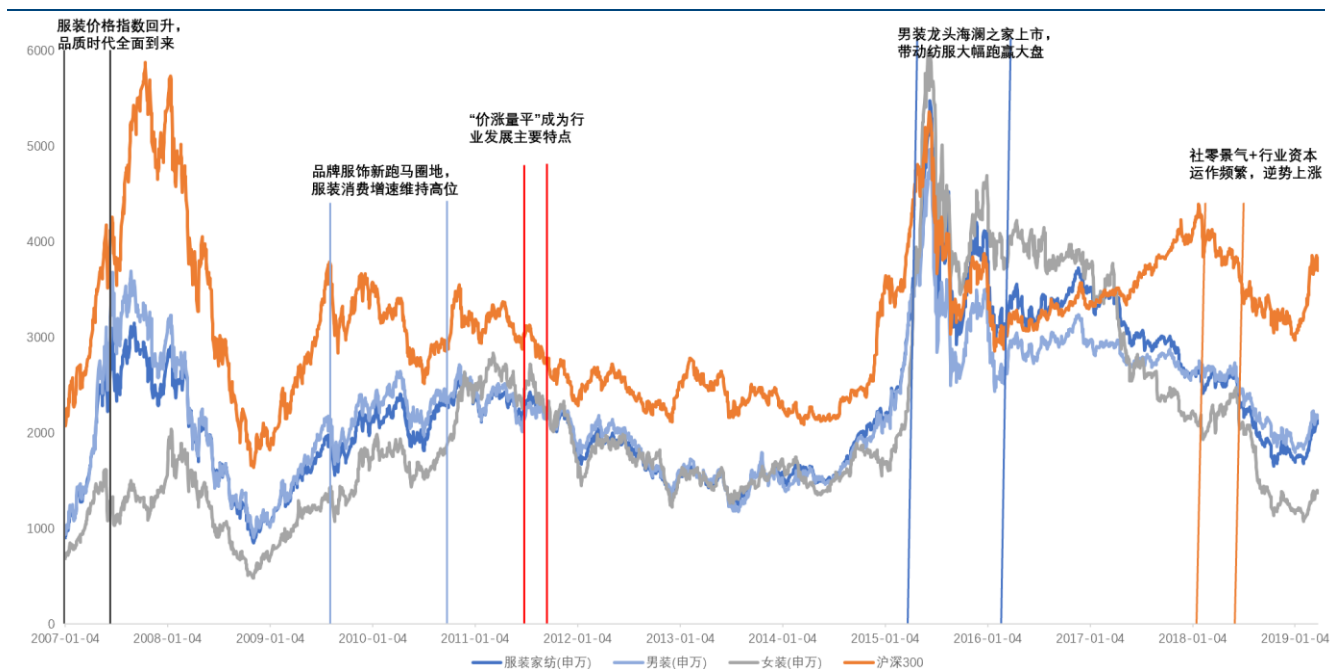


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.2 复盘版块：服装零售景气带来版块超额收益

回顾板块表现，有五次板块表现出不错的相对收益，大部分超额收益时间段都与服装类社零数据的超预期表现有关。其中两次板块的超额收益出现在牛市，在牛市+服装社零数据突出的叠加因素下，板块的超额收益十分明显。

图 2：2000 年以来，服装家纺（及男装、女装）版块表现



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

表 2：服装版块历史上 5 次超额收益时间段总结

	2007. 1-2007. 4	2009. 8-2010. 8	2011. 6-2011. 8	2015. 1-2015. 12	2018. 2-2018. 5
服装家纺 VS 沪深 300 超额收益	95. 93%	44. 54%	11. 22%	84. 41%	10. 49%
版块取得超额收益的催化因素	CPI 和 RPI 数据转正验证行业景气； 服装类社零速度平均为 24. 68%，远高于整体社零 15% 的增速水平。	服装社零低开高走，下半年升至 20% 以上。	服装类商品零售额全年同比增长 24. 2%，维持景气。	海澜之家的借壳上市，叠加牛市背景，行业的关注度得到极大提升。	服装社零增速在 2017Q4 出现明显提振，2018 年 3 月达到 13%； 2018 年上半年行业资本运作频繁。
行业特征	1998 年起，衣着类 CPI 和服装鞋帽类 RPI 持续为负值，到 2006 年 10 月份，这两项指标由负转正，标志着我国服装市场全面提升。 城市消费向高一层次消费模式挺进，批发市场已现颓势，品质超过价格成为服装消费的最重要因素，服装的品牌化开始加深。	服装消费的主要驱动力为 品牌渗透引发的新圈地运动 。 品牌服饰纷纷在低线城市开设专卖店，以森马服饰为例，森马在 2009 年和 2010 年年度净开店数占本年末总店数的比重分别为 21. 3%和 22. 8%。	根据中华商业信息中心统计，全国重点大型零售商业服装销售金额、数量和平均价格分别同比增长了 22. 96%、3. 87%和 17. 07%；从 量价拆 分看， 服装价格的上涨直接带动了服装消费额的增加 。	2015 年服装零售全年逐月下滑，年末下滑至个位数。	行业短暂出现销售数据景气。 2018 年 2 月 2 日海澜之家公告显示腾讯 25 亿入股海澜之家， 标志着新零售与服装企业相结合模式出现 。

资料来源：东兴证券研究所

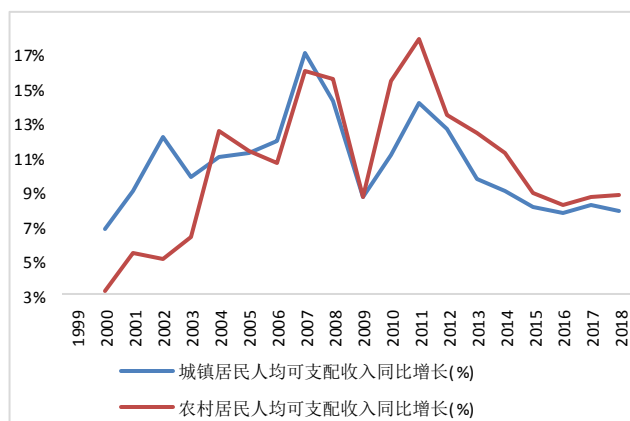
1.3 三大因素推动行业继续发展

驱动我国服装消费的三大因素为：人均可支配收入的稳步增长、城镇化的持续推进、中高端收入阶层的崛起。随着这三大驱动因素进程的放缓，国内服装行业的增速也出现放缓。人均可支配收入仍有持续提升的空间，且城乡差距有望进一步缩小；城市化进程方面，我国以大城市为中心的城市集群正在形成，城市化水平有望再上一个台阶；最后，随着中产阶级的扩大，以及 Z 时代正在成为重要的消费力量，消费品质提升和多样化成为品牌服饰的发展创造了机会。

1.3.1 人均可支配收入水平增速平稳，消费理念升级

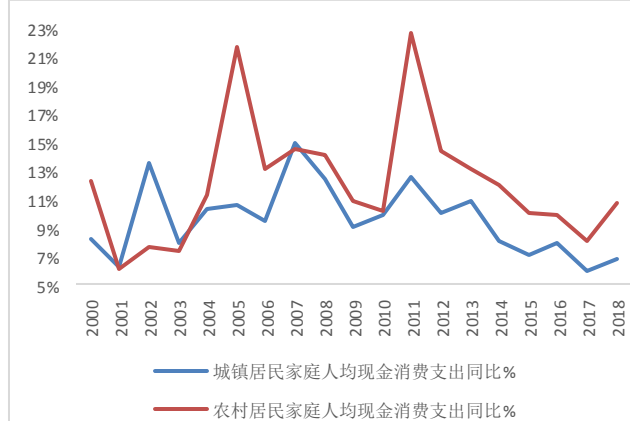
2008 年金融危机后我国 GDP 增速显著放缓，居民可支配收入及支出增速也同步放缓。但人均可支配收入增速仍高于 GDP 增速，城乡结构看农村居民收入增速优于城镇。同时，人均 GDP 突破 8000 美元后，经济逐步转向依靠消费驱动。随着人均收入的不断提升，人民日益增长的物质需求也随之提升。新时代的消费理念，已经从崇尚奢侈品，转变为注重质量和舒适度的消费。这一转变很大程度上来源于人民生活水平的提高，主要体现在人均可支配收入的上涨。生活水平的提高加之人民消费意识的改善，使得人们更加青睐高品质产品。

图 3：城镇及农村居民人均可支配收入增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 4：城镇及农村居民人均消费支出增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

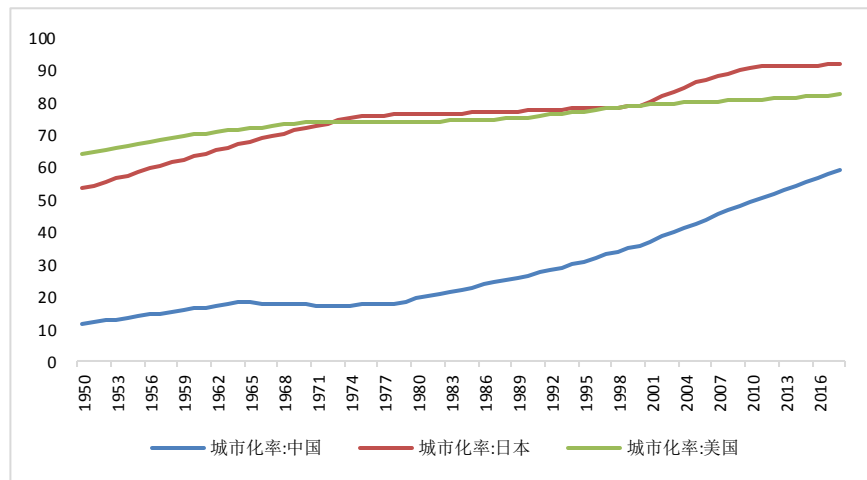
1.3.2 城镇化水平潜力仍大，提升服装行业空间

改革开放以来，我国的城镇化水平得到迅速发展：城市化率从 1978 年的 17.9% 提高到 2018 年的 59.15%，增长了 3 倍；城市人口从 2 亿增长到 8.13 亿。观察我国目前的城镇化进程并没有放缓的迹象，与日本的城镇化水平相比，我国目前的城镇化水平只有日本 20 世纪 60 年代的水平。另一方面，随着京津冀、长三角和粤港澳大湾区等经济区域的规划和建设，中国正在朝着以超大城市为带动的都市圈和城市群的方向发展。未来我国城市化进程还会持续加快，预计至少达到 70%。

城市化进程持续发展推动消费需求持续增长和消费结构加快升级。对比城乡居民的消

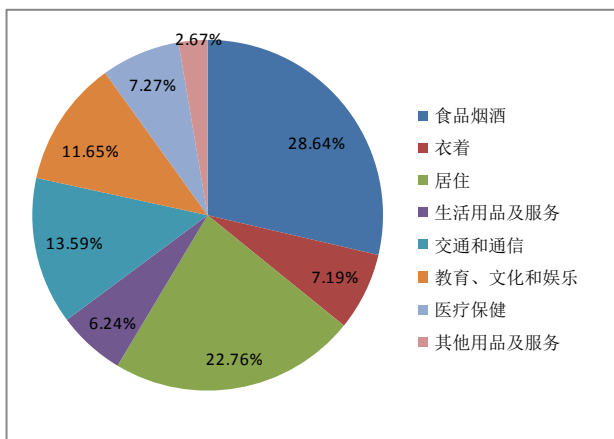
费支出结构，我们发现，农村居民的食品烟酒消费明显高于城市居民。农民进入城镇定居，消费习惯有望跟随城镇居民，提高消费量且进行消费升级，而明显提升包括服装消费在内的非食品类的支出比重（医疗支出除外）。因此，我们认为城市化从供给（消费场景）和需求（消费习惯）两方面，为服装消费持续打开空间。

图 5：我国城市化率与日本、美国比较



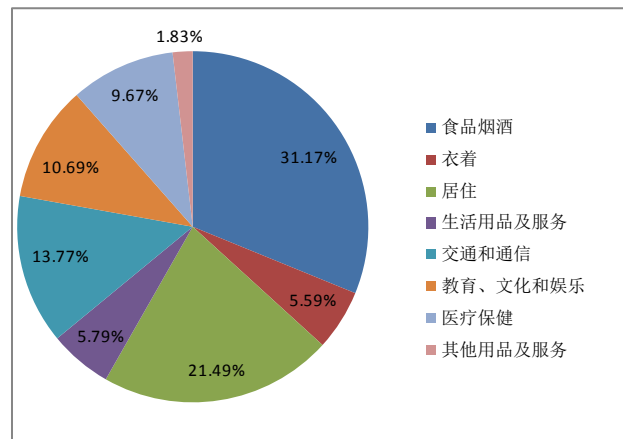
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 6：2017 年城镇居民消费结构占比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 7：2017 年农村居民消费结构占比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.3.3 中产阶级扩容、Z 时代来临

中产阶级的扩大，提升整体消费品质。随着宏观经济的稳步前进与人均收入的稳步提高，中国的中产阶级规模不断扩大。根据欧睿信息咨询的估算，2017 年中国中产阶级的规模为 2.46 亿，是拥有中产阶级人口数量最多的国家。到 2020 年中国的中产阶级和富裕人群将达到 4 亿以上，届时将会占总人口数量的 29% 以上；中国城镇消费增量的 81% 将来自上层中产及富裕阶层消费者，其消费预计将以每年 17% 的速度增长。人群结构的变化带来了消费需求、观念、结构的升级，品质成为中产最基本的要求，中产阶级对总体消费贡献加大。

Z时代逐步进入消费人群，带来消费个性化。Z世代是指出生于95后00后的新一代人，他们已经逐步走入社会，成为越来越重要的消费群体。他们都是乐于接受新鲜事物的“市场先行者”，也正在迅速成长为未来消费的主导力量。他们对产品的差异化要求更高，对高端产品的需求也更多。同时，新一代消费者对本土品牌的接受程度更高，这对立志打造优质本土品牌的企业来说，将是前所未有的机遇。

表 3：我中产阶级占比有望快速提升

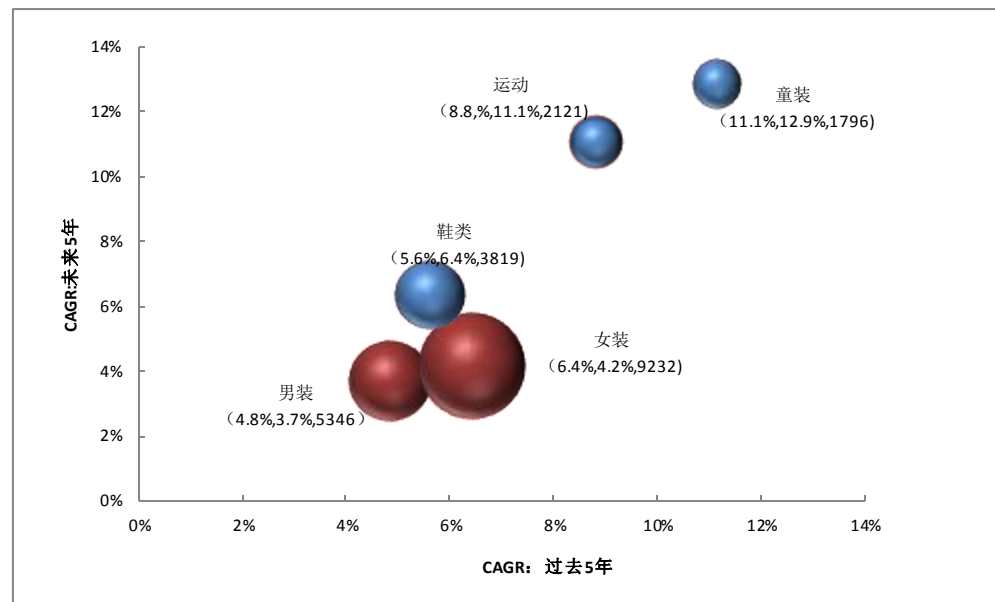
阶层	2010	2015	2020E	未来五年复合增速	2010 占比	2015 占比	2020E 占比	家庭月均可支配收入
准中产与低收入阶层	133.4	100.5	73.1	-6.20%	53%	34%	22%	5200 元以下
新兴中产阶层	65.8	84.1	85.9	0.40%	26%	28%	25%	5200-8300 元
中产阶层	33.8	61.2	81.3	5.80%	14%	20%	24%	8300-12500 元
上层中产阶层	14.6	43	76.8	12.30%	6%	14%	23%	12500-24000 元
富裕人群	1.8	10.1	21.9	16.90%	1%	3%	6%	24000 元以上
上层中产阶层和富裕人群合计	16.45	53	98.7	13.20%	7%	18%	29%	12500 以上

资料来源：《中国消费趋势报告》，东兴证券研究所

2. 男装、女装格局：在竞争中发展

我国男装、女装行业经历了多年品牌化发展，目前基本进入成熟期。根据欧睿咨询数据，2017 年我国女装、男装规模分别达到 9232 亿元和 5346 亿元，展望未来 5 年的复合增速分别为 4.2% 和 3.7%；规模上远高于运动和童装，但增速上远低于运动和童装。我国运动服饰和童装正处于成长阶段，增速较快。过去五年我国男装、女装发展迅速，复合增速较高。虽然未来五年我国男装、女装复合增速放缓，但是其在服装行业的地位不可撼动，我国男装、女装品牌将会在激烈的外部冲击下，继续向着高端化和多元化发展。

图 8：我国服装各品类规模，过去 5 年及未来 5 年增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

注：括号三组数据内分别（为过去5年复合增速，未来5年预计复合增速，行业目前市场规模）

2.1 男装：国产品牌优势稳定，集中度持续提升

我国男装按照价格和风格进一步可以再分为奢侈品男装、中档商务休闲男装、大众休闲男装。从过去5年年增速看，不管是高档还是中档商务男装都已没有增长，甚至略有萎缩；而大众休闲服饰持续有增长，甚至增速能维持在双位数。休闲装让位与传统正装及着装习惯的变化有关，目前职场人员已经由1981年以后出生的千禧一代或Z时代占主导，年轻人群期望工作场所是一个更休闲的环境。以高盛为例，公司为吸引年轻员工，取消了上班时间着正装要求。数据显示有超过75%的年轻人渴望为一家他们认为能够反映其价值观的公司工作，轻松的着装要求正好可以符合他们的期望。

表4：男装分类及上市公司代表

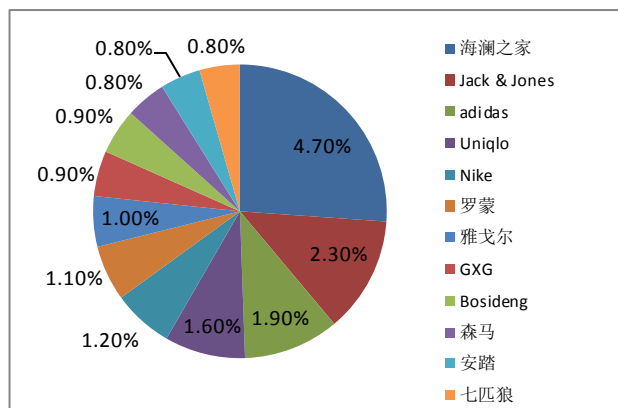
市场细分	价格区间	上市公司代表	产品特征	过去5年年复合增速
奢侈品男装	5000元以上	希努尔、报喜鸟	采用高档面料,工艺精细	-1.39%
中端（商务或休闲）	500-5000元	比音勒芬、雅戈尔、九牧王、利郎、七匹狼	面料舒适，款式不多	2.62%
大众休闲	500元及以下	海澜之家、太平鸟、森马服饰、红豆	以休闲风格为主,款式较多	13.26%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

从行业格局看，国产男装品牌行业内地位稳定，竞争优势明显，龙头品牌市场占有率较高，行业集中度持续提升。据2017年数据，国产男装品牌海澜之家、罗蒙、雅戈尔、七匹狼国内市场占有率分别为4.7%、1.1%、1%以及0.8%。近十年，国产男装龙头海澜之家发展迅猛，迅速奠定了自己的市场地位。与女装相比，男装的品类、款式更少，男士选择服装时也更加注重产品的品质而非品牌。这也是我国男装行业国产品

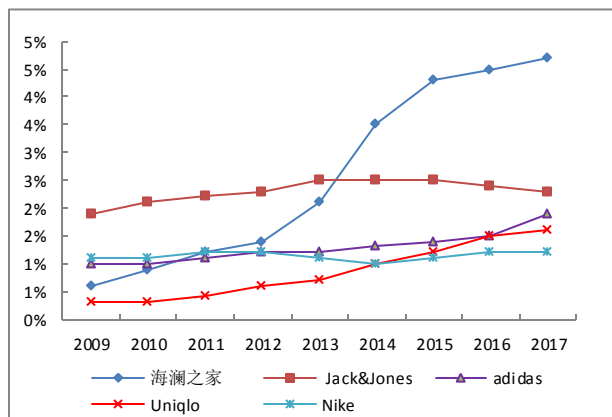
牌能够取得优异表现的重要原因。随着大众消费结构优化以及消费行为更加理性，我国国产男装品牌的行业集中度会有进一步的提升。

图 9：2017 年男装 Top12 市占率



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 10：男装 Top5 市占率变化



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

2.2 女装：面对快时尚和奢侈品牌夹击，竞争激烈

国内女装市场竞争激烈，行业内品牌分散度高，国产女装品牌与国外品牌相比不占优势。根据价格层级女装具体又可以划分为：奢侈品牌、国外轻奢品牌、国内高端品牌、国际快时尚品牌、国内大众服饰品牌，我国国内女装品牌尤其是上市公司品牌集中在“高端女装”部分，位于女装品牌“金字塔”的中间位置，其上端有国际轻奢品牌，下方有快时尚品牌的追赶，女装时尚度要求高的特点使行业内竞争更为激烈。

图 11：我国女装行业的品牌“金字塔”

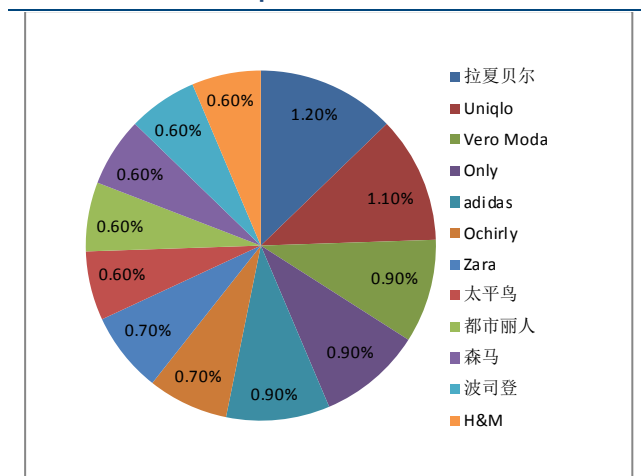


资料来源：东兴证券研究所

纵观女装行业的格局变化，自 2008 年以来，韩国时尚集团品牌 Vero Moda、Only 在我国市场地位稳固，市场占有率增速放缓；国产品牌拉夏贝尔的市场占有率增速较快，且逐渐赶超前者。自 2011 年以来，三大快时尚品牌 Uniqlo、H&M 以及 Zara 在中国迅速扩张：2011 年 Uniqlo、H&M 以及 Zara 在中国的门店数量为 113、82、101，2018 年三大快时尚品牌在中国的门店数量分别达到了 673、530、192，短短几年时间，Uniqlo、H&M 在中国渠道数量增长了近 5 倍。同时，近几年我国国民在境外奢侈品和轻奢品牌

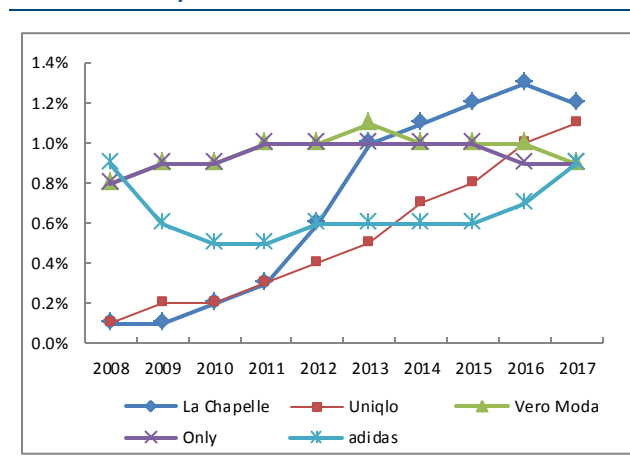
的额消费热情也比较高，很大程度上分流了国内的消费。产业信息网的数据显示，目前中国消费者对全球奢侈品的贡献率已经超过三分之一，预计到2020年将会达到36%；具体到国内、国外消费场景，国内消费奢侈品与境外消费比例约1:3，境外仍是最重要的额消费场景。未来，面对快时尚和奢侈品牌双重夹击，我国国产女装品牌发展仍面临巨大的压力。

图 12：2017 年女装 Top12 市占率



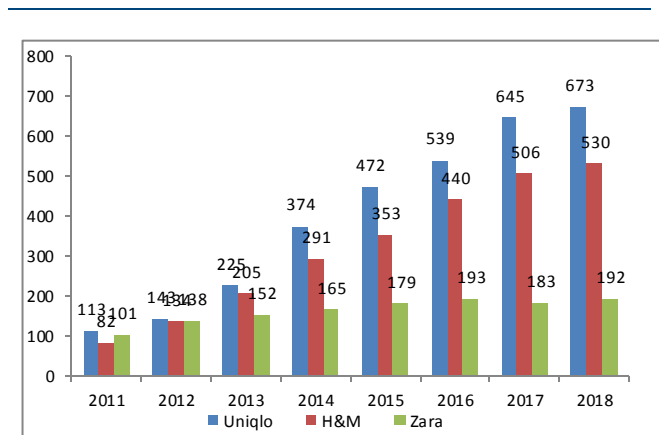
资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 13：女装 Top5 市占率变化



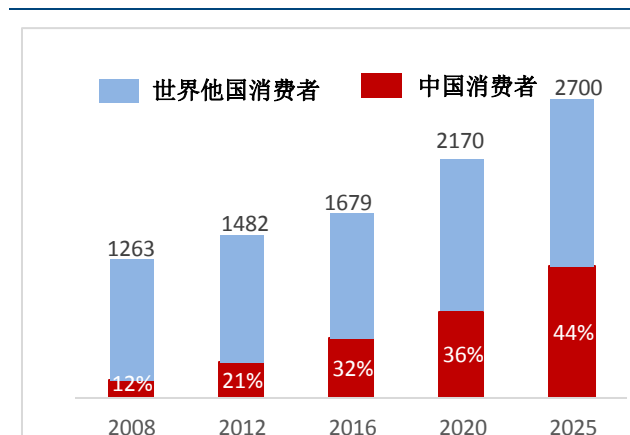
资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 14：三大快时尚在中国开店情况



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 15：全球奢侈品规模（十亿元）及中国消费者的贡献率（%）

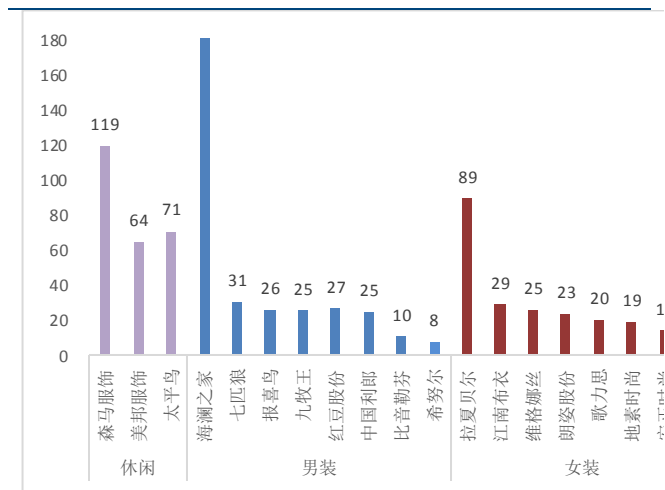


资料来源：要客研究院，东兴证券研究所

2.3 主要上市公司

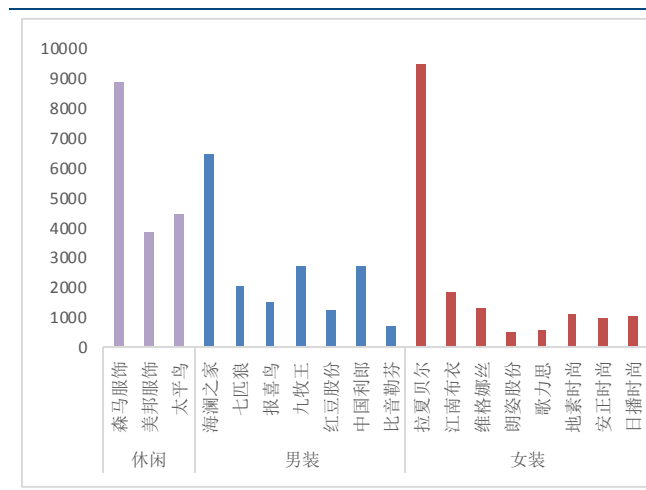
从上市公司看，兼营男女装的休闲品牌收入规模较大，时尚要求较低的男装比女装更易规模化。从定位来看，定位中档大众的品牌规模更容易提升，而定位高档的商务男装和时尚女装，规模比较有局限。门店数量看，休闲服饰门店数量明显较高，定位较为大众的男装、女装品牌海澜之家和拉夏贝尔门店数量也明显高于其他品牌，高端女装系列门店数基本在 1000 左右或 1000 家店以下，其店效水平也明显高于其他品牌。

图 16：我国男装、女装上市公司的收入规模一览（2017 年）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 17：我国男装、女装上市公司门店数一览（2018H1）



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 品牌服饰重塑“价值分布”

从发展阶段来看，我国成人品牌服饰进入一个相对的成熟时期，行业增速预期稳定在个位数。在此背景下，行业内公司不断进行变革，以期在存量竞争的时代获得更多的份额、争取更多的利润。我们认为行业内的公司主要通过以下方式在弱市下争取超越行业的增长：1、品牌调性转换切至快车道；2、争取购物中心、线上渠道最佳布局；3、循微笑曲线，在设计端攫取更多利润；4、多品牌打开成长天花板。

3.1 细分市场：品牌调性转换切换至快赛道

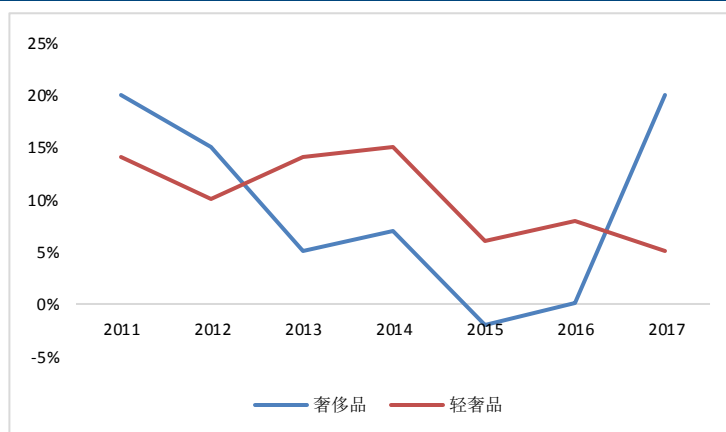
随着这需求的多样化和对产品品质的高要求，国内的服装品牌面临着一轮新的“洗牌”，此轮洗牌不是档次的重新划分，而表现在以产品风格和消费群为特点的深度细分。这要求服装品牌企业，通过研发和设计确立自己的“产品风格”和“目标消费群体”，从而抢占更多市场份额。缺乏创新设计和市场研发的盲从行为，都难以抵挡市场的竞争。差异化的加剧和赛道的进一步细分，为品牌生存发展提供了一次难得的机遇，企业能否在正确的赛道上驰骋、能否在快车道脱颖而出是现在品牌服装面临的最大挑战。

3.1.1 女装快车道：轻奢、设计师品牌

➤ 本土轻奢品刚刚起步，国产替代未来可期

轻奢品从定义看有三个特征：拥有奢侈品的“基因”；价格以 300 美金为门槛；目标消费人群年轻化。前瞻产业院数据显示，2011 年，我国轻奢行业消费规模为 72 亿美元，2016 年达到 121 亿美元，年复合增速为 11%，高于我国奢侈品整体市场复合增速 6%。与奢侈品类似，全球轻奢品的主要增长力量来自中国消费者。国外轻奢品牌有两类，传统奢侈品牌的副线以及独立的轻奢品牌；从发展历史看国外的轻奢品牌成立较早，得到中国消费的青睐，我国国产轻奢品牌成立较晚，面对国际品牌，底蕴与积累尚缺乏。

图 18：国际三大奢侈品集团和三大轻奢品牌增速



资料来源：公司财务报告，东兴证券研究所

三大奢侈品集团为：LVMH、Kering、Richemont；三大轻奢品牌为：Coach、MK、Kate Spade

我国许多品牌女装也有走轻奢路线的趋势，中国的女装品牌走轻奢路线，有两大利好因素：一是轻奢品有庞大的消费客群基础，如 1.3.3 中所述中国的中产阶级和富裕人群正在迅速扩大，未来将占到接近中国总人口的三分之一；国外奢侈品牌，以最受中国消费者欢迎的三大品牌 Coach、Michel Kors、Kate Spade 为例，其主要产品为鞋包配饰，服装品类占比不高，因此国外轻奢品牌为中国高端女装留了一定市场空间。

但同时，中国女装品牌走轻奢路线需克服两个问题：产品需定位更年轻化以争取更多客群；持之以恒的设计创新建立自己的品牌底蕴。目前女装上市公司，多采用多品牌运营方式，主品牌定位都市成熟女性，副品牌定位较为年轻，但定位多达不到轻奢品的价位。我们认为品牌调性的转换不是一朝一夕完成，需要在设计和工艺上作出比较彻底的调整。相信随着消费者品牌意识不断成熟，以及国产轻奢品牌的不断积累，消费者对于本土轻奢品牌的接受程度将会越来越高。在上市公司里，包括维格娜丝、朗姿股份、歌力思、地素时尚、安正时尚都有自己定位不同年龄段的高端女装，我们认为其都有发展出轻奢品牌的潜质。

表 5：三大主要轻奢品牌及我国女装轻奢品牌布局

公司	子品牌	成立时间	产品风格	在中国店面数	收入规模 (2017 年 百万 RMB)
三大轻奢品牌	Coach	1941	新设计总监上任后突出“现代奢华”品质	174	28368.48
	MK	1981	品牌风格简约明朗，在快节奏生活下，适应各种场合着装风格，引领有气质的休闲潮	105	30197.66
	Kate Spade	1993	具有简洁灵动的造型，鲜艳大胆的颜色		8633.184
维格娜丝	V-Grass	2003	目标消费群体在 25-35 岁之间的中高收入职业女性，突出优雅、时尚、端庄的品牌理念，修身版型为主	162	791.81

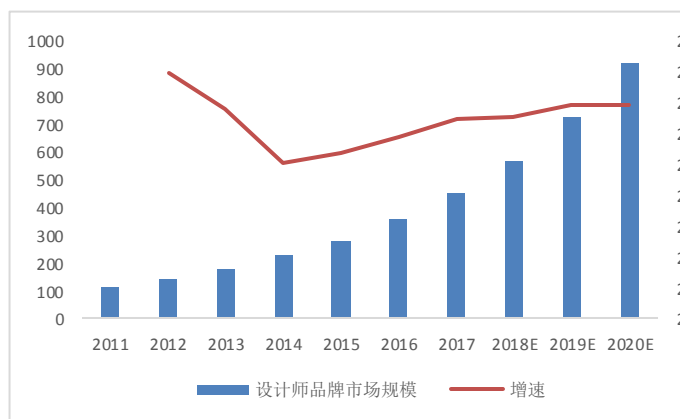
	Teenie Weenie	1980	面向对时尚流行趋势和搭配信息敏感的 80、90 后大学生或职场新人，“休闲”风格&高品质	1286	1743.8
朗姿股份	朗姿	2000	以经典、优雅为风格，面向 25-55 岁，事业有成追求自我体现的都市成熟女性	225	727.39
	莱茵	2006	以时尚、精致为风格，面向 25—45 岁，希望展现个性、追求时尚生活方式的都市白领女性	132	230.93
	卓可	1998	以奢华、优雅为风格，面向 20-45 岁，清新柔美，精致细腻，崇尚完美与自信的都市完美女性	35	98.58
	玛丽	2011	以时尚、优雅为风格，面向 18—35 岁，追求时尚个性的都市年轻女性	1	20.17
歌力思	ELLASSAY	1996	以 25-40 岁中高收入，讲究优雅、品味、时尚、成熟的都市中产阶级女性为目标	322	962
	LAUREL	1978	定位为国际轻奢高端女装品牌，面向严谨、积极、自信的女性客群	30	97.74
	EdHaedy	2004	使用刺绣、水洗、泼墨等技巧注入复古朋克元素及街头文化，将美国文化与亚洲元素相结合	148	436.07
	IRO	2004	以“街头女孩&时尚女人”为设计理念，街头朋克风格与巴黎时尚灵感相结合的系列设计	33	394.53
地素时尚	DAZZLE	2005	定位于引领潮流的时尚品牌，目标消费人群为 25-40 岁自由率性、自信独立、追求时尚与艺术的都市女性	614	1135.55
	DIAMOND DAZZLE	2010	定位于高端时装，目标人群为 30-45 岁，追求高端、精致、时尚生活的优雅女性	46	148.24
	d'zzit	2011	定位于中端潮流女装，目标人群为 18-35 岁，追求个性，具有颠覆和创新思维的潮流引领者	368	640.41
安正时尚	玖姿	2001	追求时尚、精致与使用美学的完美平衡，目标消费群为 26-40 岁崇尚完美精致生活的都市白领女性	691	936.11
	尹默	2008	以 28-35 岁为核心年龄层，塑造“独立、知性、时尚”的品牌形象，服务于具有良好教育背景、经济独立、追求自我形象的都市成熟女性	90	214.17
	摩萨克	2014	核心客户年龄层 25-35 岁，定位“自然、美好、简约”的品牌文化，强调灵动、简练、清新优雅的设计风格	15	35.36
	斐娜晨	2014	以 25-32 岁为目标客户年龄层，主打“玩味、当代、精致”的品牌风格。斐娜晨采用舒适、大胆的色彩组合与拼接、趣味、幽默的裁剪与图案	85	102.23
	安娜蔻		安娜蔻基于“乐活、都市、摩登”的品牌定位，面向于 20-35 岁、独立、自信的都市女性	线上	48.6

资料来源：公司财务报告及官方网站，东兴证券研究所

➤ 消费个性化驱动，设计师品牌成最快赛车道

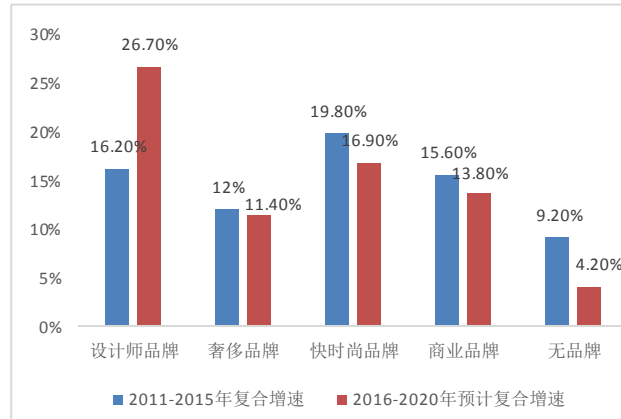
设计师品牌没有统一的定义，但是与一般商业品牌比设计师品牌更加偏向以创意和个性主导设计。根据 CIC 的数据，随着品牌知名度提高及更为着重服装设计，中国设计师品牌服装市场规模迅速扩大，从 2013 年人民币 180 亿增加到 2017 年的人民币 449 亿元，复合增速达到 25.7%，远超越服装行业里的其他细分行业。

图 19：设计师品牌规模及增速



资料来源：灼识行业报告，东兴证券研究所

图 20：设计师品牌与其他品类复合增速比较



资料来源：灼识行业报告，东兴证券研究所

设计师品牌既有发展机会也有明显的行业痛点。新时代消费者，尤其是随着 Z 时代的涌入，越来越呈现出消费的个性化，独立、个性的产品受到年轻消费者的热捧，这为设计师品牌提供了成长的土壤；另一方面，设计师品牌的特点在于产品高个性化，这容易导致目标消费群体数量较小，品牌的销售规模很容易触碰到天花板。

在上市公司中，典型的设计师品牌为江南布衣和日播时尚，非上市公司里比较成功的品牌 MO&Co。设计师品牌创始人都是设计师出身，设计师团队是公司最核心的资源。从发展路径看，设计师品牌在初期通过设计师自己的品味、格调吸引消费者，而非去迎合消费趋势；在建立了成熟品牌后，通过品牌和品类的拓展获取市场份额，以克服受众群体有限的痛点。我们看好在单品牌运营成功后，将管理经验复制到其他品牌，不断推出新的培育品牌、且每个品牌都有自己特色的江南布衣。

表 6：两大设计师品牌集团的品牌布局

公司	子品牌	成立时间	产品风格	店面数	收入规模(百万RMB)
江南布衣	JNBY	1990	现代、活力、情趣及坦然，面向 25-40 岁之间的女士	832	1622
	Less	2005	简约、精致、独立及理性	150	238
	REVERB	2018	零浪费的时尚(Circular fashion)为品牌哲学，秉持「Athleisure、无性别、再生和灵动」的设计理念	4	6
日播时尚	broadcast 播	2002	面向 25-35 岁的热爱时尚与艺术的都市职业女性	760	857
	CRZ	2008	潮牌，“酷态度、高颜值设计、艺术趣味性”为核心	201	168

			品牌风格		
	PERSONAL POINT	2011	定位更高端，牌面向一群意志坚定，具有内省精神，真诚表达个人观点的年轻女性	28	26

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.1.2 男装快车道：潮牌、运动+时尚

➤ 国潮兴起，彰显文化自信

Supreme、Vetements、Stussy 等潮牌在全球范围内大受追捧，太平鸟屡次亮相纽约时装周，中国李宁引发国人热情讨论，国潮正在成为席卷中国年轻人的流行力量。“潮”化也逐渐成为越来越多服装品牌触达年轻客群的有力举措。

对于传统国内品牌而言，通过几次走秀或者几次联名就扭转自己的品牌调性并且进入主流市场很难实现，但是这对于推进品牌“年轻化”和“潮化”作用明显。近年来我国品牌服饰在“潮”方面的设计创意不断涌现，充分彰显了国产品牌突破自身的潜力。相信伴随着各品牌设计资源的积累和文化运用的积累，国潮大有可为。

表 7：我国潮品牌的推出方式及产品特点

品牌	潮产品推出和推广方式	潮产品特点
太平鸟	太平鸟设计师以年轻人为主，“设计者+品牌用户”的双重身份让年轻化策略渗透到了设计前端。营销方式上：2018 年 2 月，太平鸟进行了纽约时装周首秀，以“新学生主义”为主题将可口可乐联名与 90 年代中国学生时代元素创意结合，相当精确地体现了当代中国年轻人的心态：怀旧，松弛，对国货和全球文化充满好奇心。另一方面，极为关注时尚 KOL 的传播力和影响力、重视线上营销推广，与众多时尚博主和达人合作，通过“明星穿搭”的传播力覆盖更多的年轻目标客群。	太平鸟*PEPSI、太平鸟*芝麻街的联名款等，都与年轻人当下喜欢的文化元素密切相关，易受到年轻人的追捧。
李宁	2018 年 2 月李宁携以悟道衍生出的“心之悟”和“型之悟”两大系列登上纽约时装周。在品牌营销方面，作为第一个登上国际时装周的中国本土运动品牌，李宁充分利用各种社交媒体资源将其打造成一个热点；同时，充分迎合年轻人的消费习惯，选择通过天猫在线上首发。	公司一改以往产品风格，在设计上运用了 oversized、金属风格、Box Logo 卫衣等前卫时尚设计元素，同时融入了浓厚的中国风元素走出国潮路线。
海澜之家	黑鲸 HLAJEANS 是公司 2017 年推出的定位青少年的服饰品牌，与海澜之家主品牌形成差异化消费群体覆盖。公司积极尝试电竞赛事跨界营销。公司在新营销方面拥有经验，2018 年主品牌与《绝地求生》游戏展开跨界合作，将游戏元素融入海澜之家男装服饰，推出包括联名限量版 T 恤等在内的大礼包，受到用户好评。《王者荣耀》以全民游戏的定位，覆盖庞大年轻群体，15 支战队专属队服穿搭上线，有望再度掀起关注热潮。	“黑鲸 HLAJEANS”不同于大众化流行品牌，设计更添时尚感；不同于国际快时尚品牌，有质感更耐穿；不同于本土快市场品牌，产品超值更多元。

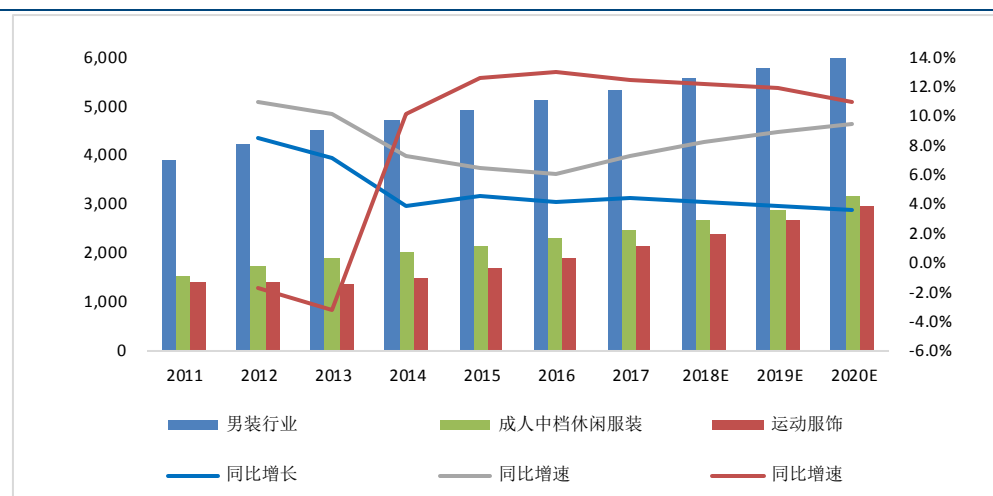
资料来源：东兴证券研究所

➤ 休闲化转型，融入运动或时尚元素

传统男士商务正装已基本发展成熟，大部分品牌设计缺乏创新，品牌老化严重。而一些偏运动风格的服装品牌，也会与 Nike、Adidas 会形成竞争。面对这样的困境，一些正装品牌加入时尚元素，开拓休闲场景；一些运动品牌也加入一些时尚元素，实现运动+时尚的结合，使得品牌重新焕发活力。

从运动鞋服整体市场规模来看，截至 2017 年行业规模达 2037 亿元，行业在 2013 年开始进入稳步复苏，2013-2017 年间复合增速为 9.77%。从纺织服装各子行业增长情况来看，运动行业景气度呈现明显的上升态势。成人中档休闲装，也比整体男装增速更快速，在 2013-2017 年的复合增速为 6.9%。一些传统商务男装也应重视男士穿衣风格的休闲化，适时作出产品调整。

图 21：我国男装、休闲和运动服饰的增速比较



资料来源：东兴证券研究所

中国利郎 (1234. HK) 向轻商务系列转型成功。公司自 2013 年至今逐步搭建起强大的设计师团队：目前公司有设计师约 300 人，曾任 Armani、Gap 设计师的 rafal Antos 加入利郎担任公司创意总监，后又引入 Armani 前设计总监及 Levi's 著名设计师。通过一系列设计人才引进，公司建立了有国际水准的设计师团队。产品方面，在主系列扎实基础之上，2016 年公司推出 LILANZ 轻商务系列，主要面向一二线城市，产品价格约在 200-800 元，设计上更加简约，性价比高于原商务装系列。在研发和产品系列支撑下，公司 2018 年重启渠道扩张，全年净开店 260 家，总门店达 2670 家；其中轻商务系列新增 123 家，总店数达 212 家。在同店增长强劲和外延扩张下，公司 2018 年实现收入增速 29.8%。

比音勒芬聚焦“运动+休闲”细分领域。比音勒芬目标客户群体为热爱高尔夫球运动、认可高尔夫文化的中高端消费人群。在其主营的高尔夫系列积累了一定的品牌优势后，公司进一步将高尔夫文化“生活化”：公司基于公司“高端化+细分化”的战略布局，针对高品质旅行生活的中产消费人群，全新推出度假旅游品牌-CARNAVAL DE VENISE(简称威尼斯)。现任创意总监保罗·里斯曾就职于 Burberry、苏格兰金鹰、Golfino 等知名品牌，在高尔夫服饰产品设计及面料趋势等方面能为公司提供独特的视角，此外度假系列和时尚系列则由韩国设计师负责，注重为该系列产品注入时尚新

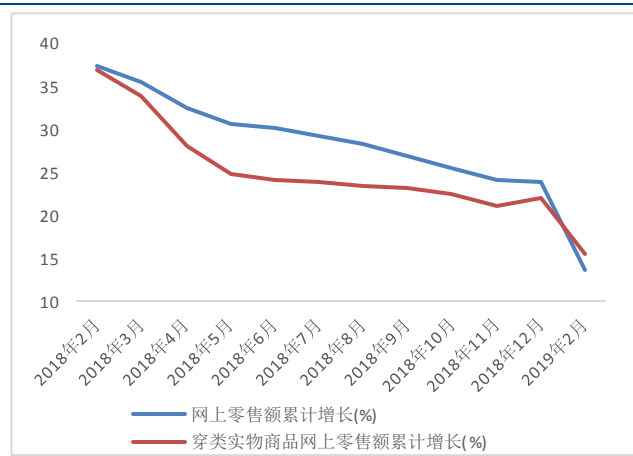
元素。具有前瞻性的定位，设计研发能力支撑高端定位，公司近几年收入和利润都维持高增速，2016-2018 年 3 年的复合增速 24.27%，我们预计未来两年仍能维持 20%以上的高增速。

3.2 渠道：得购物中心+线上者得渠道

服装品类是最早实现线上渗透，并快速增长的品类。据中国产业信息网统计，2011 年国内服装电商市场规模为 2035 亿元，2016 年市场规模增长至 9343 亿元，2011-2016 年 CAGR 为 36%。服装电商的渗透率从 2011 年的 14% 提升至 2016 年的 37%。服装行业电商的迅速崛起的原因在于：1) 产品性价比较高，主要由于初期线上成本远低于线下租金、人力、运营等成本；2) 选择多样化，电商平台为消费者提供多样的产品类型；3) 购物体验感好，方便快捷。2018 年以来，电商的增速下滑明显加快，且为不可逆的趋势，但电商增速仍快于线下增速，且电商服装行业的角色也发生了转变：随着线上扣点和引流成本的提高，线上低运营成本优势正在消失；另一方面，年轻消费者倾向于线上购物也不再仅仅是出于性价比考虑，而是因其购物的便捷性，个性化的产品在线上越来越有市场，公司在制定网上产品策略时也要考虑电商角色的转变。

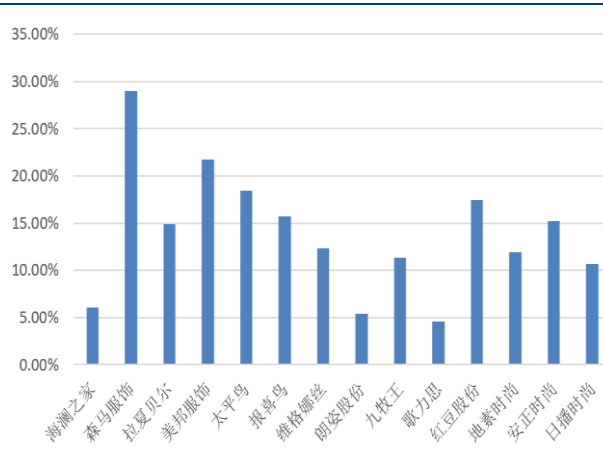
对于品牌服装来说线上线下布局需要相结合，随着电商角色的转换，电商渠道仍是需着力争取的渠道。从目前上市公司线上销售占比看，定位大众的休闲服饰线上占比高于定位高端的女装服饰。海澜之家的线上销售仍有很大的销售空间；女装里，朗姿股份和歌力思与其他女装品牌相比占比较低。

图 22：网上零售额增速及服装网上零售额增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 23：上市公司线上销售占比

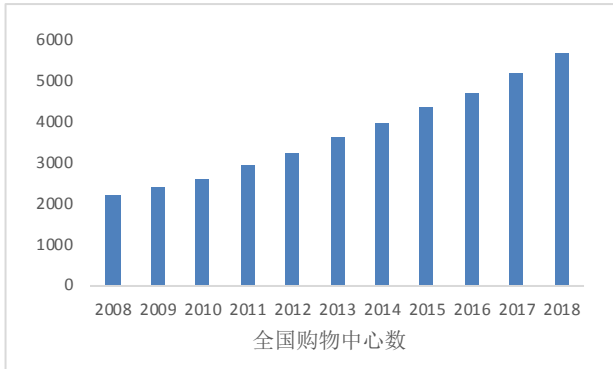


资料来源：Wind，东兴证券研究所

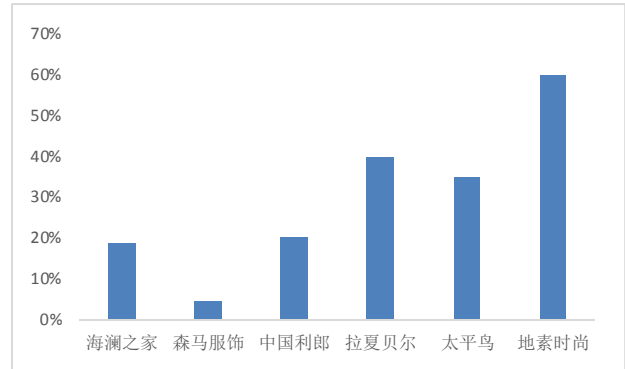
线下渠道方面，各渠道面临着客流的再分配。近年来，传统的百货商场渠道，因其通常位于城市旧商业街区，具有以商品购物为主、场地空间有限等特征，正逐步被集购物、餐饮、娱乐等为一体的新型购物中心所替代。从 2014 年到 2018 年，购物中心开业量呈逐年上升趋势，且 2018 年达到开业峰值。2018 年的购物中心门店同比增速为 6%，相对保持平稳增长。

图 24：我国购物中心数量

图 25：部分上市公司购物中心渠道销售占比



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所



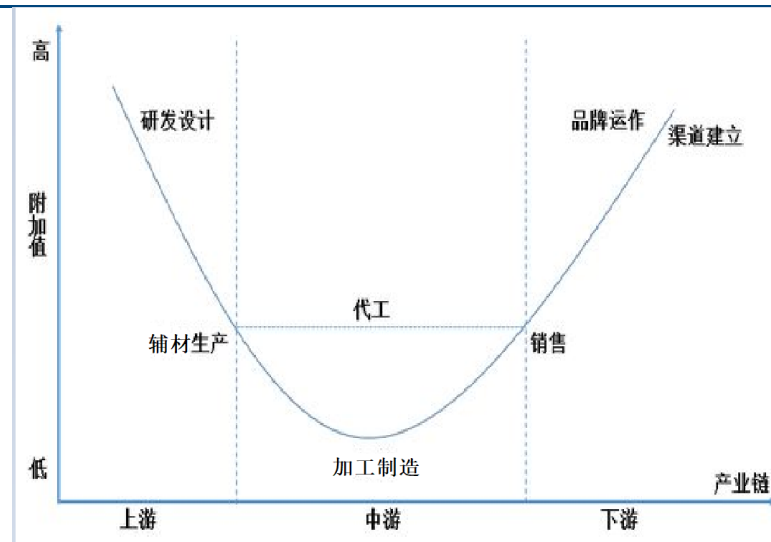
资料来源：Wind，东兴证券研究所

注：海澜之家占比含商场

3.3 微笑曲线，设计端获取更多利润

从产业链看，品牌运营环节（包括产品设计和品牌营销）可获得品牌服装 40-50% 的商业价值，分销渠道环节能获得 30-40% 的商业价值，服装加工环节只能获得 10-20% 的商业价值。

图 26：服装行业的“微笑曲线”

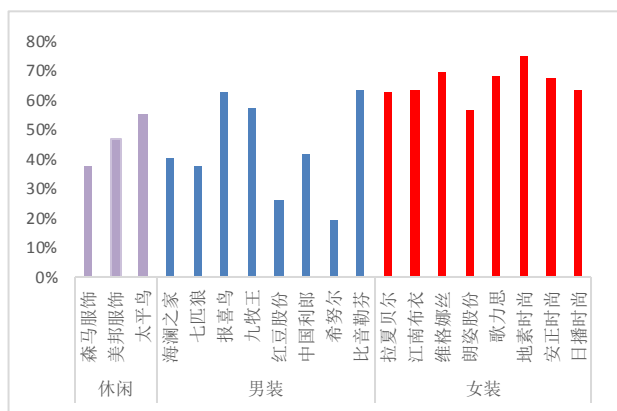


资料来源：东兴证券研究所

在品牌运营环节，设计水平直接决定响品牌的溢价能力。虽然目前中国的服装款式、色彩等时尚设计仍然以学习和紧贴国际流行趋势为主，但设计理念积累日益增多，与国际前沿设计交流进一步加深，设计技术水平不断提高。设计已成为影响品牌女装销售的关键因素，专注设计、准确定位，依靠独到设计和强大创新能力形成自己的产品特性，才能实现品牌的长青。尤其在女装领域，女性消费者对服装的配色、版型、款式、风格等有多样化的要求，追求有辨识度的服装以显示自身品味。对比我国国产品牌与国外品牌的毛利率可以看出，我国的男装品牌因集中于时尚要求比较低的正装和

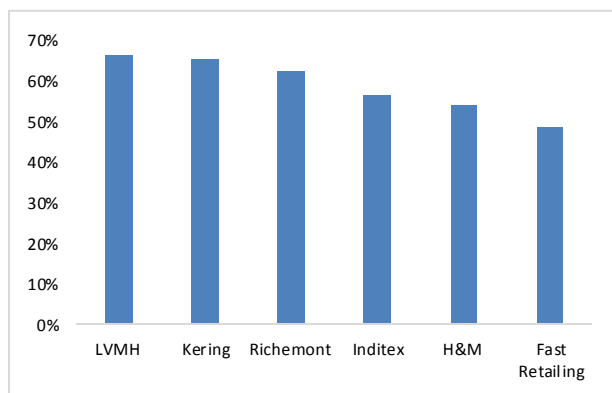
休闲装，因此毛利率也低于女装。

图 27：我国男、女装上市公司毛利率情况（2017 年）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

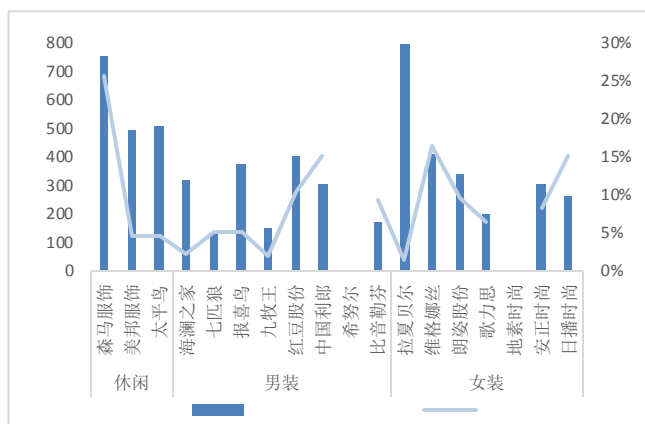
图 28：三大奢侈品集团和三大快时尚品牌毛利率



资料来源：Wind r，东兴证券研究所

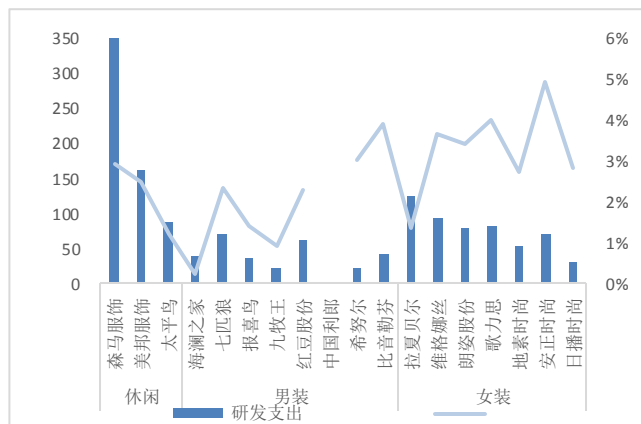
从毛利率我们可以看出，定位较为高端的女装品牌，往往能获得较高的毛利率。以品牌女装歌力思为例，2017 年公司设计研发人员 194 人，占全部员工比例为 6.37%，研发支出 8236 万元，占营业收入的 4%。与大众女装品牌对比，拉夏贝尔公司设计研发人员占比仅为 1.28%，研发支出占营业收入比重为 1.38%。而高端女装正是在设计研发端投入多，才获得了超额收益以及更高的加价倍率和利润率。我们认为，较高比例研发投入是品牌女装成功的关键。未来具有自主研发设计能力、快速反应能力的品牌女装公司将占据女装行业主导地位。

图 29：上市男、女装、休闲公司研发人员数情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 30：上市男、女装、休闲公司研发费用投入情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.4 多品牌打开成长天花板

不管是定位大众的品牌还是定位高端的品牌，单一品牌都面临成长的天花板。对于定位大众的品牌，经过多年发展其渠道数量已经具备一定规模，渠道数增速面临一定压力。对于定位高端的品牌尤其是设计师品牌而言，营收增长的持续性同品牌定位存在

着内在悖论，即单一品牌一旦出现规模泛化，就会削弱客户对品牌的忠诚度，进一步的限制营收规模。所以对于高端品牌而言，能够保证稳定持续增长的最优策略就是通过孵化或者并购实现品牌线扩张。

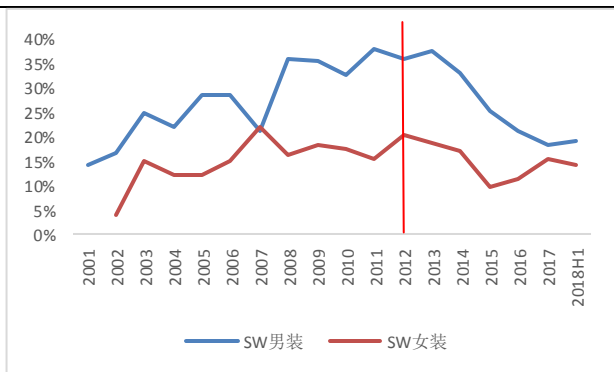
多品牌发展对运营管理能力要求高。尤其对于女装而言，多 SKU&快周转使得运营管理十分重要，品牌的运营直接影响销售收入，效率的管理直接影响盈利水平。目前品牌服饰类上市公司发展多品牌战略的方式有两种：对外收购和内部培养。两种方式没有优劣之分，最重要的是看品牌的布局是否合理，公司的运营管理能力能否跟得上。在品牌布局方面，各品牌覆盖的年龄段是否有区别，同一年龄段的产品风格或者价位是否有区别，这对于多品牌来说十分重要，否则很容易形成掣肘。在管理能力方面，公司的治理结构如何，公司是否专注于主业，公司的管理团队是否专业，对于多品牌发展十分重要。

4. 库存模式变化，行业周期性减弱

4.1 历史上看，库存周期带来行业而盈利波动

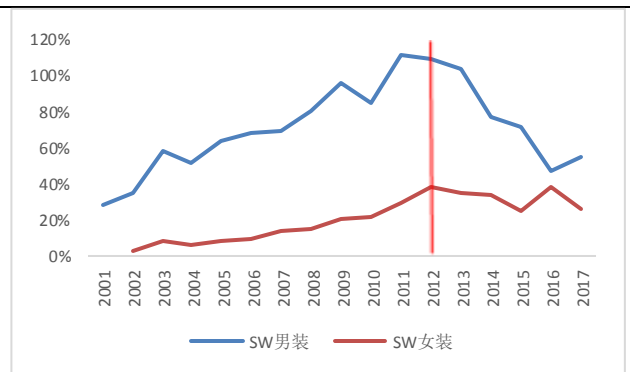
我国服装行业 2012 年全面爆发库存危机，此后服装企业出现利润率明显下滑、库存居高不下和关店等问题。从上市服装企业 2000 年以来的库存情况可以看出：自 2008 年的经济危机出现之后，服装行业整体遇冷，服装库存开始增长；而从 2010 年起，服装库存更是陡增到 2012 年达到最高点，随之而来 2013 年和 2014 年大额的存货跌价损失计提，利润率受到严重拖累；自 2013 年至今，尤其是 2015 年以来，龙头企业纷纷开始调整产品和运营模式，库存危机得到有效缓解，利润率也得以恢复。我们认为，我国品牌服装企业已经彻底抛弃传统的运营模式，在新的产品管理模式下，行业的库存已不会再出现 2012 年一样的危机。

图 31：上市男、女装公司存货/资产总额比重



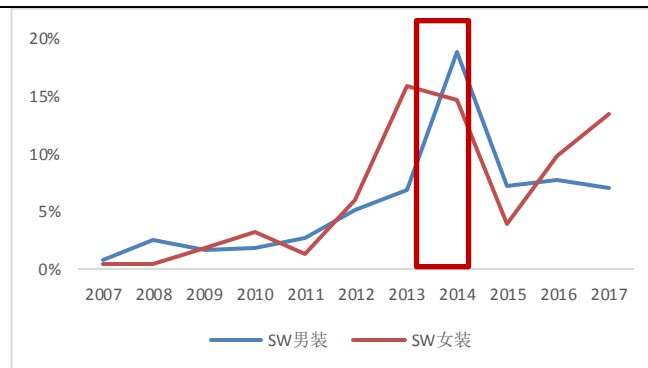
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 32：上市男、女装公司存货/营业收入总额比重



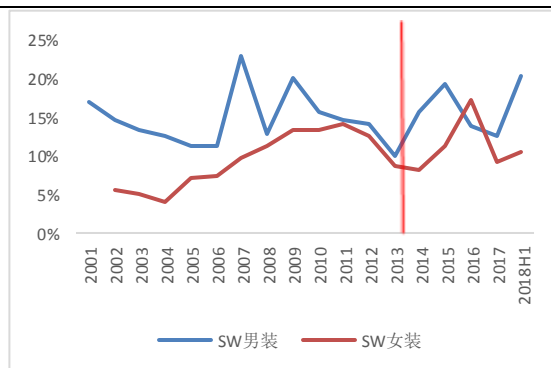
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 33：上市男、女装公司存货跌价损失/营业利润比重



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 34：上市男、女装公司净利润率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.2 新模式，助力消除库存周期

梳理主要上市公司的生产模式，我们可以看出：大部分品牌服饰公司采用委托外包的生产方式，只有女装里歌力思、安正时尚两家的自产比例超过了50%；主营商务男装的品牌，大多也会将主导产品保留在自己的工厂进行生产。实际上，采用外包还是自产，并没有绝对的优劣之分，重点还是看供应链的额管控能力。以往，正是由于供应链的粗放管理，才导致行业形成高库存的情况。随着品牌公司的成长和向海外公司的学习，行业内出现了一些新的模式。相信随着新模式越来越成熟，行业的库存周期将缩短，存货风险将有所降低。

表 8：我国男装、女装生产端的自产和外包情况汇总

子行业	公司	生产端：自产/外包
休闲	森马服饰	全部委托加工生产
	美邦服饰	全部委托加工生产
	太平鸟	“外包加工采购为主、自主生产采购为辅”的采购模式，直接向服装加工厂采购成衣，外部采购占比90%以上，其余为向三家自有工厂采购
男装	海澜之家	公司旗下“圣凯诺”品牌采用传统的自主生产经营模式，其余品牌采用委托加工生产。
	七匹狼	以自主生产和外包生产相结合的产品生产模式，自主生产占20%
	报喜鸟	主导产品以自制生产为主，拥有西服产能120万套、衬衫产能70万件，其他产品主要采用贴牌生产方式进行生产，包括衬衫、T恤、夹克、羊毛衫等
	九牧王	公司的主导产品男裤及茄克基本为自制生产。除男裤及茄克等主要为自制生产外，羊毛衫、皮具、领带等服饰类非主导产品采用委托加工生产模式
	红豆股份	红豆职业装定制业务的产品以自主生产为主
	中国利郎	福建自有工厂生产批量较少的订单。集团于2018年内在五里厂房添置了两条休闲鞋的生产线，为日后轻商务快速翻单作准备。
	比音勒芬	全部委托加工生产
	希努尔	公司以自制生产为主、委托加工生产为辅

女装	拉夏贝尔	全部委托加工生产
	江南布衣	基本采取全外包生产方式
	维格娜丝	外包数量约占 70%
	朗姿股份	少部分自己生产，大部分外包
	歌力思	目前公司主要采用自制生产、定制生产和委托加工相结合的生产模式，自制生产占比超过 50%
	地素时尚	基本采取全外包生产方式
	安正时尚	公司自主生产、委托加工、成衣采购三种供应方式，其中自主生产占 50%以上
	日播时尚	公司生产采用“外协生产为主、自制生产为辅”的生产模式，其中外协生产包括定制生产和委托加工两种模式

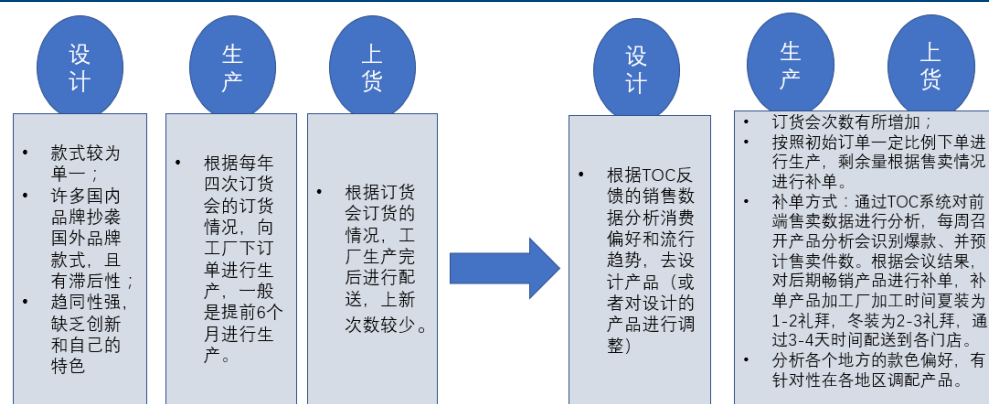
资料来源：东兴证券研究所

4.2.1 以产定销模式，打造快反供应链

近年来随着需求的多样化、个性化，企业的反应能力也须随之加强。在国外快时尚的引领和国内公司逐步推行数字化管理下，快速反应、柔性供应链形态出现，产品的适销性和周转速度提高，**库存的结构有所改善**。下面我们从纵向和横向两个维度，去分析柔性供应链机制。

从纵截面上，柔性供应链融入到从设计到生产、再到上货的各个环节。传统的供应模式下，片皮服装的设计创新不足，生产周期长，上新频次低。采用柔性供应链后，公司将从设计到生产到上新，都加快频次、提升效率。

图 35：在实行“柔性供应链”后各环节的变化



资料来源：东兴证券研究所

以快时尚品牌 Zara 为例，为了让消费者赶上最新流行的脚步，Zara 各连锁店每周都有新品上市，从开始设计到最后上架只需要 12 天的时间。各店陈列的每件商品通常只有五件库存量，实行多样少量原则。每隔 3 周，其服装店内所有商品全部换新。这使得 Zara 的库存量（存货/全年收入）大约是 15%到 20%，比我国国内品牌的 30%-40% 低很多。

横截面去看柔性供应链，柔性供应链从门店到物流再到库存，都能实施监督各调度，

实现效用的最大化。门店层面进行存货共享：旨在通过即时的存货追踪、线上/线下的订单下达及送货上门服务来优化三者的存货流转效率，同时提升用户购物体验。存货配送最优方案选择：通过系统在最短时间内定位、订购以及将产品从最近的物流中心/或店面直接运至客户处。库存水平监控：对经销商实行有效率的存货管理，当经销商存货达到规定水平时，进行及时提醒，同时主动检查经销商订单，以保证存货水平的控制时效和稳定。

4.2.2 与供应商存货共担模式

采用存货共担模式的主要为海澜之家和美邦服饰。

海澜之家前端采购方式分为买断式和可退货式两种模式。买断式采购下，公司自己承担滞销后库存风险；可退货式采购，则是由海澜之家与供应商签订商品可退货条款，尾货风险由供应商自己承担。可退货式采购相对于买断式采购，供应商具有更高的毛利率：供应商所获利润与所提供产品的终端售罄率直接相关，售罄率越高，则供应商利润率越高，因此供应商具有不断提高售罄率的动力。在这种模式下，虽然海澜之家披露的存货绝对额比较高，但是存货中主要为符合退货条件的商品。

表 9：海澜之家报告期末产成品和委托代销商品的存货构成（单位：万元）

时点	符合退货条件的存货	不符合退货条件的存货	合计	符合退货条件的存货占比
2013 年 6 月 30 日	363,672.28	20,021.49	383,693.77	94.40%
2012 年 12 月 31 日	432,884.08	10,976.28	443,860.36	97.13%
2011 年 12 月 31 日	367,560.87	18,025.97	386,261.59	95.16%

资料来源：公司重组报告书，东兴证券研究所

美邦服饰从买货制向零售合作分成制转变。2019 年起，美邦服饰将进行品牌升级与产品供应链转型项目。在产品供应链环节，项目实施前：买货制，公司需要承担生产成本及库存积压风险，并提前向服饰供应商支付采购款；与社会品牌合作时改为零售合作分成制，公司不需要承担产品的生产成本，不作为存货核算，在销售实现后依据比例向服饰供应商支付货款。该模式下公司实现轻资产运营，完成后有望提升经营效率和盈利能力。

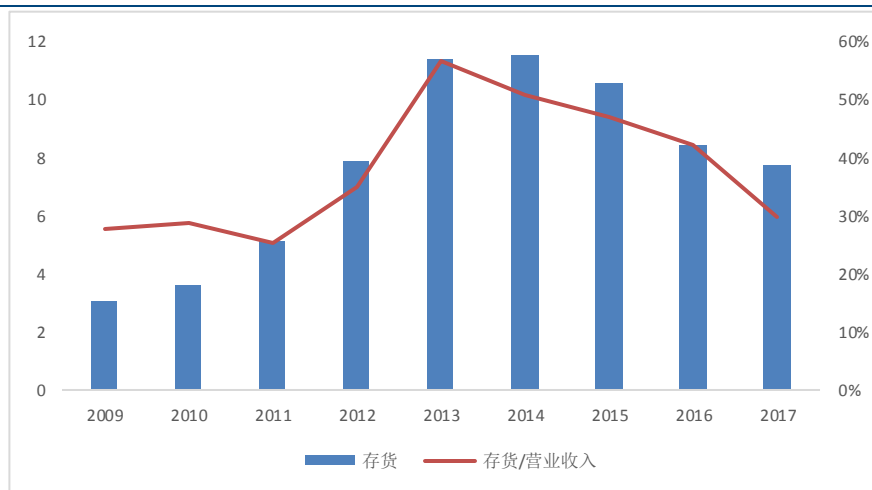
在这种与供应商或者下游零售商共担库存风险的模式下，一方面对上下游起到激励作用，最重要的是将品牌公司的库存风险大大降低。

4.2.3 其他创新模式

小工业化私人订制：先收集消费者零散需求、再针对性生产，以智能制造为特点似乎解决小批量生产带来的高成本问题。典型代表：报喜鸟。随着消费者着装需求日益时尚化、个性化，公司积极推广 C2B 全品类私人定制业务。凭借主品牌报喜鸟开展私人量体定制业务经验，近 20 年精湛的生产工艺技术、全国 700 多家网点、300 多名量体师储备以及多年来近十万消费者量体形成的数据库，公司量体师可在 72 小时内上门提供免费量体搭配的服务，360 小时交付成衣。为支持全品类私人量体定制业务的发展，公司投资建设全智能吊挂系统及生产信息化建设，实施工业 4.0 智能化生产，提高产品品质，提升生产效率，成功克服服装个性化生产品质和生产效率降低的瓶颈，

率先实现“个性化缝制不降低品质，单件流不降低效率”这一服装定制的最高生产目标。在小规模定制模式的推广下，报喜鸟的存货绝对额，以及存货占营业收入的比重在 2012 年以来都得到有效的控制，库存水平近两年维持健康水平。

图 36：报喜鸟的库存水平（金额：亿元）及占收入比重



资料来源：东兴证券研究所

5. 投资策略及重点公司

投资策略

我国的男装女装，经过多年发展，现在已进入“存量竞争”时代。随着消费者的迭代，不同的消费需求涌现，也为行业内的品牌公司发展提供了契机。我们认为行业的价值正在进行重新分配，经过梳理我们认为有以下几个方向。

5.1 森马服饰 (002563.SZ)

森马服饰是国内成人休闲装和童装双龙头。根据公司发布的 2018 年业绩快报，公司 2018 年实现营业收入 157.16 亿元，同比增长 30.68%；归母净利润 4.21 亿元，同比增长 234%。剔除并表因素我们推测，公司的收入增速约 20%，净利润增速在 30% 以上。森马服饰自 2012 年起进行一系列改革，改革方面包括供应链、渠道、产品、品牌运营。2018 年改革的成效充分显现，我们认为未来几年，公司的改革红利将持续释放。

成人休闲装方面，2018 年净开店数在 400 家以上，同比大幅转正，标志着休闲装渠道调整结束，进入一个增长的新时代。成人休闲装的收入也从前两年的停滞情况，提速明显，预计 2018 年全年的增速在中双位数。思考由净关店向净开店转变的原因：公司近年来产品风格和供应链改革基本到位，经销商的售罄率、动销率、回款都比较好，其毛利整体得到提升，因此开店的积极性提高。我们预计这样的趋势在未来会得到延续，休闲装的转好及童装的持续景气，将为公司提供双轮驱动。

盈利预测：我们预计 2019 年、2020 年的收入增速为 31.23%（内生增速 15%）、13.58%，业绩增速为 15.81%、17.06%。2019 年 PE 不到 16 倍，维持“强烈推荐”评级。

公司风险提示：品牌整合不及预期，休闲装拖累公司整体增速。

5.2 比音勒芬 (603877.SH)

比音勒芬是我国领先的高尔夫服饰品牌运营商，公司主要产品为自主品牌比音勒芬，分为高尔夫系列、生活系列和时尚系列。同时，公司基于公司“高端化+细分化”的战略布局，针对高品质旅行生活的中产消费人群，全新推出度假旅游品牌——威尼斯。根据公司发布的 2018 年业绩快报，公司预计实现营收 14.47 亿元，同增 37.2%，实现业绩 2.90 亿元，同增 61.0%。

公司最大的优势在于其定位，受益于消费习惯变化，运动+时尚得到了越来越多人的青睐。公司截止 2018H1 渠道数为 685 家，仍有较大的开店空间。在产品研发方面，公司的研发投入人员和研发费用投入明显增加，研发的产品更加契合客户需求。在品牌运营方面，公司加大了品牌推广力度，签约明星代言，赞助奥运会高尔夫国家队，明显提高了品牌的知名度。

盈利预测：我们预计 2019 年、2020 年的收入为 18.3 亿元、22.6 亿元，增速为 26.47%、23.50%；业绩为 3.7 亿元、4.7 亿元，增速为 27.59%、27.03%。目前股价对应 2018-2020 年业绩的 PE 为 26.36、20.66、16.26，首次覆盖，给与“强烈推荐”评级。

公司风险提示：新品牌培育不及预期，同店增长放缓。

5.3 中国利郎 (1234.HK)

利郎是我国老牌的商务休闲男装品牌，公司不久前发布 2018 年全年业绩公告，集团 2018 年实现收入 31.7 亿元，同比增长 29.8%；实现净利润 7.5 亿元，同比增长 22.9%。公司 2018 年业绩超预期，这表明公司在 2012 年以来在渠道结构和产品风格方面的改革取得了成效。产品方面，经过设计风格转换的主品牌利郎同比增速 30.7%；公司新开发了鞋品，使得附件产品同比增速超 90%。渠道方面，公司截止 2018 年末一二线店面数占比提升至 55%。我们认为公司改革的成效将会得到持续释放，继续看好公司未来几年的发展。

公司在 2016 年推出针对一二线年轻人的轻商务系列，截止 2018 年末轻商务系列共有门店 212 家。未来轻商务系列将保持较快的开店速度，同时也是公司利润增长的重要驱动力。

盈利预测：预计公司 2019-2020 年营业收入 37.07、43.37 亿元，复合增速为 17%；净利润 8.89、10.38 亿元，增速 18.38%、16.76%。目前股价对应 2018-2020 年业绩的 PE 为 12.18、10.29、8.81，首次覆盖，给与“强烈推荐”评级。

公司风险提示：高端消费持续不振，男装领域轻商务与运动时尚和快时尚仍存在竞争。

5.4 安正时尚 (603877.SH)

公司内部孵化培育“玖姿”、“尹默”、“安正”三大各具特色、相互补充的中高档时装品牌，后陆续收购“摩萨克”、“斐娜晨”两大新兴时装品牌，并创立“安娜蔻”互联网电商女装品牌。主品牌玖姿，受益于品牌力提升，近两年维持较快增长，2018 年

前三季度增速保持在双位数。安正男装高增速，斐娜晨和尹默分别为 30%+和 20%+的增速，摩萨克和安娜蔻在调整期短期内持平或者下滑，2019 年有望恢复增长。

我们认为，公司在多个女装品牌公司里品牌布局较为合理：从各品牌的定价和覆盖人群来看，公司的多品牌精准卡位各个细分市场，涵盖了从 20 岁到 47 岁的所有目标客户，价格梯度从低到高，风格多元、选择多样，风格和年龄段的区别使得其内部不会造成竞争。我们认为公司极有潜力培育出轻奢或设计师品牌的潜质。

盈利预测：预计公司 2018-2020 年营业收入 17.51、25.98、30.23 亿元，增速为 23.25%、48.37%、16.36%（剔除并表因素增速为 16.17%、15%、15%）；归属于上市公司股东及利润 3.38、4.42、5.10 亿元，增速 23.66%、31.14%、15.25%。对应 PE 为 14.28、10.90、9.46 倍，首次覆盖，予以“推荐”评级。

公司风险提示：终端销售情况不及预期风险；收购并表进度不及预期风险。

5.5 海澜之家 (600398.SH)

海澜之家是定位大众的国民男装品牌，2014 年上市以来逐步发展为国内男装大众第一品牌。其中海澜之家为公司主品牌，收入贡献在 80%以上。此外，公司培育和吸收了多个子品牌，包括：爱居兔、圣凯诺、AEX、OVV 等，2017 年 8 月投资本土快时尚品牌 UR10%股权。2017 年 10 月收购本土高端婴童品牌英氏 44%股权，后通过增资共计持有英氏 45.52%股权。

2018 年截至前三季度，公司全部品牌开店数为 864，关店数 255，实现净开店 609 家，期末合计店面数达 6401 家。公司是唯一在店面基数较大且仍维持高速开店的企业。从渠道结构看，公司今年来关闭经营不善的街边店，在人流汇集的购物中心加大开店力度，目前公司商场、购物中心渠道占比接近 20%。海外开店进程也有所加快，目前公司在海外店面数达 27 家，且大部分实现盈利，标志着海外市场潜力巨大。公司稳健的增长和优秀的盈利能力，吸引了众多优秀的经销商，预计未来公司的净开店数仍能维持在 10%左右。

盈利预测：预计公司 2019-2020 年营业收入 206.29 亿元、222.50 亿元，增速为 8.07%、7.86%；归属于上市公司股东及利润 37.05 亿元、41.87 亿元，增速 7.21%、13.02%。对应 PE 为 11.47、10.15 倍，维持“推荐”评级。

公司风险提示：新品牌培育周期过长。

6. 风险提示

1. 消费持续低迷。2. 多品牌发展协调不及预期。3. 国际品牌带来的竞争加剧。

分析师简介

杨若木

首席行业研究员，2007 年加入东兴证券研究所。曾获得 2015 年卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。