

# 低速增长长期尽显英雄本色，精细化运营孕育服装龙头

## ——日本服装行业发展历史及优衣库 SPA 模式变革深度剖析

行业深度

### ◆中国服装市场：空间大、格局分散，低速成长期正待龙头崛起

服装作为重要的可选消费品行业体量大，2018年国内市场规模2.49万亿，进入门槛低、格局分散，但成长门槛高、尚未孕育出可类比国际龙头体量的大市值公司。

18Q2后国内消费整体承压，服装上市公司收入增速亦逐季放缓。国际经验表明服装龙头大多崛起于本国行业发展成熟后阶段、增速放缓后弱者将被淘汰、龙头迎来成长。我们判断随着国内服装行业由高增长卖方市场转变为低增长买方市场，原有粗放式发展模式难以为继，优质服装公司有机会通过迎合消费趋势向零售思维转变、提供有竞争力的产品实现崛起，成长为大市值龙头。

### ◆日本服装行业：经济放缓后高性价比龙头崛起，集中度提升非一日之功

20世纪70-80年代日本经济增速持续放缓，优衣库、无印良品、宜得利等一批本土新消费龙头相继崛起，通过破坏性创新、精细化运营打破原有价格体系，凭借高性价比产品快速成长。

详细分析日本服装行业三个发展阶段，我们发现：1) 经济放缓后日本服装消费分化，其中80年代奢侈品消费较为旺盛，90年代后大众性价比消费成为主导。2) 服装龙头成长、集中度提升所需时间较长，从行业增速放缓到集中度显著提升历时近20年。3) 长周期看日本服装行业能够诞生穿越周期的龙头，如优衣库、岛村服饰、World集团等，多以大众高性价比定位且采用SPA模式精细化运营。

### ◆优衣库：转型SPA模式实现精细化运营、打造高性价比优势

优衣库成立于1984年，早期通过郊区开店、去中间化订货、定位基础款打造低价优势（价格较同行低约50%），收入增长由开店驱动，产品低质低价，模式较为粗放；1998年通过ABC改革转型SPA模式，合作东丽推出多款爆款产品，实现精细化管理打造性价比优势，渠道扩张同时店效显著增长，驱动公司脱颖而出成长为全球服装巨头。

详解公司SPA模式变革，主要包括：1) 生产方面，压缩工厂及SKU数量降低成本，委派驻厂、与东丽合作研发面料提升品质。2) 店铺管理方面，回归零售本质，总部主导改为店铺主导，强化店长作用。3) 库存方面，实现以周为单位的商品管理并及时调整生产和促销计划，挖掘单店销售潜力。4) 人才方面，积极引进各类外部人才，培养优秀店长及区域经理，为店效增长及渠道扩张提供支持。

### ◆以邻为鉴，关注高性价比和商业模式优化下龙头诞生的机会

目前中国服装行业发展阶段接近日本20世纪70年代末80年代初，借鉴日本经验，未来高性价比消费有望成为趋势，行业增速放缓后将迎来大众龙头的崛起，虽然所需时间较长，但率先优化商业模式、实现精细化运营的服装公司有机会成长为大市值龙头。

建议把握两条投资主线：1) 定位高性价比、产品竞争力较强的大众服饰龙头海澜之家、箱包龙头开润股份等；2) 不断优化商业模式、运营思路向SPA模式转变的森马服饰、太平鸟等。

### ◆风险提示：消费疲软、国际品牌加剧市场竞争、库存积压等。

## 增持（维持）

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

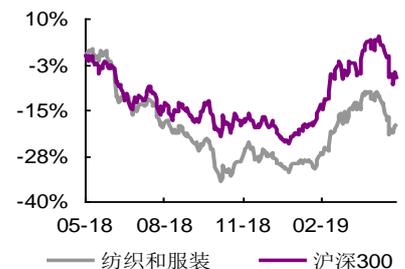
[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

汲肖飞 (执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

[jixiaofei@ebsec.com](mailto:jixiaofei@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- 十年复盘：行业红利减弱，龙头溢价凸显——纺织服装行业2019年下半年投资策略 ..... 2019-06-12
- 需求不佳拖累业绩，期待后续季度逐步修复——纺织服装行业2018年报及2019年一季度报总结 ..... 2019-05-24
- 服装行业马太效应持续，化妆品快速增长——服装&化妆品2019年4月淘宝数据跟踪与解读 ..... 2019-05-19
- 服装行业增速回升，化妆品增长稳健——服装&化妆品2019年3月淘宝数据跟踪与解读 ..... 2019-04-10
- 关注地产数据好转背景下家纺龙头未来的边际改善 ..... 2019-04-05
- 工业大麻在纺织服装和化妆品领域应用梳理 ..... 2019-04-03
- 增值税减税降低企业负担，强定价权龙头更为受益——纺织服装行业增值税税率下调影响分析 ..... 2019-03-17
- 服装龙头增长优于行业，化妆品行业表现分化——服装&化妆品2019年2月淘宝数据跟踪与解读 ..... 2019-03-13
- 18Q4收入增速放缓，基本面好转有待观察——2018年纺织服装行业业绩快报总结 ..... 2019-03-06

## 投资聚焦

### 研究背景

2018 年下半年后受经济增速放缓、贸易摩擦加剧等影响，国内消费整体承压，服装消费增速逐季放缓，2017 年以后的复苏进程受到低迷外部需求环境干扰，服装上市公司收入增速及估值水平均降至低位。

当前市场对于未来服装行业发展及龙头公司的成长性有较大疑虑，我们通过对分析日本服装行业发展历史以及龙头优衣库早期精细化运营的经验，认为未来中国服装行业预计将保持个位数低速增长，但低速增长阶段正是龙头崛起、优胜劣汰的时期，而学习优衣库向精细化管理模式转变是国内服装公司突破瓶颈、进一步做大做强的有效路径之一。

### 创新之处

我们详细分析日本 20 世纪 70 年代后服装行业发展历史，发现在经济增速放缓背景下居民消费出现分化，其中 80 年代受经济泡沫影响，奢侈品消费更占主导，90 年代经济泡沫破裂后，消费逐步转为追求高性价比。未来中国经济增速预计维持个位数增长，较多居民面临收入增速放缓及高生活成本压力，服装行业同样面临消费分化，高性价比消费有望成为长期重要趋势。

20 世纪 80 年代后日本服装市场行业集中度仍处于较低水平，直到 90 年代中后期优衣库、岛村服饰、World 集团等服装公司才逐步成长为龙头、扩大市场份额。我们认为服装行业优质公司的打造需要较长时间，行业集中度的提升同样是个长期过程。与市场观点不同，我们认为低速增长长期并不意味着服装行业没有投资机会，反而是优质公司成长、与行业平均拉开差距的阶段。

国内服装公司多成长于行业快速发展期，早期以渠道扩张为主，运营模式较为粗放，随着国内服装行业转为买方市场，竞争加剧，服装公司提升精细化运营水平迫在眉睫。我们对优衣库早期发展历史进行分析，在市场上首次详细拆解 1998 年公司转型 SPA 模式、打造高性价比快时尚龙头的具体措施，对国内服装公司转型升级以及如何寻找服装行业优质公司提供借鉴。

### 投资观点

根据中日服装行业发展趋势以及国际龙头成长经验，我们认为定位高性价比市场、产品具有竞争优势的公司以及转型 SPA 模式、精细化运营能力强的公司更有机会成长为服装行业龙头，建议把握两条主线：1) 推荐定位高性价比市场的海澜之家、开润股份，其中海澜之家定位大众服装市场，规模化采购降低成本，类直营模式减少中间环节，加价倍率仅为 2.5 倍，产品具有性价比优势；开润股份自身设计研发能力较强，借助小米生态链打造 90 分箱包品牌，性价比优于主要竞争对手。2) 森马服饰、太平鸟等传统服装企业积极优化商业模式，不断加强精细化运营能力，运营思路向 SPA 模式靠拢：其中森马服饰休闲装持续进行供应链、渠道优化，精简供应商降低成本、提升性价比，加强对加盟商、门店扶持和库存管理；太平鸟持续优化设计团队，引进 TOC 系统加强对库存管理，打造产品优势。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 中国：服装行业面临变局，进入龙头成长阶段.....                     | 7  |
| 1.1、 服装行业空间大，市场格局分散，龙头待成长.....                   | 7  |
| 1.2、 卖方市场转为买方市场，呼唤新龙头带来增长.....                   | 9  |
| 2、 日本：20 世纪 80 年代后行业增速放缓，本土服装龙头崛起 .....          | 10 |
| 2.1、 日本消费行业：20 世纪 70-80 年代消费分化，本土新消费龙头开始崛起 ..... | 10 |
| 2.2、 日本服装行业：行业增速放缓，沧海横流方显英雄本色 .....              | 12 |
| 3、 优衣库成长拆分：行业增速放缓后成长起来的高性价比大众服饰龙头 .....          | 18 |
| 3.1、 成长综述：早期开店驱动业绩，SPA 模式后店效增长显著 .....           | 18 |
| 3.2、 第一成长期：创新运营，主打低价休闲服初露锋芒.....                 | 20 |
| 3.3、 第二成长期：转型 SPA 模式，携手巨头东丽，打造精细化运营服装龙头 .....    | 22 |
| 4、 优衣库运营拆分：精细化、差异化运营打造竞争优势 .....                 | 25 |
| 4.1、 SPA 模式：塑造高性价比产品，提高单店收入 .....                | 25 |
| 4.2、 详解 SPA 模式：优衣库的精细化管理 .....                   | 27 |
| 4.3、 SPA 模式借鉴：差距犹在，来者可追 .....                    | 33 |
| 5、 投资建议 .....                                    | 34 |
| 5.1、 对比日本，中国服装高性价比消费时代有望来临 .....                 | 34 |
| 5.2、 对比日本，中国服装行业集中度提升时间预计较长.....                 | 36 |
| 5.3、 对比优衣库，国内品牌需优化商业模式、提升运营能力 .....              | 37 |
| 5.4、 以邻为鉴，把握高性价比及商业模式优化两条主线.....                 | 38 |
| 6、 风险提示 .....                                    | 40 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：中国服装市场规模稳步增长.....                     | 7  |
| 图 2：近年来中国服装销售量变动情况.....                   | 7  |
| 图 3：2018 年中国服装行业市场格局分散.....               | 8  |
| 图 4：2018 年中国服装行业市占率前十大企业.....             | 8  |
| 图 5：全球服装龙头收入规模显著高于国内（2018 财年）.....        | 8  |
| 图 6：2018 年日本服装行业市占率前十大企业.....             | 8  |
| 图 7：2007 年后中国服装零售额增长情况.....               | 9  |
| 图 8：近年来服装上市公司收入增速变化情况.....                | 9  |
| 图 9：2017 年国内外大众休闲品类龙头单店收入（万元）.....        | 10 |
| 图 10：2017 年国内外高端品类龙头单店收入（万元）.....         | 10 |
| 图 11：日本消费龙头主要诞生于 20 世纪 70-80 年代.....      | 11 |
| 图 12：20 世纪 70 年代后日本居民消费发生变化.....          | 11 |
| 图 13：20 世纪 80 年代日本人均收入快速增长.....           | 13 |
| 图 14：日本人均服装支出变化主要分为三个阶段.....              | 13 |
| 图 15：20 世纪 80 年代后期日本资产泡沫严重.....           | 13 |
| 图 16：1980 年后日本服装市场销售额增长情况.....            | 13 |
| 图 17：1995 年日本是全球奢侈品消费占比第一的国家.....         | 14 |
| 图 18：2000 年后各国奢侈品消费市场规模占比.....            | 14 |
| 图 19：20 世纪 90 年代日本传统服装龙头收入下滑、优衣库快速成长..... | 15 |
| 图 20：日本服装行业批发和零售两大渠道销售额增速.....            | 15 |
| 图 21：日本服装行业零售模式销售额占比（%）.....              | 15 |
| 图 22：21 世纪日本服装行业集中度显著提升.....              | 16 |
| 图 23：2008 年后日本服装行业龙头市占率情况.....            | 16 |
| 图 24：近年来日本岛村株式会社收入及门店数量.....              | 18 |
| 图 25：近年来日本青山商事收入及门店数量.....                | 18 |
| 图 26：近年来日本 Honeys 服饰收入及门店数量.....          | 18 |
| 图 27：近年来日本 Adastria 控股收入及门店数量.....        | 18 |
| 图 28：优衣库成立以来的发展历程.....                    | 19 |
| 图 29：上市后公司收入及增长情况.....                    | 20 |
| 图 30：公司门店数量及单店收入情况.....                   | 20 |
| 图 31：优衣库采用目标客户战略和价格逆势战略.....              | 21 |
| 图 32：日本居民年平均月收入增长情况.....                  | 21 |
| 图 33：优衣库采取多项措施打开低价服装市场.....               | 21 |
| 图 34：成立早期公司业绩快速增长.....                    | 22 |
| 图 35：公司上市后采取三大措施领先同业.....                 | 22 |
| 图 36：上市后优衣库净利润及增长情况.....                  | 23 |

|   |    |
|---|----|
| 图 37：上市后优衣库盈利能力情况.....                            | 23 |
| 图 38：20 世纪 90 年代末优衣库的零售运营模式.....                  | 23 |
| 图 39：2000 年以后优衣库的 SPA 运营模式.....                   | 23 |
| 图 40：优衣库摇粒绒产品价格低于市场同行水平.....                      | 24 |
| 图 41：优衣库推出多款摇粒绒产品.....                            | 24 |
| 图 42：优衣库推出摇粒绒产品推动整体收入增长.....                      | 25 |
| 图 43：优衣库摇粒绒产品销量快速增长.....                          | 25 |
| 图 44：服装公司收入影响因素拆解.....                            | 26 |
| 图 45：2005 年后公司单店面积持续提升.....                       | 26 |
| 图 46：2005 年后公司毛利率保持上升趋势.....                      | 26 |
| 图 47：公司 SPA 模式对供应链掌控能力较强.....                     | 28 |
| 图 48：优衣库单年度 SKU 的数量处于较低水平.....                    | 28 |
| 图 49：优衣库与直营为主的国际品牌相比毛利率较低.....                    | 28 |
| 图 50：优衣库加价倍率处于较低水平（2018 财年）.....                  | 28 |
| 图 51：公司调整组织架构强化店长地位.....                          | 29 |
| 图 52：优衣库中国区店铺工作人员职业发展路径.....                      | 29 |
| 图 53：优衣库单店收入保持增长趋势.....                           | 30 |
| 图 54：优衣库单店收入处于较高水平（2017 财年）.....                  | 30 |
| 图 55：服装开发、设计、生产、销售涉及环节较多.....                     | 30 |
| 图 56：传统服装企业运营模式.....                              | 31 |
| 图 57：优衣库采用 SPA 模式提高售罄率.....                       | 31 |
| 图 58：日本大众服饰龙头近年来毛利率情况.....                        | 32 |
| 图 59：日本大众服饰龙头近年来净利率情况.....                        | 32 |
| 图 60：公司区域经理承担着门店与总部连接的功能.....                     | 33 |
| 图 61：服饰产品的主要竞争维度.....                             | 33 |
| 图 62：国际大众休闲服装龙头多数采用 SPA 商业模式.....                 | 33 |
| 图 63：中国与日本人均 GDP 对比（单位：美元）.....                   | 35 |
| 图 64：中国与日本服装市场规模增速对比.....                         | 35 |
| 图 65：男性与女性用户关注网购的因素占比.....                        | 35 |
| 图 66：近年来“性价比”在唯品会平台评论中占比提升.....                   | 35 |
| 图 67：我国服装多数细分行业 CR5 低于日本、美国.....                  | 36 |
| 图 68：与日本相比近年来中国服装行业 CR10 较为稳定.....                | 36 |
| 图 69：我国消费者最想增加开支的预算品类中，一二线和三四线城市存在差异（2017 年）..... | 37 |
| 图 70：我国一二线和三四线城市消费者服装消费观念有所差异.....                | 37 |
| 图 71：近年来我国纺织服装行业公司数量逐步减少.....                     | 37 |
| 图 72：我国服装企业开始搭建数字化运营框架.....                       | 37 |
| 图 73：2016 年全球奢侈及时尚服装产业收入排名（单位：亿元人民币）.....         | 39 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 1：我国服装行业发展阶段划分 .....          | 9  |
| 表 2：日本服装行业发展阶段划分 .....          | 12 |
| 表 3：2018 年日本服装行业前十大公司基本情况 ..... | 17 |
| 表 4：迅销集团发展分为四个成长阶段 .....        | 19 |
| 表 5：1998 年优衣库 ABC 改革具体措施 .....  | 24 |
| 表 6：公司与东丽合作研发优质功能性面料 .....      | 27 |
| 表 7：公司从其他行业招聘优秀人才 .....         | 32 |
| 表 8：优衣库与国内服装品牌的对比 .....         | 34 |
| 表 9：全球服装龙头公司主要运作模式分析 .....      | 39 |
| 表 10：重点公司盈利预测及估值 .....          | 40 |
| 表 11：重点公司加价倍率及商业模式对比 .....      | 40 |

2018 年二季度后经济出现降温，中美贸易摩擦频起波澜，“黑天鹅”事件时有发生，居民消费增速显著放缓，服装消费同样受到影响。零售端遇冷是否意味着服装企业未来难有成长机会？服装品牌如何在行业不景气中生存甚至逆市扩张？我们研究优衣库、Zara、VF 等服装龙头发展经验发现，大部分龙头都是崛起于本国服装行业发展成熟后的阶段，千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金，市场规模增速放缓后正是弱者被淘汰、龙头迎成长的“剩者为王”阶段。

服装行业进入门槛低，但成长的门槛非常高，龙头的打造从来都不会“一蹴而就”。我们认为服装企业需要迎合消费趋势改变原有的粗放发展模式，由传统的批发、制造思维向零售思维转变，从消费者角度提供有竞争力的产品，未来成长空间仍然广阔。

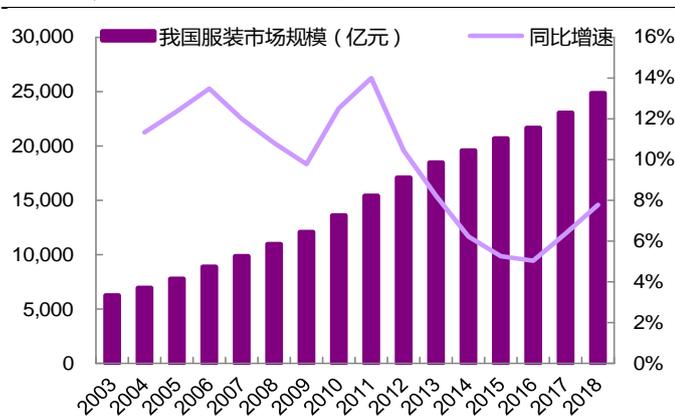
国外行业发展历史值得借鉴，国外优质服装龙头的零售管理和运营经验值得学习。我们曾于 2014 年 9 月发布《寻找下一个优衣库》深度报告，在市场上首次全面系统的对优衣库的发展历史、成功经验、布局中国市场进行了深入分析，剖析公司四大成长期的业绩驱动因素和长期成长逻辑。当前在中国服装行业增速放缓背景下，我们希望进一步深入研究与中国目前发展阶段比较类似的日本 20 世纪 70 年代后服装行业发展历史，详解优衣库第一、第二成长期的发展经验及其公司在早期发展过程中如何转型 SPA 模式（自有品牌零售，Specialty retailer of Private label Apparel）和提升零售、管理能力，为国内服装品牌运营升级提供参考。

## 1、中国：服装行业面临变局，进入龙头成长阶段

### 1.1、服装行业空间大，市场格局分散，龙头待成长

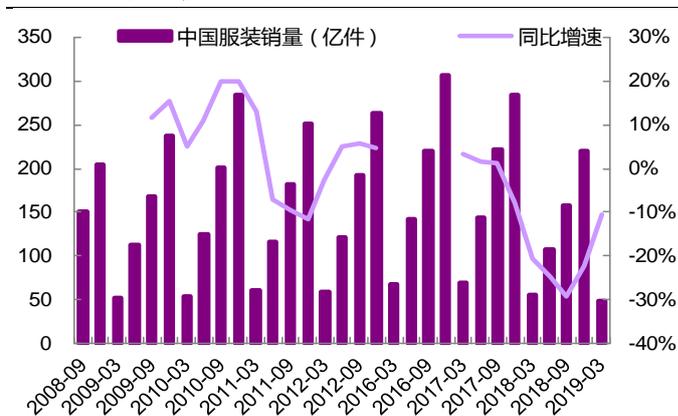
自古以来“衣食住行”一直是人们最基本的消费需求，其中服装作为重要的可选消费品与人们的生活息息相关，市场规模非常庞大，增长较为稳定。据欧睿咨询统计，2018 年中国服装行业市场规模达 2.49 万亿元，同比增长 7.75%。国家统计局数据显示，2018 年我国居民消费服装 219.70 亿件，人均年消费 1289 元，占可支配收入的 6.5%。

图 1：中国服装市场规模稳步增长



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 2：近年来中国服装销售量变动情况

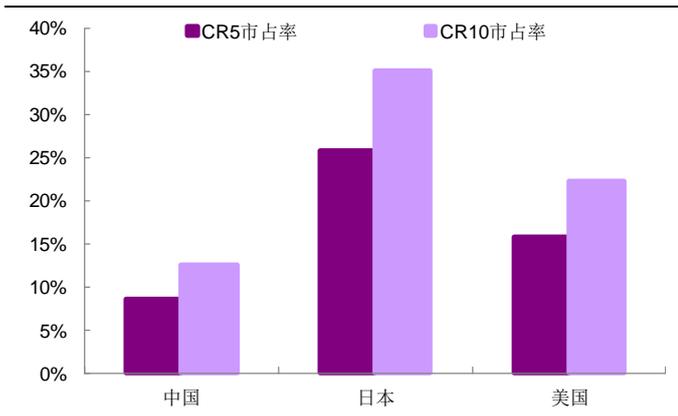


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：2013-2015 年数据缺失

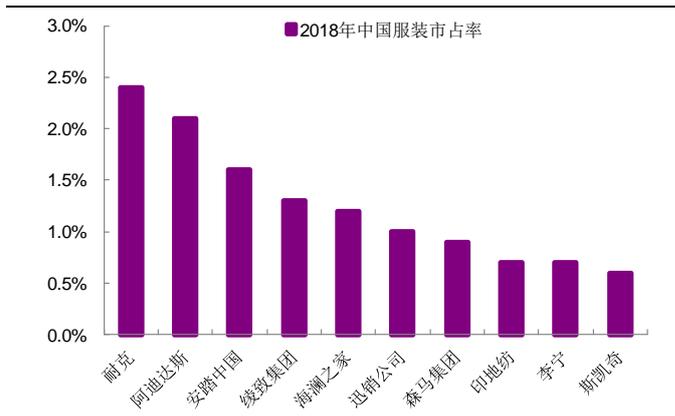
但巨大的市场空间下服装行业竞争格局高度分散，国产品牌尚未形成强势地位。一方面原因是从需求角度，服装作为非标品，人们消费相对更为个性化，另一方面从供给角度，国内市场中服装品牌尤其是国产品牌目前发展时间较短，多数品牌在营销、性价比、品牌影响力等方面尚未形成明显优势来抢占市场份额，因此行业集中度较低。欧睿数据显示，2018年中国服装市场中前五大品牌市占率仅为8.6%，相比之下日本、美国分别为25.7%、15.8%，此外中国市占率前十大服装品牌中有一半为国际品牌，且排名靠前。

图3：2018年中国服装行业市场格局分散



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图4：2018年中国服装行业市占率前十大企业

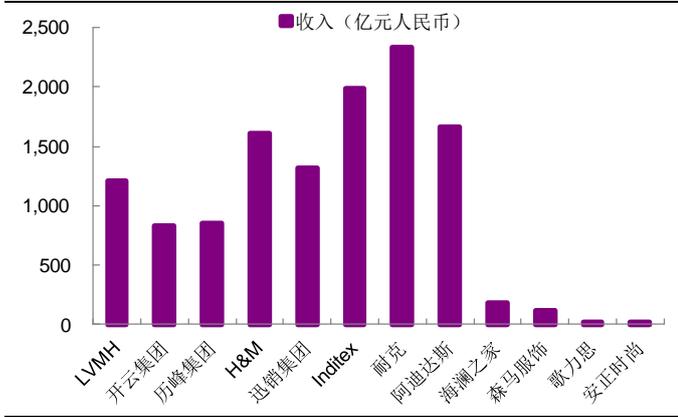


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

尽管服装消费个性化、竞争格局分散，目前国内服装公司体量较小，但从国际经验来看服装行业可诞生大体量的龙头公司。2018财年大众休闲服饰巨头西班牙印地纺集团（Zara母公司）、瑞典H&M集团、日本迅销集团（优衣库母公司）实现收入1990亿元人民币（下同）、1609亿元、1313亿元，运动服饰巨头耐克、阿迪达斯实现收入2335亿元、1664亿元，奢侈品巨头LVMH、Kering、Richemont实现收入3675亿元、1072亿元、850亿元。服装企业多年积累构建核心竞争力后成长空间很大，欧睿数据显示2018年优衣库本土收入占日本服装市场的13.0%，位居行业第一。

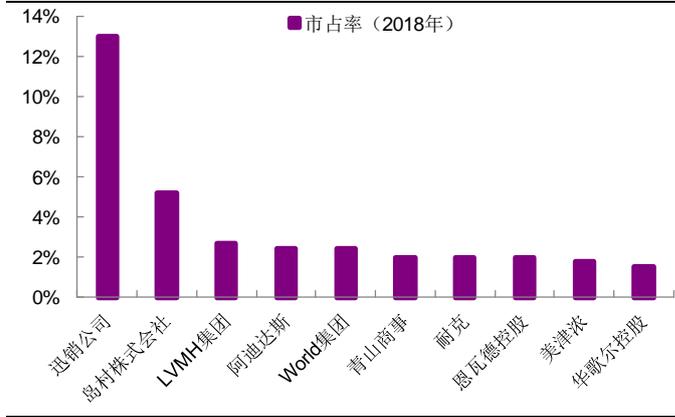
与国内公司相比，国际服装龙头体量大，在精细化管理能力上也处于领先，其中大众休闲服装公司多采用SPA模式降低产业链成本，柔性化供应链确保库存管理能力较高，运动、高端服饰龙头多采用轻资产运营模式快速扩张，注重品牌打造及产品营销。

图5：全球服装龙头收入规模显著高于国内(2018财年)



资料来源：Wind，光大证券研究所  
注：LVMH、开云集团为奢侈品服装业务收入

图6：2018年日本服装行业市占率前十大企业



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

## 1.2、卖方市场转为买方市场，呼唤新龙头带来增长

从服装行业发展历史来看，在快速增长阶段行业处于卖方市场，服装公司通过批发模式快速扩张，店铺数量增速为业绩增长的主要驱动力，行业增速放缓后转为买方市场，更为精细化的零售模式可以解决服装需求痛点，提升店效成为业绩保持增长的关键。

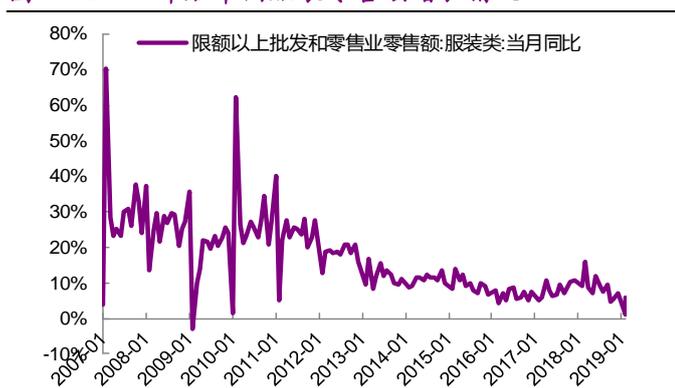
1983 年全国取消布票，我国纺织服装产业开始逐步市场化，进入快速发展阶段。发展早期我国服装消费以杂牌和香港品牌为主，20 世纪 90 年代及 21 世纪早期国产品牌纷纷成立，此后我国服装市场发展主要分为以下五个阶段：

表 1：我国服装行业发展阶段划分

| 时间             | 服装零售额年增速 | 特征   |
|----------------|----------|--|
| 2008 年以前       | 20%以上    | 随着经济和居民收入高速增长，服装消费需求得到释放，行业处于快速成长期，纺织服装行业零售额同比增速在 20% 以上。这一阶段服装消费品牌化程度较低，市场竞争尚不激烈，因此国产服装品牌通过外延扩张抢占市场份额，实现较快增长。   |
| 2008-2011 年    | 20%左右    | 2008 年金融危机导致服装行业增速有所放缓，此后受益于政策刺激等因素行业增速回升，消费需求增长仍然较快，此外随着消费品牌化推进，以国产品牌为主的服装企业在渠道扩张的基础上进行提价，行业达到景气度高点，公司业绩表现亮眼。   |
| 2012-2016 年    | 10%左右    | 一方面，受经济增速放缓影响，服装行业需求增速回落，消费者更加成熟精明，注重时尚设计、品牌形象；另一方面，中国服装市场国际品牌、新兴品牌迎来快速增长，行业竞争加剧，而国产服装品牌前期粗放式发展积累的问题爆发，期货制订货、产业链过长、开店过快、品牌老化等导致加价倍率虚高、库存积压、渠道结构老化等问题，行业开始去库存调整 |
| 2017-2018 年上半年 | 10%-15%  | 服装企业经过多年调整在运营模式、渠道结构、设计营销等方面有所提升，库存积压和渠道变迁影响基本消化，价格虚高得到部分改善，国内服装行业持续复苏，叠加经济增速企稳后服装消费回暖，服装公司收入、利润、毛利率、存货周转等指标好转。  |
| 2018 年上半年以后    | 10%以下    | 受经济去杠杆、中美贸易摩擦等影响，国内整体消费增速放缓，服装需求亦较为疲软，行业复苏力度减弱，服装消费额进入个位数增长阶段。   |

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：2007 年后中国服装零售额增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：近年来服装上市公司收入增速变化情况

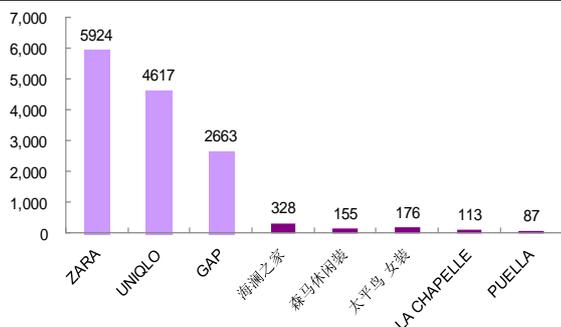


资料来源：Wind，光大证券研究所

国内服装行业进入门槛低，在快速发展期企业运营模式较为粗放。品牌商借鉴香港同行经验（如佐丹奴等），采用批发+加盟的轻资产模式运营，通过快速开店抢占市场份额，对设计、品牌营销、门店运营等方面投入力度较弱，收入增长主要由门店数量外延带动，国内品牌与国际品牌相比店效差距较大。

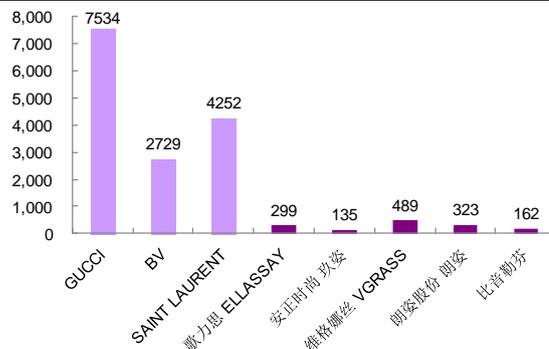
而随着供需层面发生变化，国内品牌零售模式需要进一步优化，传统商业模式中开店对收入的驱动预计将减弱，同店的作用将更为重要。而同店的增长最需要的是服装公司能够提供更优质的服装产品，背后则需要精细化运营支持，优化供应链效率。未来服装行业运营将出现分化，率先转变商业模式、运营能力优秀的公司更有可能成长为龙头。

图 9: 2017 年国内外大众休闲品类龙头单店收入(万元)



资料来源: Bloomberg, Wind, 光大证券研究所

图 10: 2017 年国内外高端品类龙头单店收入(万元)



资料来源: Bloomberg, Wind, 光大证券研究所

## 2、日本: 20 世纪 80 年代后行业增速放缓, 本土服装龙头崛起

作为东亚文化圈的大国，中国和日本的经济、消费习惯、零售结构等方面有相似之处，日本服装行业发展历史及龙头公司的成长经验对研究国内公司发展具有借鉴意义。

### 2.1、日本消费行业: 20 世纪 70-80 年代消费分化, 本土新消费龙头开始崛起

首先，我们从消费行业视角，探讨与目前中国经济及服装行业发展阶段相类似的日本 20 世纪 70 年代末、80 年代初及之后的消费特征变化，发现这一时期开始日本居民消费开始“分化”，高端奢侈消费和大众高性价比消费相继成为主导，且在这一分化期涌现了众多新消费企业，采取与传统企业不同的发展战略，创新商业模式成长为行业巨头。

20 世纪 70-80 年代是日本经济增速放缓、消费持续升级的阶段，也是本土新消费品龙头密集诞生和成长的时期。1974 年石油危机导致经济增速由之前的 10% 以上降至 5% 左右，此后基本维持中低速增长。但低速增长背后是居民收入已经达到较高水平，消费结构开始进一步向旅游、医疗、教育等升级，反而诞生了一批本土消费品龙头，1972 年全家便利店、大创生活馆、宜得利成立，1974 年 7-11 便利店成立，1980 年无印良品成立，1984 年优衣库开出第一家店。各行业增速放缓后优质公司与平庸公司的运营差距明显拉大。

图 11：日本消费龙头主要诞生于 20 世纪 70-80 年代

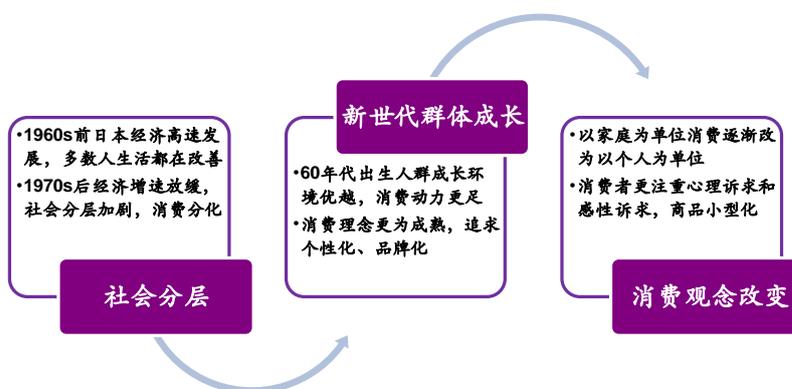


资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为 20 世纪 70-80 年代经济增速放缓期日本消费龙头公司密集成立并非偶然，而是供需两方面升级演进后的“开花结果”。

- 需求方面：在经济快速增长期居民消费升级方向相对统一，经济增速放缓后社会逐渐呈现 M 型分层，居民需求分化加剧，高端奢侈消费和大众性价比消费开始相继成为主流。此外消费者不断成熟，新世代群体（出生于 1960-1969 年）也逐步成为消费主力，对商品价值与价格的判断力明显增强，对个性化产品、品牌化产品等较为偏好，对商品及服务也更为挑剔。
- 供给方面：传统服装、家居等公司销售模式整体较为粗放，以超市&百货渠道、批发模式为主，加价倍率偏高，尤其是大众定位消费品，主要由于经济快速增长阶段，居民消费理念不够成熟，很多消费品行业处于卖方市场，本土商家更注重快速扩张占领市场，对精细化运营不够重视，零售效率较为低下。70-80 年代行业逐渐向买方市场转变，部分新诞生的品牌致力于提升供应链效率，缩短零售环节，提供更优质的产品。

图 12：20 世纪 70 年代后日本居民消费发生变化



资料来源：《第四消费时代》· 三浦展著，光大证券研究所

## 2.2、日本服装行业：行业增速放缓，沧海横流方显英雄本色

本节中我们对日本服装行业发展历史进行梳理，将其分为三大阶段，并对第二、第三阶段（20世纪80年代后）日本服装行业发展特征以及龙头公司的崛起进行研究。我们发现：1）1975年后日本服装消费出现分化，逐渐进入低速增长甚至衰退期，其中80年代受资产泡沫等影响奢侈品消费较为旺盛，90年代后大众性价比消费成为主导。2）服装行业龙头成长、集中度提升的时间较长，直到21世纪初日本服装行业仍较为分散，此后随着优衣库、岛村、World集团等公司崛起，集中度开始加速提升。

### 2.2.1、产业周期：日本服装行业发展分为三大阶段

根据人均服装支出增长情况，我们把1960年以后日本服装行业发展分为三大阶段：1975年以前高增长的成长前期、1976-1991年成长中后期和1992年后的行业成熟期。

表 2：日本服装行业发展阶段划分

| 项目            | 1975年之前                              | 1976-1991年   | 1992年至今   |
|---------------|--------------------------------------|--|---|
| 服装行业发展阶段      | 成长前期，量价齐升                            | 成长中后期，提价驱动   | 成熟期，量价下降  |
| 服装行业特征        | 行业快速增长，需求初步品牌化，部分国民品牌开始孕育，多数品牌都能实现成长 | 服装价格逐步虚高，部分性价比品牌开始成立（无印良品、优衣库等）；1985年《广场协议》签订后日元汇率大幅升值，消费能力增强，高端、奢侈品牌快速发展；设计师品牌兴起，份额迅速扩大 | 消费回归本源，高性价比品牌（如优衣库等）份额进一步提升，行业集中度显著提升；多品牌集团逐步涌现 |
| 日本人均GDP年复合增速  | 16.34%（1960年~1975年）                  | 12.15%   | 0.51%   |
| 服装CPI与总体CPI比较 | 服装CPI与总体CPI基本一致处于高位                  | 服装CPI涨幅高于总体CPI   | 服装CPI趋势与总体CPI一致，但波动略大于总体CPI                     |
| 人均服装支出复合增速    | 13.96%                               | 2.67%  | -3.86%（1992-2007年）                              |
| 服装CPI复合增速     | 13.48%（1970~1975年）                   | 3.87%  | -0.03%  |
| 总体CPI复合增速     | 11.38%（1970~1975年）                   | 3.16%  | 0.24%   |

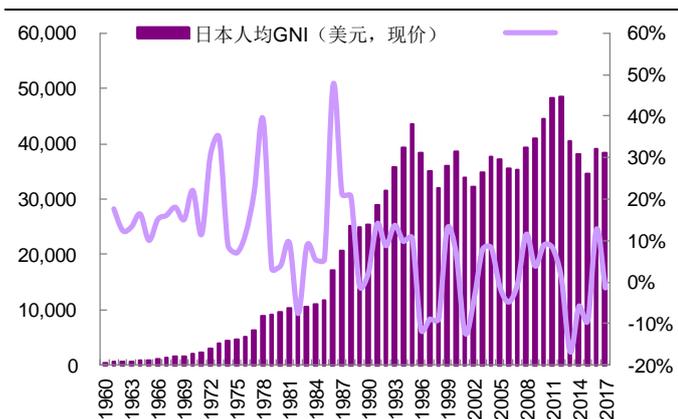
资料来源：Wind，日本财务省，日本经济产业省，日本统计局，光大证券研究所

**1975年前成长前期：**二战后日本经济高速增长，居民收入水平快速提升，1960-75年人均GNI年均复合增速达16.38%。这一时期居民购买力得到释放，服装消费同样快速增长，服装单价及人均消费频次均有增加，呈现量价齐升的特征，1970-75年人均服装支出复合增速高于服装CPI复合增速，亦高于总体CPI复合增速。

**1976-1991年成长中后期：**石油危机爆发，日本经济进入换挡期，增速降至个位数。居民收入达到较高水平后，吃穿等基本需求得到满足，消费进一步向娱乐、旅游、教育、医疗等领域升级，服装支出的增速有所放缓。这一时期日本正逐步走向泡沫经济的鼎盛期，人们在收入显著增长、生活水平提升后，服装消费上追求奢侈、高端、设计师品牌，日本服装消费主要由单价增长驱动，消费升级趋势明显，人均消费数量有所下降，人均服装支出复合增速低于服装CPI。

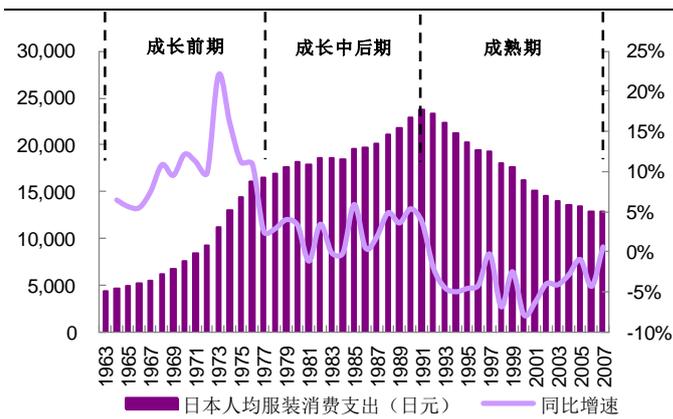
1992年后成熟期：日本经济泡沫破裂后进入增长停滞期，人口老龄化严重。居民收入达到发达国家水平，服装消费也进入成熟期，服装整体销售额及人均支出均逐年下降。日本消费市场出现明显分化，高端消费保持稳定，大众消费者对服装品牌的追捧则有所淡化，服装不再是阶层划分、个性展示的重要标志，而更加注重服装消费的本质，即服装产品本身。这一期间服装消费价格略有下降，而人均服装支出增速低于服装CPI复合增速，表明人均消费数量有所下滑。

图 13：20 世纪 80 年代日本人均收入快速增长



资料来源：世界银行，光大证券研究所

图 14：日本人均服装支出变化主要分为三个阶段



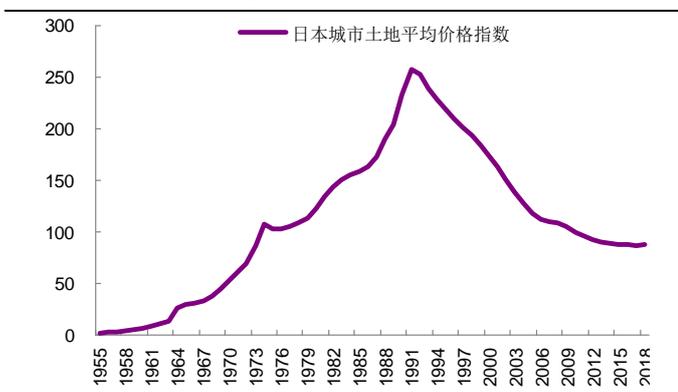
资料来源：日本统计局，光大证券研究所

### 2.2.2、第二&第三阶段：日本服装消费分化，精细化运营打造龙头

从服装行业来看，20 世纪 80 年代日本政府鼓励消费、拉动经济增长，80 年代中后期日元升值、房价上涨，日本出现资本泡沫，导致欧美奢侈品牌在日本迎来快速增长。1986 年日本从欧共体国家进口服装总额为 3.6 亿美元，1990 年这一金额增至 15.6 亿美元。日本成为全球最大的奢侈品消费市场，LV、阿玛尼、香奈儿等品牌加大在日本开店力度和布局。从渠道结构来看，定价较高的百货渠道销售占比较高。

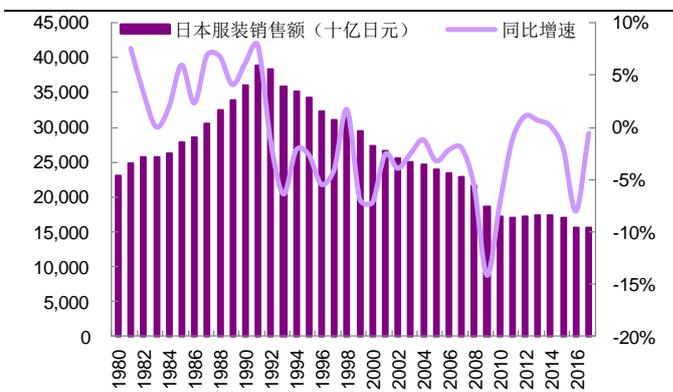
这一时期日本国产品牌中三宅一生、川久保玲、山本耀司等高端设计师品牌开始快速发展，迎合消费趋势。日本服装品牌多采用传统批发运营模式，生产环节外包，中间销售加价环节较多，工厂收入通常为服装售价的 20% 左右（即加价倍率为 5 倍），产品定价较高。

图 15：20 世纪 80 年代后期日本资产泡沫严重



资料来源：Wind，光大证券研究所

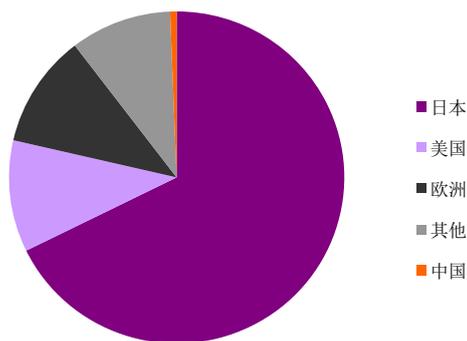
图 16：1980 年后日本服装市场销售额增长情况



资料来源：日本统计局，光大证券研究所

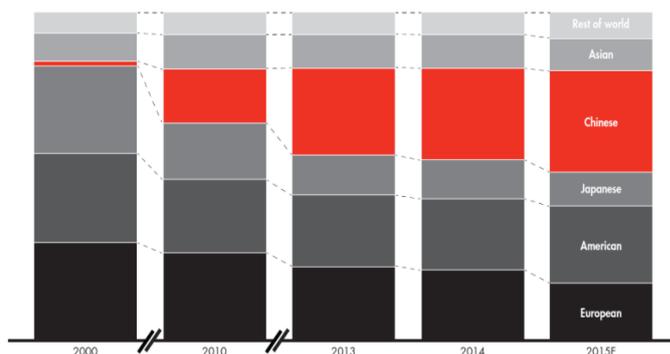
1990 年日本经济泡沫破裂后开始进入通货紧缩，消费者的资产普遍出现缩水，且经过经济泡沫后消费理念发生变化，因此服装消费更加注重性价比、简洁、环保等方面，1991 年后日本服装行业市场规模持续下降，其中大众高性价比服装需求逐渐快速成长。1995 年日本奢侈品消费市场规模达 978 亿美元，占全球市场的 68%，此后逐渐萎缩，据贝恩咨询统计 2000 年日本奢侈品消费仅占全球 25% 左右。调查机构 Yano 数据显示，2009 年日本进口奢侈品销售额约为 9929 亿日元，较 1996 年的 1.9 万亿日元下滑明显。

图 17：1995 年日本是全球奢侈品消费占比第一的国家



资料来源：高盛，光大证券研究所

图 18：2000 年后各国奢侈品消费市场规模占比



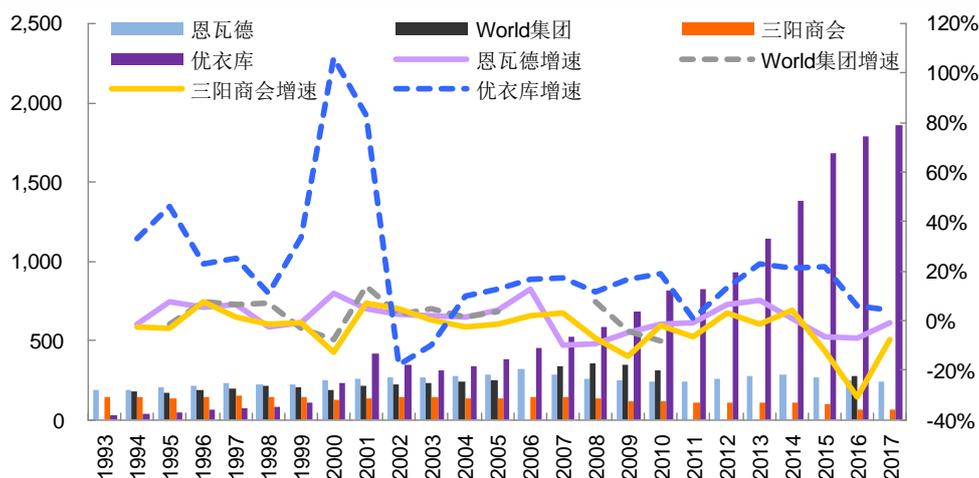
资料来源：贝恩咨询

从品牌来看，高端奢侈消费表现低迷后日本高端品牌发展也遭遇困境，2009 年山本耀司创立的公司因过度扩张，在金融危机影响下销售业绩连年下滑、负债总额达 4 亿元人民币，申请破产保护。三宅一生品牌被资生堂集团收购，三宅一生本人成立公司专注于布料研发，品牌设计主导权转为其学生 Naoki Takizawa。国际奢侈品牌也采取关店等方式削减成本、应对困境。

此外这一时期美国服装企业 GAP 创立的 SPA 模式开始为部分日本企业所效仿，通过生产、销售一体化控制全产业链成本，提供物美价廉的衣服从而在低迷市场中抢占份额，“破坏式创新”成为新商业模式的代表。因此需求变化及以优衣库为代表的新模式竞争对手的冲击使得日本原有服装企业收入普遍出现下滑，1993 年后服装行业龙头、当时采用传统批发模式的恩瓦德、World 集团、三阳商会收入出现下滑，而优衣库体量较小、产品较竞争对手具有价格优势，1998 年后转型 SPA 模式主打高性价比，收入实现持续增长。

从渠道来看，在快时尚、便利店等新业态的冲击下，百货业零售额由 1991 年的峰值 9.71 万亿日元降至 2016 年的 5.98 万亿日元，传统百货渠道持续衰退。服装行业中批发模式收入占比下降，优衣库等品牌商向零售端延伸开设直营店，产销环节连接更为紧密为消费者提供更有竞争力的服装商品。

图 19：20 世纪 90 年代日本传统服装龙头收入下滑、优衣库快速成长

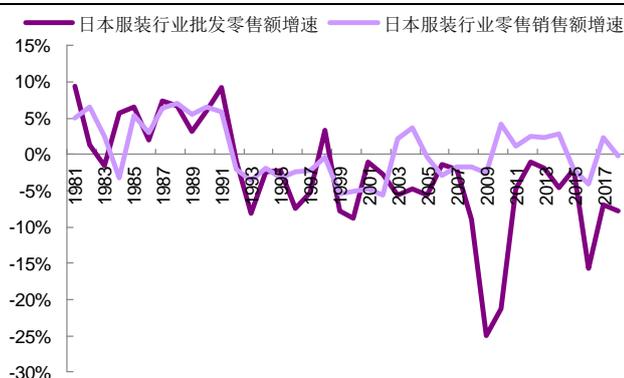


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

注：柱状为各公司营业收入（单位：亿元人民币），折线为各公司收入增速（对应右侧坐标轴）

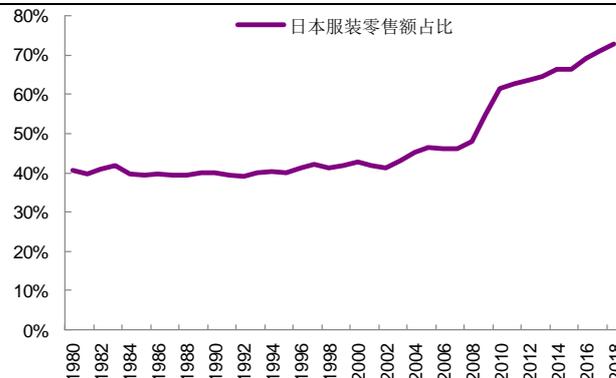
行业增速放缓、需求分化后服装企业运营也逐渐精细化。1975 年后日本服装行业逐步进入成长后期及成熟期，市场规模增速放缓甚至转为负数，行业需求快速提升、所有公司都能成长的“草莽时代”落幕，运营质量更高的公司迎来脱颖而出、剩者为王的阶段。服装企业运营精细化的一个表现为零售渠道收入占比显著提升，传统品牌商由批发模式向零售模式转型。

图 20：日本服装行业批发和零售两大渠道销售额增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：日本服装行业零售模式销售额占比 (%)



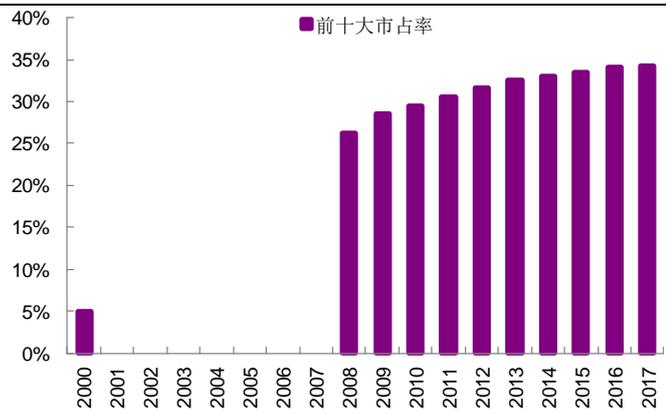
资料来源：Wind，光大证券研究所

### 2.2.3、龙头崛起：服装行业集中度提升所需时间长，龙头以大众定位为主

尽管日本服装行业发展时间长、20 世纪 60 年代即开始快速增长，但行业竞争格局较为分散，龙头企业诞生较晚（优衣库创立于 1984 年）。据中华纺织网信息，2000 年日本前十大服装企业销售额为 1.36 万亿日元，占全行业的 4.99%，恩瓦德、优衣库、World 集团的收入占比为 0.90%、0.84%、0.70%。21 世纪日本服装龙头快速扩张市场份额，行业集中度提升，据欧睿咨询统计，2008、2017 年日本前十大服装公司行业占有率分别为 26.30%、34.30%，优衣库、岛村服饰、Adastria 控股等一批龙头公司快速成长起来。

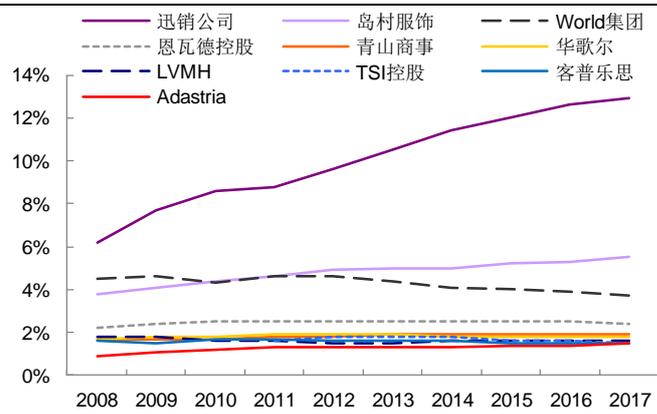
我们认为，与家电、汽车等消费品相比日本服装行业集中度提升所需时间较长，一方面由于服装行业进入门槛低、竞争充分，且消费需求较为个性化、时尚潮流变化较快；另一方面由于龙头诞生的门槛高，服装产业链长，各环节普遍较为分散、协调统一难度较大，人才培养周期长，因此形成有竞争力的公司难度较大。此外日本服装企业分工明确、小型化运作为主也是一个重要原因，92%的日本服装企业员工人数在30人以下<sup>1</sup>。

图 22：21 世纪日本服装行业集中度显著提升



资料来源：中华纺织网，Euromonitor，光大证券研究所  
注：2001-2007 年数据缺失

图 23：2008 年后日本服装行业龙头市占率情况



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

从公司表现来看，在服装行业整体发展处于下行周期中，既出现了成立于 20 世纪 80 年代的新龙头优衣库，致力于创新商业模式提供高性价比服饰，成长为国际服装品牌龙头；也有成立于 20 世纪 40-50 年代的“传统”服装公司岛村服饰、华歌尔、Adastira 等，通过不断加强对研发、设计、生产、销售环节的掌控，提供优质服装产品，实现市场份额提升。

<sup>1</sup> 【日】伊丹敬之等著：《日本的纤维产业为何如此衰弱》，NTT 出版社 2001 年 4 月版

表 3：2018 年日本服装行业前十大公司基本情况

| 公司          | 成立时间 | 收入 (亿元) | 日本市占率 | 主要品牌                                      | 主要品类          | 主要定位  |
|-------------|------|---------|-------|---|---------------|---|
| 迅销公司        | 1984 | 1312.58 | 12.9% | 优衣库、GU、Theory、JBRAND 等                    | 男装、女装、童装等     | 面向各个年龄段，主要提供大众化商品                               |
| 岛村株式会社      | 1953 | 333.15  | 5.5%  | Shimamura、Avail、Birthday、Chambre、Divalo 等 | 男装、女装、鞋子等     | 主要针对 20-50 岁的女性提供大众定位时尚商品，15-35 岁的年轻人提供休闲优雅服装商品 |
| World 集团    | 1959 | -       | 3.7%  | UNTITLED、TAKEO、KIKUCHI、Anatelier 等        | 男装、女装、童装等     | 提供高中低端商品，覆盖各个年龄段，大众定位为主                         |
| 恩瓦德控股       | 1947 | -       | 2.4%  | Nijyusanku、Gotairiku、JIL SANDER、JOSEPH 等  | 男装、女装等        | 针对各年龄段女性、40 岁左右男性提供高中低端商品                       |
| 青山商事        | 1964 | 150.53  | 1.9%  | NEXT BLUE、WHITE、BLUE GRIGIO 等             | 男装、女装等        | 主要提供男士商务服装，休闲服饰等商品，定位偏中高端                       |
| 华歌尔控股       | 1949 | 120.99  | 1.8%  | WACOAL DIA、acute、Atsuko Matano 等          | 女性内衣、睡衣、运动装等  | 主要针对各年龄段女性提供高中低端女性内衣                            |
| LVMH 集团     | 1987 | 3326.35 | 1.6%  | 路易威登、Loewe、Celine、Berluti 等               | 男女成衣、皮革制品、鞋履等 | 提供高档奢侈品   |
| TSI 控股      | 1949 | -       | 1.5%  | NATURAL BEAUTY、PINKY&DIANNE、BOSCH 等       | 女装            | 主要为 30 岁以上女性提供中低端商品                             |
| 客普乐思公司      | 1953 | 36.55   | 1.5%  | GIVORS、Oeillet、HEAD、ALPHA CUBIC 等         | 女装、童装等        | 针对 20-50 岁女性，10-20 岁青少年提供大众化商品                  |
| Adastria 控股 | 1953 | 131.16  | 1.5%  | Golbal Work、LOWRYS FARM、studio CLIP 等     | 男装、女装、童装等     | 针对 20-40 岁的男女性、和青少年提供中低端商品                      |

资料来源：Euromonitor，Wind，各公司官网，光大证券研究所

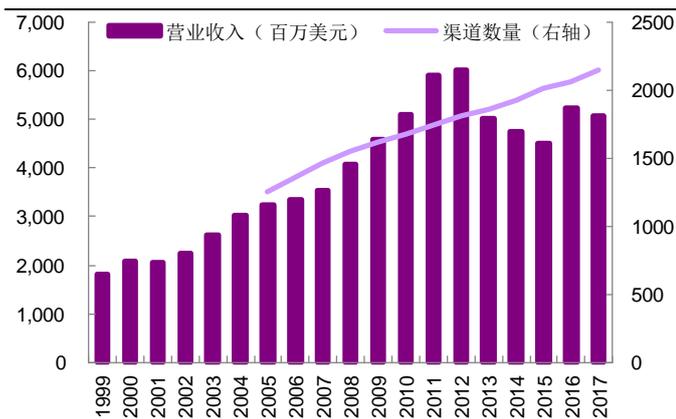
注：1) LVMH 收入为 2017 财年全球收入数据，其他公司为 2018 财年数据，收入单位为人民币。

2) 除 LVMH 外前十大均为日本服装公司。

从定位来看，当前日本大多数龙头公司以大众服装为主。90 年代后日本经济泡沫破裂，居民资产缩水，对基础消费品的消费也回归本质，高性价比、低品牌溢价成为趋势，且大众服装品牌通过多年时间运营积累品牌、供应链、设计等优势，持续拓展渠道，实现收入 and 市场份额快速成长。20 世纪 90 年代至 21 世纪前十年日本大众服装龙头门店数量及收入快速增长。

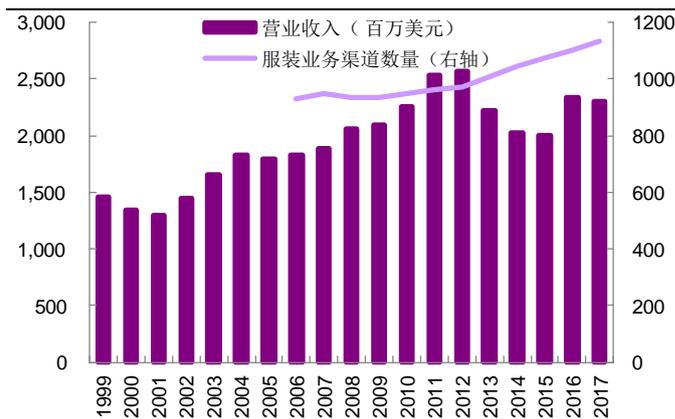
从长周期来看，日本服装行业能诞生穿越牛熊的龙头公司，但发展所需时间较长，其中借鉴 SPA 模式、定位大众市场的优衣库、World 集团成长空间更大，市占率位居行业前三；传统模式的大众服装企业（如岛村服饰、Adastria 控股）或细分行业龙头（如商务装的青山商事、内衣领域的华歌尔）同样可以保持增长，但大多数成长空间相对较小。优衣库拓展海外市场，成长为全球服饰龙头，而 World 集团在 2008 年前业绩保持增长、2008 年后收入出现下滑，我们认为主要与管理层战略、管理精细化程度等因素有关。

图 24：近年来日本岛村株式会社收入及门店数量



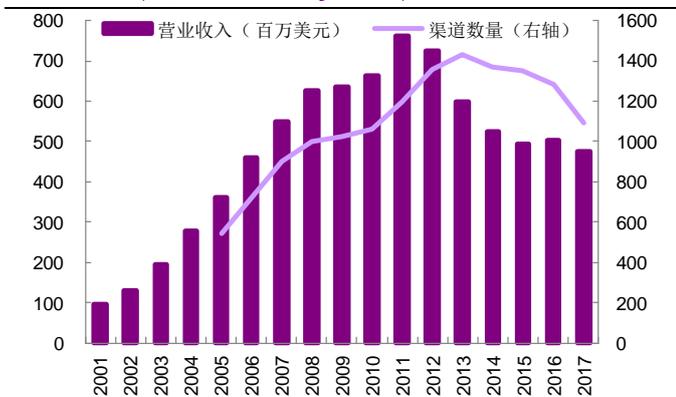
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 25：近年来日本青山商事收入及门店数量



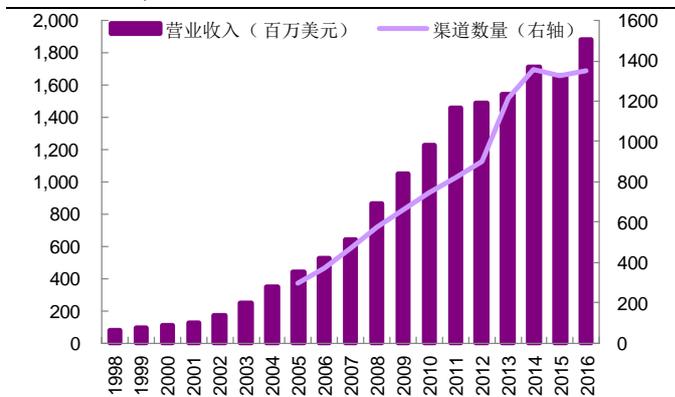
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 26：近年来日本 Honeys 服饰收入及门店数量



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 27：近年来日本 Adastria 控股收入及门店数量



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

### 3、优衣库成长拆分：行业增速放缓后成长起来的高性价比大众服饰龙头

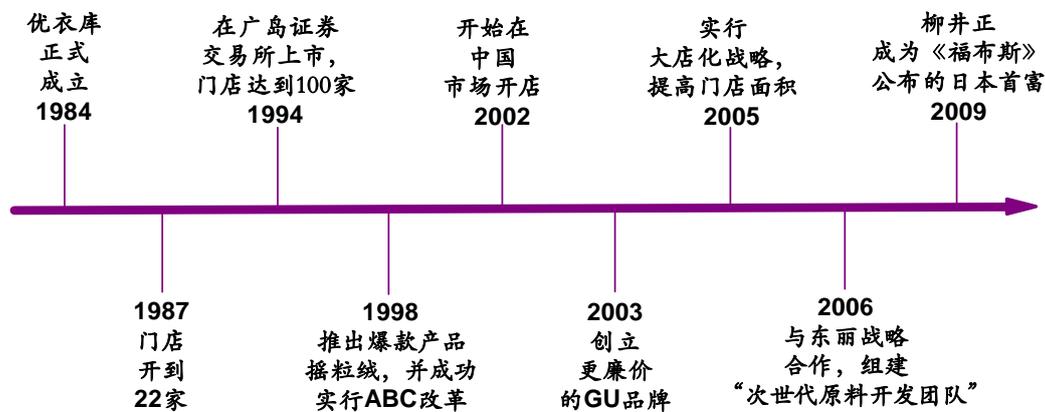
日本服装行业增速放缓的成熟期诞生了一批行业龙头，其中优衣库脱颖而出成为全球知名服装品牌。公司一方面定位大众基本款，享受日本服装消费转为性价比的“时代红利”，另一方面不断强化精细运营水平，致力于提供高性价比的服装产品。在中国服装行业增速放缓及高性价比消费趋势显现背景下，再次研究优衣库的成长路径及 SPA 模式具体举措具有较好借鉴意义。

#### 3.1、成长综述：早期开店驱动业绩，SPA 模式后店效增长显著

优衣库创始人柳井正 1972 年继承父亲的小郡商事服装店，进入服装领域，销售男士西装、女装和休闲服装，在市场激烈竞争下业绩并不理想，但多年从业经验使得柳井正对服装行业运营有了深入理解。1984 年柳井正借鉴美国仓储式卖场销售模式，推出第一家优衣库门店，销售物美价廉的休闲

服饰，顾客可以自助购物、不受店员打扰。优衣库定位于大众服装市场，目标为“以市场最低价格持续提供高品质的商品”，此后快速发展起来。

图 28：优衣库成立以来的发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所

优衣库（1991 年改名为迅销集团，为优衣库母公司）的发展主要分为四个成长期：

- 第一成长期（1991-1995 年）：公司主要通过外延开店带动业绩增长，成立早期采用郊区连锁街边店模式，以低价为核心竞争力。
- 第二成长期（1999-2001 年）：公司通过同店增长驱动业绩，实施 ABC（ALL BETTER CHANGE）改革彻底转型 SPA 模式，摇粒绒等高性价比明星单品彰显公司竞争力。
- 第三成长期（2005-2009 年）：公司通过外延并购、大店改造、品类延伸推动收入进一步提升，定位向高品质高性价比升级。
- 第四成长期（2012 年至今）：公司海外尤其是中国市场快速成长、新品牌放量成为驱动业绩增长的关键变量。

表 4：迅销集团发展分为四个成长阶段

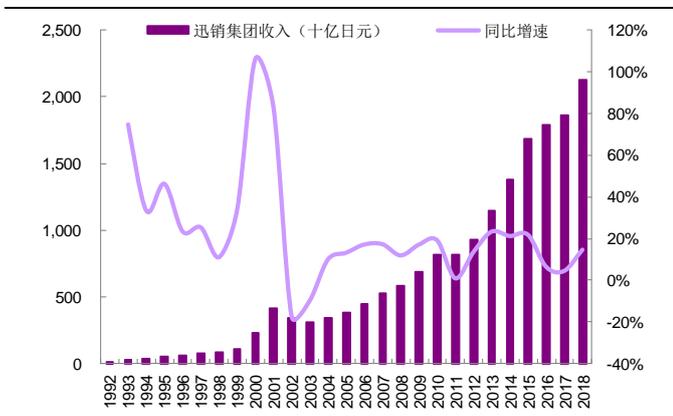
| 年份       | 1984-1990  | 1991-1995                   | 1996-1998 | 1999-2001                               | 2002-2004 | 2005-2009              | 2010-2011 | 2012至今                 |
|----------|------------|-----------------------------|-----------|---|-----------|------------------------|-----------|------------------------|
| 发展阶段     | 奠基期        | 第一成长期                       | 第一停滞期     | 第二成长期                                   | 第二停滞期     | 第三成长期                  | 第三停滞期     | 第四成长期                  |
| 收入年均复合增速 | -          | 61.26%                      | 17.74%    | 94.12%                                  | -0.61%    | 15.57%                 | 0.68%     | 14.84%                 |
| 门店年均复合增速 | 23.63%     | 56.96%                      | 21.13%    | 18.76%                                  | 5.81%     | 16.35%                 | -5.22%    | 7.58%                  |
| 同店年均复合增速 | -          | 2.74%                       | -2.80%    | 63.46%                                  | -6.07%    | -0.67%                 | 6.22%     | 6.75%                  |
| 渠道特征     | 首创自助式仓储型门店 | 以郊外公路边街边店为主；目标店铺面积约 500 平方米 |           | 核心商圈，市中心专卖店大楼，郊外购物中心大楼等；目标店铺面积约 800 平方米 |           | 改造大店；目标店铺面积约 1600 平方米  |           | 全球旗舰店；新开旗舰店多超过 3000 平米 |
| 主导机制     | 总部主导       |                             |           | 终端主导                                    |           |                        |           |                        |
| 定价策略     | 低价         |                             |           | 低价，提升性价比                                |           | 2004 年宣布放弃低价，主要产品价格带上移 |           |                        |
| 品牌形象     | 纯粹低价       |                             |           | 低价优质、高性价比                               |           | 高品质高功能                 |           |                        |

资料来源：Bloomberg，优衣库官网，光大证券研究所

尽管 20 世纪 80 年代后日本服装行业增速开始持续放缓，优衣库仍实现长期稳定增长。在公司长期成长过程中，柳井正勇于试错、彻底变革的企业家精神是公司保持成长的根本动力，大众休闲服饰定位最大服装消费市场、决定长期天花板较高，公司采用成本领先战略主导的优衣库模式、推出高性价比爆款产品，且渠道持续升级推动业绩保持增长。

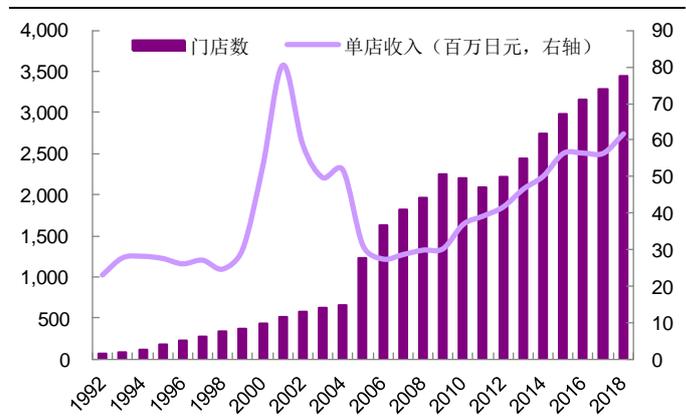
从门店数量与店效的维度来看，奠基期及第一成长期日本服装行业处于增速放缓的发展阶段，公司通过定位大众休闲服细分市场，塑造低价优势快速开店，但此时公司与多数同行运营模式上仍较为接近，以门店外延增长为主，店效增长较为缓慢。1998 年公司通过 ABC 改革转型 SPA 模式，全面掌控生产、研发、渠道等环节，强化高性价比产品优势，并联合东丽于 1999 年推出爆款产品摇粒绒，推动店效显著提升<sup>2</sup>。此后公司借助产品优势吸引更多消费者，提高产品价格，并持续扩大店铺面积，带动店效保持增长趋势，与门店数量扩张共同推动收入增长。

图 29：上市后公司收入及增长情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 30：公司门店数量及单店收入情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所

### 3.2、第一成长期：创新运营，主打低价休闲服初露锋芒

20 世纪 80 年代日本服装行业开始进入成长后期，居民追捧设计师品牌、国际品牌等高价服装，而传统服装品牌主要从制衣厂和批发商提供的商品中选款和进货，并采用代销模式降低库存风险，但导致其没有定价权、加价倍率较高，且无法掌控商品的生产、服装生产和销售之间无法及时匹配。这段时期高性价比服装未得到品牌商足够重视，尽管折扣店开始兴起，但价格仍然偏高。这一时期日本服装行业与中国当前情况较为相似，服装行业增速逐渐放缓，竞争格局分散，服装企业运营较为粗放，缺乏高性价比商品。

柳井正敏锐的发现休闲服饰“基本款”的发展潜力，创立优衣库意为“任何时候都能选到衣服的巨大的仓库”，提供自助式的流行的低价休闲服。优衣库第一家店商品价格设为 1000 日元、1900 日元两种，而 1984 年日本人均月收入为 42.40 万日元，此后公司产品定价基本在 2000 日元以下（爆款产品摇粒绒定价为 1900 日元），对比之下大众休闲服同行从制衣厂进货、商品平均售价为 2900 日元左右。与当时大多数竞争对手不同，公司的目标

<sup>2</sup> 2001 年后爆款商品摇粒绒销售收入减少、日本国内市场短期饱和，公司收入及店效同比开始下降

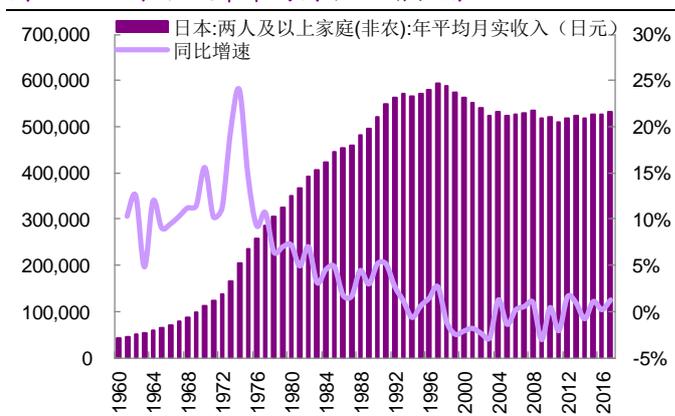
客户战略和价格逆势提升了揽客能力，实现商品和现金的快速周转，门店销售额较高。

图 31：优衣库采用目标客户战略和价格逆势战略

|        | 目标客户战略                                    | 价格逆势战略                             |
|--------|---|------------------------------------|
| 主流服装企业 | 按照性别、年龄、喜好对消费者分类，并开发、采购商品，有一定的局限性和较高的库存风险 | 经济泡沫期间，以销售高价商品为主，性价比不高             |
| 优衣库    | 提供男女通用、无年龄限定的基本款商品，销量较大，库存风险小             | 以1000日元和1900日元的低价商品为主，绝大多数群体均可轻松购买 |

资料来源：《如此不同 如此成功：优衣库 vs ZARA》· 斋藤孝浩著，光大证券研究所

图 32：日本居民年平均月收入增长情况



资料来源：日本统计局，光大证券研究所

成立早期公司通过郊区开店、低价进货、定位休闲服等方式，确保低价优势。1) 公司店铺开在城市郊区、中心地带旁边或高速路入口，有一定客流和曝光率但存在缺陷，租金较为便宜，且店铺面积逐步扩大分摊租金成本；2) 公司早期从日本岐阜县采购低价商品，1987年起开始自主开发产品，略过中间采购商直接向厂家尤其是海外工厂买断式订货确保低成本；3) 公司以基础款服装为主，客户基数大，产品周转相对较快，减值风险较低，服务较为简单适合自助式销售，也可以降低加价倍率低价销售，而非基础款男装、女装周转较慢，流行趋势变化快，低价销售难以确保盈利。

图 33：优衣库采取多项措施打开低价服装市场

|   |                      |
|---|----------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 郊区开店租金较低，日本私家车普及后形成驾车购买服装需求，且能吸引有明确需求的人，购买率高</li> <li>• 单店面积不断提高，由200~300平米增加至400~600平米，然后到600~1000平米</li> </ul> | <p><b>打造低价优势</b></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 早期从岐阜县制衣厂采购服装降低成本，此后通过国内制衣厂在海外委托加工</li> <li>• 1987年起自主开发产品，略过中间采购商直接委托海外工厂加工降低成本，但品质较差，后期涉足组织生产管理</li> </ul>     |                      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 以基础款休闲服装为主，无年龄、性别、身份等差异，人口基数大、产品周转快，适合低价销售</li> <li>• 非基础款男装、女装相对个性化，周转较长，容易形成库存积压</li> </ul>                    |                      |

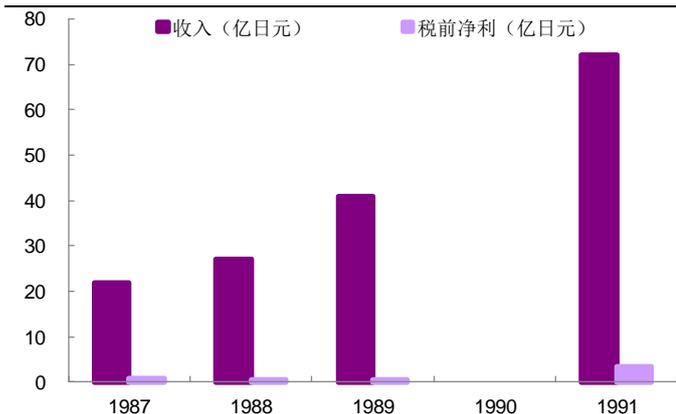
资料来源：《一胜九败》· 柳井正著，光大证券研究所

除打造低价优势外，公司较早建立信息系统（1988年引进POS系统及掌握门店信息），确定门店标准及销售计划，全面涉足开发采购、销售、库存管理等环节，建立起完善的组织架构。因此尽管20世纪80年代后服装行业开始逐渐走向下坡路，优衣库仍然找到细分市场发展机会，实现较快成长。1987年公司实现收入22亿日元，税前利润6500万日元，1991年收入、

税前利润分别达 72 亿日元、3.5 亿日元，门店数量也快速扩张，1992 年上市。

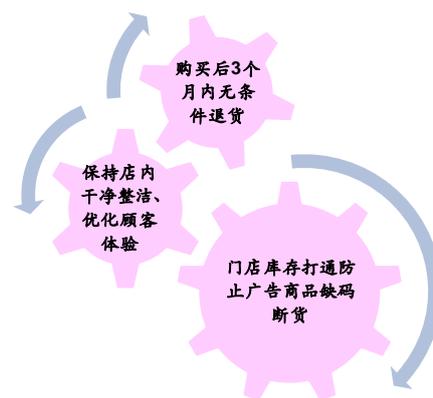
由于公司不掌控生产，性价比优势尚未打通，早期也遭遇产品质量问题，上市后公司宣布实施 3 个月内无条件退货、店铺干净整洁保证购物体验、打通不同门店库存防止广告中的商品缺货，当时在日本能做到这点的零售商凤毛麟角，并有助于公司了解客户意见。公司除了打造低价优势外，不断采取各项措施与同行差异化竞争，实现“提供无论何时何地、任何人都可以穿的有时装性和高品质的基本款休闲服”理念。

图 34：成立早期公司业绩快速增长



资料来源：《一胜九败》，光大证券研究所  
注：1990 年财务数据缺失

图 35：公司上市后采取三大措施领先同业



资料来源：《一胜九败》，光大证券研究所

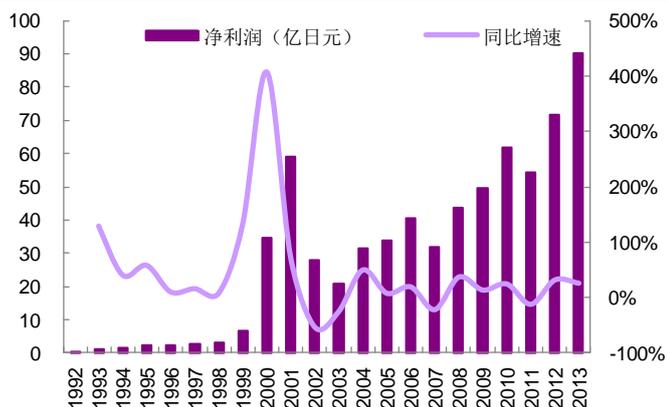
### 3.3、第二成长期：转型 SPA 模式，携手巨头东丽，打造精细化运营服装龙头

#### 3.3.1、内部实施 ABC 改革，完成 SPA 模式蜕变

尽管优衣库在成立早期打开低价休闲服市场并获得成功，领先于服装行业生产便宜服装，但体量仍然较小，运营管理相对粗放，质量问题尚未妥善解决，面对的是以学生、家庭主妇等为代表的低收入群体，客户渗透率较低。真正奠定公司成功基础的是柳井正于 1998 年实施的 ABC 改革，使得公司成功转变为 SPA 模式，真正实现打造高性价比商品，成为覆盖更多消费群体的“国民品牌”，打开成长空间。

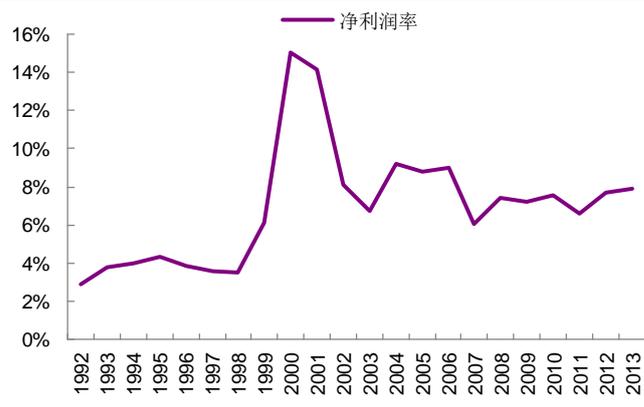
1992 年公司上市后，门店持续扩张带动收入增长，但也先后经历了成立纽约设计子公司、收购 VM 公司、分拆成运动系列和家庭休闲系列两个子品牌等失败，收入增速持续放缓，盈利能力下滑，单店收入增长停滞不前。因此 1998 年柳井正推行 ABC 改革行动，借鉴 GAP 创立的 SPA 模式实现生产和销售的打通，成为精细化运营零售商中的佼佼者，带来店效的持续增长。

图 36：上市后优衣库净利润及增长情况



资料来源：优衣库官网，光大证券研究所

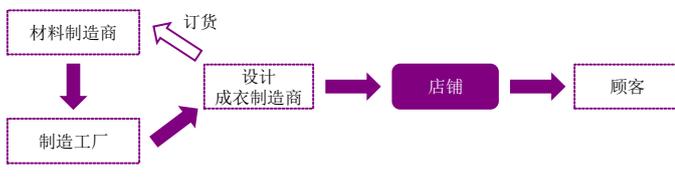
图 37：上市后优衣库盈利能力情况



资料来源：优衣库官网，光大证券研究所

改革前公司类似于其他普通服装零售企业，通过制造商订货，主要精力在店铺运营。ABC 改革主要包括生产、店铺运营、库存管理、团队建设等方面，使得公司掌控服装产业链中商品企划、面料开发、生产加工、物流销售各个环节，真正实现将生产与销售打通，提高产品与需求之间的匹配度。随着公司 ABC 改革开始显效，并推出爆款摇粒绒产品，收入及利润显著增长。

图 38：20 世纪 90 年代末优衣库的零售运营模式



资料来源：《如此不同 如此成功：优衣库 vs ZARA》，光大证券研究所

注：紫色部分为公司重点掌控环节

图 39：2000 年以后优衣库的 SPA 运营模式



资料来源：《如此不同 如此成功：优衣库 vs ZARA》，光大证券研究所

注：紫色部分为公司重点掌控环节

此外，公司将设计事务所全部集中到东京原宿，建立起与业绩挂钩的薪酬体系，与杂志社合作加大在车站和地铁轻轨列车内的广告投放力度，共同作为 ABC 改革的一部分提升整体运营能力。柳井正对广告促销非常重视，亲自参加每周一的决定广告传单登载商品及价格的会议，多数时间内广告传单费用占广告宣传费用的一半以上。

表 5：1998 年优衣库 ABC 改革具体措施

| 方向   | 具体措施   |
|------|--|
| 生产   | 对中国的服装加工厂进行清理，由 140 家缩减到 40 家，增加每个厂家产量，提高生产集中度、面料和缝制的质量        |
| 店铺运营 | 门店连锁经营早期可实行总部主导制，门店发展到一定规模后为提高决策效率，发挥门店自主性，建立门店自主运营机制和超级明星店长制度 |
| 经营团队 | 把经营管理权移交给专业经营团队，由柳井正一人拍板改为团队集体决策                               |
| 设计团队 | 将设计事务所全部集中到东京原宿的一个事务所  |
| 销售模式 | 从零开始重新检验，打造新商店、新商场、新商品，优化渠道结构，提升产品陈列方式、店铺形象                    |
| 产品营销 | 与杂志社密切合作加大在车站和地铁轻轨列车的广告投放力度，开展多种广告宣传活动                         |
| 其他   | 建立起一整套与绩效挂钩的薪酬体系；确立每周一次的例会制度等                                  |

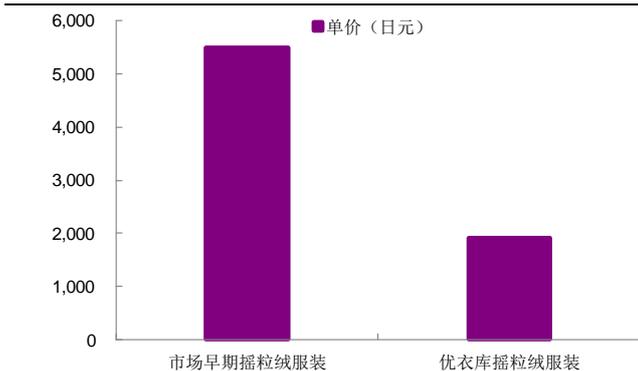
资料来源：《一胜九败》，光大证券研究所

### 3.3.2、与东丽合作推出多种爆款单品，塑造高品质品牌形象

公司创始人柳井正深谙原材料对服装的重要性，尤其是基本款产品，除转型 SPA 模式外，公司积极寻求与东丽等知名纤维制造商合作，研发优质纤维原料。公司采用少款多量的模式打造极致单品，爆款摇粒绒及之后的 HeatTech 等功能性产品大卖显著拉动业绩增长。

1998 年柳井正提出与东丽建立合作关系，1999 年优衣库开始向东丽公司购买摇粒绒原料，2000 年东丽设立全球化运营推进室对接优衣库业务，双方通过合作降低了摇粒绒原材料的生产成本，并叠加优衣库在供应链环节成本把控的优势和规模效应，推出了价格低至 1900 日元、配色选择丰富的摇粒绒产品。而优衣库之前摇粒绒服装定价普遍在 5000 日元以上，消费群体集中在户外爱好者等小众群体。

图 40：优衣库摇粒绒产品价格低于市场同行水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 41：优衣库推出多款摇粒绒产品

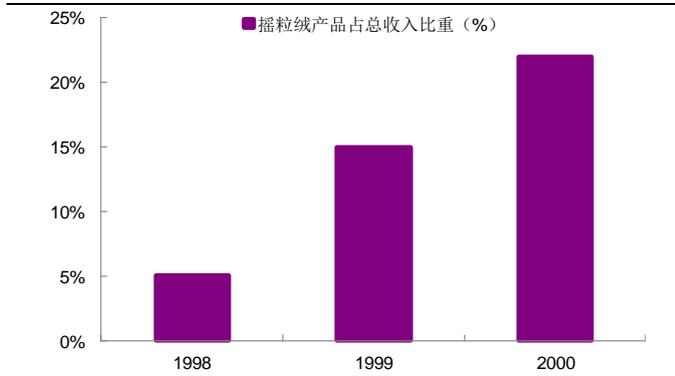


资料来源：公司官网

联合上游龙头研发爆款单品的模式一方面协助优衣库打破收入壁垒、提升业绩，另一方面重塑品牌高性价比形象。1) 1998 年公司推出摇粒绒凭借高性价比优势大获成功，并且顾客连带率较高，带动收入实现跃升，突破 1000 亿日元门槛，随之而来的规模效应带动盈利能力显著提高。2) 摇粒绒之前日本国民对优衣库的印象为品质一般的低价服装品牌，且在东京等都市圈的品牌影响力较弱，摇粒绒的热卖也成功宣传了公司高质低价的品牌形象，之前在商品企划、生产、物流、零售等环节追求高品质的努力得到消费者认可。

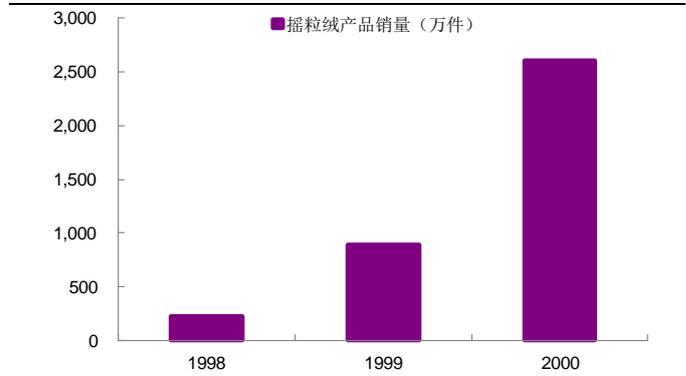
优衣库与东丽集团等优质上游供应商合作 20 多年，持续推出功能性、高性价比爆款满足消费者需求，除摇粒绒外，HeatTech 产品畅销多年，2013 年全球销售过亿件，AIRism 等新产品也销售放量，带动业绩保持增长。

图 42：优衣库推出摇粒绒产品推动整体收入增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 43：优衣库摇粒绒产品销量快速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 4、优衣库运营拆分：精细化、差异化运营打造竞争优势

优衣库不同成长期业绩增长的驱动力有所不同，其中第三、第四成长期中改造大店、扩充品类、品牌并购、国际化等成为主要的增长来源。我们认为上述措施主要建立在公司初步形成高性价比优势的基础上，在激烈市场竞争下如果自身产品尚未形成优势就贸然开大店、扩充品类、国际化，反而会导致费用增加、加大业绩波动风险。

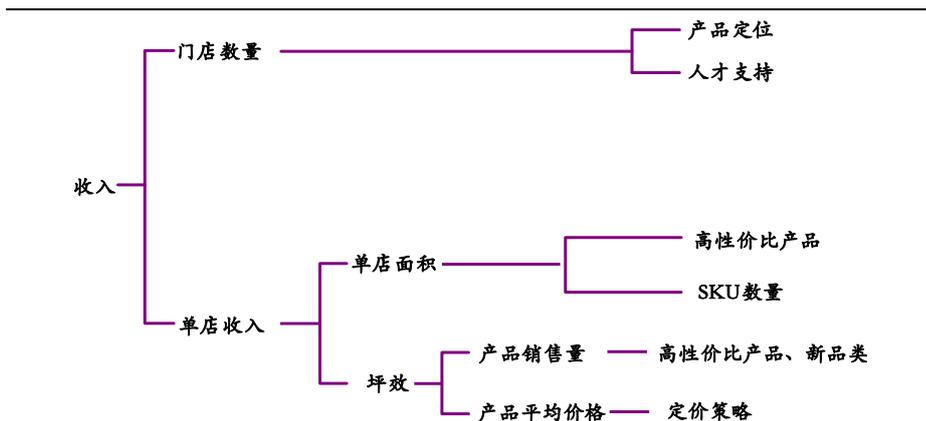
从国内服装行业来看仍处于成长中后期，与日本 20 世纪 80 年代接近。因此考虑到国内服装行业及公司目前的发展水平，通过详细考察优衣库在第一、第二成长期的经营策略及切换具有更强的借鉴意义。

### 4.1、SPA 模式：塑造高性价比产品，提高单店收入

我们认为，优衣库开大店、提升单店收入的关键在于成功实施了 SPA 模式变革，因此我们在下文中重点分析 SPA 模式给优衣库带来的优势以及如何实施 SPA 变革。

从收入分拆来看，与中国大多数服装品牌类似，发展早期优衣库以门店外延扩张为业绩主要驱动力，单店收入增幅较小。1998 年公司实施 ABC 改革后，单店收入成为业绩增长的重要动力。目前国内服装上市公司门店数量已处于较高水平（与国际品牌接近），门店数量增速放缓，未来店效提升的重要性凸显。

图 44：服装公司收入影响因素拆解

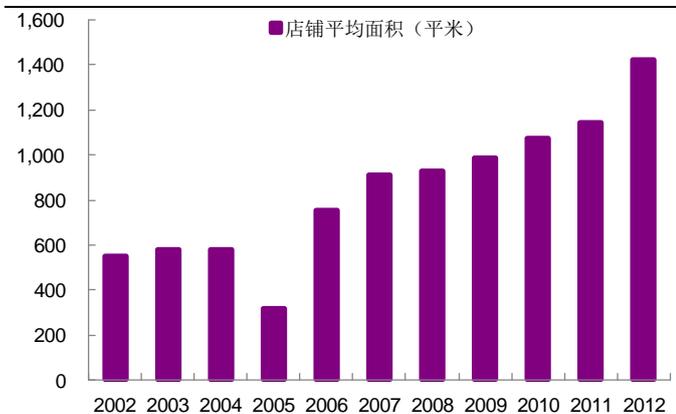


资料来源：光大证券研究所

店效主要取决于单店面积和坪效，其中坪效可进一步分解为单位面积产品销量和平均销售价格，因此简单来说优衣库提升店效的主要措施为持续提升店铺面积、提升产品销量、产品升级带来定价提升，其中 1998 年进行的 SPA 模式改革使得公司产品优势由低价真正转为高性价比，并辅以店铺、库存、人才管理的革新，奠定收入长期成长的基础。

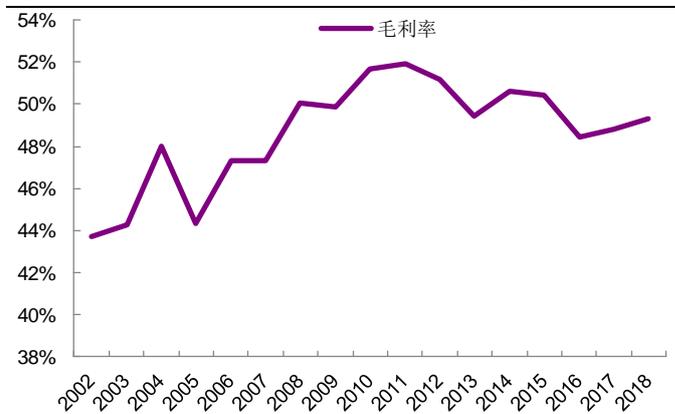
- 公司早期店铺以郊区店、街边店为主，面积约为 500 平方米，1998 年后开始切入核心商圈的专卖店、购物中心等，店铺面积拓展到 800 平米，2005 年后公司推出大店改造计划，开店面积达 1600 平米，2012 年后大部分新开旗舰店面积达 3000 平米以上。
- 公司转变为 SPA 模式后采用少款多量模式、显著提升性价比，并增加产品品类，带动产品销量增长。传统模式下公司以低价为竞争力，覆盖客户群体主要为低收入的学生、家庭主妇等，而转变 SPA 模式后加强对生产、渠道、全方位掌控，推出摇粒绒为代表的高性价比产品，将优衣库打造为国民品牌、覆盖更多用户群体，提升产品销量。
- 早期公司以低价商品为主，2004 年后宣布放弃低价策略、提升产品品质，确保性价比优势基础上产品价格带有所提升，同时推出低价品牌 GU 拓展低价市场，2004 年后公司毛利率持续上升。

图 45：2005 年后公司单店面积持续提升



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 46：2005 年后公司毛利率保持上升趋势



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

## 4.2、详解 SPA 模式：优衣库的精细化管理

回顾来看，优衣库的精细化可以分为生产管理、店铺管理、库存管理、人才管理四个方面，公司积极借鉴同行乃至跨行业龙头的优秀经验，不断学习，从一家单纯的低价服装零售企业蜕变为日本服装行业内全产业链运营的佼佼者。

### 4.2.1、生产管理：规模化生产控制成本，内外修炼提升品质

生产方面，公司成立早期与大多数同行一样不负责设计、开发产品，而是通过制衣商进货，发展一段时间后通过国内制衣商在海外委托加工产品，但因为采购价格低，产品质量较差。1987 年公司开始开发自主品牌商品，并直接委托海外厂商加工，降低采购环节成本，但由于公司内部没有设计师、裁剪师，设计图样非常粗糙，且不懂生产管理，生产的服装品质较差。

ABC 改革中公司通过规模化降低成本、内外修炼提高产品品质，确保生产出高质低价的服装。

- 规模化生产方面，1) 1998 年优衣库对中国的服装加工厂进行整合，数量由 140 家压缩至 40 家，提高生产集中度，增加单个工厂订货量，从而控制成本、加强生产掌控能力；2) 优衣库精简 SKU 数量，例如将牛仔裤品种由 400 多个降至 200 个，单个商品订货量增加一倍，订货量是竞争对手的 10 倍左右，改善面料和缝制的质量，降低采购成本。
- 品质方面，1) 1999 年公司在上海和广州成立生产管理事务所，并委派管理人员以及日本熟练技术工人常驻，加强对品质的管理，服装行业工厂的平均次品率为 2%-3%，而优衣库降至 0.3%；2) 1998 年优衣库开始寻求与日本最大的合成纤维制造商东丽合作，研发高性价比优质面料，共同推出摇粒绒、HEAT TECH 等多种爆款产品。

表 6：公司与东丽合作研发优质功能性面料

| 时间     | 典型事件                                   |
|--------|--|
| 1998 年 | 柳井正提出与东丽建立合作关系                         |
| 1999 年 | 优衣库向东丽采购摇粒绒面料，实现大卖                     |
| 2000 年 | 东丽内部设置专门负责优衣库业务的 GO 推进室                |
| 2003 年 | 合作推出 HEAT TECH，采用阳离子易染异型截面聚酯与中空纺丝技术    |
| 2006 年 | 双方启动“次世代材料开发”项目，建立战略合作关系               |
| 2013 年 | 发售革新性内衣系列“AIRism”，具有吸汗速干、吸湿、除臭、接触冷感等功能 |

资料来源：优衣库官网、新浪等，光大证券研究所

由于社会分工细化，大多数服装品牌商将生产直接或通过商社委托给制造商，导致采购价格偏高、生产管理能力较弱。公司采用 SPA 模式，工厂数量少而精，生产端外包但对供应链绝大多数环节和所有工厂进行自主管理。公司在工厂拥有专用生产线，可以短期内生产数十万件规模的服装，确保产品品质较高，并且公司相对其他竞争对手 SKU 数量显著较少，单款产品可规模化、大批量采购降低成本，形成高性价比优势。

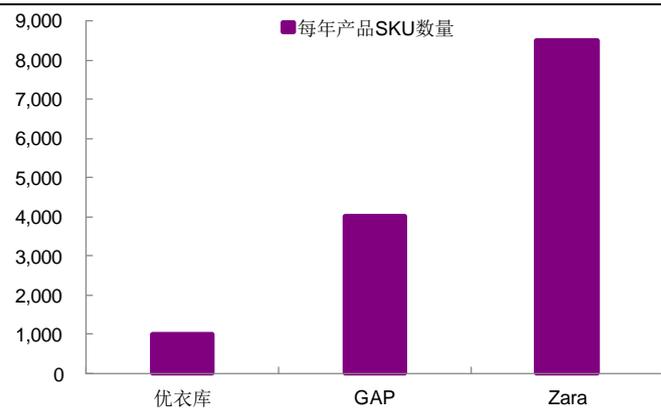
图 47：公司 SPA 模式对供应链掌控能力较强

|           | 商品企划 | 原料 | 纤维 | 坯布 | 染色 | 裁剪 | 缝制 | 成衣 | 仓库 | 运输 | 店铺 |
|-----------|------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| 一般服装企业    | -    | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | ○  |
| 日本SPA模式企业 | △    | -  | -  | -  | -  | -  | -  | -  | ○  | △  | ○  |
| 优衣库       | ○    | -  | △  | △  | △  | △  | △  | △  | △  | △  | ○  |

资料来源：《如此不同 如此成功：优衣库 vs ZARA》，光大证券研究所

注：-意为委托外包，△意为自己管理的外包，○意为自行掌控

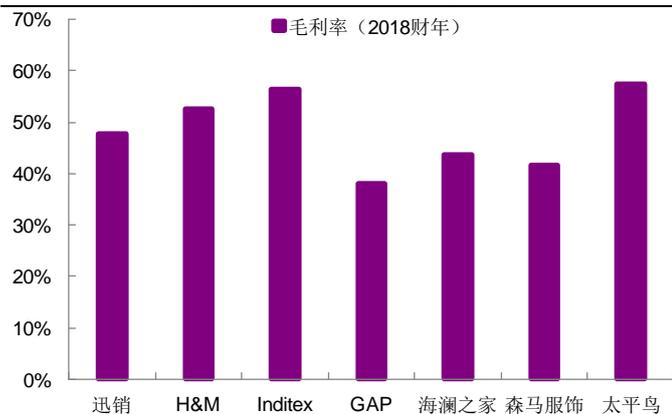
图 48：优衣库单年度 SKU 的数量处于较低水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所

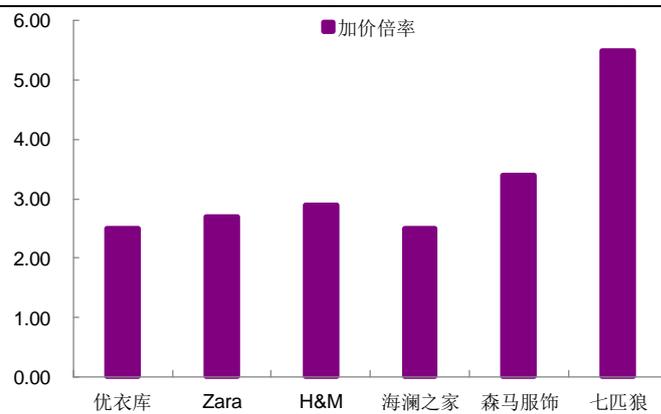
优衣库通过规模化控制成本、采用功能性优质面料，性价比在业内处于较高水平。从倍率来看，优衣库与快时尚定位的 Zara、H&M、GAP 等公司相比均以直营为主，而毛利率处于较低水平，显示产品加价倍率不高，估计在 2.5 倍左右，相比之下国内服装公司以加盟为主，且多数毛利率相对较高，服装加价倍率更高，性价比优势有待提升。

图 49：优衣库与直营为主的国际品牌相比毛利率较低



资料来源：Bloomberg, Wind, 光大证券研究所

图 50：优衣库加价倍率处于较低水平 (2018 财年)

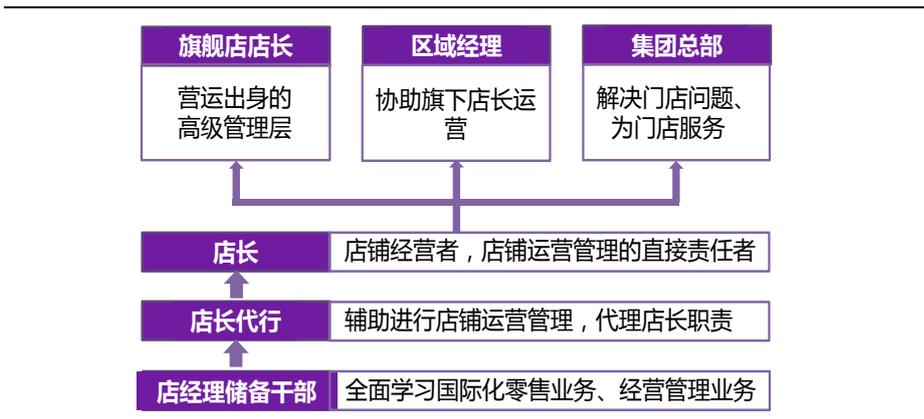


资料来源：公司公告，光大证券研究所

#### 4.2.2、店铺管理：强化店长作用，回归零售本质

门店管理方面，20 世纪 90 年代优衣库门店快速扩张，但过于标准化管理导致有些店长被动遵守规定和等待上级指示，缺乏主观能动性。1998 年公司对组织架构进行大幅调整，将全国划分为 14 个大区，每个大区设一个区域经理，在大区之下每个地区设地区主管，从而对门店运营进行支持。1999 年公司推出“超级明星店长”制度，建立新的总部与店铺之间的关系，要求总部改变居高临下、单方面发号施令的做法，转为支持店铺运营，并推出奖金与绩效挂钩的薪酬制度，店长收入超过同级别总部员工。

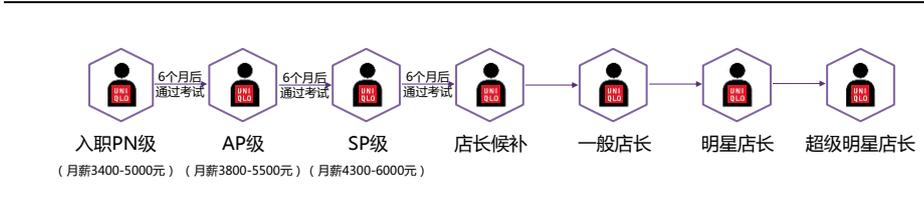
图 51：公司调整组织架构强化店长地位



资料来源：公司公告，光大证券研究所

在日本传统零售企业，店长只是贯彻总部指示的职位，是晋升的第一个台阶，之后是主管、区域经理再到总部，店铺的商品组织、库存管理工作由总部决定。而柳井正创新性认为店铺是唯一与顾客直接接触的中心，店长应该是员工职务级别的最高职位，是店铺运营的负责人和专家，“店长决定着门店的兴亡”，总部需要的是协调各个部门的经营者或某一方面(如法务、会计、营销等)的专家。

图 52：优衣库中国区店铺工作人员职业发展路径



资料来源：公司官网，光大证券研究所

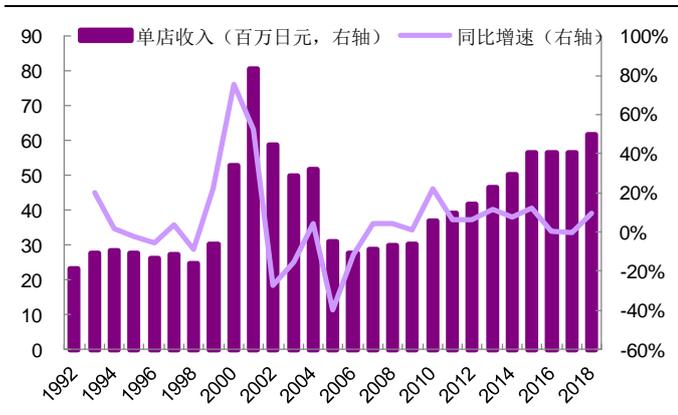
各家门店由于所处地理位置、气候、风俗习惯不同，导致销售时点、畅销款式等方面存在差异。优衣库店长被赋予自主经营能力，可根据门店位置、周边人群特征，自行决定和调整订货量，对店铺布局、商品陈列进行个性化调整，并安排人员管理、店铺运营模式、广告宣传单印制等事项。公司会考核店长负责店铺的销售额、利润、购物环境、员工精神面貌等方面，完善客户体验，也要求店长培养副手、形成人才梯队。

公司提升明星店长的地位和待遇，使得门店取代总部成为决策的“中心”，回归零售满足顾客需求的本质。ABC 改革一方面使得门店成为独立运营的单位，更灵活的适应当地消费偏好，能快速根据需求调整产品生产和促销，提升客户满意度和产品售罄率；另一方面也挽留和吸引到更多人才，为公司业绩成长培育足够的人才储备。

此外公司门店全部是直营店，对门店掌控力强，方便根据自身发展战略调整门店面积、店长职责，装配信息系统后可实时掌握消费数据并及时反馈到设计、生产端进行调整，减少加盟环节也有助于控制渠道成本。多项举措下优衣库单店收入自 1998 年后基本保持增长趋势（其中 2000-2001 年受摇

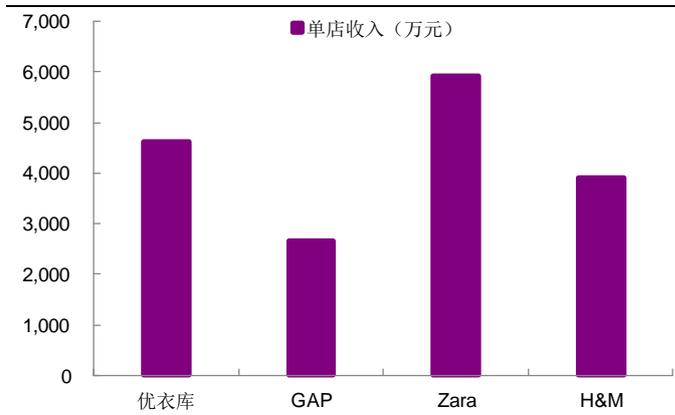
粒绒热卖影响店效基数较高)，横向对比来看处于业内领先水平，在国际大众休闲服饰领域仅次于Zara。

图 53：优衣库单店收入保持增长趋势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 54：优衣库单店收入处于较高水平 (2017 财年)

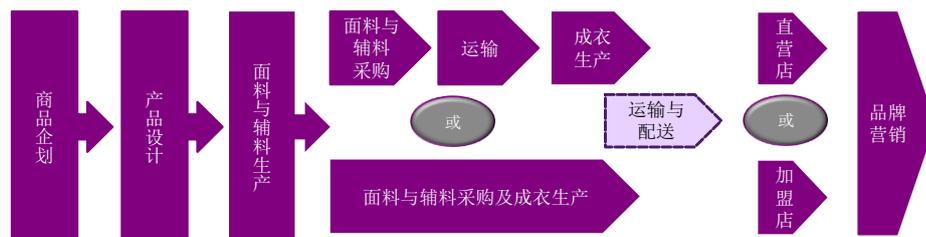


资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 4.2.3、库存管理：以周为单位的精细化运营，挖掘单店销售潜力

消费者经常根据季节及时尚流行趋势调整着装，且不同消费者的年龄、身材、偏好不同，服装作为非标品销售周期很短，库存是行业面临最大的问题。传统大多数服装品牌是按季度为周期进行销售，原价销售的时间为当季前2个月，最后一个月对滞销商品进行打折促销。但由于设计、备货、生产周期较长，且纱线、布料、成衣的生产通常在不同企业完成，服装生产周期很长。服装企业通常要提前一年开始商品企划，确定流行色、流行素材、季节主题等，开发样品，提前3个月或半年确定采购计划进行生产。

图 55：服装开发、设计、生产、销售涉及环节较多



资料来源：光大证券研究所

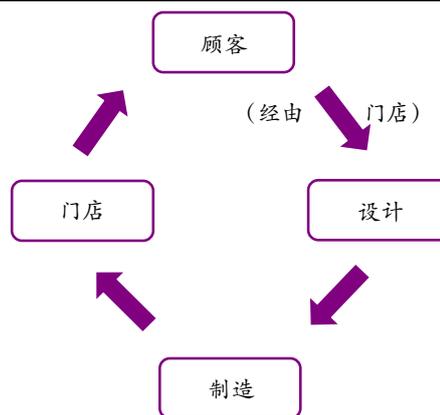
因此传统模式下服装企业需要提前半年甚至一年预测服装销售情况，但一方面预测本身容易产生误差，尤其是无法主导流行趋势的国内品牌；另一方面大多数企业以加盟为主，难以及时掌控销售数据打通生产和销售。因此每季都会出现热销款断货和滞销款积压情况，失去销售机会，售罄率较不稳定，影响长期增长。优衣库通过ABC改革实现精细化运营解决这一问题。

图 56：传统服装企业运营模式



资料来源：光大证券研究所

图 57：优衣库采用 SPA 模式提高售罄率



资料来源：光大证券研究所

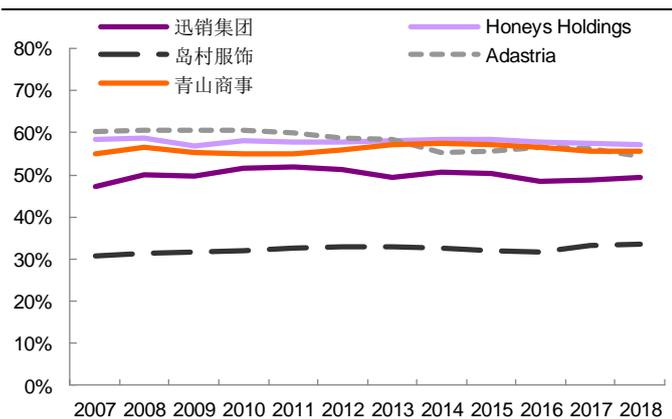
公司的商品管理从原料开始，商品开发较上架提前一年时间，但生产和销售以及成本管理以周为单位，从而实现精细化运营。ABC 改革后公司确立了每周一次的例会制度，在周会上汇总旗下门店销售数据并及时调整生产和促销策略，提高生产和需求之间的匹配度，实现迅速锁定畅销产品。

采购方面，公司分纱线、坯布、成衣三个阶段进行管理，其中成衣会制定好周销售计划，按产品种类、颜色、号码下订单开始生产，首次下单量为门店货架上展示的备货量加上追加订单时下单到商品上市这段时间内的销售量（防止缺货），此后公司根据各门店的反馈以周为单位追加或减少订单，订货量由商品供销负责人和商品计划负责人决定。

商品上市后，公司会在每周例会根据其计划销量和实际销量之间的差距，对所有商品按颜色、尺码来调整促销和生产计划。如果销售超出预期会追加生产，低于预期则停止生产并限期降价来促销。公司每周一会研究上一周的销售数据并与计划对比，确定本周的销售和促销计划（包括商品和价格），主要促销手段为报纸附加的广告传单。确定促销内容后公司会通知各门店对库存是否充足、顾客来店后能否马上找到商品等事项进行确认，完成后传单将于每周五发放，印有从周五到下周一的特价商品。

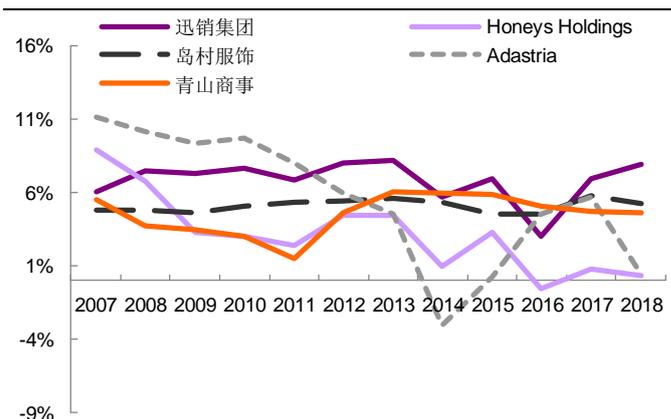
传统服装企业售罄率较低且不稳定，需要在季末降价处理滞销产品，导致商家通常会预估季末促销的损失并转嫁到平常商品价格中，由消费者为低效率供应链买单。优衣库实现商品的精细化运营后，售罄率相对较高，盈利能力较为稳定，进一步挖掘单店销售潜力、提升店效，且高效供应链运作为消费者“让利”，提升产品性价比。

图 58：日本大众服饰龙头近年来毛利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 59：日本大众服饰龙头近年来净利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

#### 4.2.4、人才管理：吸引优秀内外部人才，区域经理成为关键

服装作为非标品具有 SKU 数量多、价格不透明、季节性强运营风险大等特点，供需之间匹配的难度更大。作为一种服务业，服装行业对人才、运营经验的要求更为挑剔，在设计、采购、供应链、渠道、营销等环节都需要培养经验丰富的优秀人才。

在优衣库发展早期时，日本人观念里零售业是效率较低的传统产业，收入低、等级森严、难以晋升，优秀大学生毕业后的行业选择中零售业基本处于靠后的位置。优衣库致力于打造高效率、高收入的“低科技企业”，在快速发展中吸引精力充沛的年轻人进入，薪酬与绩效挂钩后对优秀人才有吸引力。公司发展过程中积极从商社、工厂、咨询业、IT 业、服务业等领域吸引优秀人才，他们并不一定从事服装产业，而是有独立思考和判断能力，不断优化优衣库现有运营模式。

表 7：公司从其他行业招聘优秀人才

| 时间段         | 部分招聘高管人员   |
|-------------|--|
| 1997-1998 年 | 泽田贵司 (来自伊藤忠)、堂前宣夫 (来自麦肯锡)、玉塚元一 (来自 IBM)、森田政敏 (来自伊藤忠) |
| 2005 年      | 松下政 (来自日本 GE)、胜田幸宏 (来自美国高级百货 Bergdorf Goodman)       |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

优衣库组织架构中最关键的人才为区域经理，通常为特定区域内所有门店店长的主管，负责辖区内 6-7 家门店，主要工作包括每周上传下达、协助门店运营和培养店长。区域经理通常担任过多家门店店长，因此运营经验丰富，了解当地需求特征、消费偏好，能够指导门店运营，成为总部和门店之间、需求和生产之间实现互动匹配的润滑剂，从而推动单店收入增长。此外区域经理还需要培育店长、发现人才，为公司扩张渠道提供支持。

图 60：公司区域经理承担着门店与总部连接的功能



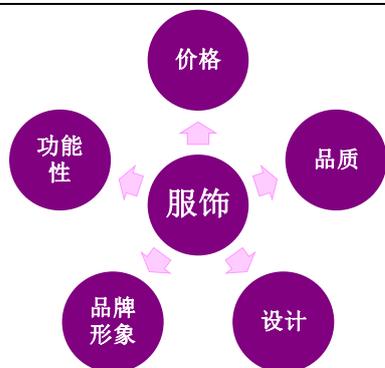
资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 4.3、SPA 模式借鉴：差距犹在，来者可追

研究优衣库在日本服装行业下滑阶段中脱颖而出的种种举措并非为了按图索骥或者刻舟求剑，而是通过其措施背后的思路为国内服装上市公司发展提供借鉴。我们发现，国内多数大众休闲及高端服装公司类似于早期的优衣库，商业模式简单，管理较为粗放，因此店效相对较低、且增长缓慢，面临精细化管理形成产品优势从而提升店效的问题。

如前文所述，店效的增长取决于单店面积、单位面积销量及平均价格等要素，其背后是服装商品本身的竞争力及公司围绕该竞争力所打造的商业模式。未来服装行业进入“产品为王”的时代，产品本身为主要竞争力，而服装产品的竞争维度主要有价格、品质、设计、形象等方面，其中大众休闲服饰消费者对于价格最为敏感，优衣库、Zara 分别在保证低价的基础上强化品质和设计要素，从而持续获得消费者认可。商业模式方面，大众休闲服饰龙头优衣库、Zara、H&M 均采用 SPA 模式，全产业链掌控设计、生产、销售，其中优衣库围绕服装高质低价的性价比优势，Zara 则注重产业链低成本的快速周转、实现“时装的平民化”。如果公司产品本身未形成足够竞争优势吸引消费者，开大店、贸然提价等举措也难以持久。

图 61：服饰产品的主要竞争维度



资料来源：光大证券研究所

图 62：国际大众休闲服装龙头多数采用 SPA 商业模式

|   | 品牌        | 销售额  | 商业模式  |
|---|-----------|------|-------|
| 1 | Inditex集团 | 1583 | SPA模式 |
| S | H&M集团     | 1552 | SPA模式 |
| 3 | 迅销集团      | 1077 | SPA模式 |
| 4 | Gap集团     | 1065 | SPA模式 |
| 5 | 绫致集团（丹麦）  | 241  | 轻资产模式 |
| 6 | 思捷环球      | 152  | 轻资产模式 |

资料来源：时尚头条网，光大证券研究所  
注：销售额为 2016 财年，单位为亿元人民币

优衣库采取 SPA 模式控制全产业链成本，形成高性价比产品优势，在此基础上优化生产、店铺、库存、人才等方面管理，推动单店收入增长。与优衣库相比，国内大众休闲服装品牌对全产业链掌控力度较弱，在多个方面均有一定差距，因此产品优势尚不明显，同质化问题突出。但未来国内品牌可借鉴优衣库在 SPA 模式改革中的成功思路、逐渐培育产品和运营优势，部分品牌也已经开始采取相应改进措施。

**表 8：优衣库与国内服装品牌的对比**

|      | 优衣库  | 国内大众休闲服装品牌  | 借鉴思路  |
|------|--|---|---|
| 定位   | 以低价基本款为主，包括男装、女装、童装、内衣   | 多数以时装为主、基本款为辅   | -   |
| 生产管理 | 1) 供应链、SKU 数量压缩强化规模效应，降低成本；<br>2) 派人驻厂，指导生产并强化管理；<br>3) 与东丽合作，提升面料品质 | 供应商数量相对较多，对生产工厂掌控能力较弱，部分服装品牌甚至存在采购回扣现象                          | 1) 部分品牌开始逐步压缩供应商数量，加强对生产端掌控，如森马服饰、海澜之家等；<br>2) 加强与优质面料供应商合作，如比音勒芬、开润股份等         |
| 店铺管理 | 1) 不断强化店长职能和地位；<br>2) 以直营为主，快速反应终端需求变化                               | 1) 店长多处于从属地位，总部作为运营主导，运营机制不够灵活；<br>2) 门店以加盟为主，掌控力较弱             | 1) 总部主导制改为店铺主导制，强化门店的零售功能，提升店长地位，适当赋予其更多职能；<br>2) 未来开店重要性降低，提升对现有加盟渠道的掌控和运营能力   |
| 库存管理 | 1) 实行柔性化生产，首次采购量仅为店铺铺货及预计首次追单时间段的销售量；<br>2) 生产和销售以周为单位精细化管理，保证稳定的售罄率 | 早期多以期货订货为主，近年来逐步开始柔性化生产，销售以季度为单位，售罄率不稳定；由于销售端难以精细化，柔性生产效果尚未完全体现 | 柔性供应链需要库存管理精细化配套，国内服装品牌需加强对经销商销售及库存掌控来实现快速反应，如太平鸟 (TOC)、海澜之家 (RFID)、拉夏贝尔 (RFID) |
| 人才管理 | 优衣库积极从行业外龙头企业引进管理人才，并提高店长待遇，培育出经验丰富的区域经理连接总部与门店                      | 发展时间短，以早期创业团队或家族管理人员为主，店长运营时间相对较短，优秀人才的积累尚需时间                   | 积极从电商、咨询、零售等外部公司引进零售经验丰富的管理人才，培养、积累优秀店长团队                                       |

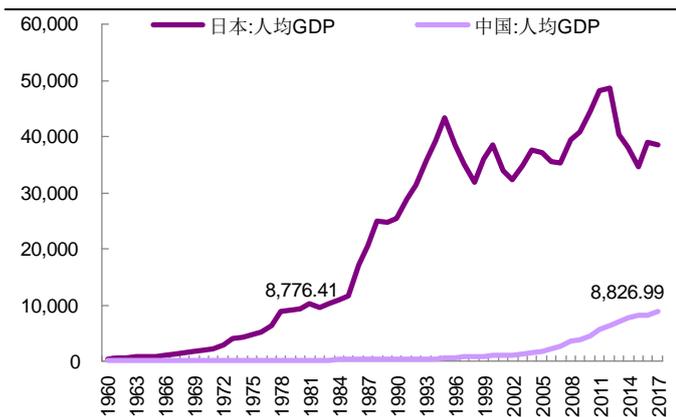
资料来源：光大证券研究所

## 5、投资建议

### 5.1、对比日本，中国服装高性价比消费时代有望来临

目前中国服装行业比较接近日本 70 年代末 80 年代初的发展阶段。一方面，从经济环境角度来看，两国人均 GDP 均发展到 8000 美元左右，居民生活达到中等收入国家水平，经济经过多年高速增长后面临换挡。另一方面，从服装行业发展来看，服装市场规模增速均降至个位数，服装消费较为成熟，消费者对服装的要求更为挑剔，市场竞争加剧，行业逐步转向买方市场。

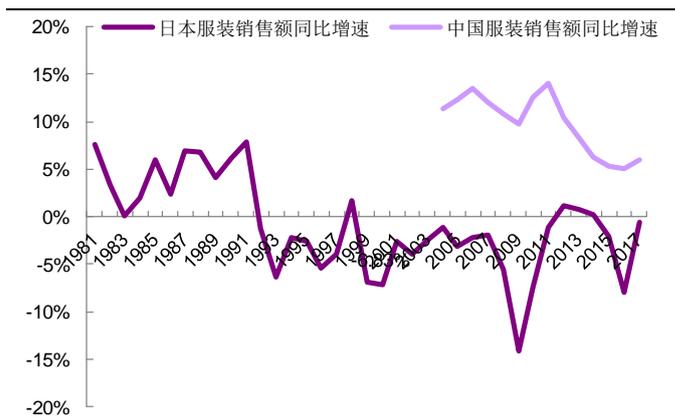
图 63：中国与日本人均 GDP 对比（单位：美元）



资料来源：世界银行，光大证券研究所

注：1978 年日本人均 GDP 首次突破 8000 美元门槛达到 8776 美元，2017 年中国人均 GDP 为 8827 美元

图 64：中国与日本服装市场规模增速对比



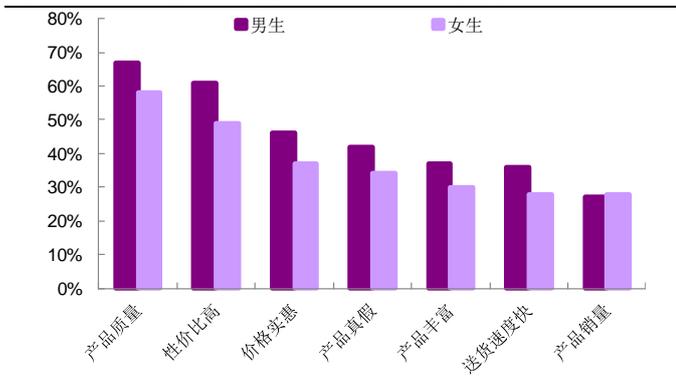
资料来源：Wind，Euromonitor，光大证券研究所

日本 70 年代后以服装为代表的居民消费开始分化。其中 80 年代由于经济泡沫、居民收入普遍大幅增长，高端奢侈消费占据主导，国际奢侈品牌、设计师品牌增长更为明显；90 年代后期经济泡沫破裂、人口老龄化等导致日本居民服装消费走向朴素化、本土化，高性价比品牌成为主流。

当前中国经济增速逐渐放缓、房价高企，导致社会同样出现 M 型结构，消费开始分化，未来服装消费有望向高端奢侈及大众高性价比两个方向演进。由于中国基尼系数相对日本更高，高端消费人口及释放的购买力相对有限，且政府调控下经济尚未有过热迹象，我们判断与日本相比，中短期来看未来中国服装消费分化后高端奢侈消费增长幅度相对较低，而高性价比消费会更早成为消费主导。据 2018 年 12 月唯品会与腾讯新闻联合发布的《中国家庭精明消费研究报告》来看，75% 的受访者表示网购时会特别注重性价比，且性价比在唯品会平台的评论中占比显著提升。

中国与日本在消费行为演进上也有一定差异，日本在 80 年代中后期出现全民化的奢侈品消费潮流，居民达到发达国家收入水平，在 90 年代后期经济萧条、人口老龄化后在有能力购买更高价位商品时主动选择回归消费本质、注重高性价比。而中国目前多数居民收入水平相对较低，在经济增速放缓、高生活成本压力下被动选择高性价比消费，从长期来看，随着中国居民收入稳步增长，未来高端奢侈消费仍有发展空间。

图 65：男性与女性用户关注网购的因素占比



资料来源：《中国精明家庭消费报告》，光大证券研究所

图 66：近年来“性价比”在唯品会平台评论中占比提升



资料来源：《中国精明家庭消费报告》，光大证券研究所

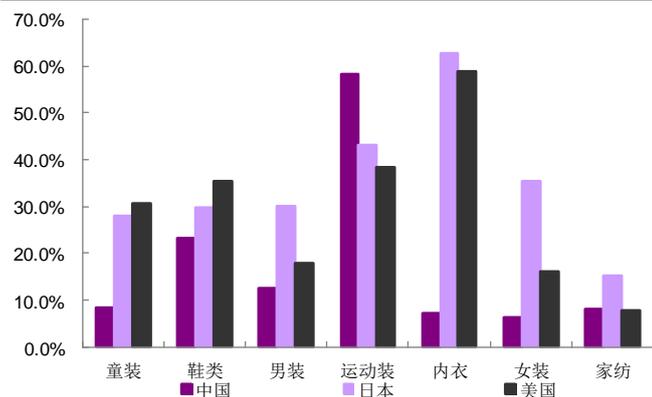
## 5.2、对比日本，中国服装行业集中度提升时间预计较长

从日本服装行业发展经验来看，20世纪80年代后服装零售规模增速放缓，直到20年后的20世纪末以及21世纪优衣库、岛村服饰、青山商事等行业龙头才开始快速发展、收入达到较高体量，带动集中度显著提升。如前文所述，服装行业自身特征及日本经济分工高度专业化、企业体量较小导致市场份额难以快速提升。

日本服装行业市场集中化需要三个条件：1) 21世纪后日本大众服装消费进一步注重性价比，淡化对品牌、价格的要求，有助于大众龙头企业扩张市场份额（规模效应明显）；2) 服装行业持续增速放缓、大量中小企业倒闭退出，行业集中度提升速度加快；3) 优秀的企业应对服装行业产业链长、潮流变化快等问题，提供有竞争优势产品，实现收入持续增长。

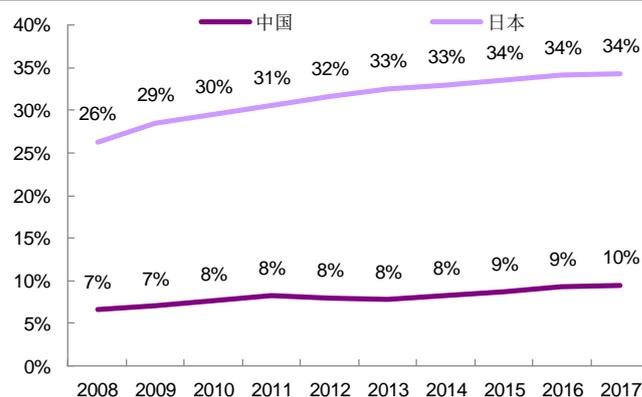
对比日本，我们认为中国服装行业目前仍处于增速放缓的成长后期，集中度相对较低，行业参与者较多。2017年中国服装多数细分行业的前五大企业的市占率均低于日本、美国，显示行业发展尚不成熟，龙头成长时间短，收入规模有提升空间。2008-2017年中国服装行业前十大公司市占率仅提升2.9PCT，相比之下日本提升8.0PCT。

图 67：我国服装多数细分行业 CR5 低于日本、美国



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

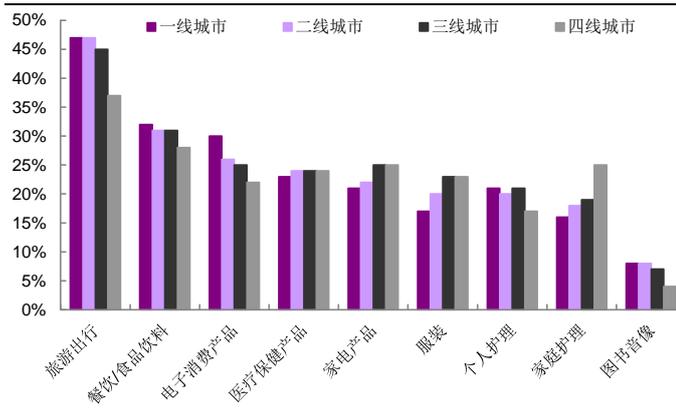
图 68：与日本相比近年来中国服装行业 CR10 较为稳定



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

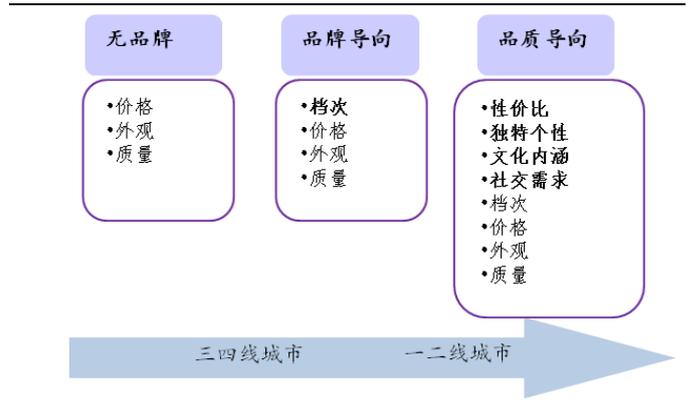
日本服装行业从增速放缓到集中度显著提升经历了接近20年，2012年以来中国服装行业收入增速持续放缓，我们认为中国服装龙头的诞生可能需要较长时间。此外考虑到中国国土面积为日本的25倍，不同区域的气候、环境、居民收入、消费习惯均有不同，且城乡之间、行业之间收入差异比日本更大，互联网时代信息多样性使得个性可以充分展示，中国服装龙头面临更为复杂多样的消费环境，企业需要较长的时间拓展不同层级的市场。

图 69：我国消费者最想增加开支的预算品类中，一二线城市和三四线城市存在差异（2017 年）



资料来源：埃森哲，光大证券研究所

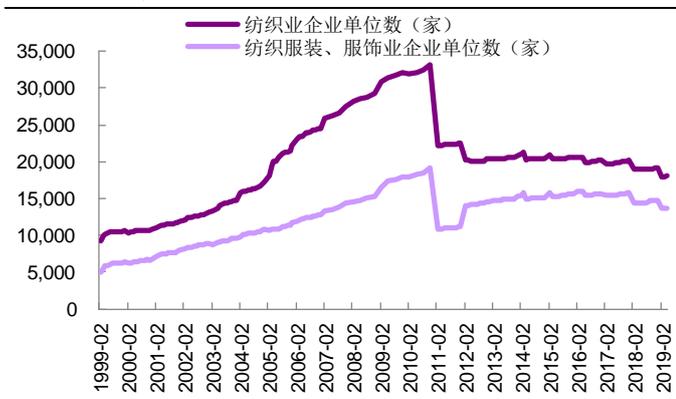
图 70：我国一二线和三四线城市消费者服装消费观念有所差异



资料来源：光大证券研究所

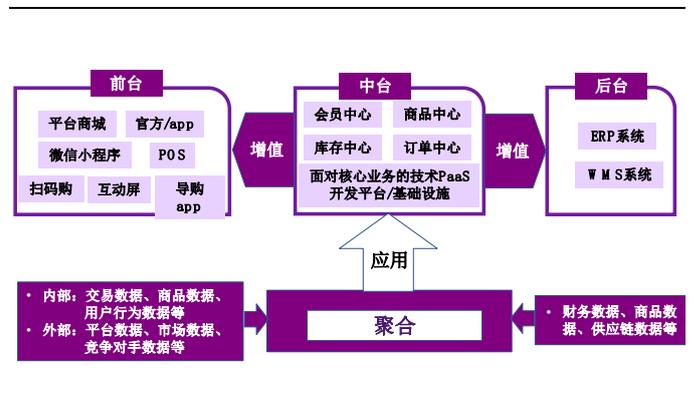
目前中国服装行业正发生积极变化推动龙头市占率提升。1) 从消费层面，中国服装需求逐步向高性价比方向转变，由于收入分配及房价高企等原因，预计与 20 世纪 80 年代的日本相比中国性价比消费要更早成长起来。2) 服装行业增速放缓背景下竞争加剧，中小企业盈利能力弱，已经开始加速退出市场，2019 年 4 月中国服装行业企业数量为 1.36 万家，同比减少 5.39%。3) 部分服装龙头公司积极变革商业模式，借助互联网、新零售带来的数字化工具，强化精细化运营能力，提供更优质、更物美价廉的产品扩张市场份额。

图 71：近年来我国纺织服装行业公司数量逐步减少



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 72：我国服装企业开始搭建数字化运营框架



资料来源：亿邦动力研究院，光大证券研究所

### 5.3、对比优衣库，国内品牌需优化商业模式、提升运营能力

对比日本服装行业发展经验，我们认为，行业增速放缓后并不意味着国内市场服装公司没有成长机会，反而是优质龙头崛起的时期。但行业供需层面的变化需要公司不断调整应对，优化商业模式精细化运营需要时间。一方面，类比优衣库我们发现，服装公司提高精细化运营能力难度较大，塑造性价比、品牌影响力、设计等核心竞争力需要时间也较长；另一方面，与日本

服装企业发展历史相比，21 世纪后优衣库、Zara、GAP 等国际龙头已全球扩张增长至庞大的体量，中国国内品牌面临更大的国际品牌竞争压力。

由于服装不同细分行业消费者诉求不同，并非所有行业龙头均适用 SPA 商业模式，但从优衣库成功经验来看，国内服装品牌可以在以下方面有所借鉴，提升精细化运营能力，为消费者提供更为优质的服装商品：

- 生产方面，品牌商可通过规模效应加强对供应商掌控能力，积极将产能转移到东南亚等低成本地区、降低生产成本，并寻求与上游优质原料商合作、把控产品品质。
- 渠道管理方面，国内品牌商渠道数量较多，但运营能力相对较弱，未来需要加强销售人才引进，强化终端零售人员激励，培养出优秀店长实现总部决策改为门店决策，并借助信息化系统等手段提高渠道管理能力。
- 库存管理方面，国内品牌商同样可以借鉴优衣库，缩短商品运营周期，由以季度为单位改为以周为单位，及时调整 SKU 的生产计划以提高售罄率，目前森马服饰、太平鸟等龙头公司逐步向精细化商品管理转变。
- 人才管理方面，由于服装企业体量相对较小、吸引人才难度较大，品牌商需要引进更多国外同行或者其他消费品行业的人才以推动中高层管理团队、理念升级，内外结合培养优质的区域经理等中层管理团队确保公司能够持续发展。

#### 5.4、以邻为鉴，把握高性价比及商业模式优化两条主线

总结包含优衣库在内的国外服装龙头成长，我们发现龙头主要诞生于大众休闲服饰、高端奢侈服饰和功能性服饰三大领域，其中不同细分市场消费者对服装产品看重的属性（竞争要素）不同，因此龙头形成相应的商业模式以培育竞争优势。

- 大众休闲服饰领域消费者多看重价格，因此目前大众休闲服装龙头优衣库、Zara、H&M、Gap 全部采用 SPA 模式，通过全产业链掌控控制成本、降低加价倍率，实现长期成长以及全球扩张。而采取批发授权模式运营（类似运动品牌的轻资产模式）的公司成长空间相对较小、天花板较低，例如绫致（丹麦）时装（年收入 200 多亿人民币），一方面经销商分成影响收入体量，另一方面定价相对较高、产品竞争力较弱影响收入增长。并且该模式下公司更多依赖设计、品牌形象等竞争要素，而受流行趋势变化、消费者代际更迭等影响运营风险较大。相比之下消费者对低价的诉求可持续，SPA 模式公司精细化运营能力强，在保持低价优势基础上辅以设计（Zara、H&M）或品质（优衣库），成长更为稳定且持久。
- 在高端及奢侈品服装领域，消费者基数较小，更注重产品的设计、品质、品牌形象、服务等要素，因此企业大都直接掌控设计、营销等环节，部分掌控生产（例如 LV 时装皮具业务自产比例达 60% 以上），渠道方面，奢侈品牌多数采用直营，注重产品陈列效果和对客户统一高标准服务，拉夫·劳伦、MK 等轻奢品牌采用直营和批发结合的模式。

- 功能性服饰如运动鞋服领域消费者更注重产品的功能性（科技属性）和品牌形象，对价格较不敏感，因此耐克、阿迪达斯等龙头多采用轻资产运营模式，掌控设计、研发及品牌营销等高附加值环节，将生产、销售全部外包。

表 9：全球服装龙头公司主要运作模式分析

| 领域      | 产品竞争要素         | 商业模式                     | 代表品牌                  | 优势                                      | 不足                            |
|---------|----------------|--------------------------|-----------------------|---|-------------------------------|
| 大众休闲服饰  | 价格、品质、设计等      | SPA 模式，全产业链掌控            | Zara、H&M、优衣库、Gap 等    | 产业链掌控及精细化运营能力强，有助于控制成本，并在此基础上形成设计或品质等优势 | 对公司管理能力要求高，早期渠道扩张速度较慢         |
|         |                | 批发授权模式，掌控设计、研发、营销等高附加值环节 | 绫致（丹麦）集团、Espirit、佐丹奴等 | 扩张渠道能力强，利润率较高，管理相对较为简单                  | 产业链掌控力弱，产品加价倍率高，周转速度较慢，运营风险较大 |
| 奢侈品     | 设计、品质、品牌形象、服务等 | 掌控设计、研发、营销、渠道等环节，涉足生产环节  | LV、爱马仕、Gucci 等        | 有助于保持设计水平和品牌形象，持续引领时尚潮流，统一门店客户服务能力      | 对管理能力要求高，品牌形象培育时间较长           |
| 高端、轻奢服装 |                | 掌控设计、研发、营销等环节，渠道部分外包     | 拉夫·劳伦、MK、Coach 等      | 维护品牌形象，扩张渠道能力强                          | 周转速度慢，有一定运营风险                 |
| 功能性服饰   | 功能性、品牌形象、品质等   | 轻资产模式，掌控设计、研发、营销等高附加值环节  | 耐克、阿迪达斯、彪马、维秘等        | 扩张渠道及盈利能力强                              | 产业链掌控力较弱，产品加价倍率较高             |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 73：2016 年全球奢侈及时尚服装产业收入排名（单位：亿元人民币）

| 公司         | 国家  | 收入   | 定位 | 公司        | 国家  | 收入  | 定位 | 公司          | 国家  | 收入  | 定位 |
|------------|-----|------|----|-----------|-----|-----|----|-------------|-----|-----|----|
| 1 耐克集团     | 美国  | 2294 | 运动 | 11 历峰集团   | 瑞士  | 777 | 奢侈 | 21 Levi's   | 美国  | 316 | 牛仔 |
| 2 Inditex  | 西班牙 | 1583 | 大众 | 12 陆逊梯卡   | 意大利 | 654 | 奢侈 | 22 MK集团     | 美国  | 307 | 轻奢 |
| 3 H&M      | 瑞典  | 1552 | 大众 | 13 PVH集团  | 美国  | 555 | 高端 | 23 蒂芙尼      | 意大利 | 275 | 奢侈 |
| 4 Adidas   | 德国  | 1416 | 运动 | 14 Swatch | 瑞士  | 519 | 钟表 | 24 Coach    | 美国  | 272 | 轻奢 |
| 5 LVMH     | 法国  | 1184 | 奢侈 | 15 拉夫劳伦   | 美国  | 474 | 轻奢 | 25 彪马集团     | 德国  | 263 | 运动 |
| 6 迅销集团     | 日本  | 1077 | 大众 | 16 周大福    | 中国  | 442 | 珠宝 | 26 斯凯奇      | 美国  | 244 | 运动 |
| 7 Gap集团    | 美国  | 1065 | 大众 | 17 香奈儿    | 法国  | 405 | 奢侈 | 27 UO集团     | 美国  | 240 | 大众 |
| 8 开云集团     | 法国  | 893  | 奢侈 | 18 百丽国际   | 中国  | 400 | 鞋类 | 28 普拉达      | 意大利 | 232 | 奢侈 |
| 9 L.Brands | 美国  | 859  | 内衣 | 19 爱马仕    | 法国  | 377 | 奢侈 | 29 Burberry | 英国  | 214 | 奢侈 |
| 10 VF集团    | 美国  | 824  | 运动 | 20 安德玛    | 美国  | 332 | 运动 | 30 Fossil   | 美国  | 206 | 钟表 |

资料来源：时尚头条网，光大证券研究所

注：LVMH 为时装皮具和珠宝手表板块收入

我们可以发现大众休闲服装领域成长起来的龙头全部采用 SPA 模式，自主运营全产业链企划、设计、零售、营销等环节，深度掌控生产环节，相比之下批发模式轻资产运营的大众休闲服装公司体量均较小。此外，优秀、进取、善于变革的管理团队同样是服装企业成功调整商业模式成长为龙头的必要条件。目前国内大众休闲服装公司发展时间较短，多数以轻资产运营模式为主，在产品设计、供应链把控、渠道结构、商品管理等方面仍有较大提升空间。

根据中日服装行业发展趋势以及国际龙头成长经验，我们认为定位高性价比市场、产品具有竞争优势的公司以及转型 SPA 模式、精细化运营能力强的公司更有机会成长为服装行业龙头，建议把握两条主线：1) 推荐定位

高性价比市场的海澜之家、开润股份，其中海澜之家定位大众服装市场，龙头地位突出、规模化采购降低成本，类直营模式减少中间环节、对店铺掌控力强，加价倍率仅为 2.5 倍，产品具有性价比优势；开润股份自身设计研发能力较强，借助小米生态链打造 90 分箱包品牌，性价比优于主要竞争对手。

2) 森马服饰、太平鸟等传统服装企业积极优化商业模式，不断加强精细化运营能力，运营思路向 SPA 模式靠拢：其中森马服饰休闲装持续进行供应链、渠道优化，精简供应商降低成本、提升性价比，加强对加盟商、门店扶持和库存管理；太平鸟持续优化设计团队，引进 TOC 系统加强对库存管理，打造产品优势。

表 10：重点公司盈利预测及估值

| 公司名称 | 收盘价 (元) | EPS (元) |       |       |       | PE   |       |       |       | CAGR<br>-3/2019 | PEG<br>-2019 | 市值<br>亿元 |
|------|---------|---------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|----------|
|      |         | 2018    | 2019E | 2020E | 2021E | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |                 |              |          |
| 森马服饰 | 10.58   | 0.63    | 0.69  | 0.79  | 0.90  | 17   | 15    | 13    | 12    | 12.62%          | 1.33         | 286      |
| 海澜之家 | 8.87    | 0.77    | 0.82  | 0.87  | 0.94  | 12   | 11    | 10    | 9     | 6.88%           | 1.68         | 399      |
| 开润股份 | 31.07   | 0.80    | 1.10  | 1.47  | 1.92  | 39   | 28    | 21    | 16    | 33.89%          | 1.15         | 68       |
| 太平鸟  | 15.86   | 1.19    | 1.42  | 1.65  | 1.87  | 13   | 11    | 10    | 8     | 16.26%          | 0.82         | 76       |

资料来源：Wind，光大证券研究所；股价截止 2019 年 6 月 11 日，盈利预测为光大证券研究所预测

表 11：重点公司加价倍率及商业模式对比

| 公司   | 产品加价倍率    | 商业模式  |
|------|-----------|---|
| 森马服饰 | 3 倍-4 倍   | 公司是国内大众休闲服饰及大众童装行业龙头，采用订货会+加盟模式运营，近年来公司持续强化精细化管理能力，包括集中供应链、提升对成本的把控力度，优化渠道结构、拓展购物中心及电商，加强门店管理、快速响应消费需求。                   |
| 海澜之家 | 2.5 倍左右   | 公司是国内服装行业龙头，对下游采用类直营模式，加盟商仅作为财务投资者，具体店铺管理由公司负责，降低渠道环节成本，对上游采用赊销模式，过季产品可退给供应商，降低库存风险；公司集中供应链，提升规模效应，构建高性价比产品壁垒，倍率低于国内竞争对手。 |
| 开润股份 | 1.5 倍-2 倍 | 公司箱包主要分为 2B、2C 两大板块，其中 2C 主要为自有品牌 90 分产品，公司依托箱包领域丰富代工及研发经验，与国际优质材料商合作，借助小米、天猫、京东等线上渠道销售，并逐步拓展小米之家等线下渠道，打造高性价比产品。          |
| 太平鸟  | 4-5 倍     | 公司是国内大众服装行业龙头，较早进行品牌定位、风格年轻化，并引入 TOC 系统加强库存管理，2018 年所有直营店和 45% 的加盟店可以实现追单、追单比例为 18%，提升管理的精细化水平。                           |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 6、风险提示

**居民消费数据下滑：**如果经济增速放缓、居民消费支出下滑会影响服装行业需求，从而影响服装品牌业绩。

**国际品牌加速在国内扩张：**服装行业竞争激烈，而国际品牌具有品牌、营销、设计、渠道等优势，加大国内布局将影响国内品牌收入。

**服装企业库存积压：**服装是非标品、时尚潮流变化快，如果公司库存管理能力较差、库存出现积压，将影响业绩增长。

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明  |
|-----|---|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;                          |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;                  |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;                          |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

| 上海                             | 北京  | 深圳                                 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |