

# 轻奢行业前景广阔，聚集中高端时尚集团

深度研究报告/纺织服装行业

2018年8月27日

### 报告摘要:

#### ● 消费需求持续升级，轻奢市场空间广阔

随着居民收入水平与消费能力的提升，轻奢品牌的目标客群扩大。我们认为，消费升级趋势下，消费者对产品和服务的需求将持续提高，未来服装消费或将呈现出高端化、体验化、多样化、个性化的趋势，质量较高、与传统重奢相比具备价格优势、拥有品牌文化和设计特色的轻奢品牌发展前景广阔。据麦肯锡预计，到2025年，我国轻奢产品销售有望达到6,200亿元，年均复合增速或将达到11%-13%。

#### ● 国际轻奢领跑企业成长经验：精准定位、注重营销

Tapestry公司和Michael Kors公司均为全球轻奢行业领跑者。Tapestry主品牌Coach早期敏锐到发觉奢侈品牌与大众品牌之间的梯度空白，以及中产阶级在昂贵的欧洲奢侈品面前存在购买压力的痛点，开拓性的提出了轻奢品牌的理念；调整转型期运用开辟新产品线、减少折扣、门店优化、品牌收购等多种手段实现形象提升与业绩改善。Michael Kors通过社交媒体和创造社交话题，深化消费者对品牌的认知，增加客户粘性和品牌忠诚度，并选择热门明星作为代言人，促进销售增长。我们认为本土企业可借鉴两大集团的成长经验，发展多品牌、精准定位，加强营销，扩大知名度和影响力，进而抢占市场份额。

#### ● 聚焦本土中高端时尚集团：内生外延协同，布局轻奢领域

随着国内时尚行业的不断成长，本土时尚品牌越来越受到消费者认可。歌力思、安正时尚为国内中高端服装行业领先企业。两公司通过自主培育与外延收购，持续拓展品牌矩阵，旗下品牌风格多元、定位互补，有效迎合消费者的差异化需求。伴随内生增长以及各品牌在渠道开发、营销推广、产品企划、供应链管理等方面发挥协同效应，歌力思业绩持续提升，上半年归母净利润同比增长32%。安正时尚聘请国内外知名设计师，在提高产品设计水平的同时推进品牌形象国际化，并借助丰富的营销手段扩大影响力，上半年归母净利润同比增长26%，业绩稳步提升。

#### ● 投资建议

我们认为，居民收入水平的不断提高将促进消费升级，兼具品质与格调的中高端服装有望受到更多消费者的青睐。另一方面，随着更追求时尚、个性的年轻群体逐渐成为新的消费主力军，紧跟潮流、价位适中的轻奢品牌迎来广阔成长空间。个股推荐：**歌力思、安正时尚**。

#### ● 风险提示

宏观经济下行导致消费低迷；品牌培育进展低于预期。

### 盈利预测与财务指标

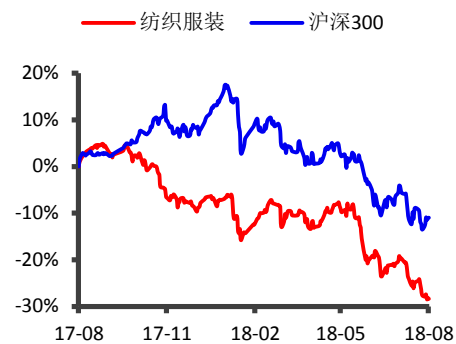
重点公司	现价 8月24日	EPS (元)			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
歌力思	17.41	0.90	1.12	1.37	19.4	15.6	12.7	推荐
安正时尚	13.57	0.94	0.89	1.16	14.4	15.3	11.7	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：

李奇琦

### 执业证号：

S0100518060001

### 电话：

010-85127661

### 邮箱：

liqiqi@mszq.com

### 相关研究

- 1.《纺织服装行业2018年中期投资策略：关注优质制造企业，聚焦服装家纺领跑品牌》20180629
- 2.《纺织服装行业动态报告：年报、一季报业绩向好，行业复苏趋势延续》20180504
- 3.《纺织服装行业动态报告：消费主力日趋年轻化，聚焦快时尚品牌发展》20180327

## 目 录

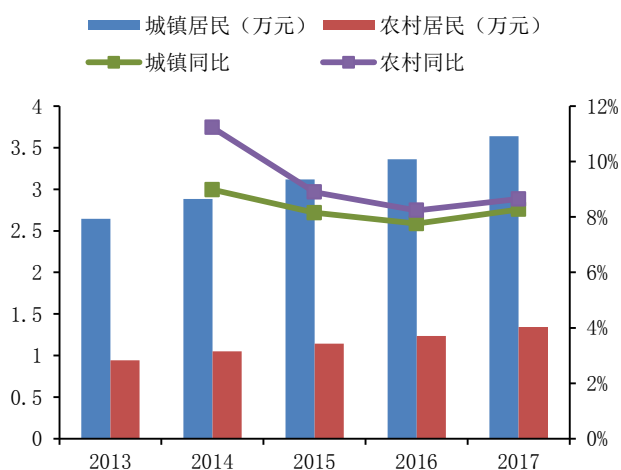
<b>一、消费需求持续升级，轻奢市场空间广阔</b>	<b>3</b>
(一) 收入提升、需求升级，中高端消费前景广阔	3
(二) 奢品品质、价位适中，轻奢市场潜力十足	4
(三) 借力网络、加强宣传，线上渠道促进销售	9
<b>二、国际轻奢领跑企业成长经验：精准定位、注重营销</b>	<b>10</b>
(一) TAPESTRY：行业先行者，精准把握“轻”、“奢”平衡	10
(二) MICHAEL KORS：注重年轻群体，深耕社交网络	12
<b>三、国内中高端时尚集团：布局轻奢领域，强化竞争优势</b>	<b>14</b>
(一) 版型设计、渠道布局占优，国产服装品牌受青睐	14
(二) 发力海外收购，本土企业积极拓展轻奢领域	16
<b>四、投资建议</b>	<b>17</b>
(一) 歌力思：打造高级时装集团，并购战略清晰	17
(二) 安正时尚：内生外延协同发展，品牌力不断提升	19
<b>五、风险提示</b>	<b>21</b>
<b>插图目录</b>	<b>22</b>
<b>表格目录</b>	<b>22</b>

## 一、消费需求持续升级，轻奢市场空间广阔

### (一) 收入提升、需求升级，中高端消费前景广阔

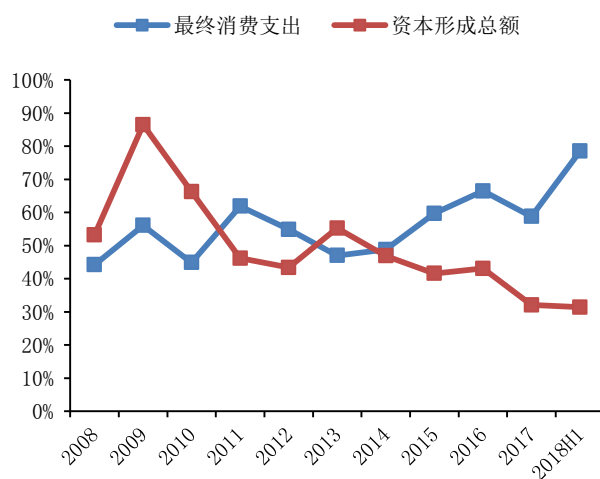
近年来我国城镇、农村居民人均可支配收入同比增速保持在 7% 以上，2017 年居民人均可支配收入已达到 25,974 元，同比增长 7.3%，其中城镇居民人均可支配收入为 36,396 元，农村居民可支配收入为 13,432 元。伴随收入水平的提升，居民消费支出也在不断增长，消费能力和消费意愿持续提高，消费对我国 GDP 增长的贡献率逐步上升，从 2008 年的 44.2% 升至 2017 年的 58.8%，2018 年上半年已达到 78.5%，国内经济逐步从投资主导转向消费主导。此外，2015 年以来，居民人均衣着消费支出基本呈稳步增长趋势，2017 年一季度略有下滑，二季度起持续回暖。

图 1：我国居民人均可支配收入稳步增长



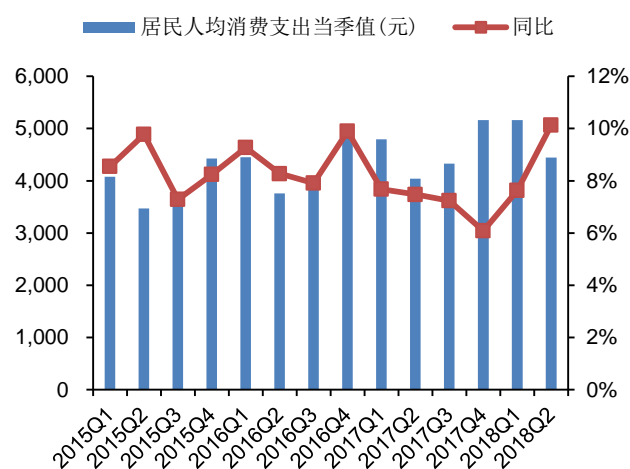
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 2：最终消费支出对 GDP 增长贡献率逐步上升



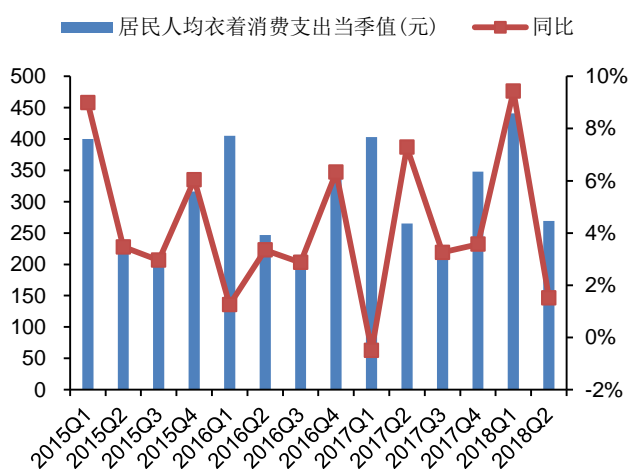
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 3：2015 年以来居民人均消费支出同比保持在 6% 以上



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

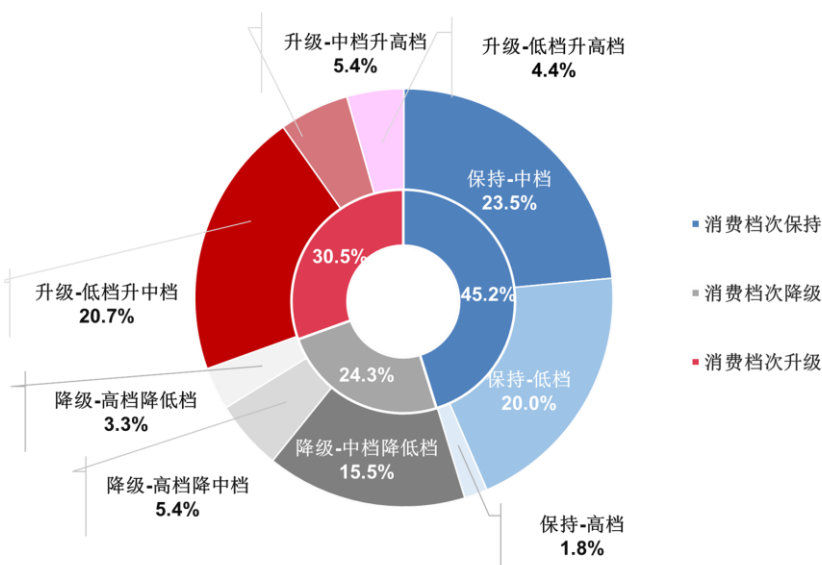
图 4：2017Q2 以来居民人均衣着消费支出回暖



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

消费能力的提高与购买渠道的便利化、品牌营销的深入化，共同促进了消费者对中高端品牌的认知与认同，提升了对中高端产品的消费意愿。根据阿里《中国消费品牌发展报告》，2012年1月至2017年7月，阿里中高端消费指数值（阿里中高端消费指数=中高端及以上的商品消费金额/总消费\*100%）上涨了10.5个百分点，2016年阿里零售平台的中高端商品消费额达1.2万亿元。同时，根据CBNData联合天猫国际发布的《2017天猫国际年度消费趋势报告》，2015年至2017年，中、高档消费档次的客单价进一步提高，且消费人群规模扩大，超过30%的天猫国际消费者提升了消费档次，其中20.7%的消费者从低档提升至中档，9.8%的消费者从中、低档提升至高档，净提升至中档消费的客群占总用户数量的5.2%，净提升至高档消费的客群占总用户的1.1%。

图 5：2015-2017 年超过 30% 的天猫国际消费者提升了消费档次



资料来源：CBNData，天猫国际，民生证券研究院

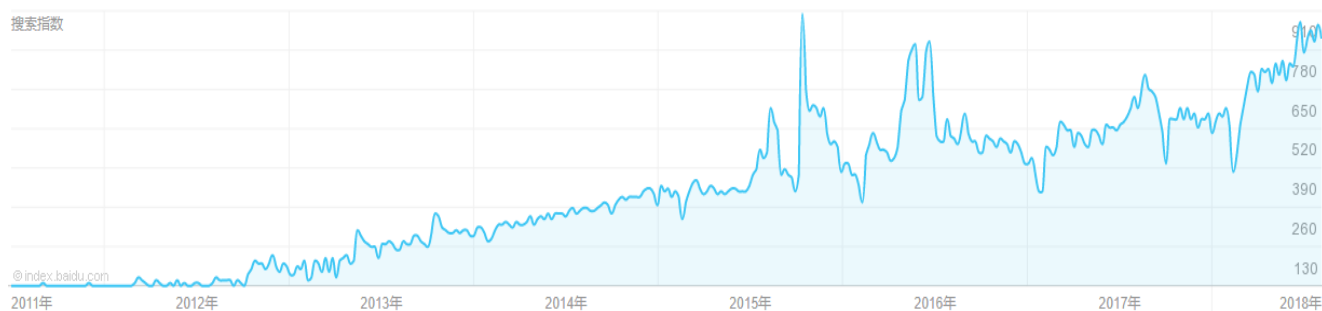
我们认为，消费升级趋势下，消费者对产品和服务的需求将持续提高，个性化诉求与自我表达意愿提升，未来服装消费或将呈现出高端化、体验化、多样化、独特化的趋势，质量较高、与传统重奢相比具备价格优势、拥有品牌文化和设计特色的轻奢品牌发展前景广阔。

## （二）奢品品质、价位适中，轻奢市场潜力十足

“轻奢”概念兴起于美国，英文表达为“affordable/accessible luxury”，与传统“重奢”“premium luxury/classic luxury”相对应。Kate Spade 副总裁及市场总监 Mary Beech 提出，轻奢品是可以让更广泛的群体消费得起的优等时尚（exceptional fashion）。英国 The Independent 将轻奢定义为目标客群较宽，产品价位合适，地位象征受到广泛的中产阶级消费者认可的品牌。在我们看来，轻奢品牌的特点包括瞄准中产阶级、价位适中、品质优良，并具有一定品牌内涵。

从百度指数来看，我们认为“轻奢”一词自2012年下半年末开始引起国内关注，此后其搜索热度稳步提升，并在各类时尚媒体与品牌营销中得到广泛使用。

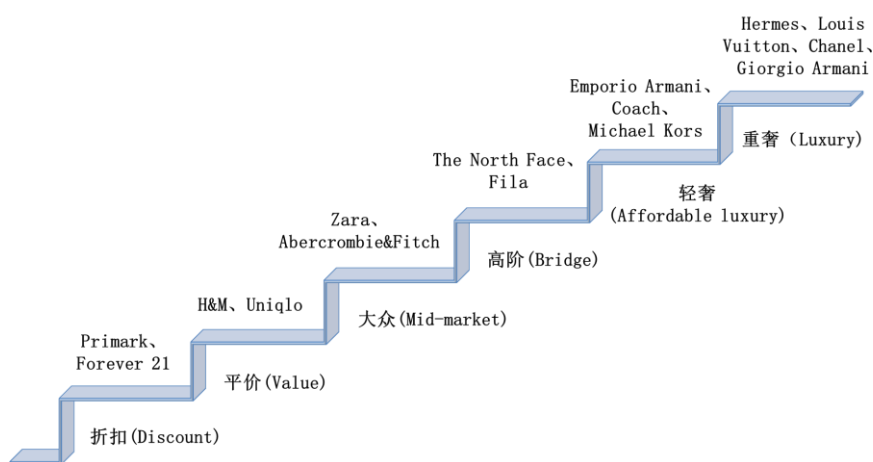
图 6：2011 年初-2018 年 7 月末“轻奢”关键词搜索热度



资料来源：百度，民生证券研究院

麦肯锡的《中国轻奢市场面面观》报告将全球时尚品牌大致分为六类：1) 重奢，如 Hermes、Louis Vuitton、Chanel、Giorgio Armani 等；2) 轻奢，如 Emporio Armani、Coach、Michael Kors、Red Valentino、3.1 Philip Lim、Theory、Paul Smith 等；3) 高阶，如 The North Face、Fila 等；4) 大众，如 Zara、Abercrombie & Fitch 等；5) 平价，如 H&M、Uniqlo 等；6) 折扣，如 Primark、Forever 21 等。与传统重奢相比，轻奢产品的主力价位更低，汇丰银行董事 Erwan Rambourg 在其《The Bling Dynasty (珠宝王朝)》一书中将轻奢品的价位划定在 300-1,500 美元之间。区别于传统奢侈品的深沉、稳重、高价和距离感，轻奢品牌通常更加现代和生活方式化，虽然价格区间低于传统重奢，但是通常在产品品质、设计风格、销售服务等多方面接近重奢品牌的水平，能够给予消费者相对高端的体验。

图 7：部分知名时尚品牌分类



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

轻奢细分市场的开辟始于一线奢侈品牌的年轻化副线。二十世纪八九十年代，传统奢侈品牌发掘到中产阶级快速增长的商机，为扩大目标市场、吸引更广泛的消费群体，纷纷推出客群定位更加年轻化、价位在主线 30%-70% 左右的副线品牌，例如：Giorgio Armani 推出 Emporio Armani、Dolce & Gabbana 推出 D&G 等。之后的二十年中，随着 Coach、Michael Kors 等品牌以“affordable luxury”和“平价精品”的精准定位迅速扩张壮大，轻奢品类逐步发展



成为独立、成规模的细分市场，确立起其特有的产品、价位与形象。此外，设计师品牌与平价品牌联名款的加入也日渐成为轻奢市场的新趋势之一，Uniqlo 母公司日本迅销集团旗下的 Theory 品牌、H&M 与奢侈品牌合作推出的联名款等均为此类轻奢产品的代表。

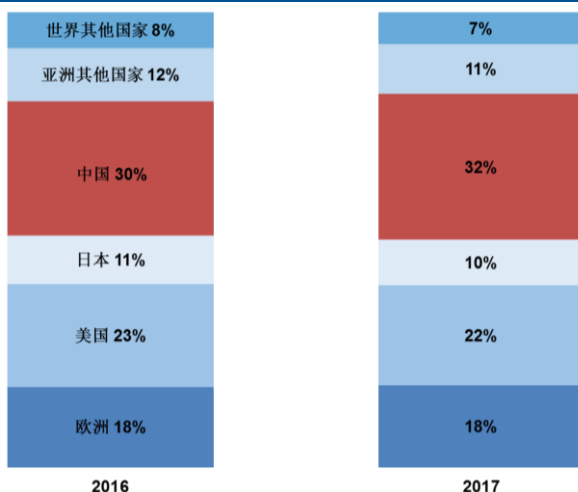
图 8：轻奢市场发展进程



资料来源：民生证券研究院整理

据麦肯锡报告，目前国内奢侈品消费体量可观，2016年约有760万户中国家庭购买了奢侈品（包括重奢和轻奢），消费总额达6,400亿元，其中轻奢消费占36%。另一方面，贝恩咨询的《2017年中国奢侈品市场研究》显示，按奢侈品消费者的国籍划分，2017年中国消费者贡献了全球奢侈品市场销售额的32%，较2016年提升了2个百分点，消费能力强劲。

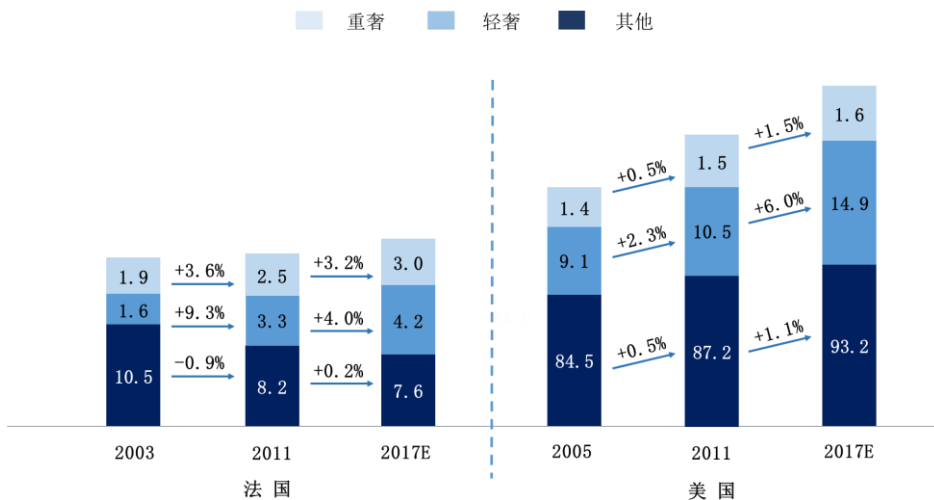
图 9：2017年中国消费者贡献了全球奢侈品市场的32%



资料来源：Bain，民生证券研究院

在过去十余年里，发达国家轻奢消费持续增长，以女装为例，在2003-2017年的法国和2005-2017年的美国，轻奢类女装市场规模的年复合增长率都显著高于重奢和其他品类。近年来我国轻奢市场亦发展迅速，根据麦肯锡的预计，到2025年，我国奢侈品消费市场规模有望达到14,000亿元，2016-2025年年复合增长率约为9%；轻奢产品销售有望达到6,200亿元，增速预计可达11%-13%，超过重奢增速，发展潜力较大。

图 10：法国、美国女装各品类市场规模及年复合增长率

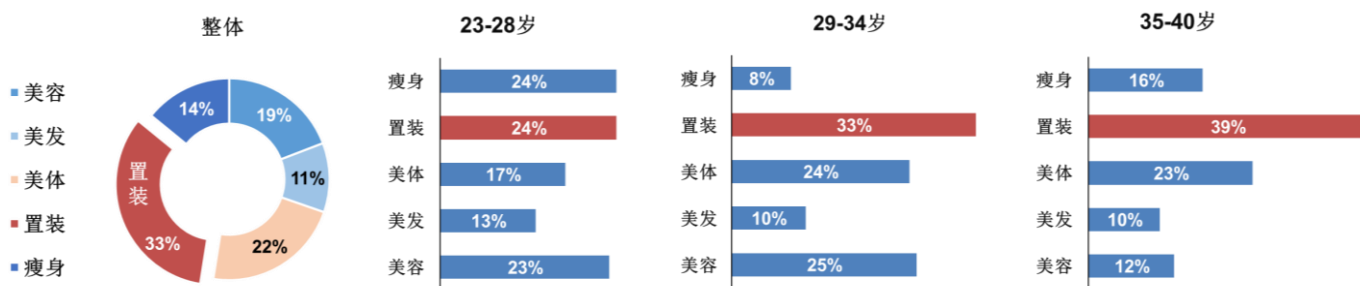


资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

从收入水平来看，轻奢品牌的主要客群中产阶层呈迅速增长趋势。BCG 和阿里研究院联合发布的《中国消费新趋势：三大动力塑造中国消费新客群》报告预测，我国上层中产（每月可支配收入 12,000-22,000 元）及富裕家庭（每月可支配收入 22,000 元以上）的数量在 2016-2021 年间有望翻一倍，总户数或将超过 1 亿户。随着上层中产和富裕家庭数量逐步增长，中高端消费市场规模有望扩大。

根据复旦大学证券研究所与汉富金融研究院的《2018“新二代”消费观念白皮书》，各个年龄段的“新二代”（定义为“23-40 岁，人均可支配投资资产超过 100 万元的人群”）的外形支出中，置办服装服饰的花费比例最高，约占 33%。我们认为，较高收入人群对服装服饰的重视有望促进轻奢服装市场消费进一步增长。

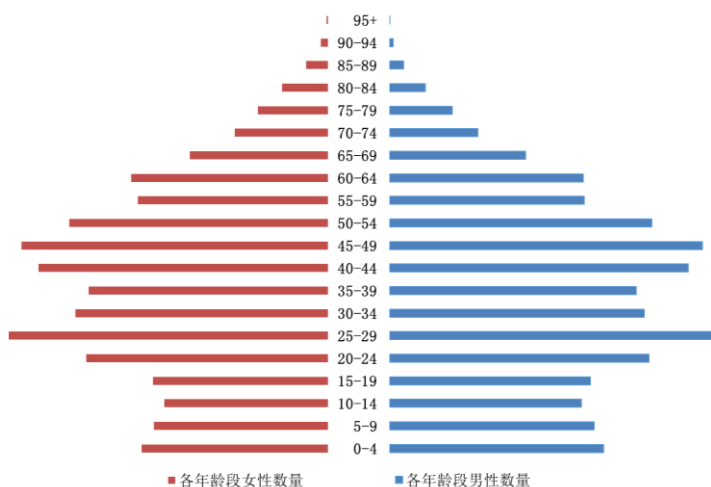
图 11：“新二代”的外形支出



资料来源：复旦大学证券研究所，汉富金融研究院，民生证券研究院

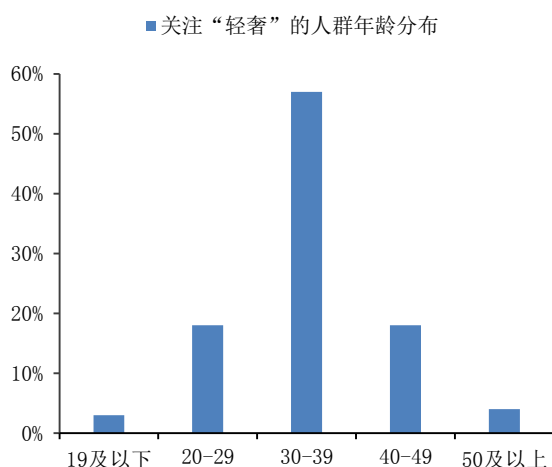
从消费年龄层来看，根据 2018 年 7 月的百度指数数据，关注“轻奢”关键词的人群中，20-49 岁的人群占绝大多数，占比高达 93%。而《2016 中国统计年鉴》显示，2015 年人口抽样调查中，我国 20-49 岁的人口占总人口比重约为 48.67%。我们认为，这一年龄段的消费群体一般处于经济水平的上升期与成熟期，消费观念较为先进，有能力和意愿追求中高端消费，是国内轻奢消费市场的主要客群基础，规模可观。

图 12：2015 年 20-49 岁人群占我国总人口近半



资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，民生证券研究院

图 13：2018 年 7 月关注“轻奢”关键词的人群年龄分布

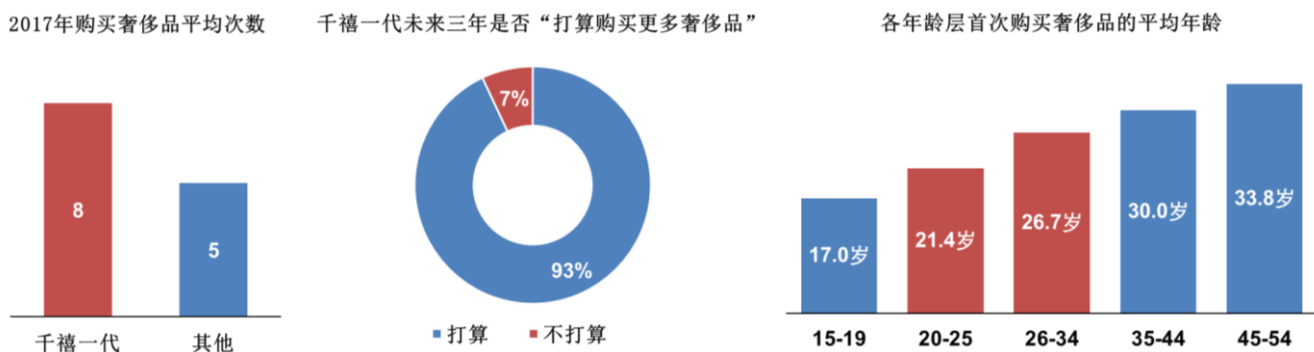


资料来源：百度，民生证券研究院

同时，贝恩《2017 年中国奢侈品市场研究》显示，“千禧一代”（定义为“出生在 1983-1997 年”）的奢侈品消费意愿在各年龄层中显得尤为突出，购买奢侈品次数较于其他年龄段人群更为频繁，93%的受访者表示未来三年打算购买更多奢侈品。由于成长环境和经济条件相对较好、受教育程度较高，“千禧一代”通常对奢侈品牌有更深刻的了解和鉴别能力。调研结果显示，“千禧一代”更加青睐“时尚”、“新潮”、“设计”和“当季”奢侈品，我们认为这些喜好意味着对产品更新迭代的需求，是消费频次提高的心理基础，而既具备时尚设计又价位适中的轻奢产品可以很好的迎合消费者的“喜新”购买偏好。

此外，奢侈品消费群体已出现向更年轻的 15-19 岁年龄层覆盖的趋势，且越为年轻的消费者群体首次购买奢侈品的平均年龄越小。我们认为，这些具备一定经济基础、从年轻时代养成奢侈品消费习惯的客群或将成为轻奢消费市场的新力量，未来有望长期贡献销量。

图 14：“千禧一代”奢侈品购买行为



资料来源：Bain，民生证券研究院

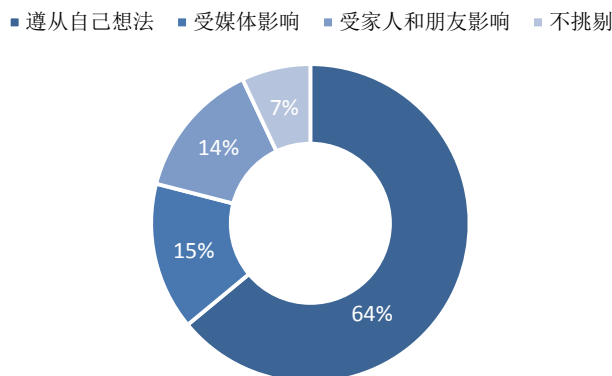


图 15: “千禧一代”购买奢侈品时提及最多的关键词



资料来源: Bain, 民生证券研究院

图 16: “千禧一代”奢侈品购买多半遵从自我想法

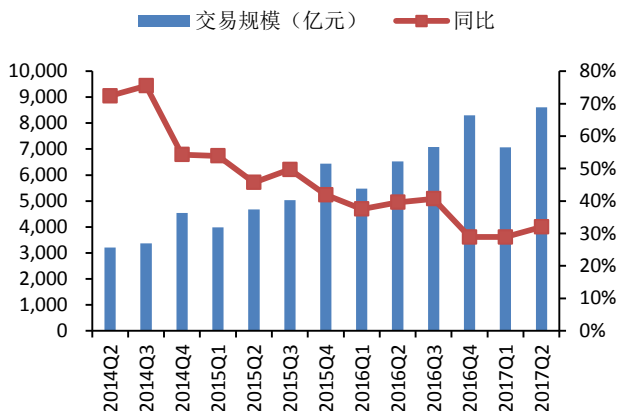


资料来源: Bain, 民生证券研究院

### (三) 借力网络、加强宣传, 线上渠道促进销售

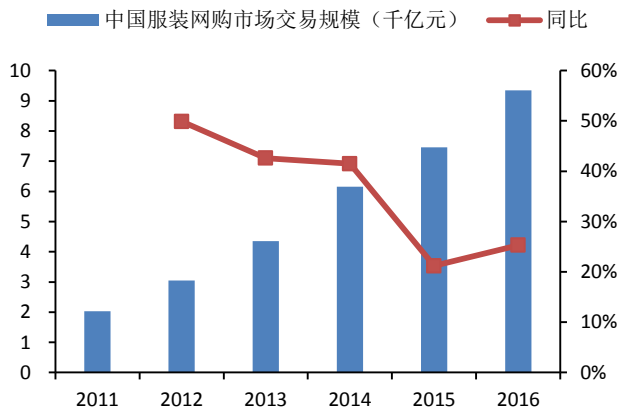
随着线上平台的迅速发展, 国内网上零售 B2C 市场交易规模持续增长, 服装网购市场规模也在不断扩大。为迎合年轻群体的消费习惯, 奢侈品牌开始逐步布局电商渠道、加强线上运营推广。根据麦肯锡《中国轻奢市场面面观》, 2016 年国内有 9% 的奢侈品购买发生在线上, 销售额约为 600 亿元。麦肯锡预计, 2025 年全球奢侈品线上购买比例将达到 19%, 销售额约 6,600 亿元; 而在中国线上比例有望升至 25%, 贡献约 3,900 亿元的销售额。

图 17: 国内网上零售 B2C 市场交易规模持续增长



资料来源: Analysys 易观, 民生证券研究院

图 18: 国内服装网购市场规模持续增长



资料来源: 中国电子商务研究中心, 民生证券研究院

我们认为, 轻奢品牌向低线城市拓展实体门店时, 可能存在成本收益不匹配问题, 而拓展线上渠道可以打破地域的限制, 有助于下沉到低线城市, 吸引更多顾客。同时, 大数据、云计算等科技手段有望助品牌实现针对目标消费群体的精准营销, 更高效的满足消费者日益升级的需求。通过微博、微信公众号等线上平台, 品牌方可及时发布产品上新、门店活动、促销等信息, 调动消费者参与互动, 为线上和线下门店带来更大的流量。此外, 社交电商、自媒体、网络社区等新模式增加了品牌信息触点, 能够借助消费者之间的购买经验交流分享引起情感共鸣, 深化消费者对于品牌和产品的认知与认同, 起到重要的品牌宣传作用。

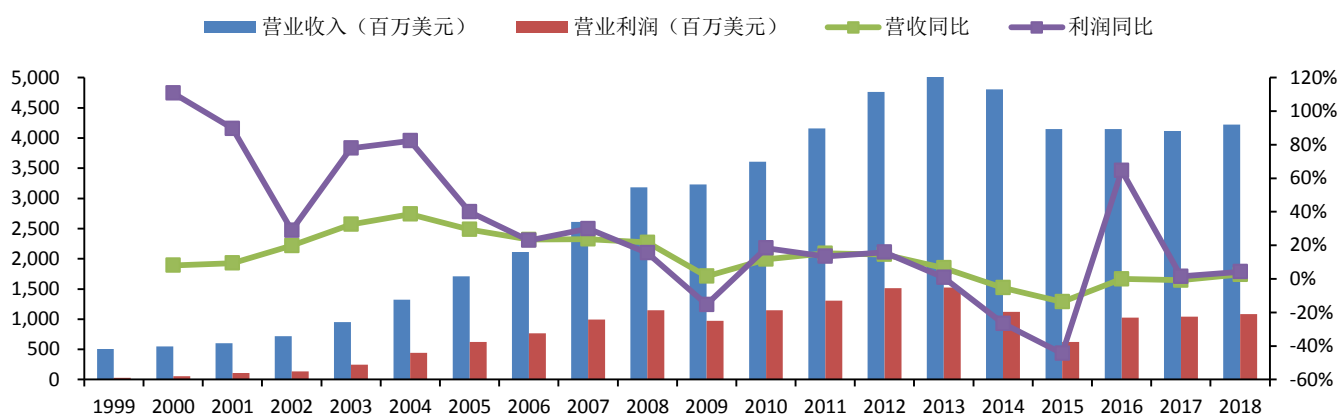
## 二、国际轻奢领跑企业成长经验：精准定位、注重营销

### （一）Tapestry：行业先行者，精准把握“轻”、“奢”平衡

Tapestry Inc.是全球轻奢行业领跑者之一，前身是被誉为“轻奢鼻祖”的知名企业 Coach Inc.。2015年5月和2017年7月，Coach 分别完成对高端鞋履品牌 Stuart Weitzman 和知名轻奢品牌 Kate Spade 的收购，成为拥有三个独立品牌的综合性轻奢集团，2017年10月更名为 Tapestry。

Coach 创立于1941年，起源于美国纽约，是最早正式将“accessible luxury”，即“触手可及的奢侈品”作为定位的品牌，并将轻奢打造成为被广泛认可的细分市场。Coach 敏锐观察到奢侈品牌与大众品牌之间的梯度空白，以及中产阶级渴望获得社会身份认可、但是在昂贵的欧洲奢侈品面前存在购买压力的痛点，开拓性的确立了轻奢品牌的理念，将客群定位在收入前20%左右的家庭，而非像传统重奢一样仅锁定在前3%。除了优良的品质、时尚的设计，Coach 还通过毗邻传统奢品的门店选址，营造出高端的品牌形象，而比重奢亲民的价格也让更多中产阶级容易接受。凭借精准定位，Coach 赢得了既向往精致的生活方式、又对价格相对敏感的庞大的中产消费者群体，2000-2013财年营业收入、营业利润基本保持正增长。

图 19：1999-2018 财年 Coach 品牌经调整营业收入与营业利润

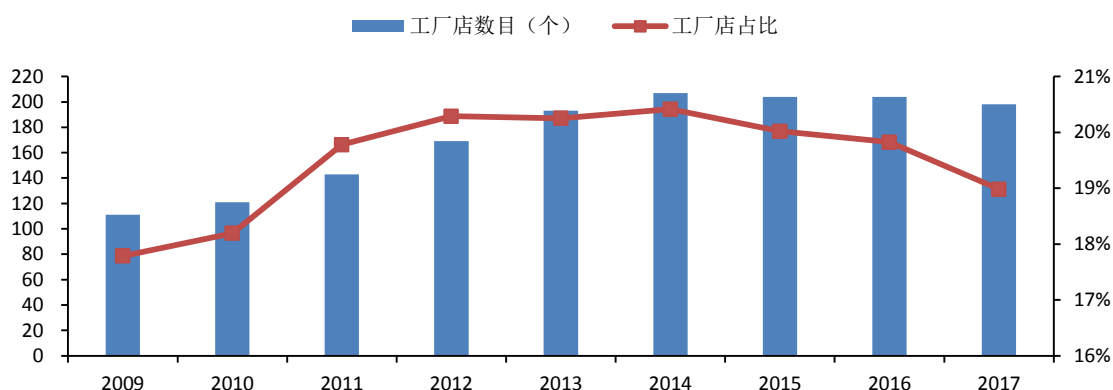


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

为了吸引更广泛的客户群体，轻奢产品的定价不能过于高昂，但对于奢侈品消费而言，高企的价格与排他性本身也是营造高级形象、吸引顾客产生对品牌的渴望的因素之一。如何精准把握“轻”与“奢”之间的平衡是轻奢品牌营销的一大重点。

在品牌扩张过程中，Coach 也曾面临许多高速发展的零售品牌常见的问题：为了迅速拓展业务大量开店、打折销售，但过度扩张的工厂店和频繁的折扣促销对品牌调性和形象造成了影响，一度带来负面效果。Coach 的工厂直销店从2009财年的111家升至2014财年的207家，占总门店数量的比重一度超过20%，奥特莱斯渠道的销售额占总销售额的比重最高达到65%-70%。品牌被与“低价”、“折扣”联系在一起，而产品设计创新也落后于拓店的速度，奢侈品的光环逐渐褪去，很多消费者不愿再购买正价产品，叠加越来越多品牌开始进入轻奢市场争夺份额，Coach 营业收入、营业利润于2014、2015财年出现下滑。

图 20：2009-2017 财年 Coach 工厂直销店数量与占门店总数的比例



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

意识到这一问题的 Coach 公司推出了一系列计划谋求转型。首先，将定位从“触手可及的奢侈品 (affordable luxury)”转化为“现代奢华 (modern luxury)”的生活方式类品牌。尽管“现代奢华”的内核之一仍是“可接近的 (approachable)”，但相较过去的“affordable”，减淡了品牌与“低价”之间的直接联系，这一新的品牌理念有助于刷新消费者的品牌认知。此外，顺应奢侈品消费由炫耀性消费逐渐向自我意识表达、自我奖赏、自我愉悦转变的趋势，集团提出“能自由的表达真实的自己是最珍贵的奢侈品”(The freedom to express who you truly are is the greatest luxury of all.)，尝试剥离奢侈品与价格的关联、从消费价值观的角度阐释“奢侈品”的含义，增强品牌的“奢侈”特性。

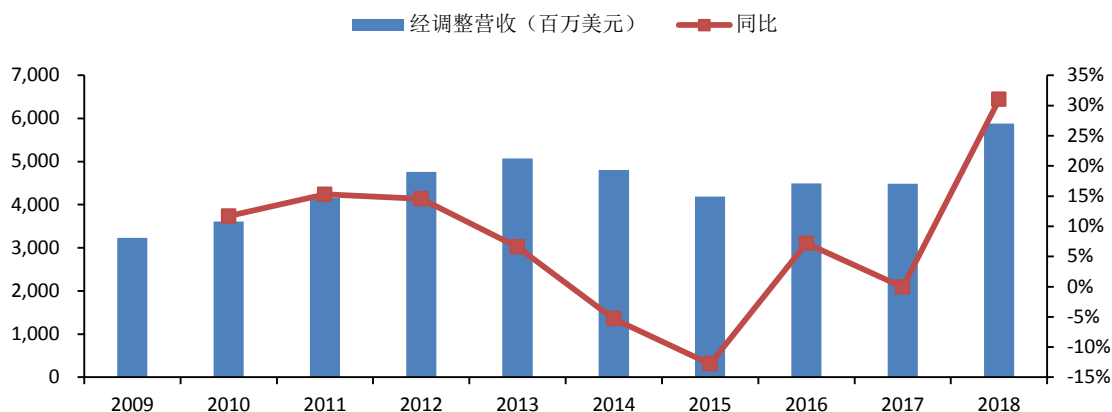
其次，Coach 在主攻手袋、配饰的同时，进一步发展成衣、鞋履等多品类。更丰富的产品线意味着更大的市场空间，而与手袋相同价位的成衣系列则有助于提升品牌的层级。

第三，逐步改进产品、店铺和市场营销模式，减少折扣，推出定价更高的产品系列，如定价万元上下的“Coach 1941”高端系列，并携此系列参加纽约时装周发布展示，营销方式朝奢侈品牌靠拢；进行门店的整合与优化，2015 年起开始关停部分店铺，尤其是工厂直销店，并对门店形象进行翻新，门店从桃木色基调转为简洁的白色基调，增添现代感和高端感。

第四，外延收购，拓展多品牌。2015 年 5 月，Coach 公司斥资 5.3 亿美元收购奢侈鞋履品牌 Stuart Weitzman，既打开了在高端鞋履领域的产品线，又连带提升了公司整体在消费者心目中的档次。2017 年 7 月，公司完成了对知名轻奢品牌 Kate Spade 的收购。据 Coach 估计，两大品牌之间仅有约 10% 的消费者重叠。我们认为，此次收购有助于实现品牌间的定位互补与资源整合，借助 Kate Spade 在年轻消费群体中的高知名度，Coach 品牌有望引入更年轻的消费客群，而 Coach 公司拥有的在全球开设经营专卖店和在国际市场建设品牌的丰富经验，以及一流的供应链，能够助力 Kate Spade 释放在全球范围内的增长潜力。

经历了上述调整转型后，Tapestry 公司的业绩在 2018 财年迎来回升，2018 年经调整营收达到 58.80 亿美元，同比增长 31.0%，其中 Coach 品牌营业收入达 42.22 亿美元，同比增长 2.6%，占总营收的比重达 71.80%；Kate Spade 品牌营业收入达 12.85 亿美元，占比为 21.85%；Stuart Weitzman 品牌营业收入达 3.74 亿美元，占比为 6.36%。

图 21: Tapestry 公司各财年经调整营收



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院 (注: Tapestry 公司每财年截止日期为每年 6 月 30 日)

在两次宣布收购消息之后, Coach 公司 (即 Tapestry 公司) 市值均有上涨, 我们认为体现了市场对公司多品牌路线的看好。

图 22: 2008 年以来 Tapestry 公司市值表现



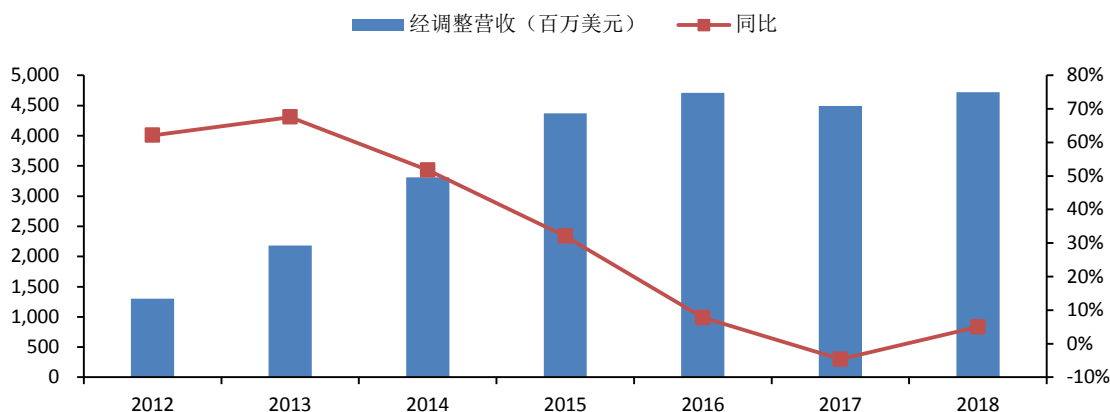
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院 (注: 数据截至 2018 年 8 月 24 日)

## (二) Michael Kors: 注重年轻群体, 深耕社交网络

Michael Kors 创立于 1981 年, 是典型的轻奢品牌, 由世界知名的奢侈饰品和成衣设计师 Michael Kors 设立, 总部位于纽约, 产品涵盖女士系列、男士系列、手袋、鞋履、配饰和礼品等。品牌致力于为消费者提供兼具精致与随性、经典与摩登的奢侈生活方式体验。

2017 年 7 月, Michael Kors 宣布以 12 亿美元的价格收购英国奢侈鞋履品牌 Jimmy Choo, 开始布局多品牌。2018 财年 (截至 2018 年 3 月 31 日) Michael Kors 公司销售额为 47.19 亿美元, 同比增长 5.00%, 其中 Jimmy Choo 销售额为 2.23 亿美元; 公司毛利达 28.59 亿美元, 同比增长 7.44%。从地域来看, 美国地区全年销售额为 30.33 亿美元, 同比下滑 3.42%; EMEA 地区 (Europe, Middle East and Africa, 即欧洲、中东、非洲地区) 销售额为 10.93 美元, 同比上涨 15.76%; 亚洲市场发展迅速, 销售额同比上涨 44.88% 至 5.93 亿美元。

图 23: Michael Kors 公司各财年经调整营收



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院 (注: Michael Kors 集团每财年截止日期为每年 3 月 31 日)

在宣布收购 Jimmy Choo 后, Michael Kors 市值呈持续上升趋势。

图 24: 2011 年上市以来 Michael Kors 公司市值表现



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院 (注: 数据截至 2018 年 8 月 24 日)

除了布局新品牌以外, Michael Kors 的宣传路径亦值得借鉴。随着“千禧一代”逐渐成为消费主力, Michael Kors 开始重点关注、研究年轻人的喜好, 尤其擅长借助社交媒体打造品牌形象。以在中国的营销为例, 过去几年中, Michael Kors 围绕年轻一代的生活形态, 举办了多场线上线下联动的活动, 如 Jet Set 概念时装秀、The Walk 抖音挑战赛等, 吸引年轻消费者关注品牌。

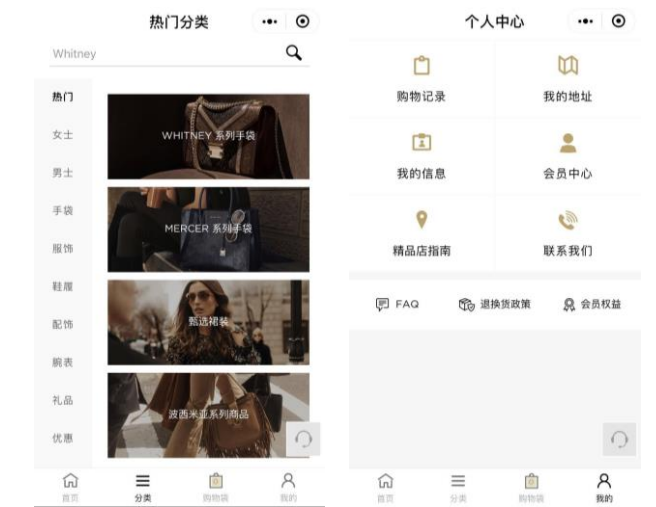
2017 年 8 月, Michael Kors 宣布与支付宝花呗信用账户合作, 中国消费者可以用花呗分期的方式购买产品, 甚至提前预订限量产品。2018 年 7 月, Michael Kors 正式上线了奢侈品行业内首个由品牌自主打造的、拥有全商品类目的电商小程序 MICHAEL KORS, 消费者可以通过小程序直接购买产品, 购物流程方便快捷。

作为国内使用广泛的社交、支付软件, 微信、抖音、支付宝拥有庞大的用户基础, 对于品牌来说意味着丰富的潜在客群, 有助于拓展目标用户和增强品牌忠诚度。



**图 25: Michael Kors 与支付宝花呗合作**


资料来源：民生证券研究院整理

**图 26: Michael Kors 微信小程序界面**


资料来源：微信，民生证券研究院

2017年9月，Michael Kors 宣布杨幂为其全球首位品牌代言人。杨幂在微博上拥有7,000多万“粉丝”，是当下最热门的社交媒体“流量明星”之一，穿搭风格常被年轻女性效仿。我们认为此举有效增强了品牌的知名度和影响力，进而助力业绩提升：签约杨幂后，2018财年第三季度（2017年9-12月）Michael Kors 亚洲地区收入迅速增长，增速达42.83%，高于北美地区的-3.78%和 EMEA 地区的 29.76%。

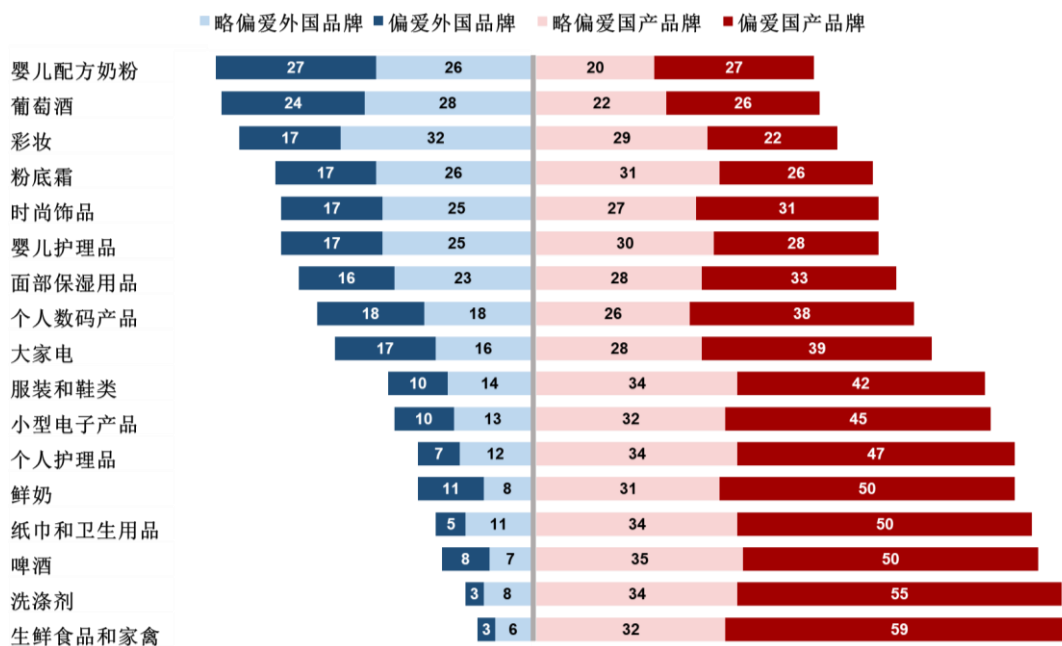
我们认为，国内中高端服装服饰企业或可借鉴 Tapestry 和 Michael Kors 两大轻奢集团的成长经验，发展多品牌、明确品牌定位，满足消费者的差异化需求，并发挥各品牌间的协同效应，强化集团整体知名度和影响力，进而扩大市场份额。同时还可通过社交媒体、明星代言等宣传方式塑造优质的品牌形象，并增强与目标消费群体的互动，增加客户粘性和品牌忠诚度，提升品牌力。

### 三、国内中高端时尚集团：布局轻奢领域，强化竞争优势

#### （一）版型设计、渠道布局占优，国产服装品牌受青睐

随着国内时尚行业的不断成长，消费者对本土时尚品牌的关注和评价均有所上升。麦肯锡《2017中国消费者报告》显示，对于大多数消费品类，国内消费者青睐国产品牌胜过国外品牌，在服装和鞋类领域，约有76%的消费者更偏爱本土品牌。

图 27：中国消费者品牌认知

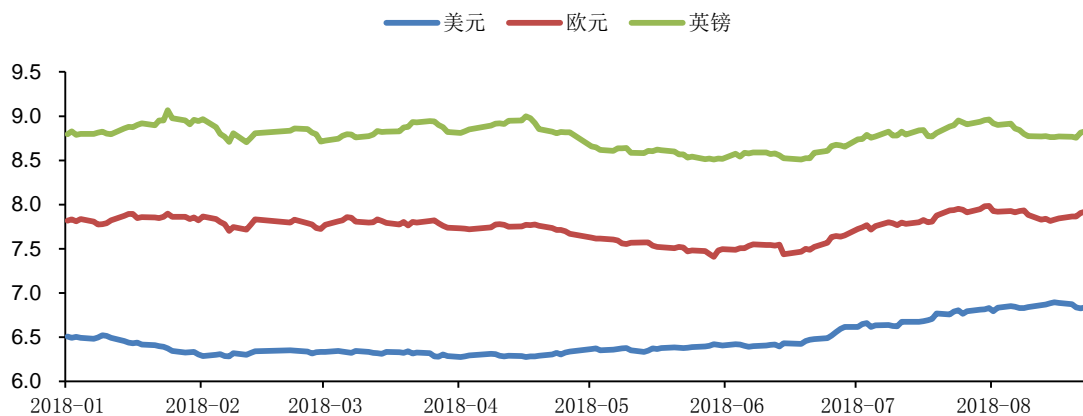


资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

根据阿里研究院的《中国消费品牌发展报告》，2017 年线上高端市场国产品牌占有率同比提升 3.6 个百分点，近三年销售额年复合增长率为 51.3%。在阿里巴巴零售平台共计 16 个大类的消费品中，2017 年国产品牌市场占有率超过 71%，其中，服装和箱包配饰属于本土品牌市场份额占比超过 60% 的“市场占有率良好”品类。我们认为，本土服装企业可以从国人的身型与审美偏好出发，提高在版型裁剪、设计风格等方面的竞争优势，提升顾客对品牌的认知度和粘性，渠道布局的优势也有助于本土品牌抢占更大市场份额。

此外，年中以来人民币呈贬值趋势。我们认为人民币贬值会带来消费者海淘国外轻奢品牌成本的提高，本土中高端服装品牌竞争优势或上升。

图 28：今年年初以来美元、欧元、英镑兑人民币即期汇率



资料来源：Wind，民生证券研究院（注：数据截至 2018 年 8 月 24 日）

## （二）发力海外收购，本土企业积极拓展轻奢领域

近年来国内纺织服装企业频频发力海外收购，且尤其青睐轻奢定位的品牌。例如，山东如意集团在过去几年中频繁收购海外高端时尚品牌：2016 年收购旗下拥有 Sandro、Maje 和 Claudie Pierlot 等轻奢服饰品牌的法国轻奢集团 SMCP SAS 82% 股权；2017 年收购英国风衣品牌 Aquascutum，同年控股汇集 Cerruti1881、Kent&Curwen、Gieves&Hawkes、D'Urban 和 Hardy Amies 五大男士服装品牌的香港利丰集团旗下高档男装零售商利邦控股；2018 年收购瑞士奢侈品公司 Bally International AG 70% 股权。除山东如意外，歌力思也通过持续的收购动作，获得美国轻奢潮牌 Ed Hardy 品牌在中国内地的所有权、法国轻奢时装品牌 IRO 公司控股、Vivienne Tam 中国大陆地区所有权；男装巨头七匹狼则收购了 Karl Lagerfeld 大中华控股公司 80.1% 股权，获得品牌大中华地区商标使用权。收购轻奢潮牌已成为国内服装企业布局多品牌集团、扩大业务版图的重要手段之一。

表 1：近三年部分本土服装企业在轻奢领域的重要收购动作

时间	主体企业	收购标的	收购金额
2016	山东如意毛纺集团有限责任公司	收购法国轻奢集团 SMCP SAS 82% 的股权，后者旗下拥有轻奢服饰品牌 Sandro、Maje 和 Claudie Pierlot	10.4 亿欧元 (约合 80.29 亿人民币)
2016	深圳歌力思服饰股份有限公司	收购唐利国际 80% 股权，取得美国轻奢潮牌 Ed Hardy 品牌在中国内地的所有权	2.97 亿人民币
2016	深圳歌力思服饰股份有限公司	收购深圳前海上林投资管理有限公司 65% 股权，间接控股 IRO SAS 公司，IRO SAS 持有 IRO 品牌所有权及相关资产	7,900 万人民币
2017	深圳歌力思服饰股份有限公司	再次收购 Ed Hardy 运作方唐利国际 10% 股权	1.54 亿人民币
2017	深圳歌力思服饰股份有限公司	收购 Vivienne Tam 75% 股权，拥有品牌在中国大陆地区的所有权	3,700 万人民币
2017	福建七匹狼实业股份有限公司	收购 Karl Lagerfeld 大中华控股公司 80.1% 股权，获得 Karl Lagerfeld 品牌大中华地区商标的永久的、不可撤销的、排他的、可再分发的商标使用权	2.4 亿人民币
2018	深圳歌力思服饰股份有限公司	向 IRO SAS 收购依诺时尚（深圳）服饰有限公司 80% 的股权及取得中国大陆地区代理权	120 万欧元
2018	山东如意国际时尚产业投资控股有限公司	收购瑞士奢侈品公司 Bally 70% 股权，拥有对 Bally 的单独控制权	--

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们认为，当下消费者获取品牌信息的渠道日益多元、便利，叠加教育水平和审美观念提升的影响，可能引起对单一品牌的忠诚度下降，单一品牌或存在风行一时后被淡忘的风险。而实施多品牌发展策略一方面能突破单一品牌销售瓶颈、扩大产品规模和消费群体范围，进而提高市场份额，另一方面可实现研发设计、品牌推广、渠道布局等方面的互补，规避单一品牌的运营风险。通过收购海外高端、轻奢品牌，本土服装集团能够丰富品牌矩阵，增强内部协同效应，提高抗风险能力，同时可以营造国际化品牌形象、提升品牌力，并有望开拓新盈利增长点。

## 四、投资建议

### （一）歌力思：打造高级时装集团，并购战略清晰

歌力思致力打造具有国际竞争力的高级时装品牌集团。自主品牌ELLASSAY创立于1996年，根据中华商业信息中心统计，ELLASSAY 高端女装在 2011-2017 年连续 8 年位列同类市场综合占有率前十位；先后收购德国轻奢高档女装品牌 LAUREL、美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy、法国轻奢设计师品牌 IRO 和美国设计师品牌 Vivienne Tam，持续丰富品牌矩阵，品牌设计风格多元、各具特色。其中 LAUREL、Ed Hardy、IRO 均为轻奢品牌。

表 2：歌力思品牌矩阵

品牌	客群定位	品牌定位	设计理念
	时尚、优雅、讲究生活品质的现代都市女性	高级女装品牌	追求独立与优雅的气质，为自信独立，聪颖智慧的都市女性塑造传统与现代结合的优雅形象
	严谨、积极、自信的女性	轻奢高端女装品牌	品牌宗旨为“see • feel • love（欣赏、感知、热爱）”
	注重独特与个性，热爱生活并希望创造不同的生活亮点的人群	轻奢潮流品牌	注入复古朋克元素及街头文化，以刺青艺术家 Don Ed Hardy 极富有感染力的刺青图腾为设计灵感
	时尚、个性的年轻人群	轻奢设计师品牌	以年轻创新、干练简洁的法式设计见称，多采用旧皮革、羊绒、丝绸等材料，打造出街头朋克风格与巴黎时尚灵感相结合的系列设计
	注重剪裁及设计的高品质女性客群	高端设计师品牌	以中国元素为创作灵感，通过时间、空间的转换将都市与古典，唯美与摩登完美融汇，寻求美国文化与中国元素结合上的突破

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

图 29：歌力思旗下品牌服装形象

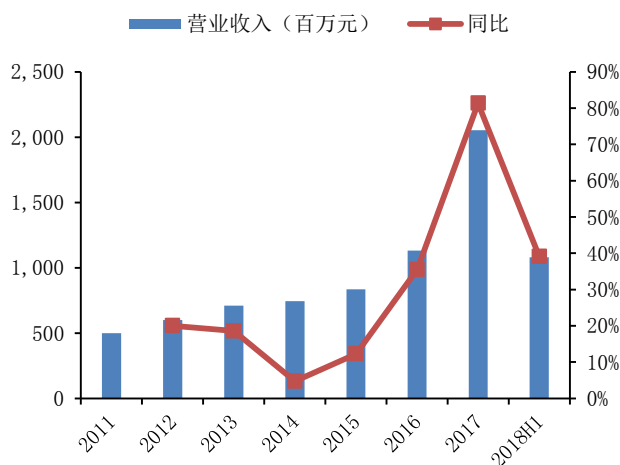


资料来源：民生证券研究院整理

在内生增长、外延发展及多品牌协同效应的加持下，歌力思业绩持续提升，2018 年上半年实现营业收入 10.81 亿元，同比增长 39.15%；归母净利润 1.61 亿元，同比增长 32.28%。

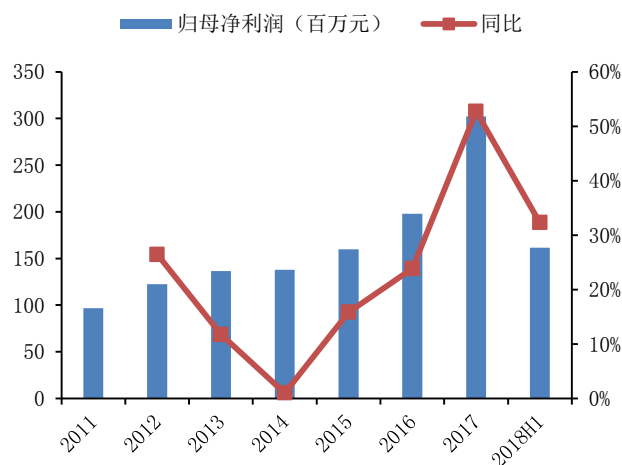


图 30: 歌力思营业收入持续增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

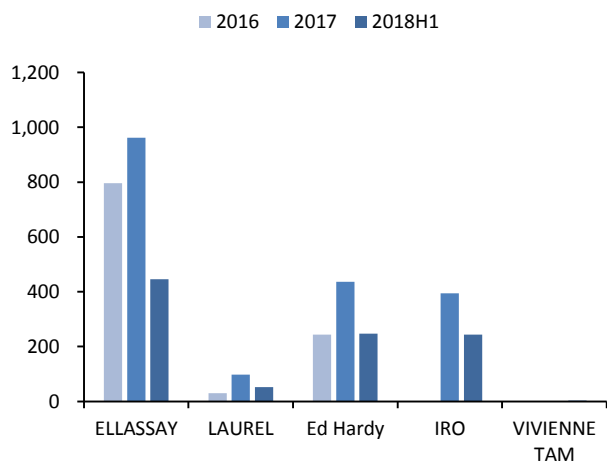
图 31: 歌力思归母净利润持续增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

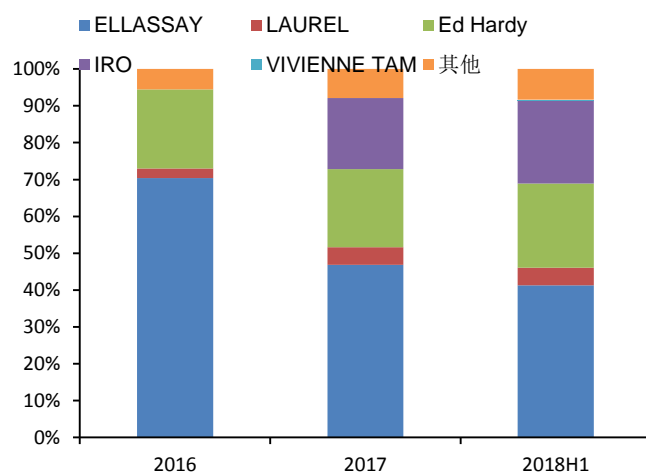
上半年各品牌收入均实现增长: 1) 主品牌 ELLASSAY 稳步发展, 实现收入 4.46 亿元, 同比增长 14.87%, 占总营业收入的 41.25%; 月店均销售额同比+10.30%, 其中直营店月店均销售额同比+14.72%, 直营店同期同店单店销售收入同比+8.49%。2) Laurel 收入为 5,225.32 万元, 同比增长 26.81%, 占总营收的 4.83%; 终端单店销售快速提升。3) Ed Hardy 及 Ed Hardy X 收入为 2.47 亿元, 同比增长 26.42%, 占总营收的 22.83%。4) IRO 去年 4 月并表, 今年上半年实现收入 2.44 亿元, 同比增长 150.79%, 占总营收的 22.52%。5) VIVIENNE TAM 去年 11 月并表, 今年上半年贡献收入 267.20 万元, 占总营收的 0.25%。

图 32: 歌力思旗下各主要品牌营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 33: 各品牌营业收入占歌力思营业收入的比例



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

各品牌在渠道开发、营销推广、产品企划、供应链管理等诸多方面具有协同效应。例如, 渠道方面, 各品牌可相互介绍资源, 而多品牌集合谈判也有利于获取更好的开店条件; 营销方面, 品牌各自拥有发展过程中形成的推广和运营经验, 各品牌间的资源共享和经验借鉴有



助于提升歌力思公司整体的影响力。此外，歌力思持有百秋网络 75% 股权，后者的全资子公司百秋电商专业从事品牌电子商务代运营业务，在运营国际时尚品牌方面拥有成熟的渠道整合、推广营销、店铺运营、仓储物流和 IT 解决方案等服务经验，有助于歌力思旗下各品牌的线上运营，同时有望助集团对接更多国际品牌资源、发掘合作机会。

## （二）安正时尚：内生外延协同发展，品牌力不断提升

安正时尚是国内领先的中高端时装集团之一，在专注发展自主品牌的同时积极推进外延扩张，相继创立“玖姿”、“尹默”、“安正”三大中高档时装品牌，2014 年收购“摩萨克”、“斐娜晨”两大新兴时装品牌，并于 2017 年创立“安娜蔻”互联网电商女装品牌。各品牌定位互补、梯度分明，有效覆盖差异化细分市场。

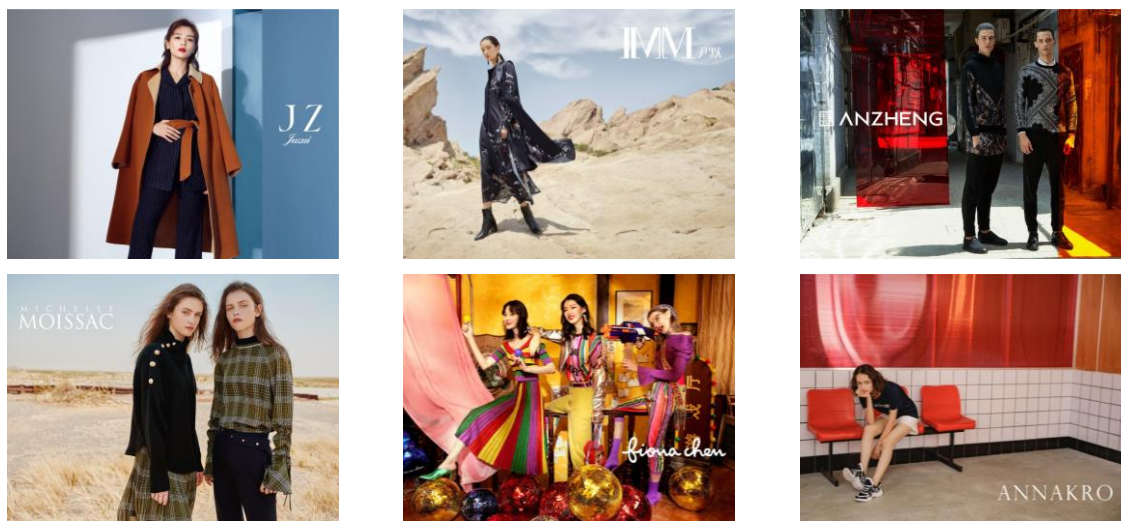
表 3：安正时尚品牌矩阵

品牌	客群定位	品牌调性	品牌定位	设计理念
	35-45 岁 都市白领女性	自信、优雅、女人味	中高端女装	遵循优雅、大气、经典、时尚的设计理念，运用优质上等的面料、精致的细节装饰、优雅的色彩和图案，加上时尚的设计和巧妙的剪裁，勾勒出女性的线条美感
	28-35 岁 都市白领女性	独立、知性、时尚	高端女装	以独树一帜的“IMMist 素人”的时尚艺术语言传达出品牌特有的设计风格。通过对服装线条和块面进行解构，结合个性的面料和原创花型，探索一衣多穿的概念
	25-40 岁 都市精英	时尚、商务、品质	高端男装	将东方文明的气韵与西方艺术手法自然融进产品创作中，倡导“融汇中西、贯通古今”的设计理念，丰富的中国古代元素运用是产品的亮点之一
	25-35 岁	自然、美好、简约	中高端女装	秉承自由随性的态度，充满灵气又精致浪漫的细节设计。轻纱上的花卉图案、飘逸的衣衫线条，精致运用的蕾丝钩花，加之合身剪裁及华美的整体搭配，散发出清新优雅的法式风尚
	25-35 岁	玩味、当代、精致	中高端时装	将对当代艺术与街头风格的欣赏，运用在色彩、图案的创作中，以舒适大胆的色彩组合，剪裁上的幽默，图案的趣味表达，带来一种值得玩味的效果
	20-35 岁 互联网中高端用户	乐活、都市、摩登	中高端 互联网女装	紧跟国际流行趋势，满足互联网消费者对于高性价比产品的需求

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

安正时尚旗下各品牌实行独立的产品研发，设计风格精细化，积极聘请国内外知名设计师，以做到紧随时尚风向变化的同时推进品牌形象国际化。集团聘请了法国 Françoise Onillon 女士担任公司艺术总监，对旗下各品牌的终端形象进行国际化升级，安正男装品牌也聘请了日本著名设计师久保嘉男担任创意总监。今年 2 月，玖姿在米兰时装周发布了 2018 秋冬新品，迈出品牌国际化的重要一步。轻奢定位的设计师品牌斐娜晨在上海举行了 2018 秋冬新品发布会，知名度进一步扩大。此外，集团不断加强在时尚刊物和网站、微信、微博等各类媒体上的品牌推广，尝试影视剧植入，举办线下沙龙、小型服装艺术展等活动，借助丰富的营销手段传播品牌文化，持续提升品牌影响力。

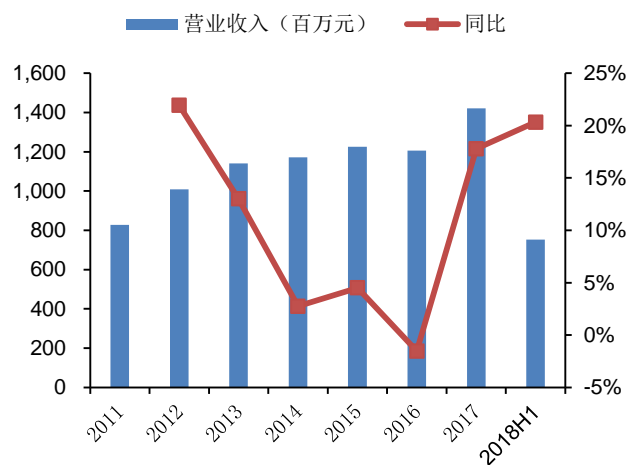
图 34：安正时尚旗下品牌服装形象



资料来源：公司公告，民生证券研究院

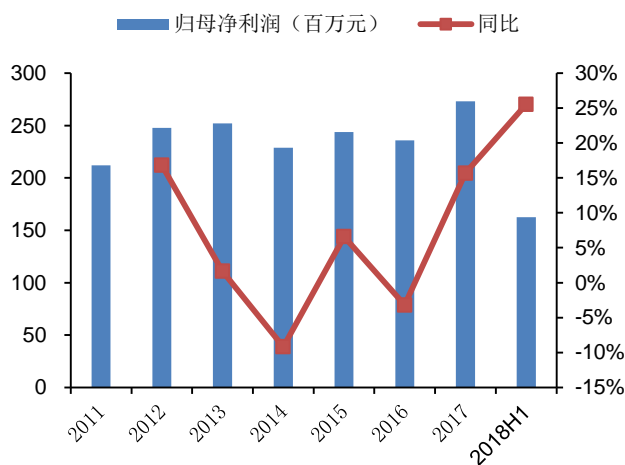
2018 年上半年安正时尚实现营业收入 7.52 亿元，同比增长 20.33%，归母净利润 1.62 亿元，同比增长 25.56%，业绩保持稳步提升。

图 35：2017 年以来安正时尚营业收入稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 36：2017 年以来安正时尚归母净利润稳步增长

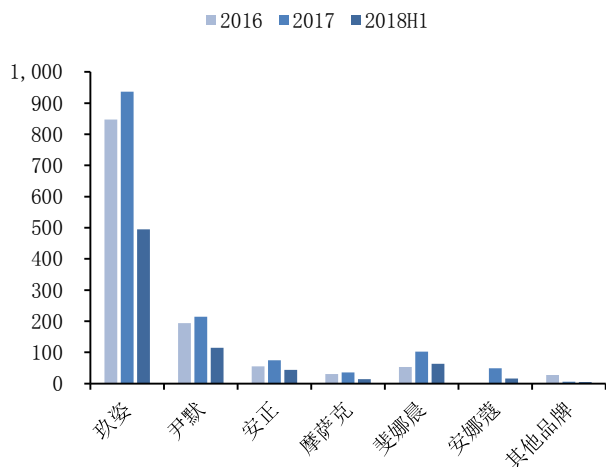


资料来源：公司公告，民生证券研究院

分品牌来看，主品牌玫姿收入增长较快，2018 年上半年同比提升 27%，贡献总营业收入的 65.86%。其他品牌逐步成长，上半年尹默收入占比 15.32%，安正占比 5.87%，安娜蔻、摩萨克分别占比 2.07%、1.82%。值得强调的是，定位轻奢的设计师品牌斐娜晨近年来营收高速增长，2017 年和 2018 年上半年增速分别高达 92%、57%，占总营业收入的比例从 2016 年的 4.41% 升至 2018 年上半年的 8.42%。我们认为，斐娜晨品牌风格独特、具有辨识度、彰显个性，在产品的设计、价格定位、购物中心渠道布局等方面迎合了当下年轻消费者的偏好。此外，安正时尚还将其全资子公司斐娜晨服饰合计 35% 股权转让给品牌研发兼设计负责人陈静静、总经理黄永强，实现品牌发展目标与设计师、管理经营者利益的高度一致，有助于激发

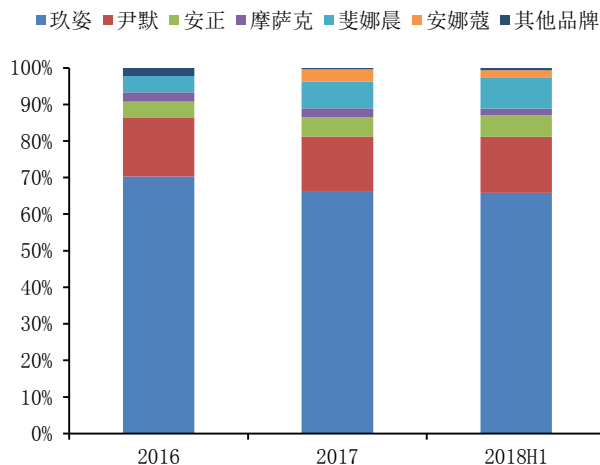
设计师的创造性，并促进管理经营者将品牌做大做强。伴随品牌内生增长和协同效应显现，未来安正时尚业绩有望持续提升。

图 37: 安正时尚旗下各品牌营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 38: 各品牌营业收入占安正时尚营业收入的比例



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

综上, 我们认为, 居民收入水平的不断提高将促进消费升级, 兼具品质与格调的中高端服装有望受到更多消费者的青睐。另一方面, 随着更追求时尚个性的年轻群体逐渐成为新的消费主力军, 紧跟潮流、价位适中的轻奢品牌迎来广阔成长空间。个股方面, 我们推荐旗下拥有丰富的中高端/轻奢品牌, 通过差异化定位覆盖不同细分市场, 未来市场份额有望进一步扩大的歌力思、安正时尚。

### 盈利预测与财务指标

重点公司	现价 8月24日	EPS (元)			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
歌力思	17.41	0.90	1.12	1.37	19.4	15.6	12.7	推荐
安正时尚	13.57	0.94	0.89	1.16	14.4	15.3	11.7	推荐

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 五、风险提示

宏观经济下行导致消费低迷; 线上业务增速低于预期。

## 插图目录

图 1: 我国居民人均可支配收入稳步增长.....	3
图 2: 最终消费支出对 GDP 增长贡献率逐步上升.....	3
图 3: 2015 年以来居民人均消费支出同比保持在 6% 以上.....	3
图 4: 2017Q2 以来居民人均衣着消费支出回暖.....	3
图 5: 2015-2017 年超过 30% 的天猫国际消费者提升了消费档次.....	4
图 6: 2011 年初-2018 年 7 月末“轻奢”关键词搜索热度.....	5
图 7: 部分知名时尚品牌分类.....	5
图 8: 轻奢市场发展进程.....	6
图 9: 2017 年中国消费者贡献了全球奢侈品市场的 32%.....	6
图 10: 法国、美国女装各品类市场规模及年复合增长率.....	7
图 11: “新二代”的外形支出.....	7
图 12: 2015 年 20-49 岁人群占我国总人口近半.....	8
图 13: 2018 年 7 月关注“轻奢”关键词的人群年龄分布.....	8
图 14: “千禧一代”奢侈品购买行为.....	8
图 15: “千禧一代”购买奢侈品时提及最多的关键词.....	9
图 16: “千禧一代”奢侈品购买多半遵从自我想法.....	9
图 17: 国内网上零售 B2C 市场交易规模持续增长.....	9
图 18: 国内服装网购市场规模持续增长.....	9
图 19: 1999-2018 财年 Coach 品牌经调整营业收入与营业利润.....	10
图 20: 2009-2017 财年 Coach 工厂直销店数量与占门店总数的比例.....	11
图 21: Tapestry 公司各财年经调整营收.....	12
图 22: 2008 年以来 Tapestry 公司市值表现.....	12
图 23: Michael Kors 公司各财年经调整营收.....	13
图 24: 2011 年上市以来 Michael Kors 公司市值表现.....	13
图 25: Michael Kors 与支付宝花呗合作.....	14
图 26: Michael Kors 微信小程序界面.....	14
图 27: 中国消费者品牌认知.....	15
图 28: 今年年初以来美元、欧元、英镑兑人民币即期汇率.....	15
图 29: 歌力思旗下品牌服装形象.....	17
图 30: 歌力思营业收入持续增长.....	18
图 31: 歌力思归母净利润持续增长.....	18
图 32: 歌力思旗下各主要品牌营业收入 (百万元).....	18
图 33: 各品牌营业收入占歌力思营业收入的比例.....	18
图 34: 安正时尚旗下品牌服装形象.....	20
图 35: 2017 年以来安正时尚营业收入稳步增长.....	20
图 36: 2017 年以来安正时尚归母净利润稳步增长.....	20
图 37: 安正时尚旗下各品牌营业收入 (百万元).....	21
图 38: 各品牌营业收入占安正时尚营业收入的比例.....	21

## 表格目录

表 1: 近三年部分本土服装企业在轻奢领域的重要收购动作.....	16
表 2: 歌力思品牌矩阵.....	17
表 3: 安正时尚品牌矩阵.....	19

## 分析师简介

**李奇琦**，民生证券纺织服装方向负责人。中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，曾负责商贸零售领域研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000



## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。