

2019-8-18

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

纺织品、服装与奢侈品行业

潮牌是否是一门好生意？

报告要点

■ 本周专题

年轻消费群体自我意识的觉醒，KOL 的示范效应及社交媒体的迅速传播等，正在带动潮牌从小众走向大众，渗透率持续提升；同时，以天猫为代表的电商平台，通过“新国货计划”，基于数字化、年轻化赋能，加速国潮崛起，中国风逐渐成为与嘻哈风相匹敌的小众服装风格。我们估算，我国潮流消费市场总规模在 3000 亿左右，且该市场仍保持快速增长趋势；相比于传统品牌服装，潮牌表现出男性占比较高，资深玩家高忠诚度等差异化的特征。

通过对比代表性潮牌，存续时间、收入规模、店铺数量等均存在显著分化。我们判断，品牌创始人/主理人精力分散及变动、受众群有限且易受潮流趋势变化影响、商业化运作能力弱等致多数潮牌表现出收入规模有限、生命周期短的特征，而 Vans、adidas originals 等品牌的成功拓展，则验证了潮牌这一小众品类的规模广阔，可以作为一门好生意进行运营。我们认为，潮牌运作的核心在于：**品牌背后的文化内涵（如滑板、涂鸦、原宿、中国传统文化等）所能覆盖到的人群数量是品牌运营的基础，而品牌的价格定位、渠道扩张、品类扩张、精细化管理等能力是品牌能够做多以及持续多久**的关键。运动品牌天然具备做潮牌衍生的基因及传统，其以滑板、街舞、冲浪等为内涵的街头运动时尚风格受众人群更广，规模天花板更高。看好运动品牌顺应行业趋势进行潮牌延伸，集团化运营能力有望实现有效助力，**建议重点关注安踏体育、李宁。**

■ 行业观点

19 年 7 月，限额以上服装鞋帽类零售额当月同比增长 2.9%，环比 6 月下滑 2.3pct，预计主要系 7 月为服装消费淡季背景下，天气不佳及周末天数减少等因素致零售承压影响。电商渠道或受电商 618 促销提前透支部分消费需求影响，增速及占比亦环比出现下降。我们认为 7-8 月为传统零售淡季，零售波动对业绩影响不大，无需过分担忧。“总量平稳，结构分化”仍将是服装的主要趋势，维持优质服装公司 19 年业绩有望“前低后高”的判断，服装公司回调后估值已至历史底部，建议增加底部配置，静待业绩拐点。优选精炼内功、持续进化的龙头个股：**森马服饰、比音勒芬和歌力思**，高景气运动行业龙头**安踏体育和李宁**，建议关注**海澜之家和太平鸟**。同时，持续重点推荐布局高景气电商赛道，马太效应背景下龙头地位愈发强化的**南极电商，开润股份**。制造层面关注出口型纺企估值修复，关注**申洲国际、健盛集团**。

■ 行情回顾

本周，纺织服装板块上涨 0.88%，跑输沪深 300 指数 1.24pct，排名第 21。

风险提示： 1、终端零售环境恶化及竞争环境加剧的风险；2、原材料价格大幅波动的风险。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518120001

联系人 范子盼

☎ (8621) 61118735

✉ fanzp1993@163.com

相关研究

《人民币汇率破“7”，再谈汇率波动对纺企影响》
2019-8-11

《AH 股比较：纺服企业估值怎么给？》2019-8-4

《服装家纺板块复盘：走向分化》2019-7-28

目录

潮牌是否是一门好生意?	3
潮牌渗透率提升, 年轻化赋能加速国潮崛起	3
潮牌市场规模超千亿, 消费特征显差异化	5
品牌分化显著, 文化内涵是基础, 精细化运营是关键	6
行业观点	8

图表目录

图 1: 一般潮牌运作模式	3
图 2: 2018Q2 潮流品牌搜索热度指数达到 2015Q1 的 4 倍多	4
图 3: 2017 年潮流品牌 VS 非潮流品牌市场规模增速对比	4
图 4: 毒 APP 下载量在 2017 年后显著提升	4
图 5: 2017 年, supreme 的百度搜索指数同比大增 126%	4
图 6: 天猫推动了众多中国国产品牌的跨界联合	4
图 7: 嘻哈风和中国风是搜索热度最高的两大小众风格	5
图 8: 部分老字号品牌的 95 后粉丝占比超过国际大牌	5
图 9: 18-25 岁的人群是潮牌消费的主力群体	5
图 10: 潮牌消费中男性占比显著高于非潮牌, 且维持稳步提升	5
图 11: 潮牌消费中鞋履占比高于服装	6
图 12: 潮牌消费 TOP10% 的用户贡献了 48% 的销售额	6
图 13: 代表性潮牌收入规模	6
图 14: 代表性潮牌中国区门店数量	6
图 15: VANS 品牌 2018 年全球实现营业收入接近 34 亿美元, 同比增长 24%	7
图 16: 运动品牌天然具备做大众化潮牌的基因	8
图 17: FILA fusion 与多个潮流时尚品牌进行跨界联名	8

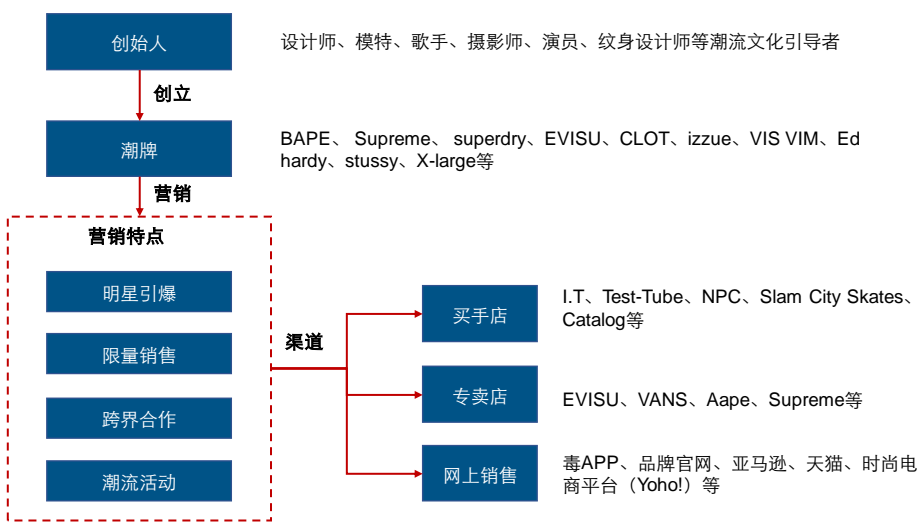
潮牌是否是一门好生意？

从李宁的“中国李宁”系列，FILA 延伸副牌 fila fusion，再到产品全面潮化的“太平鸟”、驱动歌力思增长的重要引擎“Ed hardy”，越来越多的品牌服装公司通过产品风格调整、并购、产品系列延伸等布局潮牌市场，侧面验证了潮牌市场的火热。但很多潮牌表现出生命周期短，规模天花板明显等特征，市场关于潮牌是否是一门好生意存在质疑。本周，我们希望通过对于潮牌的发展趋势、市场规模、人群特征、核心竞争要素等分析，以解答潮牌是否是一门好生意？

潮牌渗透率提升，年轻化赋能加速国潮崛起

潮牌一般融合多种街头文化元素，如 hip-hop，滑板、极限运动、涂鸦等，潮牌服饰大多造型简单、剪裁独到、印染夸张的图案或文字、个性张扬，大多出自年轻的服装设计师之手，以设计多元，想象丰富，特立独行等特征为标签。潮牌一般由一些带有明显个人特征、某种潮流文化的重度爱好者所创立，出身以设计师、模特、歌手、摄影师、演员、纹身设计师等艺术工作者居多。潮牌的营销方式一般采取向部分明星发放，引起潮流趋势，再将少量产品限量发售，进行饥饿营销。跨界合作、邀请明星站台、潮流人物举行活动等也是惯用的营销方式。在销售渠道方面，包括有买手店，如 I.T、Test-Tube、NPC、Slam City Skates、Catalog 等，品牌专卖店、网店等。

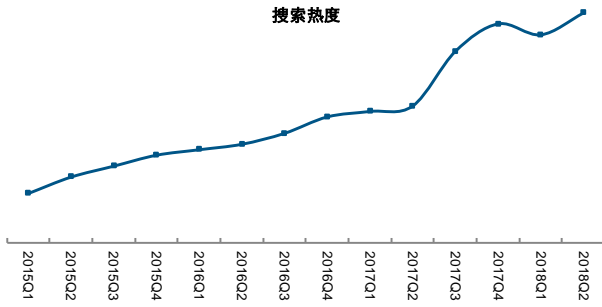
图 1：一般潮牌运作模式



资料来源：公司官网，长江证券研究所

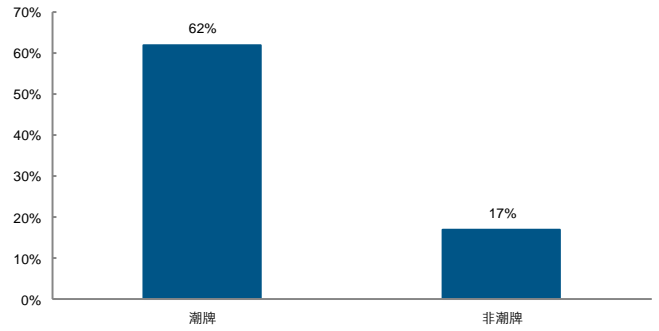
潮牌逐渐从小众走向大众，渗透率持续提升。伴随着年轻消费群体自我意识的觉醒，KOL 的示范效应，《中国有嘻哈》、《中国新说唱》、《这就是街舞》等热门网综的火热，社交媒体的快速传播等，都在带动潮牌在中国市场逐渐从小众走向大众，成为一股强有力的消费力量。根据阿里数据显示，2018Q2，潮流品牌搜索热度指数达到了 2015Q1 的 4 倍多，2018 年潮牌关键词年搜索量超过 3 亿次，潮牌商品成交金额增幅达到 185%。代表性潮牌 Supreme 百度搜索指数 2017 年出现翻倍增长；潮流电商平台毒 APP 的下载量在 17 年后也迎来快速增长，占据 APP Store 免费榜前 30，印证潮牌市场的火热。

图 2: 2018Q2 潮流品牌搜索热度指数达到 2015Q1 的 4 倍多



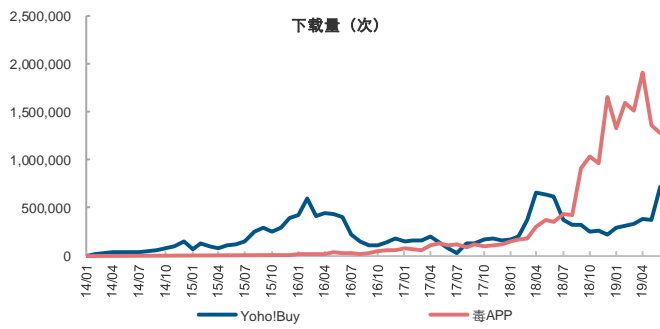
资料来源: CBNdata, 阿里数据, 长江证券研究所

图 3: 2017 年潮流品牌 VS 非潮流品牌市场规模增速对比



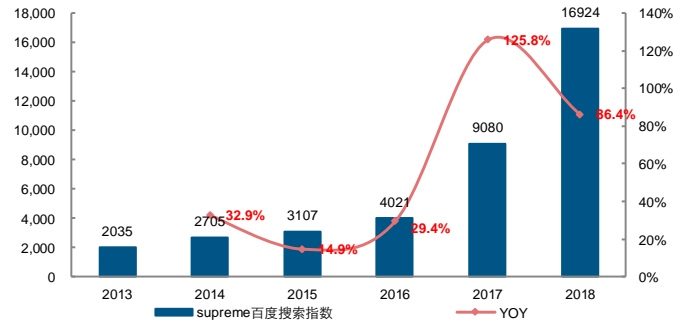
资料来源: 尼尔森, 长江证券研究所

图 4: 毒 APP 下载量在 2017 年后显著提升



资料来源: 各公司财报, 官网等, 长江证券研究所

图 5: 2017 年, supreme 的百度搜索指数同比大增 126%



资料来源: 百度地图, 官网等, 长江证券研究所

数字化、年轻化赋能, 加速国潮崛起。2018 年, 天猫与纽约时装周达成战略合作, 首次与中国日搭建独立秀场, 主打复古潮流的首秀品牌李宁一炮而红, 1000 多双走秀款球鞋 1 分钟内在天猫上售罄; 同时, 天猫促成了平台上大量中国品牌的跨界组合, 如周黑鸭 X 御泥坊的小辣物口红、泸州老窖 X 气味图书馆的桃花醉香水, RIO X 英雄的墨水鸡尾酒等, 创意化、年轻化的营销方式带动了一系列老字号品牌回春, 掀起了国内市场“国潮文化”的快速崛起。2018 年, 天猫老字号 IP 联名款商品销售增幅达到 44%, 包括谢馥春、美加净等国货品牌 95 后粉丝数量占比超过兰蔻、雅诗兰黛等国际大牌。

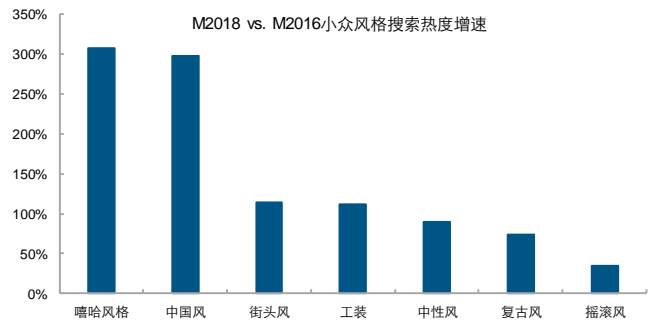
无论是品牌的跨界合作, 还是线下的国潮快闪店, 均是天猫“新国货计划”下的产物, 而“国潮来了/国潮行动”是“新国货计划”的王牌营销 IP。根据天猫新国货计划, 计划协助全国 1000 个产业集群全面数字化升级、创造 200 个年销售过 10 亿的国产品牌、帮助 200 个老字号年销售过亿等。通过数字化、年轻化赋能的方式帮助传统国货品牌升级, 效果开始逐渐体现, 国潮文化持续渗透值得期待。

图 6: 天猫推动了众多中国产品牌的跨界联合



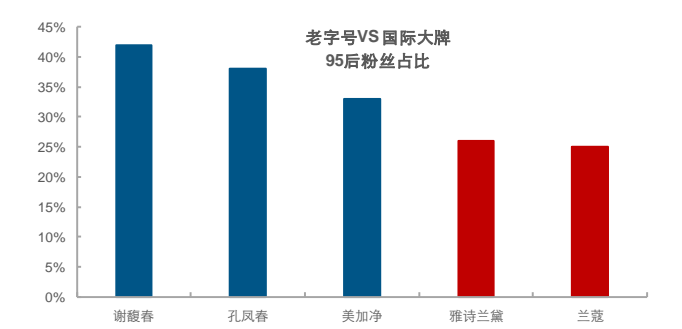
资料来源: 天猫, 长江证券研究所

图 7：嘻哈风和国风是搜索热度最高的两大小众风格



资料来源：CBNdata，长江证券研究所

图 8：部分老字号品牌的 95 后粉丝占比超过国际大牌



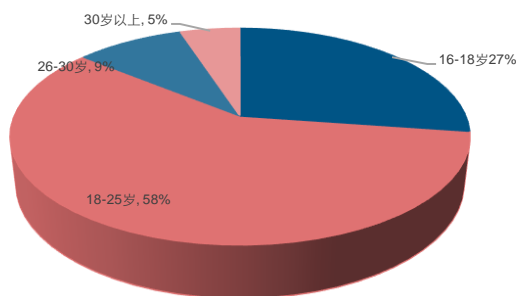
资料来源：天猫，长江证券研究所

潮牌市场规模超千亿，消费特征显差异化

根据 CBNdata X 毒 APP 联合推出的《2019 潮流消费洞察报告》显示，2018 年，淘系潮流消费人数较 2017 年增长近千万至 4-5 千万人，且人均消费金额在 2017 年已超过 1000 元，2018 年仍保持大幅提升趋势。在此基础上，我们按照 5000 万消费群体，1500 元/人/年的消费金额，阿里线上 80% 占比及 30% 的电商渗透率，估算 2018 年我国潮流消费市场总规模在 3000 亿元左右，且该市场仍保持快速增长趋势。

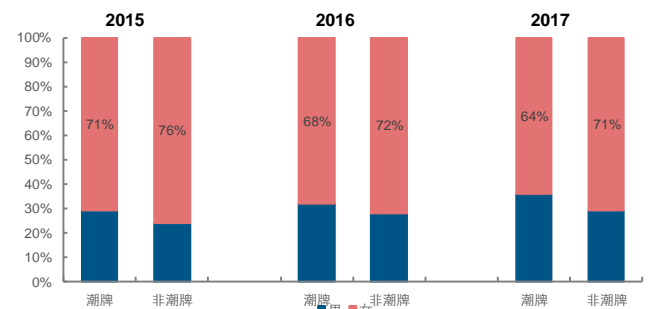
潮牌消费中男性占比较高，资深玩家高忠诚度。根据毒 APP 的数据显示，18-25 岁是潮牌消费的主力群体，占比达到 58%，人群也主要以男性群体为主。从消费的产品结构来看，鞋履占比高于服装，又以运动鞋、板鞋/帆布鞋为主，这或与毒 APP 定位正品球鞋专业鉴定论坛相关。根据尼尔森数据，亦表现出潮牌消费群体中男性占比显著高于非潮牌的特征，且男性群体占比维持稳步提升，潮男消费趋势看好。潮牌市场与传统鞋服市场的一大主要不同在于，部门购买力强且拥有极高忠诚度的资深潮流玩家贡献主要的销售额。尼尔森数据显示，2017 年，10% 的核心用户贡献了潮牌行业 48% 的销售额；而根据 CBNdata 数据显示，9% 的消费者年购买次数在 8 件以上，贡献 5 成左右消费金额，同时，年花费 5000 元以上的消费者人数较 2016 年增长 146%，其增速为 5000 元以下消费群体的 4 倍多，显示出高消费群体人数的增长显著更优。

图 9：18-25 岁的人群是潮牌消费的主力群体



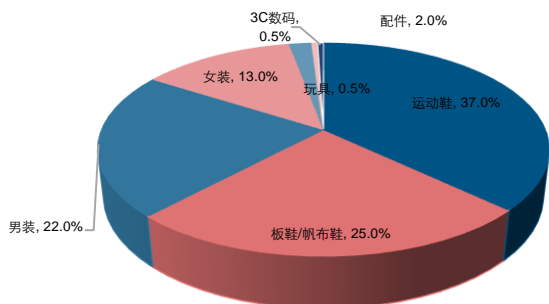
资料来源：CBNdata，毒 APP，长江证券研究所

图 10：潮牌消费中男性占比显著高于非潮牌，且维持稳步提升



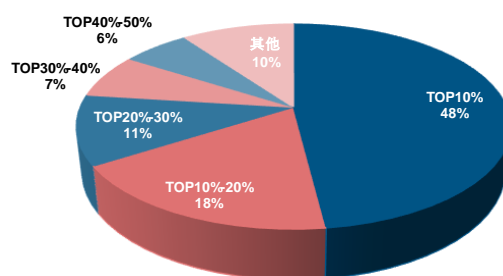
资料来源：尼尔森，长江证券研究所

图 11: 潮牌消费中鞋履占比高于服装



资料来源: CBNdata, 毒 APP, 长江证券研究所

图 12: 潮牌消费 TOP10%的用户贡献了 48%的销售额



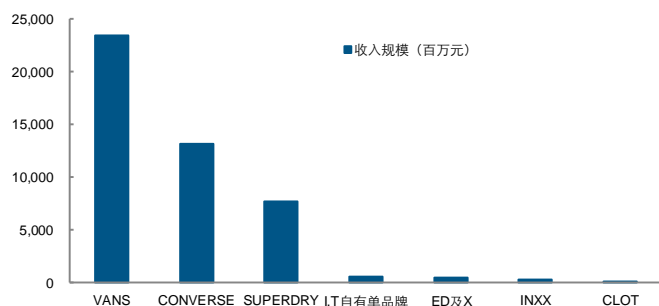
资料来源: 尼尔森, 长江证券研究所

品牌分化显著, 文化内涵是基础, 精细化运营是关键

代表性潮牌间存续时间及收入规模分化显著。1) 从品牌生命周期来看, HBA、OriginalFake 等品牌的存续期仅为 5-10 年, 而 Supreme、Stussy 等品牌存续时间超过 20 年。2) 从收入规模来看, 全球最大的单体潮牌, Vans 近两年仍保持快速增长, 2018 年全球收入规模达到近 34 亿美元 (~234 亿人民币); Converse 品牌 2018 年全球收入规模达到 19.06 亿美元 (~132 亿人民币); adidas 三叶草系列下的 Stan Smith、Superstar 等复古鞋型的更是 adidas 本轮复苏的重要推动, 占比也在持续提升; I.T 旗下拥有 9 个自有品牌, 估算平均收入规模超过 5 亿, 但大部分小众潮牌预计销售规模少于 1 亿, 品牌间分化明显。

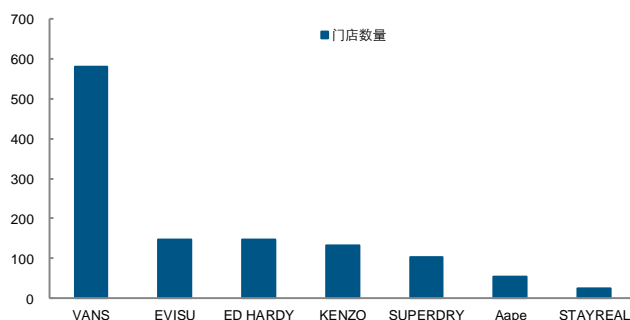
若仅以中国市场为例, 根据 Euromonitor 数据显示, 2018 年, Converse 及 Vans 零售额分别为 56.24 及 19.83 亿元, 而 Ed hardy 及 X 品牌 2018 年收入 4.98 亿元, 推算终端零售额预计接近 10 亿元。从门店数量来看, 根据百度地图/官网数据, adidas originals 国内店铺数量预计超过 1000 家, Vans 接近 600 家, EVISU、KENZO 等品牌店铺数量在 150 家左右, 但一些小众潮牌店铺数量则不足 50 家, 而 Supreme、Vetements 等顶级潮牌, 全球开店数量不超过 20 家, 国内目前尚未开店。

图 13: 代表性潮牌收入规模



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 长江证券研究所

图 14: 代表性潮牌中国区门店数量



资料来源: 百度地图、公司公告、公司官网等, 长江证券研究所

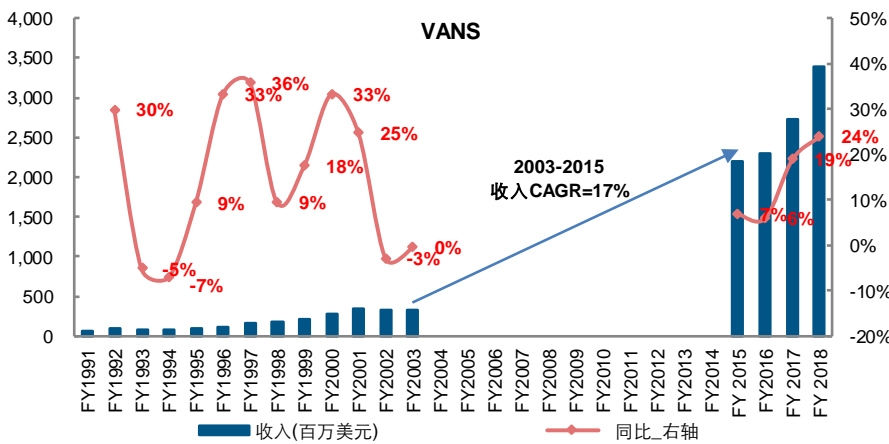
针对多数潮牌表现出的“收入规模有限、生命周期短”的特征, 我们分析主要原因体现在: 1) 潮牌创始人/主理人多为设计师、歌手、模特、摄影师、明星等, 拥有一定个人知名度, 相较于一般服装品牌更容易获得关注, 故可在发展初期实现较为高效的品牌传播, 但通常受困于主理人身兼数职, 并未将全部精力投入潮牌运营, 设计师或主理人

离职对品牌影响较大；2) 部分潮牌所定位的产品风格相对小众，产品加价率高，决定了品牌受众人群规模相对有限，且较容易受到潮流趋势波动影响；3) 潮牌相对擅长设计及品牌营销，但欠缺供应链、渠道等资源整合，商业化运作能力较弱。

但 Vans、Converse、adidas originals 等品牌的成功拓展，验证了潮牌这一小众品类规模上限及开店天花板均非常广阔，潮牌可以作为一门好生意进行运营。以 Vans 发展历程为例，其经历了“专业滑板鞋-产品潮化-多品类化失败-起死回生”四个阶段。三大关键因素助力品牌再现辉煌：1) 加入 VF 集团，在品牌营销、商业资源、渠道建设等方面升级，通过去专业化，使 Vans 品牌更聚焦于年轻人的亚文化；2) 新设计总监为品牌带来更多潮流元素，带领品牌向更潮、更个性、更年轻化的方向迈进，并开始大规模的跨界合作；3) 赞助美国最大、历史最久的巡回音乐节 Warped Tour，借助音乐节触达核心受众，并成为品牌重要的营销手段。参照 Vans 的发展历程，我们认为潮牌大众化的核心：1) 为品牌融入更多的潮流文化元素，拓宽品牌受众群；2) 集团化运作，提升商业运作，供应链管理、品牌经营管理及抗风险能力等；3) 与其他品牌进行联名设计、贴近年轻人的营销宣传方式，保持品牌的年轻化。

综上，我们认为，潮牌运作的核心体现在：品牌背后的文化内涵（如滑板、涂鸦、纹身、原宿、冲浪、音乐、传统文化等）所能覆盖到的人群数量是品牌运营的基础，而品牌的价格定位、渠道扩张、品类扩张、精细化管理等能力是品牌能够做多以及持续多久的关键。

图 15: VANS 品牌 2018 年全球实现营业收入接近 34 亿美元，同比增长 24%



资料来源：公司官网，长江证券研究所

运动品牌天然具备做潮牌衍生的基因，顺行业趋势，集团化运营有望实现有效扩张。从代表性体育运动公司来看，运动品牌具备做潮牌衍生的基因及传统，NIKE 旗下的 Air Jordan、Converse、adidas 旗下 originals（三叶草）、Champion、Vans 等均具备明显的潮牌特征，而且相比于一些亚文化（纹身、涂鸦、原宿等）的潮牌，运动品牌以滑板、街舞、冲浪等为内涵的“街头、复古、运动时尚风格”受众人群更广，规模天花板更高；同时，顺应运动行业当前时尚运动快速发展的潮流，衍生潮牌空间广阔。其中，安踏旗下 FILA 顺应潮流趋势于 2017 年下半年推出 fusion 品牌，目前已与 STAPLE、AAPE、D-Antidote、b+ab 等多个潮流时尚品牌进行联名，大大提升了品牌曝光度及在潮流圈的影响；同时，在安踏主品牌及 FILA 大货上练就的强销售及零售能力，也有望对 fusion 品牌形成较好的赋能。李宁顺应本轮国潮兴起的风潮，借助纽约时装周走秀一炮而红，

借力于时尚运动及篮球系列的复苏，推动业绩快速复苏。2019H1，包括中国李宁系列的运动时尚零售流水增长 54%，篮球品类增长 44%，时尚运动也超越篮球成为李宁的第一大品类，占比达到 29%。我们判断，运动高景气及运动时尚的发展趋势仍将延续，顺行业趋势，集团化运营的品牌有望实现有效扩张，建议重点关注安踏体育、李宁。

图 16：运动品牌天然具备做大众化潮牌的基因



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 17：FILA fusion 与多个潮流时尚品牌进行跨界联名



资料来源：搜狐网，长江证券研究所

行业观点

19 年 7 月，限额以上服装鞋帽类零售额当月同比增长 2.9%，环比 6 月下滑 2.3pct、较 Q2 基本持平；累计同比增长 3.0%，环比 6 月持平。我们预计零售增速环比下滑主要系 7 月为服装消费淡季背景下，天气不佳及周末天数减少等因素致零售承压影响。从电商增速来看，19 年 1-7 月，实物商品网上零售同比增长 20.9%，穿类同比增长 20.4%，分别环比-0.7 及-1.0pct，网上零售占比达到 19.4%，环比下滑 0.2pct，较上年同期提升 2.1pct，电商增速及占比环比下滑或受电商 618 促销提前透支部分消费需求影响，但整体在高渗透率背景下仍维持 20%+快速增长。

近期，将逐渐进入中报密集披露阶段，根据我们中报前瞻显示，服装零售板块，受益于零售环境改善、加盟渠道库存去化、电商渠道维持高增等多因素驱动，环比 Q1 多改善。纺织制造板块，受贸易摩擦和行业景气偏淡等影响，延续 18Q4 以来订单偏淡趋势，收

入和业绩表现均相对承压。电商新模式方面，受益于行业红利及内部效率优化高增长延续，其中，开润股份预告业绩增长 30%-40%。

预计重点上市公司 7 月零售表现与趋势一致，环比 6 月趋于放缓，但仍优于总量，我们认为 7-8 月为传统零售淡季，零售波动对业绩影响不大，无需过分担忧。维持“总量平稳，结构分化”将是服装的主要趋势；维持优质服装公司 19 年业绩有望“前低后高”的判断，服装公司回调后估值已至历史底部，仍具有确定、显著修复空间，建议增加底部配置，静待业绩拐点。优选精炼内功、持续进化的龙头个股：**森马服饰、歌力思和比音勒芬**，高景气运动行业龙头**安踏体育和李宁**，建议关注**海澜之家和太平鸟**。同时，持续重点推荐布局高景气电商赛道，马太效应背景下龙头地位愈发强化的**南极电商**，建议关注**开润股份**。制造层面关注出口型纺企估值修复，关注**申洲国际、健盛集团**。



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。