

# 大规模个性化服装定制领先企业，服装 C2M 模式践行者

## ——酷特智能 (300840.SZ) 新股定价报告

创业板公司深度

### ◆大规模个性化服装定制的领先者

公司是国内大规模个性化服装定制领先者、服装 C2M 模式的践行者，核心经营模式是“由订单驱动的大规模个性化定制”。2019 年个性化服装定制、咨询、其它业务收入占比分别为 92%、3%、5%，其中服装定制以 ODM 模式 (ODM、OBM、职业装各占总收入比重 65%、10%、18%)、国内市场为主 (国内、国外各占 57%、35%)。2014~2019 年 5 年收入和净利复合增速为 31%、17%，19 年收入、净利为 5.35 亿、6867 万。

### ◆大规模个性化服装定制行业：需求成长、技术赋能，C2M 朝阳模式待发展

大规模个性化服装定制是新出现的第三种定制形式，较团体定制和传统私人定制更为先进，可实现“个性化”和“工业化量产”的兼顾，突破了传统私人定制的高成本、受众小、难以量产的瓶颈。供需两个角度共促大规模个性化定制行业发展，观念普及、政策鼓励、受众增加，多点开花促定制需求逐步释放，供给端可解决传统服装企业库存痛点、促行业变革提效。行业尚处发展初期、未来成长仍需时间，进入门槛较高，需要较高投入和进行多渠道建设，目前参与者中制造商、品牌商均有涉足，但大多体量较小，龙头格局尚未形成。

### ◆业务分析：ODM 占主导经历调整、OBM 为亮点业务培育中

18 年之前公司业务快速增长，近 2 年有所放缓，20Q1 定制业务亦受到疫情影响，但防护用品生产促净利大增。各细分业务表现有所差异导致近年占比出现波动，ODM 收入占比持续 65% 以上，OBM 和职业装略提升、咨询类略下降。

细分业务分析：1) 主导业务 ODM 前期快速增长，18 年增速放缓、19 年出现下滑、主要为两大客户订单流失影响、目前已消化；2) OBM 对接 C 端，为公司亮点业务，目前占比较低仍处培育中。目前拥有 5 家直营店、126 家加盟店，19 年收入占比各近一半，近年直营持续关店、加盟盈利能力较低；3) 职业装与团体定制形成差异化竞争，18 年收入下滑、19 年回升系策略调整转向中高端、订单优化影响；4) 咨询类业务包括管理咨询和工程改造收入，近年有所收缩。

### ◆亮点分析：细分行业相对景气，公司先发优势突出、竞争力强

公司亮点如下：1) 所处大规模个性化服装定制行业处于发展初期，发展空间大、景气度高于传统服装行业，竞争格局尚未形成、龙头体量和份额均有较大提升空间。2) 公司先发优势突出，已形成成熟的技术和系统、并实现量产，对后来者形成进入门槛；3) 相较已进入者，公司自多年个性化定制制造商转型，拥有经验、数据、资源和口碑等多方面积累；4) 咨询业务面向客群广泛，且将支持公司扩展品类、打开定制业务长期发展空间。

公司 IPO 发行 6000 万股、拟募集资金净额 3.16 亿元投向柔性智慧工厂新建项目和智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体建设项目。公司近两年各业务发展虽存在波动，但我们看好公司在细分行业内的领先地位和发展空间，预测公司 2020~2022 年 EPS 为 0.38、0.32、0.38 元，合理价格区间为 9.42~11.30 元，对应 20 年 PE25~30 倍。

### ◆风险提示：疫情影响超预期、行业发展缓慢、业务拓展不及预期等。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	591	535	667	602	737
营业收入增长率	1.19%	-9.39%	24.69%	-9.86%	22.45%
净利润 (百万元)	64	69	90	77	91
净利润增长率	8.64%	7.98%	31.63%	-15.06%	18.54%
EPS (元) (摊薄)	0.26	0.29	0.38	0.32	0.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.36%	11.77%	8.77%	7.05%	7.81%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，按发行后总股本计算

合理价格区间：9.42 元-11.30 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

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

孙未未 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebsecn.com](mailto:sunww@ebsecn.com)

### 发行数据

发行价格：5.94(元)

发行 PE：23(倍)

发行规模：60.00(百万股)

发行方式：网下询价,上网定价

发行日期：20200624

资料来源：Wind

注：发行 PE 以最新财报数据和发行后总股本计算

### 相关研报

行业深度：旧瓶装新酒，私人定制打开千亿元市场空间

..... 2016-06-08

# 目 录

1、 大规模个性化服装定制的领先者 .....	5
1.1、 公司概况 .....	5
1.2、 经营模式 .....	7
1.3、 财务简况 .....	9
1.4、 股权结构 .....	11
2、 大规模个性化服装定制行业：需求成长、技术赋能，C2M 朝阳模式待发展.....	12
2.1、 大规模个性化革新服装定制行业.....	12
2.2、 供需两个角度共促大规模个性化定制行业发展.....	15
2.3、 大规模服装定制行业的格局：进入门槛高，龙头格局尚不明朗 .....	18
3、 业务分析：ODM 占主导经历调整，OBM 为亮点业务培育中.....	20
3.1、 总体业务：业务增长有所放缓，20Q1 疫情带来双向影响.....	20
3.2、 ODM：收入占主导、前期快速增长，18 年以来两大客户流失拖累收入但致利润率提升 .....	23
3.3、 OBM：发展有波动，亮点业务待拓展.....	24
3.4、 其他（职业装、咨询类）.....	28
4、 公司亮点分析.....	29
4.1、 相较服装行业：细分行业私人定制空间打开、渗透率望提升 .....	29
4.2、 相较新进入者：公司先发优势突出，已形成成熟的技术和系统、实现量产 .....	31
4.3、 相较现有参与者：公司为多年个性化定制制造商转型，拥有经验、数据、资源和口碑积累.....	31
4.4、 咨询业务拓展有望打开公司定制业务长期发展空间.....	34
5、 募投项目分析.....	35
5.1、 柔性智慧工厂新建项目.....	35
5.2、 智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体建设项目 .....	36
6、 盈利预测与估值 .....	36
6.1、 盈利预测 .....	36
6.2、 估值.....	38
7、 风险分析.....	40

## 图表目录

图 1：公司 2019 年分模式收入构成（%）	5
图 2：公司 2019 年分地区收入构成（%）	5
图 3：公司 2019 年分产品收入构成（%）	6
图 4：公司西服和衬衣单价走势	6
图 5：公司由订单驱动的大规模个性化定制业务模式	7
图 6：公司 2008 年~2020Q1 营业收入及增速	9
图 7：公司 2008 年~2020Q1 净利润及增速	9
图 8：公司 2015 年~2020Q1 毛利率和净利率（%）	10
图 9：公司 2015 年~2020Q1 ROE 和 ROA（%）	10
图 10：公司各项费用率情况（%）	10
图 11：公司存货和应收账款周转天数（天）	10
图 12：公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额情况（亿元）	11
图 13：公司销售商品、提供劳务获得的现金和经营净现金流占营业收入的比例（%）	11
图 14：公司资产负债率（%）	11
图 15：公司股权结构图（按发行前股本计算）	12
图 16：服装产品按制作工艺划分	13
图 17：大规模个性化服装定制与传统私人定制各个生产环节比较	15
图 18：2005~2024 年我国服装鞋帽总体零售额及同比增速	17
图 19：2001~2019 年国家统计局限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额及同比增速	17
图 20：传统服装成衣品牌的产业链周期较长	17
图 21：品牌服饰行业存货水平在 2017 年以来有所改善	17
图 22：2015~2019 年分月度社消总额和限额以上服装鞋帽零售额累计同比增速（%）	21
图 23：2015~2019 年分月度我国纺织品和服装出口累计同比增速（%）	21
图 24：公司分模式收入（百万元）及同比增速（%）	21
图 25：公司分模式收入占比（%）	21
图 26：公司分业务毛利率（%）	22
图 27：公司服装类业务按模式分毛利率（%）	22
图 28：TMW 和杭州贝嘟占公司 ODM 业务收入和毛利比例（%）	24
图 29：公司服装类、OBM 模式及细分客户业务毛利率（%）	25
图 30：OBM 业务分客户收入（百万元）和同比增速（%）	26
图 31：OBM 对个人消费者分线上线下收入（万元）及线上占比情况（%）	26
图 32：2019 年公司和同业的销售费用率和广告宣传投入占比（%）	27
图 33：2019 年公司和同业的广告宣传费规模比较（百万元）	27
图 34：公司直营店数量变化趋势（家）	27
图 35：美国 Tailored Brands 公司定制服装收入和同比增速	30
图 36：美国 Tailored Brands 公司定制服装收入占其零售服装收入比例	30

图 37：日本青山商事旗下高端定制品牌 Universal Language Measure's 门店 .....	30
图 38：公司与同业研发人员数量占比（%） .....	34
图 39：公司量体师和版型师数量（人） .....	34
图 40：2000 年~2020 年 5 月我国纺织服装行业从业企业数量（家） .....	34
图 41：2000~2018 年我国纺织业和服装鞋帽制造业利润率（%） .....	34
图 42：公司各季度西服和衬衣产能利用率（%） .....	36
表 1：公司业务介绍 .....	5
表 2：公司定制服装产品情况 .....	6
表 3：公司发展历程 .....	6
表 4：公司三种销售模式介绍 .....	8
表 5：公司发行前后前十大股东持股数量和比例情况 .....	12
表 6：三种服装定制形式比较 .....	13
表 7：以西装为例，与团体定制和传统私人定制相比，大规模个性化私人定制优势明显 .....	14
表 8：服装定制行业需求的增长驱动力 .....	16
表 9：公司与主要竞争对手（上市公司）比较情况 .....	19
表 10：代表性大规模个性化服装定制非上市公司情况 .....	20
表 11：公司测算的 TMW 和杭州贝嘟对服装业务影响 .....	24
表 12：公司与竞争对手定制周期和产品定价比较情况 .....	33
表 13：公司募投项目情况 .....	35
表 14：柔性智慧工厂新建项目情况 .....	35
表 15：公司产能情况 .....	37
表 16：公司分业务模式收入和毛利率预测表 .....	38
表 17：公司与可比公司和行业估值比较 .....	39

# 1、大规模个性化服装定制的领先者

## 1.1、公司概况

### ➤ 业务介绍

公司主要从事个性化定制服装的生产与销售，并向国内相关传统制造企业提供数字化定制工厂的整体改造方案及技术咨询服务。

表 1：公司业务介绍

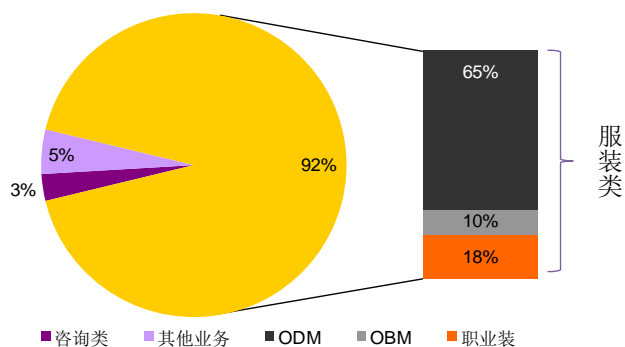
业务	介绍	2019 年收入占总收入比例 (%)
服装类	生产销售西装类、衬衣、其他服饰等产品，2019 年占总收入比例分别为 75%、14%、3%；业务模式包括 ODM、OBM、职业装品牌三种，2019 年占总收入比例分别为 65%、10%、18%。	92%
咨询类	由子公司凯瑞创智经营，开展与个性化定制相关的培训、咨询及企业升级改造整体方案输出业务，为传统企业从批量生产模式向大规模个性化定制模式转型提供升级与改造，包括管理咨询收入和工程改造收入	3%
其他业务 (非主营)	主要来自于销售面辅料、租赁房产和客户服务等业务	5%

资料来源：公司招股说明书

公司 2014~2019 年收入复合增速为 31%、净利润复合增速为 17%。2019 年收入 5.35 亿元，净利润 6867 万元。

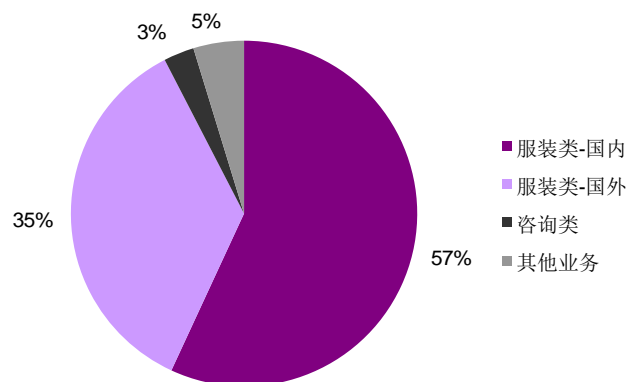
从公司收入构成来看，2019 年个性化服装定制业务（即服装类业务）和咨询服务业务收入占比分别为 92%、3%（其他为非主营业务收入），其中服装类收入按模式划分包括 ODM、OBM、职业装三种，以 ODM 为主导占总收入比重 65%）；按地区划分国内、国外各占总收入比例为 57%、35%。

图 1：公司 2019 年分模式收入构成 (%)



资料来源：公司招股说明书

图 2：公司 2019 年分地区收入构成 (%)



资料来源：公司招股说明书

公司定制服装产品覆盖了男士、女士正装全系列各品类，分为四大系列、七种着装风格。

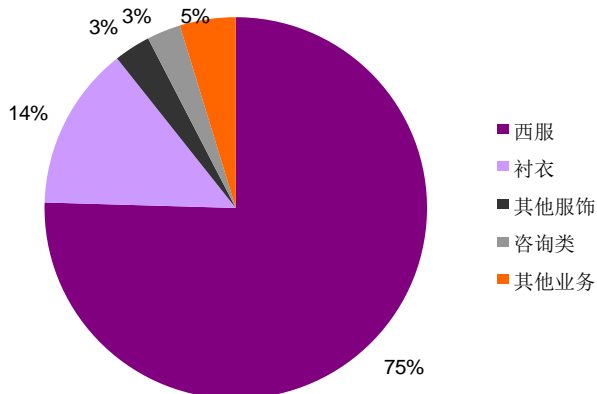


表 2：公司定制服装产品情况

项目	内容
品类	男士、女士正装全系列各品类，包括西服、西裤、马甲、裙装、衬衫、大衣和风衣等；西服和衬衣占主导，2019 年收入分别为 4.04 亿元、7431 万元，占公司总收入比例分别为 75%、14%。
系列	四大系列：商务正装、商务休闲、优雅礼服和时尚混搭
风格	七类着装风格：非常修身、很修身、修身、合体、宽松、很宽松和非常宽松
价格带	2019 年主要产品西服和衬衣的价格分别为 1072.47 元/套、165.01 元/件；西服单价近年来稳中有升，衬衣价格波动中保持稳定。

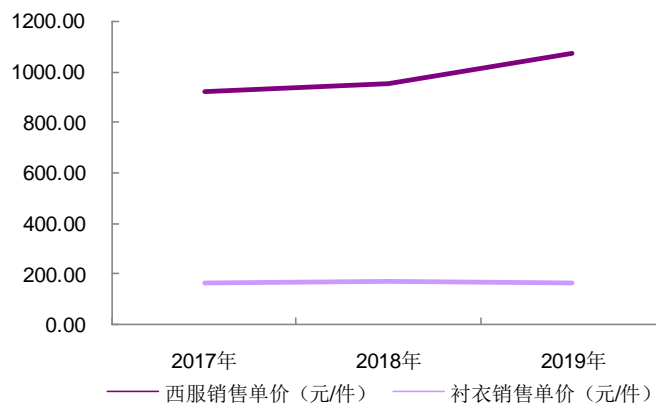
资料来源：公司招股说明书

图 3：公司 2019 年分产品收入构成 (%)



资料来源：公司招股说明书

图 4：公司西服和衬衣单价走势



资料来源：公司招股说明书

### ➤ 发展历程

公司创始人早期以“红领”品牌成衣生产和销售业务起家，并以红领系列公司开展对大规模个性化服装定制业务的试水、并承担生产功能，随后业务重心逐步转向以公司（酷特智能）为经营主体的大规模个性化服装定制业务。

表 3：公司发展历程

时间	关键词	内容
1995~2003	“红领”品牌初创与发展	张代理先生创立青岛“红领”品牌，从事服装成衣的生产与销售。行业整体盈利状况良好、红领品牌发展达到高峰。
2003~2004	开始转型服装定制	张代理带领红领系列公司开始服装定制业务的起步，并遭遇一些瓶颈。主要包括：①原辅料采购变成“小批量多品种多频次”；②生产计划没有系统的支撑难以排产；③人工制版费用高；④加工环节效率低、错误率高；⑤设计研发成本高；⑥量体非标准化，量体数据非数字化；⑦通用软件不能解决行业专门问题。2004 年，张代理意识到以上每一个瓶颈都需要开发一套系统去支撑整个流程。
2004~2007	智能生产线初步成型	以红领系列公司探索的智能生产线初步成型，2007 年初步建立了足够用于工业生产的基础版型、属于自己的一套标准量体方法，以及款式数据库与工艺数据库及生产过程各软件系统。 <b>公司（酷特智能，前身青岛凯妙）创立，作为定制服装业务的载体。</b>
2008~2012	智能生产线成熟	张代理继续带领“红领”系列公司致力于提高智能生产线的生产效率，日均产量呈现倍数增长，从 2008 年的日均 200 套左右，提高到 2012 年的日均 1000 套左右。此期间，公司逐步尝试承接一些个性化订单并委托新启润（为“红领”系列公司之一）进行加工生产。
2013~2015	重心转为定制业务	定制业务转型，从之前主要委托新启润加工生产，转为决定将未来业务发展中心转移至定制业务上，并逐步放弃原“红领”系列公司从事的标准号成衣业务。 公司在 2013 年~2015 年 4 月主要承担定制服装业务的市场开拓任务包括进行市场调研、战略规划、市场推广以及产品价格体系制定等工作，并寻求供应商合作、自主采购面料，但生产由新启润完成。公司分别于 2014 年 10 月和 2015 年 4 月通过收购酷特网定股权的方式获得生产用土地厂房，通过购买生产设备的方式获得生产用机器设备，此后开始具备独立生产定制化服装的能力。
2016 年至今	专注开展定制业务	以公司为主体运营大规模个性化服装定制（生产和销售，大部分自产），同时开展少量咨询服务业务。

资料来源：公司招股说明书

行业地位方面，公司是国内服装行业智能制造和 C2M 模式的领先者、较早涉足服装个性化定制领域。公司在行业内具有较高的知名度，技术水平和产品质量处于领先水平，具有较强的综合竞争力。2018 年，公司参与制定了国家标准《中华人民共和国国家标准-服装用人体测量的尺寸定义与方法》、《中华人民共和国国家标准-服装定制通用技术规范》及《中华人民共和国国家标准-婴幼儿服装用人体测量的尺寸定义与方法》。

目前，尚无关于定制服装领域市场占有率的权威数据，行业内已着手进行服装个性化定制业务、并取得了一定成绩的公司主要有雅戈尔、报喜鸟、乔治白、大杨创世、鲁泰纺织、希努尔等上市公司，以及非上市公司衣邦人、埃沃等。

## 1.2、经营模式

公司的核心经营模式是“由订单驱动的大规模个性化定制”（Customer/Business to Manufacturer + Made to Measure，简称为 C/B2M+MTM）。由订单驱动生产，是指企业先从客户处接受订单，再安排生产，以销定产；大规模个性化定制，即以客户需求为中心，借助互联网、大数据等技术手段，以工业化方式大规模地生产出满足客户不同诉求（如尺寸、价位、面料、版型、风格、工艺等）的个性化定制产品。由订单驱动的大规模个性化定制模式使产品的开发和生产周期大大缩短，提高了供应和响应效率。

图 5：公司由订单驱动的大规模个性化定制业务模式



资料来源：公司招股说明书

### ➤ 生产模式

公司的定制服装以自主生产为主，为合理调配产能，公司会适时将部分工艺相对简单、制造难度相对较低的产品委托给外协厂商进行加工，但验收交付的质量要求与自产产品完全一致；对于工艺复杂、制造难度较高的产品，公司全部自主生产，不对外委托加工。

2019 年公司西装年产能 42.40 万套、衬衣年产能 22.59 万套（其中西服和衬衣生产线存在部分通用设备、可调整部分衬衣产线至西服、保证复杂程度高的产品更多自产），另有少量委托加工产量，19 年西装委托加工 4.10 万套、衬衣 19.73 万套，西服、衬衣 19 年委托加工产量占总产量的比例分别为 10.59%、45.83%。

#### ➤ 销售模式

业务构成来看，公司服装定制业务收入占比 92%，咨询服务类收入占比 3%，其中服装定制业务占主导，其按模式来看以 ODM 为主、按地区来看以国内为主。

公司服装定制业务销售模式主要包括个性化定制 ODM、个性化定制 OBM、个性化定制职业装三种。2019 年公司 ODM/OBM/职业装收入分别为 3.47 亿元、5289 万元、9449 万元，占总收入比例分别为 65%、10%、18%。

对于境内外的 B 端客户，公司以贴牌方式进行生产；对于境内的 C 端客户以及职业装团体订单客户，公司以自有品牌进行生产销售。

分地区来看，公司总体收入以国内为主，2019 年服装定制业务中国内、国外收入占总收入比例分别为 57%、36%。其中对国外销售全部为 ODM 模式，对国内销售涵盖以下 3 种销售模式。

表 4：公司三种销售模式介绍

销售模式	个性化定制 ODM	个性化定制 OBM	个性化定制职业装
品牌/商标	按客户要求贴牌	三大品牌：酷特云蓝 CotteYolan（定位高端定制需求的商务人士）、红领（定位追求潮流但理性消费的大众消费者）、瑞璞（婚庆系列，主要目标客户新郎或伴郎）	红领职业装
市场区域	境外&境内	境内	境内
客户情况	境外客户均通过 ODM 模式进行销售，以裁缝店、上门量体的着装顾问、定制类电商以及转型定制的品牌零售店为主，如美国男装定制电商 Knot Standard，美国男装零售商 The Men's Wearhouse，北美地区的定制品牌 Surmesur 等。 ODM 模式下国内 B 端客户主要来源于实体裁缝店、定制店、O2O 电商（如微商、手机 APP、服装类垂直电商）等，分布于北京、上海、广州、成都等城市。	公司在国内市场针对加盟商、C 端客户开展 OBM 销售模式，即 C 端客户通过公司的线上平台（微信终端、手机 APP 等）自主下单，或者通过公司的线下门店下单。 加盟商客户通过公司 RCMTM 系统下单，将个性化需求送达生产端直接进行生产及配送的业务。公司对加盟商实行买断式销售和扁平化管理。店铺的经营管理主要由加盟商自行负责，经营风险由加盟商承担。为促进公司自有品牌的推广，公司会给予加盟商价格优惠和折扣。 目前，公司的 OBM 客户全部来源于境内。	针对的客户群体为各类有集中采购职业装需求的企事业单位团体。公司获得职业装订单的方式包括直接对客户销售和参与客户招投标两种。
渠道情况	-	获客渠道包括手机 APP 应用、微信以及线下门店等。 线下方面，公司自有品牌“CotteYolan”、“红领”目前以直营与加盟相结合的方式运行，“瑞璞”仅以加盟店方式运行；2019 年末公司拥有直营店 5 家。 2019 年 OBM 业务收入中 2B 和 2C 形式各为 2794 万元、2495 万元，规模基本相当。	-
2019 年销售收入（百万元）	347.21	52.89	94.49
2019 年销售收入占总收入比例（%）	65%	10%	18%
2019 年毛利率（%）	37.80%	37.57%	46.07%

资料来源：公司招股说明书



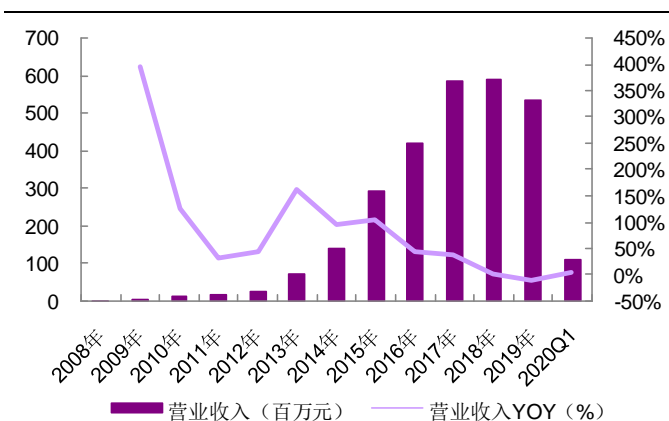
### 1.3、财务简况

公司早期规模较小、收入增速高、净利润波动较大，2009~2018 年收入保持了正增长、2018 年收入明显放缓、2019 年出现下滑，主要为 ODM 业务的两大客户订单流失影响（详见后文业务分析），2019 年收入为 5.35 亿元、同比降 9.39%；公司净利润除 2011 年、2015 年以外均保持了正增长，2019 年净利润 6867 万元、同比增加 7.98%，在 2018~2019 年收入增速放缓甚至出现下滑期间净利润持续增长、表现好于收入。

2014~2019 年近 5 年收入复合增速为 31%、净利润复合增速为 17%，符合公司处于成长期、业务扩张需要投入致利润增速低于收入的阶段特点。

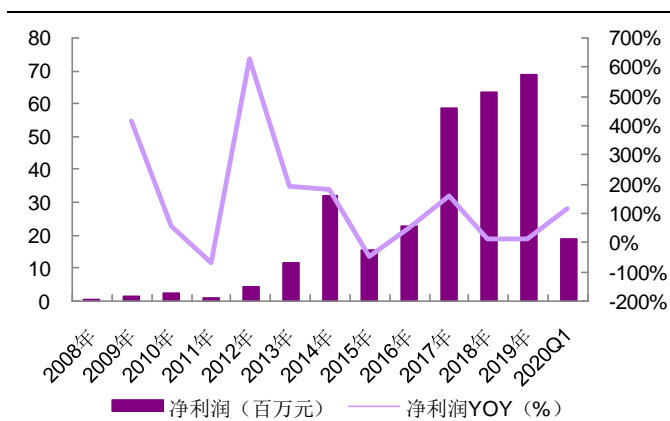
受 20 年疫情影响，2020Q1 公司实现收入 1.13 亿元、同比增长 4.69%（其中含疫情防护用品收入 4389 万元，原有业务同比下降 35.89%），净利润 1883 万元、同比增长 113.97%。

图 6：公司 2008 年~2020Q1 营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书

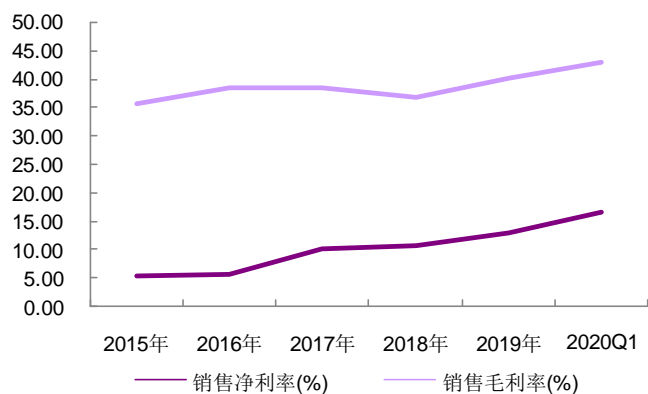
图 7：公司 2008 年~2020Q1 净利润及增速



资料来源：公司招股说明书

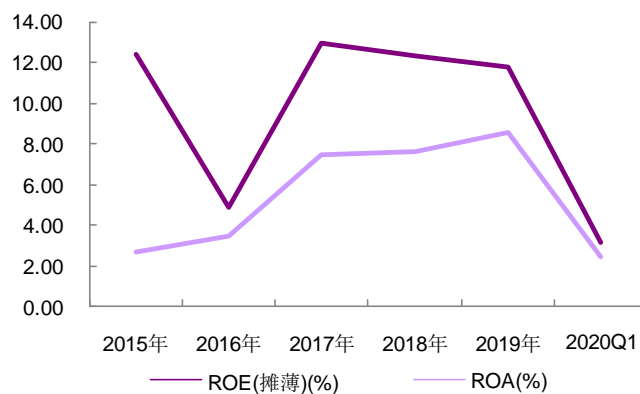
公司毛利率、净利率 2015 年至今为稳定略升趋势，2019 年公司毛利率和净利率分别为 40.03%、12.83%，2020Q1 分别为 43.02%、16.63%。ROE 在 2016 年出现波动下滑、随后回升至 11~12% 左右；ROA 在 2015~2019 年呈逐年上升趋势、2019 年为 8.54%。

图 8: 公司 2015 年~2020Q1 毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind

图 9: 公司 2015 年~2020Q1 ROE 和 ROA (%)

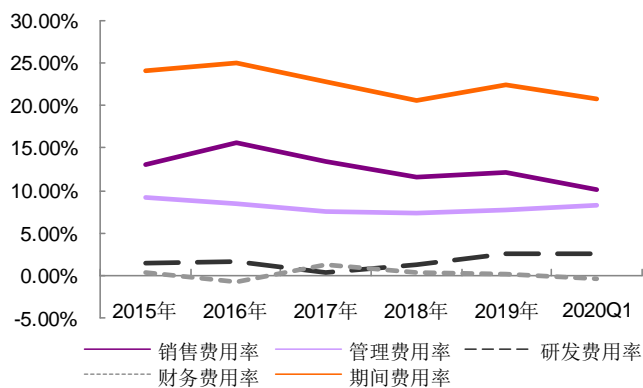


资料来源: Wind

费用率方面,公司期间费用率总体呈现波动中下降趋势,2019 年为 22.40%,其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.07%、7.67%、2.52%、0.15%,以销售和管理费用为主。其中销售费用主要为职工薪酬、销售服务费,管理费用主要为职工薪酬、折旧摊销等。各项费用趋势上,销售费用率逐年有所下降,管理和财务费用率基本持平,研发费用率近年小幅提升。

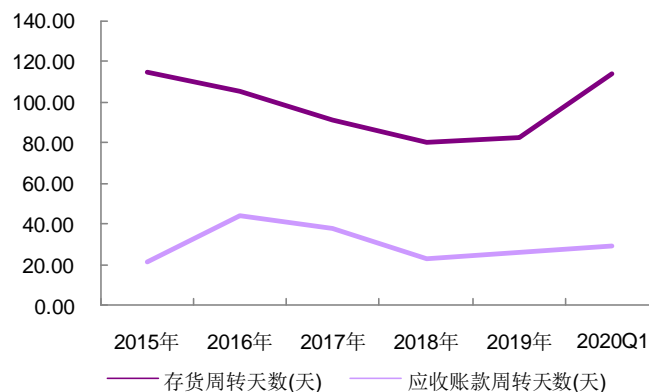
营运能力方面,存货和应收账款周转趋势良好,2015~2019 年存货周转天数呈逐步下降趋势,2019 年为 82.40 天,应收账款波动中趋稳,2019 年为 26.62 天。周转率方面,2019 年公司存货和应收账款周转率分别为 4.37 次、13.52 次。

图 10: 公司各项费用率情况 (%)



资料来源: 公司招股说明书

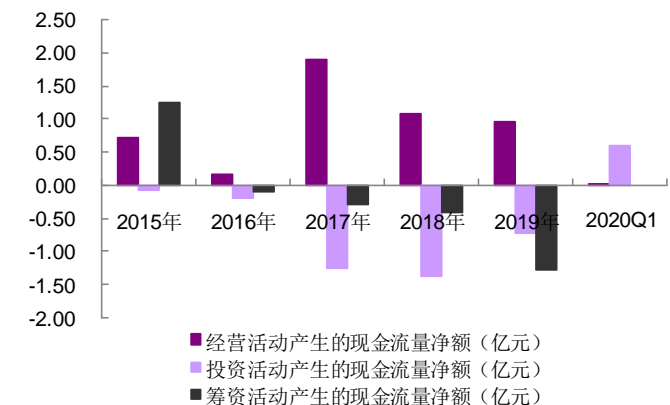
图 11: 公司存货和应收账款周转天数 (天)



资料来源: 公司招股说明书

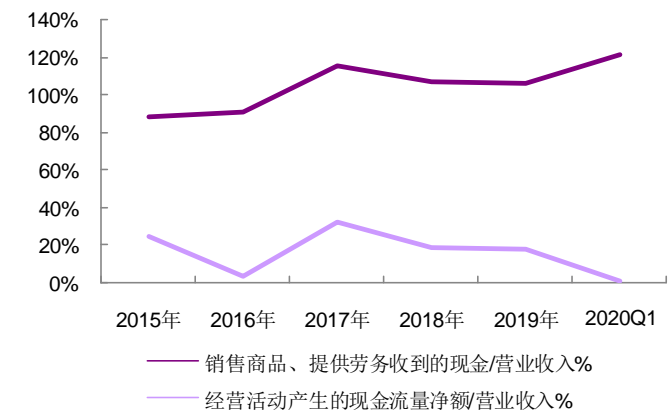
现金流方面,公司经营现金流较为良好,除 2016 年绝对值水平较低以外,其他年份均保持了可观且稳定的经营净现金流入。同时公司销售商品、提供劳务支付的现金与营业收入基本相当、回款良好。投资活动现金流量方面,由于公司在固定资产和在建工程的持续投资,投资净现金流持续为负,2017~2018 年公司资本性支出较大,2019 年资本性支出有所减少。筹资活动现金流量方面,2019 年净流出较大主要为继续偿还债务支付现金的同时、本年无新增银行借款,筹资活动现金流入为 0。

图 12: 公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额情况 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书

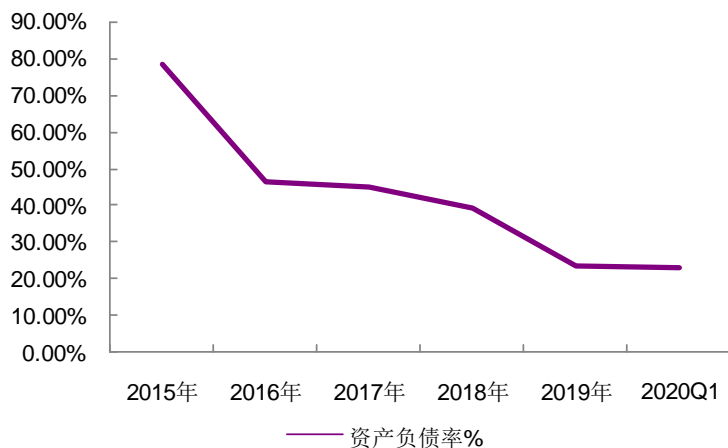
图 13: 公司销售商品、提供劳务获得的现金和经营净现金流占营业收入的比例 (%)



资料来源: 公司招股说明书

资产负债结构方面,公司资产负债率呈逐年下降趋势,2019年末为23.51%,2020年一季度末为23.11%。从负债结构来看,2016~2018年公司有部分长期和短期借款,但2019年末已经还清全部有息负债,账上负债以无息负债为主。

图 14: 公司资产负债率 (%)

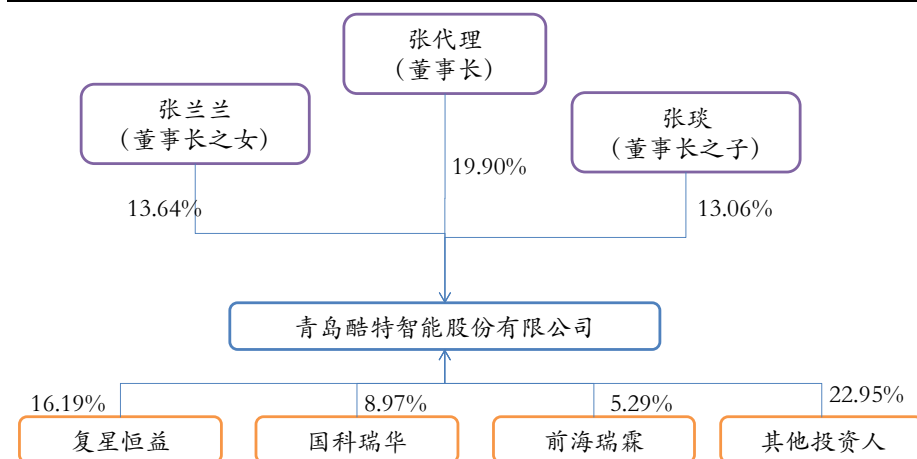


资料来源: 公司招股说明书

## 1.4、股权结构

公司控股股东和实际控制人为张代理家族,于本次发行前合计持有公司46.60%股份,其中张兰兰、张琰为董事长之子女,三人为一致行动人。另外,复星国际通过复星恒益持有公司发行前股本的16.19%股份。

图 15：公司股权结构图（按发行前股本计算）



资料来源：公司招股说明书

公司原有股本 1.8 亿股，拟发行 6000 万股、占发行后总股本的 25%，发行成功后实际控制人张代理家族的持股比例将下降至 34.95%。

表 5：公司发行前后前十大股东持股数量和比例情况

股东	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
张代理	3582.76	19.90	3582.76	14.93
深圳前海复星瑞哲恒益投资管理企业(有限合伙)	2913.67	16.19	2913.67	12.14
张兰兰	2454.28	13.64	2454.28	10.23
张琰	2351.60	13.06	2351.60	9.80
北京国科瑞华战略性新兴产业投资基金(有限合伙)	1613.92	8.97	1613.92	6.72
深圳前海瑞霖投资管理企业(有限合伙)	952.38	5.29	952.38	3.97
青岛高鹰天翔投资管理合伙企业(有限合伙)	754.32	4.19	754.32	3.14
青岛以勒泰和投资管理合伙企业(有限合伙)	754.32	4.19	754.32	3.14
德龙钢铁有限公司	360.00	2.00	360.00	1.50
深圳市达晨创丰股权投资企业(有限合伙)	335.25	1.86	335.25	1.40
合计	18000.00		24000.00	

资料来源：公司招股说明书

## 2、大规模个性化服装定制行业：需求成长、技术赋能，C2M 朝阳模式待发展

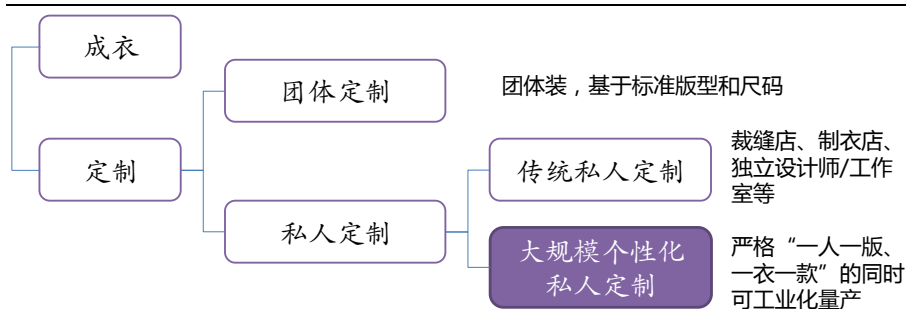
### 2.1、大规模个性化革新服装定制行业

服装制造企业的经营模式主要分为生产销售成衣和服装定制两类。成衣是指按一定规格、号型标准批量生产的成品服装，多由工业化流水线大批量生产，成本、价格相对较低，市场上最为常见。定制服装是指根据具体穿着者个人情况，量体裁衣、单件制作的服装，能够最大限度顾及不同人对服装设计的要求，增强穿着舒适度。相比生产成衣而言，服装定制多出来的关键环

节为量体和制版，提供“一人一版、一衣一款”式非标准化的服装产品；同时服装定制为以销定产，无存货风险。

定制服装可进一步分为两类：一类是团体定制，如工作服、校服等团体装，介于成衣和私人定制之间，多为基于标准尺码和版型进行“套号”和微调，个性化程度低，同时由于制作工艺和版型等要求相对简单、团体订单量较大，一般成本较低；另一类是私人定制，既包括传统意义上的高度依赖人工的定制，也包括近年来新演变出来的采用了工业化与信息化技术后的大规模个性化定制，其中大规模个性化私人定制是我们重点讨论和公司所在的细分行业。

图 16：服装产品按制作工艺划分



资料来源：光大证券研究所

### 2.1.1、三种服装定制形式的比较：大规模个性化定制为后起之秀

大规模个性化服装定制和传统私人定制、团体定制的比较如下：

表 6：三种服装定制形式比较

	团体定制	传统私人定制	大规模个性化私人定制
从业者	提供团体装定制的公司，规模相对较大	裁缝店、制衣店、独立设计师/工作室等，一般规模较小	能够实现工业化个性化定制的公司，具有一定规模
行业诞生时间	中	长	短
定价	具有规模效应，一般对产品合身要求较低（如校服），因此定价较低	一般高于同等定位的服装成衣，因订单平均规模小、缺乏规模效应、制作成本较高，高级定制定位高端人群、价格更高	定价一般高于同等定位的服装成衣，但可低于传统私人定制
对个性化需求的满足程度	低	高，依靠相关人员经验手工量体并试穿	高，可以通过现代技术科学量体和选择版型，生产准确度高
产品制作周期	较短	较长	较短
业务扩张难度	易，基于标准版型和尺码	难，主要依靠人工（手工量体、打版等），熟练工培养需要时间	易，通过现代信息基数、采用柔性制造组织形式，可以实现个性化订单的量产

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

传统私人定制和团体定制诞生相对较早，但各有各的痛点难以解决，如传统私人定制高度依靠人工和经验、难以实现规模效应、扩张难度大、单件成本高，团体定制则在满足消费者个性化需求上略逊一筹。

随着大数据算法和智能制造技术的逐步成熟，大规模个性化服装定制的可行性逐步提升。参与企业通过建设智能生产线、应用大数据技术，搭建消费者与工厂的互动平台，消费者下达的个性化需求信息通过互联网传递到工厂的数据库，经大数据分析后，原始信息被拆分成具体指令并传送到各个生产节点，



各个节点的工人或自动设备根据指令进行操作，从而实现服装定制领域下的个性化需求信息到定制产品的传递和付诸生产。大规模个性化服装定制以现代技术打破了上述传统两种定制的瓶颈，能够实现“一人一版、一衣一款”的工业化量产，在制作成本和交付周期等关键要素上领先于传统私人定制，同时相比团体定制又能完全一对一地满足消费者需求。

**表 7：以西装为例，与团体定制和传统私人定制相比，大规模个性化私人定制优势明显**

	大规模个性化私人定制西装	团体定制西装	传统私人定制西装
制造成本	智能化信息化定制工厂生产，部分公司制造成本可实现仅比成衣高 10%	介于成衣与私人定制之间	大众定制，非专业的定制工厂，自动化水平低，生产成本高； 高级定制，裁缝手工完成，成本非常高。
交付期	最短 7 个工作日	视定制款式、数量而定	20-50 个工作日不等
量体方法	标准化的量体方法，测量精准快速	用样衣套号，然后进行调整，不完全合身	非标准化量体，依赖量体师个人经验
版型	信息化系统为客户设计专属版型	多为标准版	在标准版上进行修改
试衣	无需试衣，一次性确保合身	一般不需要试衣、或者试衣一次	可能需要多次试衣，反复修改

资料来源：光大证券研究所整理

### 2.1.2、大规模个性化服装定制较传统私人定制优势明显

更进一步的，我们比较大规模个性化定制与传统私人定制的优劣势。与高度依赖手工的传统私人定制不同，大规模个性化服装定制是利用现代信息技术、采用柔性制造组织形式，以接近大批量生产的成本为消费者提供个性化服装产品，具有成本更低、制造周期更短的特点，并且相比传统私人定制流程更标准化、减少了人工带来的不稳定性。

相比于传统服装私人定制，大规模个性化定制实现的升级主要包括：

1) **大规模个性化定制依靠技术手段打破量体和制版环节的限制，降低了定制成本，大幅提升生产效率。**

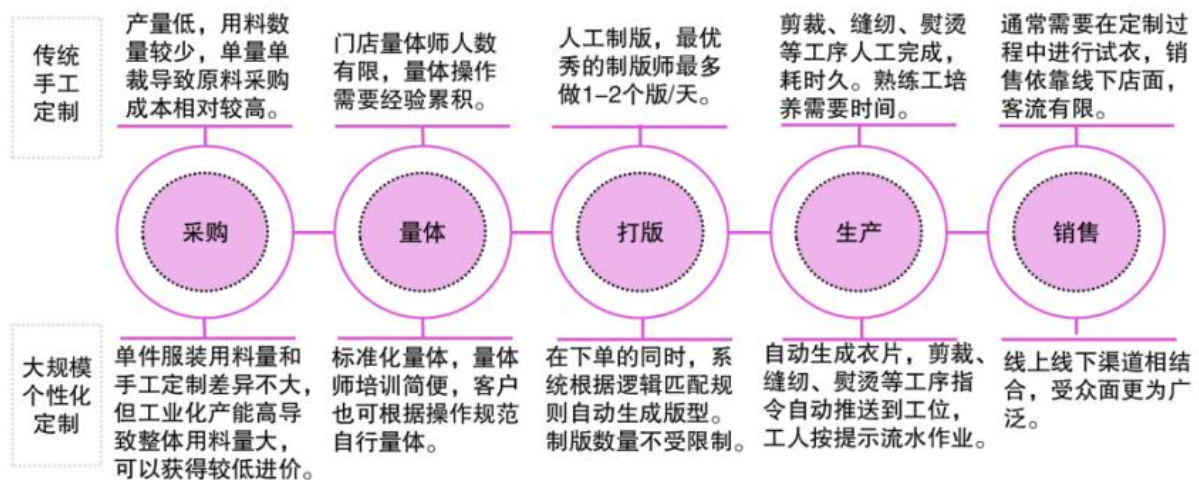
传统私人定制对量体师和版型师的依赖程度较高。一方面，优秀的量体师、版型师需要长期经验积累，数量有限；另一方面，手工量体或制版用时较长、特别是制版，优秀的版型师最多只能完成 1-2 个版/天，有时某些细节的修改可能涉及到整个版型的调整，而后续工序受限于制版速度无法开展，导致服装制作周期较长。另外，版型师通常人力成本较高，大量聘用版型师会使企业成本高企，因此，传统的服装私人定制往往产量十分有限，同时单件成本较高、制作时间长。

而大规模个性化定制企业通过技术手段解决量体和制版的瓶颈，如酷特智能基于长期服装生产经验归纳出 19 个部位 22 个数据的量体规范，只需 5 分钟就能完成身体尺寸的采集，满足各类服装产品的定制需要，而从零基础培训一名合格量体师的时间也压缩至 35 个小时以内，数据采集的效率和精确度都有提升。不仅如此，酷特智能在多年的服装生产销售过程中累积了大量的身体尺寸数据和服装版型数据，利用服装生产经验和数据分析挖掘技术，探索出身体尺寸与服装版型的逻辑匹配规则，建成了独有的版型匹配系统，能够在 2 秒内按客户量体结果和风格偏好自动制版，使酷特智能无需聘请大量版型师就能够进行服装的大规模定制。

2) **在生产环节，大规模个性化定制可以实现规模化生产同时单件制作周期缩短，标准化程度提高。**

传统私人定制方式需要依靠人工完成排单、剪裁、配料、配线、缝制、熨烫等操作，制作周期长，特别是对于工序相对更为复杂的西服产品，通常至少需要 20 日才可以交付。而大规模个性化服装定制以订单信息流为主线，打通了生产环节各道工序，排产和裁剪等由设备自动完成，在产品在不同工位间的流转由智能吊挂自动进行，每件衣服所需的缝制、熨烫等操作指令被录入单独的电子标签卡中，各工位工人只需刷卡读取该工位的具体操作内容即可，专人专岗，熟练程度高，能够实现流水作业，满足了工业化大规模生产的需要。以酷特智能为例，服装定制周期可以缩短至 7 个工作日，同时具备每年生产 42 万套定制西服产品、22 万件定制衬衫的工业化量产能力。

图 17：大规模个性化服装定制与传统私人定制各个生产环节比较



资料来源：公司招股说明书

## 2.2、供需两个角度共促大规模个性化定制行业发展

大规模个性化服装定制行业为在现代技术发展下得以孕育成长的新兴行业，供给和需求端均有亮点促行业继续成长：一方面，在需求端可满足消费者加快变化、更为个性化的消费需求；另一方面，在供给端大规模个性化定制以新的模式和技术可以有效解决传统服装行业易形成库存的痛点，实现“以销定产”，提升服装行业经营效率。

但考虑到行业目前仍处于发展初期，未来走向成熟以及竞争格局形成还需要一定时间。

### 2.2.1、需求端：多点开花促定制需求逐步释放

随着宏观经济增长、消费升级趋势推进，服装定制行业的需求在逐步释放中。行业需求端增长的驱动力主要包括：1) 定制观念深入生活；2) 政策鼓励定制式消费；3) 服装定制受众增加。

表 8：服装定制行业需求的增长驱动力

增长驱动力	内容
定制观念深入生活	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 消费者需求更加个性化、差异化，消费理念从生存型向服务式、体验式消费转变，能够快速、准确地设计和制造消费者需要的产品成为企业获取市场竞争优势的关键因素。</li> <li>● 技术创新促定制可以实现。依托互联网、物联网、数据挖掘和分析、CAD 等新兴技术，大规模生产与个性化定制的深入融合逐步从理论走向实践，大规模个性化定制已经深入到社会生活中衣食住行各个方面。从定制的服装、箱包、首饰、汽车、烟酒、电子产品，到私厨的定制菜单、特调饮品，再到定制旅游、定制家具、装潢，甚至定制住宅的户型，大批注重生活方式和产品特色的消费者已经接受并偏好个性化定制这一概念。</li> </ul>
政策鼓励定制式消费	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 在政策方面，我国政府近年间多次发文鼓励消费升级，鼓励创新供给，释放消费潜力。个性化定制提高了供给体系的质量和效率，是供给侧改革的切实实践。</li> <li>● 《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》（国发〔2015〕40号）明确提出，支持企业利用互联网采集并对接用户个性化需求，推进设计研发、生产制造和供应链管理等关键环节的柔性化改造，开展基于个性化产品的服务模式和商业模式创新。</li> <li>● 2016年《政府工作报告》中更是将“着力加强供给侧结构性改革，加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势，抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”列入重点工作，要求努力改善产品和服务供给，提升消费品品质，“鼓励企业开展个性化定制、柔性化生产”。</li> </ul>
服装定制受众增加	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 我国中等收入群体的数量急剧增加，上层中产及富裕群体逐步成为消费的主要增量来源，他们往往具有良好的教育背景，希望消费和自身身份相匹配的产品，因而在服装方面的品质及服务要求较普通人更高，也更倾向于彰显个人品位，对非同质化的服装产品兴趣浓厚。</li> <li>● 90、00后消费群体不断成长，一刀切式的产品也已经无法打动这些新兴消费者，能否展示个性成为购买服装产品时的重要考量因素。消费群体的变化使服装的意义逐渐超越实体商品，成为表达时尚、生活品味、生活方式的一部分。根据 AC 尼尔森的数据，在 2020 年泛 90 后群体（1986-1995 年间出生）的消费规模预计占城镇消费总规模的比率约为 35% 左右，消费贡献潜力十分可观。</li> <li>● 肥胖人群的增加、消费者对性价比、个性化以及合身的要求不断提高。</li> </ul>

资料来源：公司招股说明书

从产品品类来看，由于消费者需求还在普及中，目前的需求主要体现在重要场合要求质感、合身和挺括感（如高级定制礼服）或者一般工作/学校场合（要求着装统一、得体和正式），因此产品品类主要集中在西服（及套装）、衬衣、校服、礼服等。未来随着定制服装的理念逐步深入人心，产品品类有望进一步拓宽、相应地定制服装的市场空间也将扩大。

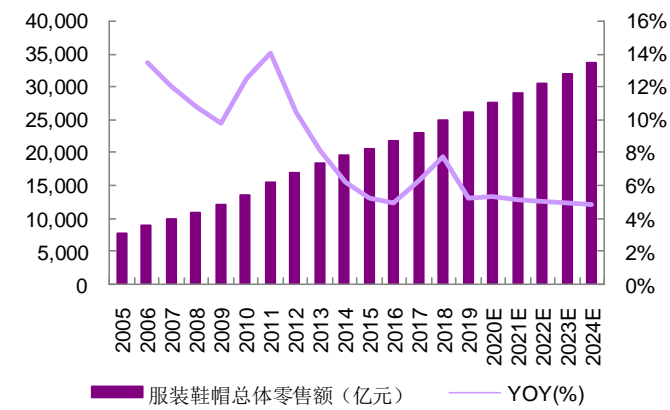
### 2.2.2、供给端：解决库存痛点，促服装行业变革提效

我国服装行业已经度过前期的成长红利期，同时行业较为分散、普遍盈利能力不高，且服装行业最大的痛点为产品非标准、同时潮流趋势变化较快带来的库存问题。

从发展阶段而言，我国品牌服饰行业历经早期 2012 年之前的高速粗放式增长期，2012~2017 年的去库存、调渠道、消化高倍率期，2017H2~2018Q1 呈现复苏、度过调整期回归良性运营，2018Q2 以来随宏观经济增速放缓和终端零售疲软增速亦出现放缓，总体而言行业发展在起伏中已经步入较为成熟的阶段。同时随着消费者的品牌消费意识更加理性和成熟，行业性发展红利已经不再、行业增速自 2012 年之前的双位数（部分年份超过 20%）放缓至中个位数水平，同时竞争加剧、消费者要求提升，促使品牌服饰行业升级提效成为必然趋势和要求。

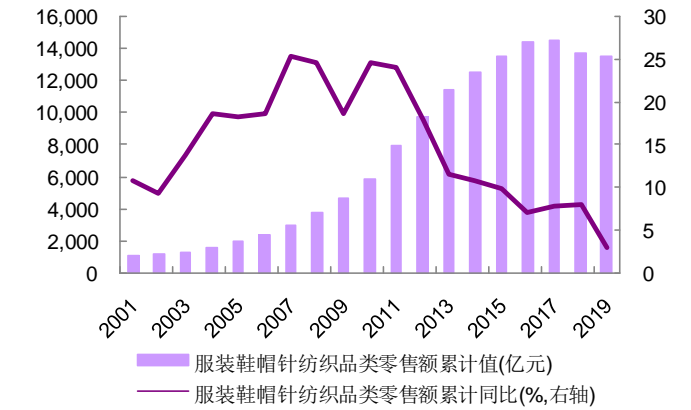
下游品牌和零售端的变革倒逼上游生产端相应改造升级，服装产业上下游均面临着如何实现去产能、去库存、去杠杆、降成本的难题。

图 18: 2005~2024 年我国服装鞋帽总体零售额及同比增速



资料来源: Euromonitor

图 19: 2001~2019 年国家统计局限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额及同比增速



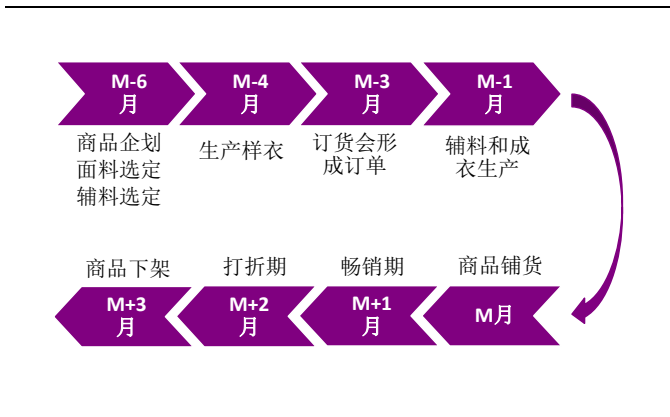
资料来源: Wind

从生产者角度而言,传统服装成衣品牌的产业链周期较长,导致预测误差率高、生产灵活度低,在产品上架时可能会出现滞销形成库存或者畅销断货的问题。结合上一轮服装行业去库存周期的影响,近年来业内企业更加注重存货和现金流良性周转下的有质量的增长,多家品牌服饰企业已经在探索柔性供应链模式,减少订货会首单占比、提高补单和快速反应产品的占比,但这些改革仍属于成衣的范畴。更进一步地,应用和实现 C2M 模式,直接面对消费者实行以销定产,是减少无效供给、扩大有效供给的最理想、最有效、最终极的途径,可以大幅减少企业的库存风险和资金占用,提高存货周转效率和资金使用效率,并可通过精准销售减少旧货形成、相应减少打折促销等去库存措施,从而提高企业的盈利水平。

从消费者角度而言,直接对接生产者并参与产品的设计,能够将个人诉求精确、快速地传达到厂家,降低中间环节带来的价格加成,使消费者最终物有所值,产品性价比增强,客户满意度大幅提升。

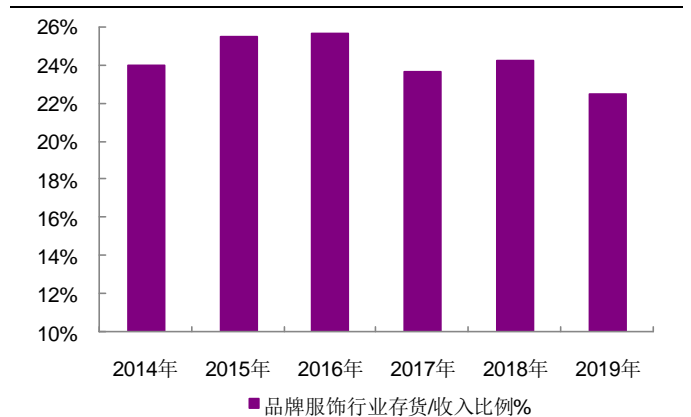
这种企业与消费者共赢的经营模式有助于全行业降低库存,减少低价策略引发的无序竞争,是服装行业的发展趋势所在。

图 20: 传统服装成衣品牌的产业链周期较长



资料来源: 光大证券研究所

图 21: 品牌服饰行业存货水平在 2017 年以来有所改善



资料来源: Wind, 光大证券研究所统计 57 家品牌服饰行业上市公司计算所得



## 2.3、大规模服装定制行业的格局：进入门槛高，龙头格局尚不明朗

### 2.3.1、行业进入门槛和竞争要素：高投入高门槛，多渠道建设

与传统的充分竞争、产能充足、进入门槛低的成衣制造行业不同，大规模个性化服装定制行业具有较高的进入门槛。实现工业化生产全定制服装产品意味着消费者可以为购买的产品选择任意面料、任意版型、任意款式、任意工艺，产品会完全按照消费者的身形尺寸及个人需求制作，这就要求生产企业能够在为客户精确量体的基础上，寻找专属物料、匹配专属版型、专属工艺，并进行单件制作，只有极少数柔性化生产水平较高、信息技术应用较好的企业才能够大规模地完成复杂个性化服装产品的生产，其中柔性化生产和信息技术应用包括数据分析挖掘技术、3D 成像、CAD 设计、自动制版、智能排产系统等。

开展大规模个性化服装定制业务的主要竞争要素有：

1) **向个性化定制业务转型对服装企业的投入要求较高。**大规模进行个性化服装定制需要依赖智能生产线和大数据技术的应用。就硬件方面而言，为了进行个性化定制生产，企业的生产线须进行自动化改造；就软件方面而言，为获取客户的定制需求，企业要实现数据驱动，搭建消费者与工厂的互动平台。向个性化定制业务转型需要企业投入大量前期资金改造原有生产线、重构生产流程、提高管理水平，同时还需要企业能够在产品设计、物流配送、售后管理等各个环节中熟练运用计算机、互联网、物联网、大数据分析处理等先进技术，这种转型是一个复杂的系统工程，对企业智能生产线、柔性化供应链等方面的要求较高，需要企业在人、财、技术等方面做好充足准备。

2) **在销售渠道方面，线上线下资源有机结合是个性化服装定制获得成功的重要因素。**服装作为商品的特殊性体现在，消费者希望可以亲身触摸材料，观看款式和颜色，并且亲身试穿以感受服装的整体效果。因此，无论社会如何向数字化发展，网络技术如何深入，服装的实体店面仍然有其存在的意义和必要。在个性化服装定制领域中，线上线下资源的有机结合主要体现在让消费者既可以在网上定制服装，也可以在网下的实体店定制。第一种情况下，消费者可以在线了解商品，从数据库中选择喜欢的面料、款式等，自由搭配，随后在线直接提交订单，或去线下体验后再提交订单。第二种情况下，消费者在线下渠道接触到商品，挑选好喜欢的款式、颜色等，随后通过线上平台下单，进而完成服装的定制。

### 2.3.2、行业现有的参与者：制造商、品牌商均有涉足，但龙头格局尚未形成

行业参与者方面，虽然服装定制市场本身存在并运行的时间较长，但产品通常为成本较高、普遍小作坊模式的传统私人定制，或者为批量简单定制（团体定制）。尽管服装定制理念的接受度逐渐提升，但受消费水平和发展时间较短的影响，结合大规模个性化服装定制行业进入门槛高、投入大，在大众服装定制领域尚未出现全国性的品牌，国内市场尚不十分成熟。同时，服装个性化定制行业是服装行业中较为新兴的子行业，暂未有统一的行业规范或行业标准。



部分服装制造企业开始进入大规模个性化服装定制业务领域，目前仅有为数不多的厂商可以实现大规模“一人一版、一衣一款”的个性化定制化生产，产品交货期一般在 10-20 个工作日之间。近年来随着品牌发展的需要与消费者需求的日渐多元化，一些成衣品牌顺应市场需求将业务延伸到定制服装产品，推出了定制系列或定制子品牌（如报喜鸟、雅戈尔等）。这些品牌与公司一起构成大规模个性化定制行业的主要参与者。

行业内已着手进行服装大规模个性化定制业务，并取得了一定成绩的上市公司（或曾经上市）主要有雅戈尔、报喜鸟、乔治白、大杨创世、鲁泰纺织以及希努尔等。从公开的财务数据比较来看，目前代表公司的大规模个性化服装定制业务收入体量并不大，估计均在几个亿的水平。

表 9：公司与主要竞争对手（上市公司）比较情况

项目	雅戈尔	报喜鸟	乔治白	大杨创世	鲁泰	希努尔	酷特智能
公司属性	中高端男装品牌商	中高端男装品牌商	商务职业装为主、定制和零售为辅	制造商（现已被借壳）	色织布、衬衫制造商，2014 年以子公司开始经营定制业务	中高端男装品牌商（现已转型）	服装定制行业制造商起家，目前发展重心为大规模个性化定制
定制品类	西服、衬衫等	套装、上衣、裤子、马甲、裙子、大衣、衬衫、夹克、休闲裤、风衣等	男女士西服、西服、裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、风衣等	男装、女装、学生装等多个品类	主要为衬衫	套装、休闲服，大衣，夹克，西裤，休闲裤，衬衣等	西服、衬衣、大衣，休闲服、西裤、马甲等
交付期限	试样约 1 个月，不试样约半个月	不试穿 7-10 个工作日，试穿 14-17 个工作日	一般为 50-60 天	粘合衬、半麻衬工艺 8 个工作日，全麻衬工艺 10 个工作日	在下单（新客户为初次量体）的 15 日内制成	7-10 天	7 个工作日
产品价位	MAYOR 衬衫价格 1500 元左右，西服在 6000~15000 元之间	粘合衬 650 元+面料费、半毛衬 850 元+面料费、全毛衬 1200 元+面料费	衬衣 200 元左右，西服 1000 元左右	对 C 端客户：衬衣 1580 元起，西服 6800 元起；对 B 端客户：粘合衬工艺 680 元+面料费，半麻衬工艺 880 元+面料费，全麻工艺 1180 元+面料费	价位 398 元、598 元、898 元、998 元、1298 元、1898 元、2598 元、2998 元、5198 元不等	套装 798-4698 元，休闲服 498-2998 元，大衣 798-3698 元，夹克 498-2998 元，西裤 298-698 元，休闲裤 298-698 元，衬衣 168-798 元	对 C 端客户：西服 2880 元起，衬衣 590 元起；对 B 端客户：粘合衬 780 元+面料费，半麻衬 980 元+面料费，全麻衬 1380 元+面料费
客户体验	到店量体	顾客预约就近门店的量体师或上门量体，量体师提供面料色卡本、款式图片样衣试穿，并根据客户身材数据和所选面料款式下单	从分公司派或者从总部指派量体师	需要提供身高、胸围、腰围三个参数后确认适合的西装尺码	从线下预约量体到线上定制，统一衔接，新客户上门量体，老客户无需量体	客户网上预约可享受全国上门量体服务	到店量体或上门量体，采集用户 19 个部位的 22 个数据，通过独特的 CAD 系统算法实现快速匹配客户需求，完成版型设计
2019 年营业收入	服装类收入 55.98 亿元，其中 MAYOR 品牌收入 4.35 亿元	32.73 亿元，估计定制类收入占比 10%左右	11.21 亿元	-	68.01 亿元，定制业务占比很小	-	5.35 亿元

资料来源：公司招股说明书，Wind，公司年报

另外，从事大规模个性化定制较为知名的非上市公司包括衣邦人、埃沃等，其中埃沃自建了大规模个性化服装供应链、并提供 ODM/OEM 服务，与公司业务较类似；衣邦人则更多偏向于中间服务商的角色，对接 C 端客户、整合供应

商，其供应商包括公司（衣邦人曾经为公司大客户之一）、鲁泰的衬衫定制品牌等。

表 10：代表性大规模个性化服装定制非上市公司情况

公司	成立时间	定制品类	服务模式	制作周期	业务规模	价位	备注
衣邦人	2014 年	西装、衬衫、裤装、针织、外套、女士裙装、男士羊毛/羊绒衫、男士配饰等	用户通过互联网免费预约衣邦人着装顾问上门量体，由衣邦人平台向合作的定制工厂下单。截止 20 年 3 月已经开设直营网点超过 49 家	量体后 10 个工作日发货	截止 2020 年 3 月定制用户超过 120 万，APP 注册用户达到 250 万	套装西服主力价位 3000~6000 元，奢牌面料产品线 7000~9000 元乃至万元	供应商有公司、鲁泰衬衫定制品牌等
埃沃 IWODE	2007 年	男女童西装、衬衫，男女 T 恤，男士 POLO 衫、男士休闲裤、男士皮鞋配饰等	可预约上门量体，拥有线下门店近 300 家	可实现最快 36 小时定制；90 天无条件修改售后保证	-	套装西服价位 1000~4000 元，男士衬衫价位 100~850 元	另提供 ODM/OEM 代加工服务，自有大规模个性化定制供应链，年产西装 50 余万套、衬衫/休闲裤/女装等 100 余万件

资料来源：公司官网、天猫旗舰店等，光大证券研究所整理

### 3、业务分析：ODM 占主导经历调整，OBM 为亮点业务培育中

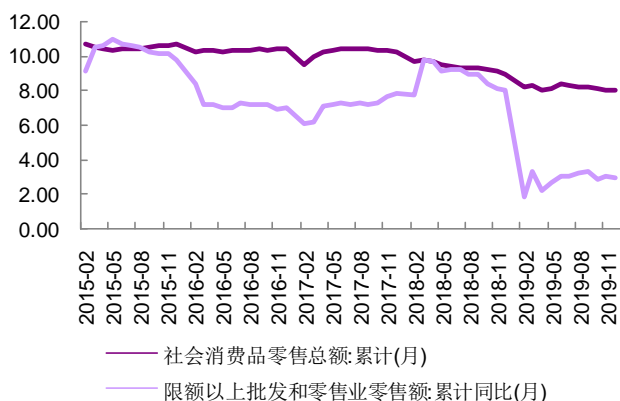
#### 3.1、总体业务：业务增长有所放缓，20Q1 疫情带来双向影响

##### ➤ 发展概况：ODM 占主导经历调整，OBM 为亮点业务培育中、占比提升

公司收入在 2018 年之前保持了较快速增长、持续位于 40% 或更高水平，其中 2013~2015 年公司年复合增速超过 100%，2016~2017 年增速放缓至 40% 左右，2018 年放缓至 1.19%、2019 年出现下滑 9.39%。

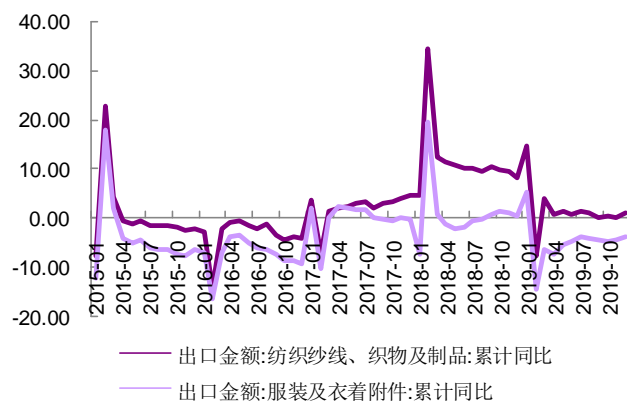
其中，2018 年以来收入增长走弱，主要与公司主导业务 ODM 两大客户订单流失有关。由于公司 ODM 业务偏制造属性，同时承接国内和国外订单，从行业背景来看，我们认为也与 2018 年二季度以来国内终端零售疲软导致服装消费增速放缓，以及中美贸易摩擦不断发酵升级导致国内纺织制造业订单景气度下行、纺织服装出口走弱（尤其是服装出口下滑压力加大）有关。

图 22: 2015~2019 年分月度社消总额和限额以上服装鞋帽零售额累计同比增速 (%)



资料来源: Wind

图 23: 2015~2019 年分月度我国纺织品和服装出口累计同比增速 (%)

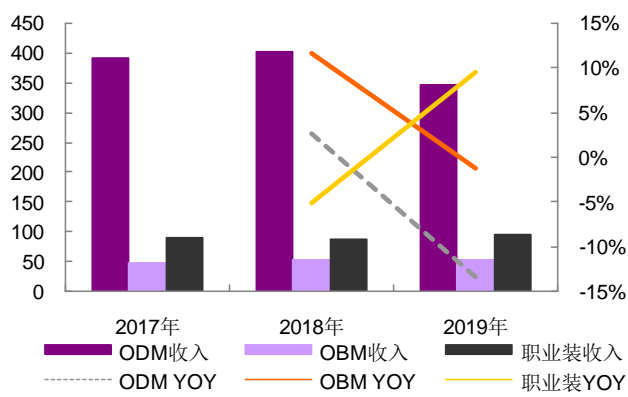


资料来源: Wind

从业务构成来看, 公司业务主要分为服装类(再按模式分为 ODM、OBM、职业装)、咨询类等, 其中 ODM 业务持续占主导, 2019 年收入占公司总收入比例为 65%, OBM、职业装、咨询类收入分别占比为 10%、18%、3%。

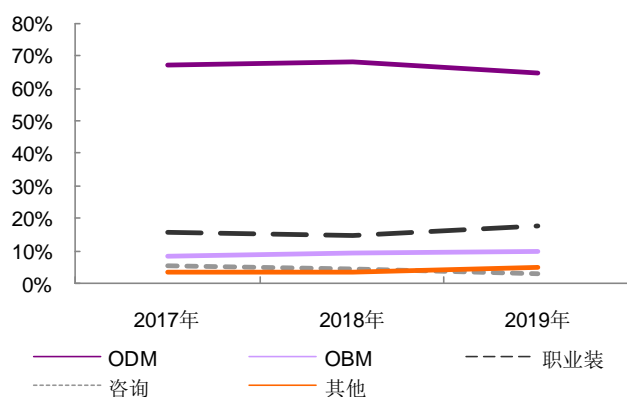
从过去 3 年收入表现来看, ODM 持续为公司的主要收入来源、收入占比持续位于 65% 以上, 同时公司 2018 年以来的收入增速放缓甚至下滑, 也主要为 ODM 出现两个大客户订单流失、导致其收入下滑影响所致, ODM 业务 2018~2019 年收入分别同比增长 2.58%、下降 13.45%; OBM 业务近三年收入占比稳步提升、自 2017 年的 8% 提升至 2019 年的 10%; 职业装业务占比波动中提升, 咨询类收入占比近年来小幅收缩、自 2017 年的 5% 下降至 2019 年的 3%, 其他业务占比基本稳定。

图 24: 公司分模式收入 (百万元) 及同比增速 (%)



资料来源: 公司招股说明书

图 25: 公司分模式收入占比 (%)



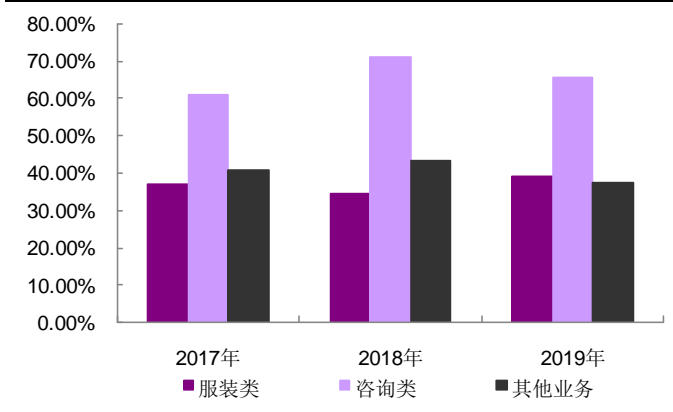
资料来源: 公司招股说明书

从毛利角度, 公司主要毛利来源为服装类(其中又以 ODM 为主), 咨询类业务虽然毛利率最高(65~70%左右)、但收入占比不到 5% 贡献较小。服装类业务毛利率 2017~2019 年分别为 36.86%、34.69%、39.36%, 过去三年中波动中提升, 细分来看 2019 年 ODM、OBM、职业装毛利率分别为 37.80%、37.57%、46.07%。

OBM 业务毛利率与 ODM 业务基本相当, 细分来看对个人消费者(直营)业务毛利率超过 50%、与类似定位的服装成衣品牌直营业务毛利率相差不大,

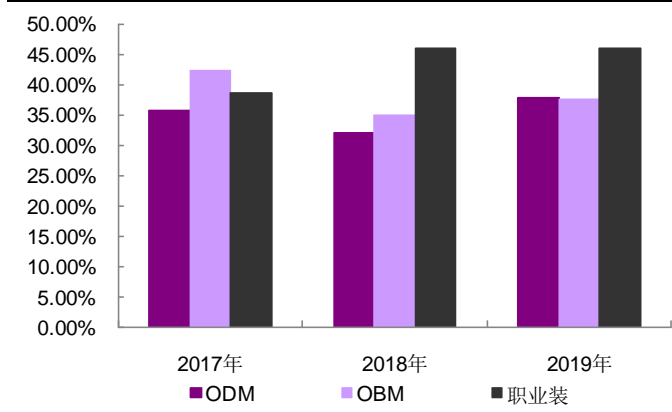
但对加盟商毛利率较低、2019年为22%，我们认为主要系该业务体量还较小、处于发展初期，尚未形成规模效应和品牌影响力、议价能力还不高（公司OBM业务的加盟商客户可类似于ODM的国内客户、但毛利率低于后者）。职业装毛利率为服装类业务最高，相比同业处于正常水平（如海澜之家的圣凯诺团体定制业务2019年毛利率为49.90%）。

图 26：公司分业务毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书

图 27：公司服装类业务按模式分毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书

### ➤ 20 年疫情影响分析：原有业务下滑，新增防护用品业务提振总体业绩

2020年以来国内外疫情对包含公司在内的纺织服装企业带来较大影响，公司2020Q1实现营业收入1.13亿元、同比增长4.69%，净利润1883万元、同比增长113.97%。同时公司预计2020年上半年收入同比增长35.40~47.78%，净利润同比增加41.82~53.17%，扣非净利润同比增加49.53~61.85%。

20年疫情对公司影响主要体现在两个方面：原有业务受到不利影响，同时新增防疫物资业务对总体业绩形成较大提振。

**1) 原有业务方面：**公司的主导业务ODM同时受到国内外疫情的影响（2019年海外占比55%），国内和国外客户需求均受冲击；OBM和职业装业务主要受到国内疫情的影响。

2020Q1原有业务收入受疫情影响、同比下滑35.89%，主要为国内疫情影响致国内客户和公司均停工影响，公司原定于1月31日复工、疫情影响下推迟至2月15日开始逐步复工。

20年上半年原有服装业务预计收入同比下降比例为36.51~41.49%，主要为国内外疫情的影响。其中国内疫情在一季度影响较大、但随着公司和国内客户逐步复工、不利影响将逐步消除；国外疫情发酵晚于国内、且目前仍在全球蔓延、尚未看到明显好转，在公司Q1业绩中尚未明显体现、但Q2预计对公司影响将加大。

同时需要注意的是，公司相比于成衣品牌商，其定制业务具有以销定产、反应较快的特点（终端门店主要展示样衣），疫情主要对公司的订单和产能利用率产生不利影响、但不会造成库存压力。

**2) 新增防疫物资业务方面：**公司复工后响应政府号召利用富余生产力积极组织疫情防护物资（主要为隔离衣和口罩）的生产、并投资建设医疗器械生



产线，由于国内外疫情发展迅速，防疫物资需求旺盛，该业务 2020Q1 实现营业收入 4389 万元、占公司总收入比例达 38.76%，对公司总体业绩形成明显支撑，弥补了原有业务的下滑。另外，该业务毛利率较高、达到 50~60%，提升了 2020Q1 的净利率水平、促净利润增速高于收入。

目前来看国内疫情趋于稳定、但国外疫情尚未得到明显控制、防护用品需求预计仍存，且公司已于 2020 年 3 月取得了口罩及防护服产品的 FDA 认证和 CE 认证，可实现一定出口收入，预计将对总体业绩带来短期贡献。未来随着国外疫情防控逐步显效，公司防护用品业务收入预计将逐步收缩。

### 3.2、ODM：收入占主导、前期快速增长，18 年以来两大客户流失拖累收入但致利润率提升

公司业务一直以 ODM 为主导，可以认为 2018 年之前的公司总体收入增速与 ODM 业务表现较为一致，2017 年及之前公司总体收入持续维持了较高增长（最低时超过 30%、最高时达三位数），在此期间公司的 ODM 业务我们判断亦保持了较高增速水平。

从近 3 年收入增速来看，公司 ODM 模式 2017~2019 年收入分别为 3.91 亿元、4.01 亿元、3.47 亿元，2018~2019 年收入分别同比增长 2.58%、下降 13.45%，近两年增速出现放缓甚至下滑。其中 2019 年收入下滑主要为两大客户 The Men's Wearhouse（即 Tailored Shared Service, LLC，简称 TMW，美国男装零售商）及杭州贝嘟科技有限公司（与杭州骄娇服饰有限公司均属于服装定制平台“衣邦人”）订单自 2018 年以来逐步流失所致，由于 ODM 模式为公司收入占比最高的业务、该事项对公司业绩影响较大。

ODM 业务 2017~2019 年毛利率分别为 35.77%、32.20%、37.80%，2018 年下降主要为生产成本上升、汇率升值影响，2019 年回升主要为毛利率较低的大客户订单减少、订单结构有所优化以及汇率贬值影响。

出现两大客户流失的原因主要为公司 2017 年下半年开始订单过于饱和，2017Q4 西装和衬衣的产能利用率均超过 120%，为应对产能严重不足，公司一方面着手努力提升产能，但产能的提升需要一个过程，包括设备购置安装调试以及生产人员的招聘和培训等，这导致大部分订单交期均出现了一定的滞后；另一方面，公司对客户进行差异化对待，优先保证收费更高的中小型 B 端客户的订单（中小型 B 端客户对公司的依赖性更强，大客户往往还有其他备选供应商）。同时，公司之前给予大客户的加工费折扣过高，随着近年成本费用的增长，对公司的利润水平造成了不利影响，故公司主动提出相应提高大客户的加工费价格。受上述双重影响，公司两个大客户 TMW 和杭州贝嘟的订单在 2018 年下半年开始出现明显流失。

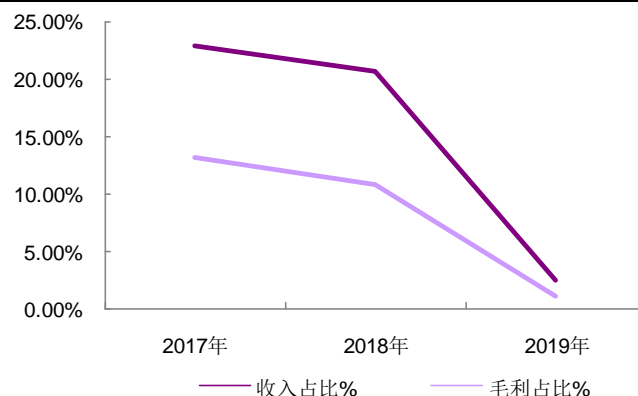
TMW 和杭州贝嘟分别为公司 2017 年、2018 年 ODM 业务的第一和第二大客户，2017 年占 ODM 收入比例分别为 12.65%、10.32%，2018 年占比各为 14.32%、6.40%，其他客户占比则未超过 3%。2019 年该两大客户的销售占比分别下降至 2.50%、0%。

该两大客户主要由于加工费标准较低，导致毛利率较低，所以公司在 2017 年末至 2018Q1 期间订单过于饱和的情况下，优先选择了毛利较高的其他小型客户订单并提高该两大客户的加工费，造成了其订单的流失。剔除两家大客户



后,公司毛利率有了明显提升。若扣除两个大客户,2019年西服销量同比2018年增加约14%。

图 28: TMW 和杭州贝嘟占公司 ODM 业务收入和毛利比例 (%)



资料来源: 公司招股说明书

总体来看,两大客户订单流失对公司的收入规模的增长有较大影响,但对营业利润规模的增长影响有限,并且优化了公司利润结构、提高了总体毛利率。另外,公司 ODM 前十大客户的收入占比 2018~2019 年分别为 30.38% (前两大占比 20.72%)、15.43%, 2019 年最大客户收入占比为 2.54% 较低,两大客户订单的流失影响已经基本消化。

表 11: 公司测算的 TMW 和杭州贝嘟对服装业务影响

		2017 年	2018 年	2019 年
TMW	收入 (百万元)	73.82	84.59	13.36
	毛利率%	23.11%	18.51%	17.45%
杭州贝嘟	收入 (百万元)	60.24	37.79	0.00
	毛利率%	21.54%	20.94%	0
公司服装业务毛利率%		37.45%	34.51%	39.36%
扣除上述两大客户后公司服装业务毛利率%		42.54%	38.97%	39.97%

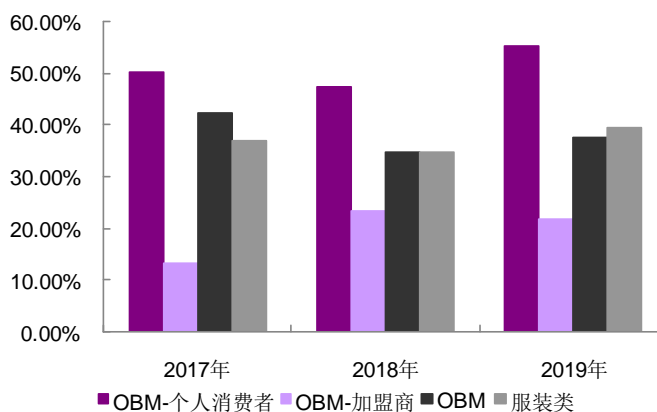
资料来源: 公司招股说明书

### 3.3、OBM: 发展有波动, 亮点业务待拓展

相比于 ODM 业务, OBM 业务定价更高; 同时在客户分类上, ODM 业务客户为 B 端, OBM 业务更偏零售属性, 既对接个人消费者、亦对接加盟商, 是公司展现大规模个性化服装定制能力和打造自有品牌的亮点业务, 其中对个人消费者业务的毛利率也是服装类各业务中最高者 (超过 50%)。

2017~2019 年公司 OBM 业务收入规模为 4802 万元、5356 万元、5289 万元, 2018~2019 年度收入分别同比增加 11.53%、下降 1.25%。

图 29：公司服装类、OBM 模式及细分客户业务毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书

细分来看，公司 OBM 业务可按客户分为个人消费者和加盟商，2019 年 OBM 模式下对个人消费者和对加盟商的收入分别为 2495 万元、2794 万元，规模基本相当、分别占 OBM 业务收入比例为 47%、53%。近三年来公司直营比例下降（对个人消费者收入持续下滑），加盟占比则持续提升，业务重心主要为拓展加盟业务：

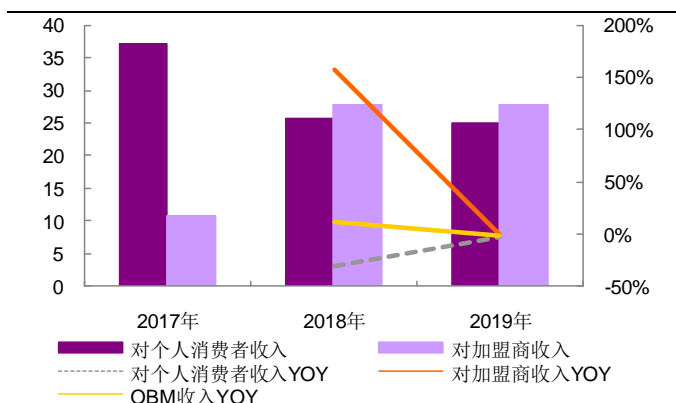
1) 对个人消费者：个人消费者通过公司的线上营销平台或公司的线下直营门店进行定制选品和购买。在公司的产品价格体系中，个人消费者产品的定价较高。渠道方面，2017~2019 年末公司直营店分别为 16 家、8 家、5 家呈逐步收缩态势，2019 年末的 5 家直营店分布于北京、青岛（3 家）、即墨。收入分渠道来看，对个人消费者收入绝大多数为线下，线上占比较低、2019 年占对个人消费者收入不到 1%。

对个人消费者收入近两年为下滑（18~19 年分别下滑 30.72%、下滑 3.30%）为线上线下渠道均有下滑所致，其中线下的下滑为主因、线上占比较小影响也相应较小。线下方面 2018 年公司逐步关停了济南、济宁和烟台等地的直营店，致 2018~2019 年收入分别-27.83%、-1.92%，2019 年前期关店影响逐步消化、降幅缩小；线上方面，公司近两年降低了线上推广力度、致线上销售收入下降较大，收入规模自 2017 年的 221 万元逐步减少至 2019 年的 15 万元、年降幅超过 70%。

2) 对加盟商：加盟商与公司签订加盟合同，公司允许加盟商通过其所投资和经营的店面向顾客销售及推广公司的产品。公司对加盟商实行买断式销售和扁平化管理。店铺的经营管理主要由加盟商自行负责，经营风险由加盟商承担，公司会给予加盟商价格优惠和折扣。公司目前拥有 126 家加盟店。

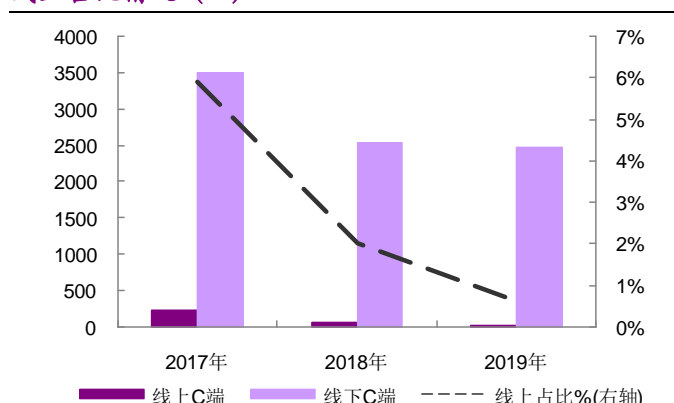
对加盟商收入 2018~2019 年分别大幅增长 157.39%、增长 0.66%，18 年增幅较大主要为当年加盟商数量大幅增加近 60 家，同时公司 2018 年实施产品价格统一管理取消了部分加盟商折扣、促使销售给加盟商的价格上升，2019 年对加盟商收入基本持平。

图 30: OBM 业务分客户收入(百万元)和同比增速(%)



资料来源：公司招股说明书

图 31: OBM 对个人消费者分线上线下收入(万元)及线上占比情况(%)



资料来源：公司招股说明书

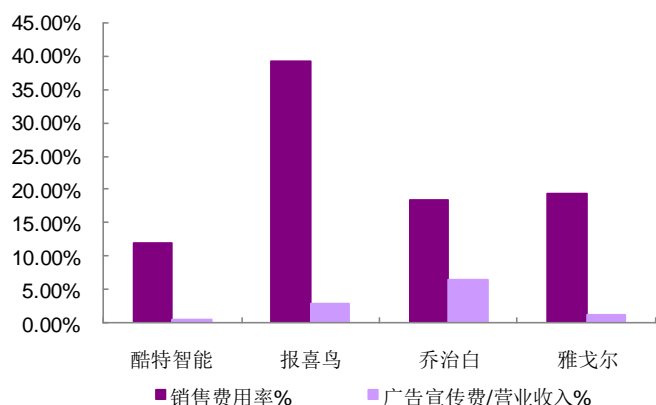
2017~2019 年 OBM 业务毛利率分别为 42.35%、34.88%、37.57%，其中 2018 年降幅较大主要为加盟业务占比提升所致，2019 年提升主要为收缩直营店零售业务折扣和特卖活动减少影响。

我们认为 OBM 业务作为公司打造自有定制品牌的亮点业务、目前占比还较低，未来是重要的业务增长点和战略发展方向，发展空间较大、占比有望提升。近两年该业务发展呈现波动，我们判断一方面为公司筹备上市、投入相对保守，另一方面为公司基于制造商基因转型零售商、业务拓展中需要经历一定的摸索和试错期（如近三年收缩直营、拓展加盟调整业务发展策略），同时该业务规模还较小、尚未形成品牌效应、受外部零售环境影响相对较大，体现在加盟业务单店收入不高、毛利率偏低，同时直营店呈现关店、线上业务规模较小等。

OBM 业务作为未来战略重点拓展方向、其发展值得期待。公司作为在技术和生产方面已确定领先优势的服装定制行业龙头，在渠道和终端零售端投入略显不足，尤其在技术发展、C2M 模式逐步普及促服装定制需求逐步释放的背景下，培养和教育消费者、抢占市场份额成为应有之义。因此，我们认为公司在 OBM 业务推进中需要关注和提升的业务要点包括：

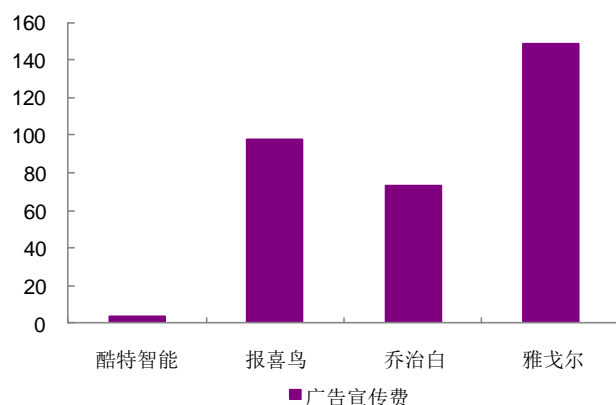
1) 制造商的身份决定了公司在对 C 端客户的经营和营销方面存在先天弱势。公司前期主要经营制造业务、客户以 B 端为主，虽然帮助减小了公司获得单一用户数据的成本、快速积累大量数据样本用于搭建大规模个性化服装业务的数据库基础，但是同时也面临对终端消费者宣传不足、相比于自品牌商转型而来的对手公司品牌影响力稍显欠缺的问题。单纯比较财务数据而言，虽然存在业务模式的不同（如品牌商一般店铺租金等费用占比更高，以及雅戈尔拥有多项业务），但观察公司和同业在销售费用率和广告宣传投入体量方面，公司均处于较低水平。

图 32：2019 年公司和同业的销售费用率和广告宣传投入占比 (%)



资料来源：公司招股说明书、各公司年报

图 33：2019 年公司和同业的广告宣传费规模比较 (百万元)



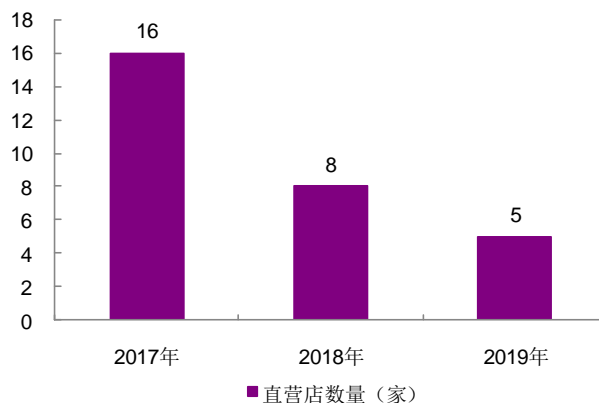
资料来源：公司招股说明书、各公司年报

2) 渠道端投入和经营尚显不足，尤其是对 C 端渠道的建设方面近年来呈收缩。2018~2019 年公司 OBM 业务中对个人消费者 (C 端) 的收入持续收缩，主要为一方面公司逐步关停了多家直营店、总体门店数自 17 年末的 16 家下降至 19 年末的 5 家，另一方面近两年公司降低了线上的推广力度、致线上销售收入亦有下降。

2019 年末公司线下渠道方面共有直营店 5 家、加盟店 126 家，合计 131 家，尚未建立起辐射全国的渠道网络，且加盟收入和直营体量基本相当、但门店数量相差悬殊、说明加盟店单店收入还处于较低水平。相比于品牌商转型大规模个性化服装定制业务，渠道端建设略显弱势。举例来看，公司的竞争对手之一品牌商报喜鸟 2019 年末拥有营业网点 1678 家，其中可以提供私人定制服务网点的店铺超过 900 家。

从近三年公司的经营举措来看，收缩直营店、拓展加盟店，预计未来的业务拓展方向仍以加盟渠道为主(公司计划 2020 年进行全国加盟店布局)。另外，公司线上收入规模还较低，在当前服装行业线上线下融合的新零售趋势下，结合公司的标准化量体和数字化生产优势，我们认为线上业务也具有较大的拓展空间。

图 34：公司直营店数量变化趋势 (家)



资料来源：公司招股说明书

### 3.4、其他（职业装、咨询类）

#### ➤ 职业装业务

公司服装类业务中除了 ODM/OBM 外，还包括职业装业务。对职业装团体客户的销售模式与 OBM 业务销售模式本质上相同，仅仅针对的客户群体从个人客户变为各类有集中采购职业装需求的企事业单位团体。公司获得职业装订单的方式包括直接对客户销售和参与客户招投标两种。在获得订单后，经与客户商谈确认其包括款式、面料、个性化元素等在内的各项需求，公司安排专业人员到客户现场进行量体，并根据量体数据对职业装客户的订单进行大规模定制生产，生产完成后统一交付。公司的职业装相比一般的职业装团体定制具有个性化程度更高的特点，定位相对更为高端、实现差异化竞争。

职业装业务 2017~2019 年收入分别为 9101 万元、8626 万元、9449 万元，2019 年占公司总收入比例为 17.66%，2018~2019 年分别同比下降 5.22%、增长 9.54%。其中 2018 年下滑主要为公司已在已有职业装基础上针对企业中高层管理人员推出高端职业装系列，个性化定制程度较高、面料更为高档、批量小、定价高于过去职业装及公司其他产品系列，随着公司职业装战略逐渐趋向开发有高定制需求的中小型客户转变，放弃了一些单价较低、利润较薄的职业装订单，导致当年虽然职业装客户平均售价有所提高、但销量下降，从而收入减少。

职业装业务 2017~2019 年毛利率分别为 38.62%、46.14%、46.07%，其中 2018 年提升幅度较大主要为公司战略逐步趋向开发有高定制需求的中小型客户转变、承接更多高端职业装业务影响。

#### ➤ 咨询类业务

公司除占主导的服装类业务外，还经营体量较小的咨询类业务，该业务由子公司凯瑞创智经营，于 2016 年开始大力拓展，包括管理咨询收入和工程改造收入：

1) 管理咨询类业务主要包括参观学习和辅导咨询两块服务，随着公司大规模定制的运营模式逐渐成熟，公司开创了一套完整的传统工业升级改造解决方案。2016 年开始，公司加大宣传力度，组织社会各界学员实景参观酷特智能生产车间，介绍实现个性化定制生产的方法与应用，并收取参观学习费用。参观服务定价依据参观内容的不同分为五个等级，收费在 2000 元-12800 元/人。此外，对于有意愿将公司的大规模定制运营模式运用于自己工厂的企业，公司会为其提供辅导咨询，设计改造方案，并收取一定咨询费用。辅导和咨询业务按照凯瑞创智的技术和培训人员数量和工作天数定价。标准单价依据工程师级别的不同而定大约为 1500 元-5000 元/人天。

2) 工程改造类业务主要包括软件的开发实施和硬件的销售安装两块服务。公司通过开展参观学习和辅导咨询业务介绍公司的传统工业升级改造解决方案，吸引相关客户开展公司工程改造类业务。升级改造业务根据升级改造精细程度分为 5 种方案，随着改造升级系统的模块数量以及实施复杂性增加，方案整体报价上升。方案价格主要包括软件、工程开发和实施三部分。软件部分价格根据选择的模块数量和单价进行定价，工程开发和实施根据工程师人数和工时定价。升级改造服务的整体服务报价从 50 万到 1500 万不等。



2017~2019 年咨询类业务收入分别为 3024 万元、2729 万元、1526 万元，2019 年占公司总收入 2.85%，2018~2019 年分别同比下滑 14.82%、下滑 44.82%，主要为近年来由于国内具有传统产业升级改造需求的企业总量有限、来公司参观学习以及向公司进行咨询的客户数量有所下降，因此相应的管理咨询类和工程改造类收入都有所减少，叠加 2019 年公司在管理咨询业务上的销售折扣下降幅度较大。

## 4、公司亮点分析

我们认为公司亮点有四：1) 所在的细分行业私人定制行业处于需求发展和技术进步促行业空间打开的阶段，发展还处于早期，其景气度高于服装行业总体，且龙头尚未形成、个体公司的成长空间亦较大；2) 大规模个性化服装私人定制行业有进入门槛，公司相比于新进入者已经形成了先发优势；3) 公司相比于现有参与者，其优势是多年个性化定制制造商转型，拥有经验、数据、资源和口碑的积累，通过自动化、标准化降低了对人工的依赖；4) 咨询类业务的拓展有望打开公司的长期发展空间。

### 4.1、相较服装行业：细分行业私人定制空间打开、渗透率提升

传统私人定制行业受制于高度依赖人工、无法量产导致单件成本高、扩张难度大、难以形成规模效应和向大众消费者普及，行业空间小、且面临发展瓶颈。现在随着技术的发展，同时实现“个性化”和“大规模量产”成为可行，单件生产成本得到降低、价格优势和性价比更为突出，大规模个性化私人定制的服装产品对大众消费者的吸引力加强、面向客群将从以往的“小众”逐步扩大至“大众”，叠加消费升级趋势推进，消费者对个性化、定制合体的服装产品的需求有望进一步提升，我国定制服装行业空间得以打开，随着渗透率不断提升、行业蛋糕有望逐步做大。

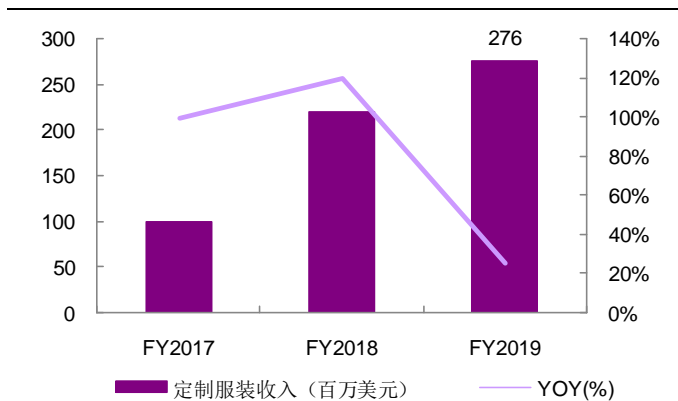
因此，作为随着现代技术发展而诞生的行业，大规模个性化服装定制行业是传统服装行业在解决库存和消费者个性化需求满足等痛点的重要革新产物，既较传统成衣行业更高效、又相比传统私人定制和团体定制更具优势，代表了行业升级的重要方向，其景气度预计将高于服装行业总体，存在细分行业性的红利。

另一方面，行业进入门槛较高、需要企业较大前期投入和改造升级，并且对渠道端也有一定要求，因此较早布局并且业务拓展较成熟的公司具有明显的先发优势。同时目前行业竞争格局尚不明朗，先进入者自身规模还不小，国内目前从事大规模个性化私人定制的服装品牌规模还较小、收入体量在几亿左右，如公司面向 C 端的 OBM 业务目前收入规模 1 亿元左右，龙头尚未形成，有望随着行业发展和消费观念普及一同成长，具有较大的成长和份额提升空间。

借鉴国外案例，公司的大客户之一、美国服装零售商 The Tailored Brands (The Men's Wearhouse 品牌的母公司) 自 2016 年开始拓展定制服装业务 (主要包括西服、运动外套、休闲裤、衬衫、无尾礼服、背心等)，

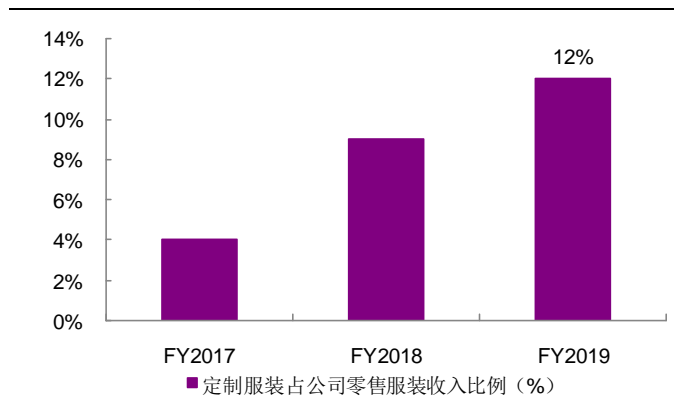
近年来快速发展，2017~2018 年连续两年实现了 100% 以上的增长、2019 年继续增长约 25% 至 2.76 亿美元（约合人民币 20 亿元），占其零售服装业务的比例自 2017 年的 4% 左右提升至 2019 年的 12%。TB 公司的业务主要为零售属性针对 C 端，与之相比、国内目前从事大规模个性化私人定制的服装品牌规模还较小、收入体量在几亿左右，如酷特智能面向 C 端的 OBM 业务目前收入规模 1 亿元左右，龙头尚未形成，且与 TB 公司相比具有较大的成长空间。

图 35: 美国 Tailored Brands 公司定制服装收入和同比增速



资料来源: TB 公司年报

图 36: 美国 Tailored Brands 公司定制服装收入占其零售服装收入比例



资料来源: TB 公司年报

另外，日本知名西服公司青山洋服的母公司青山商事亦在成衣业务外拓展定制业务，拥有高端定制品牌“Universal Language Measure’s”、面向 30~40 岁的精英男性群体提供兼具商务和潮流风格的高级面料定制服装，2018 年拥有 3 家门店、但当年同店增长达到 129.7%，2019 年拟继续开设 3 家门店，目前在总体业务中占比较低、但增速较快。

图 37: 日本青山商事旗下高端定制品牌 Universal Language Measure’s 门店



资料来源: 青山商事公司公告

## 4.2、相较新进入者：公司先发优势突出，已形成成熟的技术和系统、实现量产

大规模个性化服装定制行业进入门槛较高、需要较大的前期投入和系统搭建，同时行业发展还处于较早阶段，业内参与者的数量和规模都还较小、尚未形成相对成熟的竞争格局和大体量的龙头，参与者的布局也多处于较早期的摸索阶段。

相比同业而言，公司布局较早，2003 年即开始探索服装定制领域，是同业中的领先者，已经逐步自主建设了可适应服装大规模个性化定制要求的各项系统和业务体系，形成了完整且高效的业务平台。公司自主研发建立了包括 RCMTM 在线下单平台、IMDS 研发设计系统、APS 生产排程系统、MES 制造执行系统、WMS 物料管理系统等后台系统，构建了完善的智能生产体系，实现了制版、排料、断料、裁剪、制造、分拣等制造环节的高度自动化，不仅突破了制版速度对量产定制服装的约束，使服装定制能够大规模工业化生产，同时也提升了材料利用率，缩短了产品交货期，降低了库存和资金的占用。

例如，在智能生产系统中，产品信息贯穿于设计、制造、质量、物流等环节，系统将个性化订单转换成各节点的标准指令，智能输出产品设计图、作业指导书、订单 BOM。工艺操作指导被推送到各工位的终端显示屏，所有员工在各自的岗位上接受指令，依照指令进行生产，生产过程数据全程被采集和监测。在该生产过程中，定制订单信息是线索，射频芯片（RFID 卡）是信息载体，射频识别技术是自动采集资源信息（如人员、机器、物料等）的主要手段，信息的传递和沟通不需要人工或纸质传递，极大地提高了生产效率。在智能生产系统中，生产过程是高度透明的，在订单下达后，每个订单自身的状态，以及设备状态、人员状态、每个生产环节的状态、每道工序的状态、产能状态、原材料状态、仓储状态、物流状态等各类信息，都能够被实时追踪，生产过程的可视化程度较高。此外，每一个订单从下达到完成的过程中都会形成大量数据，这些数据被系统自动采集，继而形成可用于分析工厂生产情况的数据，并随后被用于分析产能情况，作为对新订单排产计划的基础。

信息化和工业化的深度融合使得公司具备大规模生产定制产品的柔性化生产能力，同时具备规模效应（规模化生产）和高效率（短交期）。目前公司个性化定制西服年产能约为 42 万套，个性化定制衬衣年产能约为 22 万件，规模化生产定制服装的技术构成了公司的核心竞争优势。

## 4.3、相较现有参与者：公司为多年个性化定制制造商转型，拥有经验、数据、资源和口碑积累

相比于其他服装品牌商转型大规模个性化服装定制领域，公司自服装成衣制造商转型，并且较早在 2007 年之前即实现了定制服装智能生产线的初步成型，在“红领”系列公司中开展生产，截至目前公司已经积累了多年个性化定制生产经验，形成了成熟的技术、系统和团队，并通过数字化和标准化降低了对传统人工操作的依赖；同时客户一直以 B 端为主、为公司沉淀了大量消费者形体数据（相对对 C 端客户，避免了较高的开发单一新用户和获取用户数据的成本），

公司在此基础上进行研发、可提供多种版型供客户选择，具有高程度满足客户个性化需求的能力，并且在交期和价格上具有较强竞争力。

**1) 经过多年探索与实践，公司积累了互相紧密联系的六大数据库，是进行大规模个性化生产的基础，同时也是多年从事服装加工所积累的优势。**

通过各个数据库的配合使用，公司能迅速为消费者匹配版型，并融入客户的个性化需求。同时，能迅速组织安排生产，优化工艺流程，解决了定制服装个性化与规模化生产矛盾的难题，区别并领先于套餐式的套码定制和简单定制。

公司的版型数据库目前已基本涵盖正装所有版型，当在 IMDS 系统中输入用户的体态数据和款式后能通过版型自动匹配和 CAD 辅助设计，快速自动制版。量体数据库主要记录的是客户的量体数据，公司通过多年对量体数据和版型数据的分析，自创了 19 个部位和 22 个数据这一量体方法，将个性化需求以统一标准迅速数字化。以男士西装为例，生产约有 300 道工艺程序，定制的布料、样式和尺寸都决定了使用工艺的类型，工艺数据库的积累能优化公司的生产，满足客户更加个性化的需求。款式数据库向客户提供了更多的可定制细节选择，能使客户最大限度根据自己的喜好自主参与设计。BOM 数据库对每个订单的物料进行分解，指导工人抓取物料，以自动化的方式科学管理原料使用，控制成本。返修数据库的反馈能不断优化和修正版型匹配逻辑、量体方法、制造工艺和 BOM 匹配算法。

**2) 公司定制服装产品能够提供多样化选择，高度满足消费者个性化需求。**

随着当前服装产品的市场环境正在逐步由相对稳定的供方市场向动态多变的买方市场转变，客户的需求日益呈现创新化、个性化、短周期的趋势，这就要求生产厂商能够快速响应客户需求变化、顺应客户要求。

基于前述积累的大量消费者样本数据，就产品本身而言，公司为客户提供极为多样的定制化选项。以西服为例，消费者可按自身喜好，在 500 余种驳头领型、20 余种衣扣排列、30 余种后背型、20 余种袖型、30 余种袋型，以及刺绣、领标、袖标、胸绳等各部位细节上自主搭配选择，选购到高度个性化的定制产品；同时，公司的版型逻辑匹配规则能够覆盖不同身高、体型、肩宽的个体，即便是有非常严重的斜肩、凸肚、弓背等特殊体型的消费者，公司依然能够为其生产出合身的服装。当客户提出的特殊需求时（如指定用某特定面料或特殊工艺进行生产），公司组织技术人员按客户要求研发，生产样衣测试，经客户确认后再正式下单生产，并为该服装在系统中生成特定代码，将该服装的生产工艺技术细节固化在系统中，方便客户日后再次下单使用。此外，公司应用 CAD 实现了定制产品的提前预览，让消费者在亲自参与设计的阶段就能提前看到服装的 3D 效果图，以便及时根据个人喜好进行调整，使定制更加精确、细致。

公司产品可以覆盖绝大多数人体体型和个性化需求，对客户需求的的高度重视和迅速响应是公司竞争优势的重要组成部分。

**3) 公司基于自己建设的较为成熟的技术和系统，相比同业可以提供更短的交期和更具性价比的价格。**公司定制业务可以实现 7 个工作日交货、交期短于大多数竞争对手，且综合考虑定价，公司的性价比为业内较高。



表 12：公司与竞争对手定制周期和产品定价比较情况

可比公司	定制交期	定制产品价格（以对 C 端为例）
报喜鸟	不试穿 7~10 个工作日，试穿 14~17 个工作日	西服套装 2680 元起，衬衣 499 元起
希努尔	7~10 天	套装 798-4698 元，休闲服 498-2998 元，大衣 798-3698 元，夹克 498-2998 元，西裤 298-698 元，休闲裤 298-698 元，衬衣 168-798 元
乔治白	50~60 天	衬衣 200 元左右，西服 1000 元左右
大杨创世	粘合衬、半麻衬工艺 8 个工作日，全麻衬 10 个工作日	衬衣 1580 元起，西服 6800 元起
雅戈尔	试样约一个月，不试样约半个月	西服 6000~15000 元之间，衬衣 1500 元左右
衣邦人	10 个工作日	套装西服主力价位 3000~6000 元，奢牌面料产品线 7000~9000 元乃至万元
埃沃	最快 36 小时	套装西服价位 1000~4000 元，男士衬衫价位 100~850 元
<b>酷特智能</b>	<b>7 个工作日</b>	<b>西服 2880 元起、衬衣 590 元起</b>

资料来源：公司招股说明书，天猫旗舰店、微信小程序

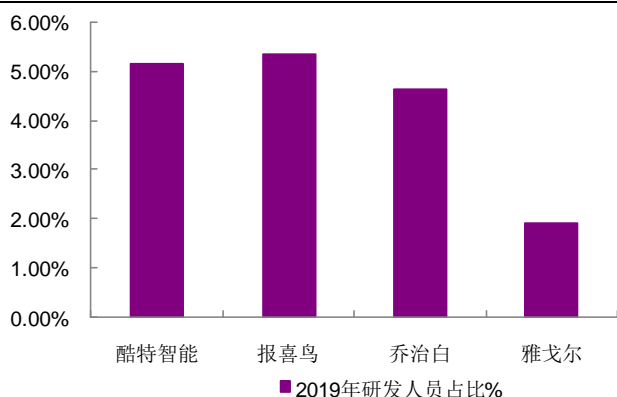
4) 公司具有技术、经验的传承与积累，重视研发投入，已形成较为成熟的管理研发团队和业内领先的口碑优势，同时通过自动化、标准化缩短了前端人员（如量体师、版型师）的培训时间，对前端人员手工操作的依赖度降低、业务发展更稳定且复制性强。

定制服装特别是中高端正装的定制工序多、难度大，对裁剪、缝纫等工艺均有较高要求。通过多年与境内外客户的稳定合作，公司在制衣流程和加工工艺方面积累了丰富的操作经验，在目标市场中已经形成了较为明显的先发优势和良好口碑，并且持续重视研发投入、公司研发人员数量占比与同业处于较高水平，短时期内难以被竞争对手复制。

另外，公司将积累多年的经验和数据，基于长期服装生产经验归纳出 19 个部位 22 个数据的量体规范，只需 5 分钟就能完成身体尺寸的采集，满足各类服装产品的定制需要，而从零基础培训一名合格量体师的时间也压缩至 35 个小时以内，数据采集的效率和精确度都有提升，同时，公司在多年的服装生产销售过程中累积了大量的身体尺寸数据和服装版型数据，利用服装生产经验和数据分析挖掘技术，探索出身体尺寸与服装版型的逻辑匹配规则，建成了独有的版型匹配系统，能够在 2 秒内按客户量体结果和风格偏好自动制版，使公司无需聘请大量版型师就能够进行服装的大规模定制。通过应用大数据系统，业务流程更加自动化、标准化，公司对前端人员量体师和版型师的依赖度降低，人员流动对业务的影响较小，业务稳定性提升、且更易复制推广。

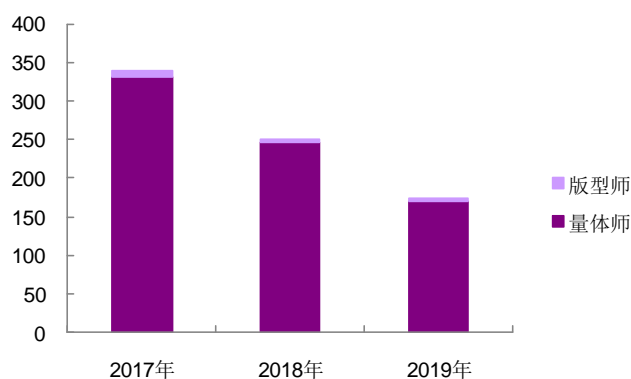


图 38：公司与同业研发人员数量占比 (%)



资料来源：各公司年报

图 39：公司量体师和版型师数量 (人)



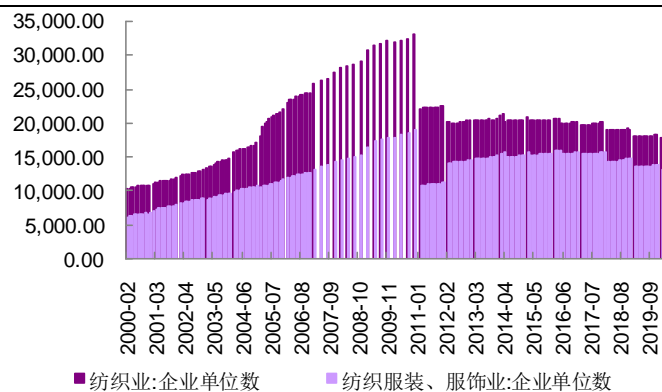
资料来源：公司招股说明书

#### 4.4、咨询业务拓展有望打开公司定制业务长期发展空间

基于自身在服装领域的成功实践，公司以子公司凯瑞创智为主体，将大规模个性化定制的运营模式梳理为一套完整的工业升级改造解决方案，开展与个性化定制相关的培训、咨询、软硬件产品销售以及企业升级改造整体方案输出业务，为传统企业从批量生产产品模式向大规模定制个性化产品模式转型提供指导，帮助客户建立起以消费者需求为核心的经营模式，逐步转变为以销定产的运行机制，降低产品滞销成本和不必要的存货成本，提高盈利能力。通过咨询类业务，公司促使相关理念、方法和工程技术能够推广、复制至其他企业，帮助其建立个性化定制生产线，优化组织结构与业务流程，推动其由传统制造向智能制造的转型升级。

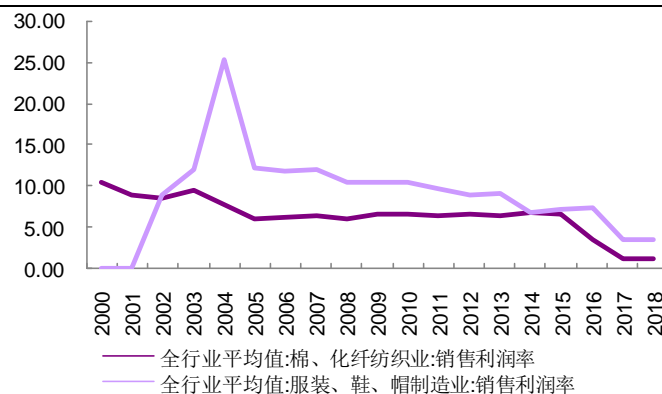
我们认为咨询业务虽然目前占比还较低，且近两年收入有所收缩，但是其成长性仍然可期。一方面为公司基于自身多年建设的技术和系统优势来进行拓展、具有独创性、形成该业务的独特竞争力，另一方面国内外服装作为基础消费品、行业规模大，从业者众多（截至 2020 年 5 月我国纺织业、纺织服装服饰业从业企业合计超过 3 万家），且当前普遍盈利能力较弱（平均利润率为个位数水平且 2017 年以来有所下降），咨询类业务拥有规模巨大的潜在客群，未来发展空间较大。

图 40：2000 年~2020 年 5 月我国纺织服装行业从业企业数量 (家)



资料来源：Wind

图 41：2000~2018 年我国纺织业和服装鞋帽制造业利润率 (%)



资料来源：Wind

咨询类业务的拓展对公司总体发展也具有重要意义。公司可以通过输出技术和系统与其他未构成直接竞争的服装企业开展合作、形成品类和资源等方面的互补，如公司披露的主要客户中有企业生产家纺、牛仔等公司尚未布局的品类，为公司的服装业务发展扩充品类；未来随着 C2M 模式优化资源匹配效率的优势在各行各业得以普及，公司的技术和系统优势可能复制至服装以外的领域，实现定制业务更大空间的打开。

## 5、募投项目分析

公司本次公开发行 6000 万股股份，拟募集资金净额 3.16 亿元用于柔性智慧工厂新建项目和智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体建设项目。

表 13：公司募投项目情况

编号	项目	项目总投资金额 (亿元)	募集资金需求净 额(亿元)	项目计划建设期
1	柔性智慧工厂新建项目	2.78	2.10	24 个月
2	智慧物流仓储、大数据及 研发中心综合体建设项 目	1.40	1.06	24 个月
合计		4.18	3.16	-

资料来源：公司招股说明书

### 5.1、柔性智慧工厂新建项目

柔性智慧工厂新建项目拟建设地点为青岛市即墨市红领大街 17 号，计划建设期为 24 个月，分 2 个阶段建设：第一阶段自第 1 个月起至第 12 个月结束，用于完成基建工程建设；第二阶段自第 7 个月起至建设期结束，包括完成装修、生产设备的购置、安装、调试，同时进行生产、管理、行政人员招聘培训及试生产。

项目预计第三年顺利实现投产，当年达产 80%，第四年开始产能完全释放。项目计划生产的两类定制化服装产品（西服套装和衬衣），在项目建设完成进入稳定经营期后，据公司测算达产年份（即第四年）约可实现销售收入 44146.17 万元，另外在现有产能规模（年产西服套装 42 万套、衬衣 22 万套）基础上，将分别提升西服套装和衬衣产能 74% 和 136%。

表 14：柔性智慧工厂新建项目情况

工程类型	建设内容	扩充产能	达产后对原有 产能提升幅度
西服生产厂房	西服裁剪车间、西服缝纫车间、西裤缝制车间、西裤腰组、西服整烫及质检车间、西裤整烫及质检车间；原材料智能立体库、成品智能立体库	年产个性化定制西服套装产品 31 万套	74%
衬衣生产厂房	衬衣裁剪、缝制和整烫车间	年产个性化定制衬衣产品 30 万套	136%
其他辅助设施	智能立体仓库及相应的信息化设备	-	-

资料来源：公司招股说明书

## 5.2、智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体建设项目

项目内容包括新建智慧物流中心和大数据及研发中心，拟建设地点为即墨市珠江二路277号，预计投资总额13979.32万元，包括建设投资相关10520.87万元和研究开发相关3458.45万元。项目实施完成后，数据的存储、管理、维护，以及产品与系统的研究开发活动将转移至大数据及研发中心，该中心将引入主流、先进的技术和设备，保障后台各系统的可靠、安全、稳定运转，改善系统性能，为产品生产、产品研发以及线上运营提供有力支持。项目为非生产性项目，旨在为公司在未来时期丰富产品结构、提升产品质量和技术水平提供基础，短期内对利润贡献不明显。

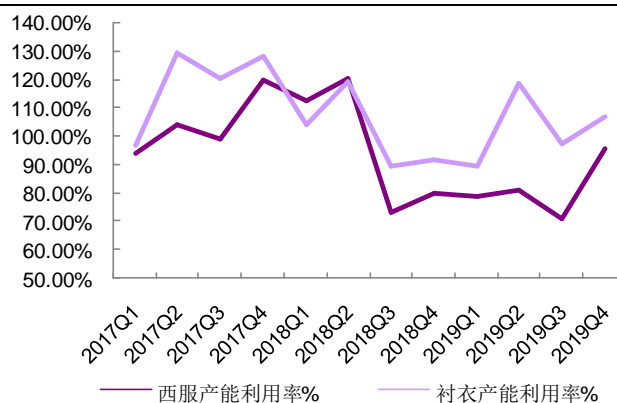
项目建设期为24个月。其中，基建工程在前12个月内完成；软、硬件设备的采购与安装、人员配备、系统建立及试运行等非基建工程工作自第4个月起开始进行，在项目建设期结束前完成。大数据及研发中心综合体与智慧物流仓储中心的建设同时进行。

## 6、盈利预测与估值

### 6.1、盈利预测

公司产能在2018年下半年以来随着两大客户订单流失、利用率一度出现不饱和的情况，2019Q4已经基本恢复。2020年以来受到国内外新冠肺炎疫情影响、公司收入出现下滑，产能利用率也有所下降，截至2020年5月底左右、公司西服生产线恢复约60%、衬衣生产线恢复约50%。

图 42：公司各季度西服和衬衣产能利用率（%）



资料来源：公司招股说明书

表 15：公司产能情况

	2017 年	2018 年	2019 年
西服年产能 (万套)	39.58	44.96	42.40
衬衣年产能 (万件)	31.88	22.07	22.59
西服年产量 (万套)	41.49	43.02	34.65
衬衣年产量 (万件)	37.50	22.54	23.32
西服产能利用率%	104.83%	95.69%	81.72%
衬衣产能利用率%	117.63%	102.13%	103.23%
委托加工西服产量 (万套)	5.95	5.11	4.10
委托加工衬衣产量 (万件)	10.60	17.28	19.73
西服合计年产量 (万套)	47.44	48.13	38.75
衬衣合计年产量 (万件)	48.10	39.82	43.05
西服年销量 (万套)	47.67	48.42	37.65
衬衣年销量 (万件)	47.49	40.04	45.03
西服产销率%	100.50%	100.62%	97.17%
衬衣产销率%	98.73%	100.54%	104.61%

资料来源：公司招股说明书

公司的主营业务分为服装类（产品分为西服类、衬衣、其他服饰 3 种）和咨询类，其中服装类业务占主导，且收入中有 40~45%来自于国外、55~60%来自于国内，2020 年国内外新冠肺炎疫情对公司国内外收入均有影响，2020Q1 公司收入同比增长 4.69%（其中原有业务收入同比下滑 35.89%，主要为疫情相关防护用品销售收入贡献 4389 万元、拉动总体增长），净利润同比增长 113.97%，同时公司预计 2020 年上半年收入同比增长 35.40%~47.48%，净利润同比增长 41.82%~53.17%。

我们预测公司 2020~2021 年受到新冠疫情影响业绩呈现波动，其中 2020 年因直接受到新冠疫情影响，预计国内外订单均有收缩、产能利用率下降、同时总体产能保持平稳，分业务来看预计 ODM/OBM/职业装/咨询类业务均受疫情影响呈现下滑，其他业务受防护用品需求和业务规模大增影响、收入和毛利率大幅提升、贡献总体业绩；2021 年随着国内外经济恢复、原有业务在低基数基础上订单和产能利用率均有恢复，同时随着防护用品需求回落、预计其他业务收入和毛利率呈下降；2022 年各项业务增长回归正常水平。预计 2020~2022 年公司服装类收入分别同比-23.51%、+36.80%、+24.58%，咨询类收入分别同比-30%、+35%、+6%，其他业务（包含 2020 年因突发疫情生产防护用品带来的收入）收入分别同比+1000%、-75%、+10%。

毛利率方面，公司近年来优化订单结构和定价策略，19 年毛利率有所上升，预计 2020 年疫情影响背景下、为了保证产能利用率、原有业务毛利率同比略降，但防护用品业务毛利率较高、将提振总体，2021 年开始随着疫情影响消除、防护用品和原有业务的比例回归正常水平，毛利率将同比有所下行、之后保持稳定。

费用率方面，预计公司 2020 年由于疫情影响、原有订单和产能利用率不饱满，同时成本费用刚性导致利润降幅超过收入，但防护用品业务费用率较低将带来抵销作用；2021~2022 年预计订单和业务结构恢复正常，同时 OBM 业务预计加大投入提高占比促费用增加。预计 2020~2022 年销售费用率分别为 12%、

12.2%、12.2%，管理费用率分别为 8%、8%、8%，研发费用率分别为 2.5%、2.5%、2.5%。

综上，预计公司 2020~2022 年收入同比增速分别为+24.69%、-9.86%、+22.45%，净利润同比增速分别为+31.33%、-15.01%、+18.67%。

表 16：公司分业务模式收入和毛利率预测表

		2019 年	2020E	2021E	2022E	2023E
1、	ODM 业务收入 (百万元)	347.21	260.41	351.55	421.86	485.14
	收入增速 YOY (%)	-13.45%	-25.00%	35.00%	20.00%	15.00%
	毛利率 (%)	37.80%	37.50%	38.00%	38.00%	38.20%
2、	OBM 业务收入 (百万元)	52.89	42.31	67.70	104.93	157.40
	收入增速 YOY (%)	-1.25%	-20.00%	60.00%	55.00%	50.00%
	毛利率 (%)	37.57%	37.50%	38.00%	38.00%	38.00%
3、	职业装业务收入 (百万元)	94.49	75.59	98.27	117.92	141.51
	收入增速 YOY (%)	9.54%	-20.00%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	46.07%	45.00%	46.00%	46.00%	46.00%
<b>小计</b>	<b>服装类业务收入小计 (百万元)</b>	<b>494.59</b>	<b>378.31</b>	<b>517.52</b>	<b>644.72</b>	<b>784.05</b>
	收入增速 YOY (%)	-8.57%	-23.51%	36.80%	24.58%	21.61%
	毛利率 (%)	39.36%	39.00%	39.52%	39.46%	39.57%
	咨询类业务收入 (百万元)	15.26	10.68	14.42	15.28	16.20
	收入增速 YOY (%)	-44.09%	-30.00%	35.00%	6.00%	6.00%
	毛利率 (%)	65.87%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
	其他业务收入 (百万元)	25.30	278.29	69.57	76.53	84.18
	收入增速 YOY (%)	13.15%	1000.00%	-75.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	37.66%	45.00%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>合计</b>	<b>公司营业收入 (百万元)</b>	<b>535.14</b>	<b>667.28</b>	<b>601.51</b>	<b>736.53</b>	<b>884.43</b>
	公司营业收入 YOY (%)	-9.39%	24.69%	-9.86%	22.45%	20.08%
	公司毛利率 (%)	40.03%	41.92%	40.19%	40.05%	40.07%
	公司归母净利润 (百万元)	68.67	90.19	76.65	90.97	109.56
	归母净利润 YOY (%)	7.98%	31.33%	-15.01%	18.67%	20.44%
	EPS (元/股, 按 IPO 后股本)	0.29	0.38	0.32	0.38	0.46

注：20 年其他业务收入大增、之后回落系包含防护用品影响所致。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测

## 6.2、估值

### 6.2.1、相对估值

公司主营业务为大规模个性化服装定制业务，目前 A 股尚无与公司业务高度一致的公司，我们选取有布局大规模个性化服装定制业务的上市公司鲁泰 A、报喜鸟、雅戈尔来比较，这些公司虽有涉足大规模个性化服装定制领域、但体量不大、并未构成其主要业务，这 3 家可比公司的 2020 年平均 PE 为 22.04 倍。另外，参考 A 股纺织服装行业估值水平，2020 年 PE 为 55.08 倍。

对比可比公司和行业估值情况来看，公司业务全部为大规模个性化服装定制业务，该业务具有 C2M 模式下的低库存风险、个性化程度高、工业化



量产降低成本等优势，且对业务的布局深入程度和纯粹程度（占公司总收入比重）明显高于可比公司；另一方面公司与竞争对手相比具有先发优势、较早布局大规模个性化服装定制领域并且形成了成熟的技术和系统、积累了丰富的经验，在细分领域处于领先者、且形成了进入门槛，我们认为应该获得更高的估值。

表 17：公司与可比公司和行业估值比较

代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				CAGR (%)	PEG	市值 (亿元)
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
000726.SZ	鲁泰 A	7.84	1.11	0.73	0.97	1.09	7.06	10.73	8.08	7.22	-0.72%	(14.84)	57
002154.SZ	报喜鸟	3.21	0.17	0.07	0.17	0.23	18.60	47.98	19.28	14.22	9.36%	5.12	39
600177.SH	雅戈尔	6.34	0.86	0.86	0.94	1.01	7.39	7.41	6.76	6.25	5.71%	1.30	293
	平均值						11.02	22.04	11.37	9.23			
801130.SI	纺织服装						25.30	55.08	23.14	20.52			

资料来源：Wind。其中鲁泰 A、报喜鸟盈利预测为光大证券研究所预测、雅戈尔盈利预测采用 Wind 一致预期。股价更新日期为 2020 年 7 月 3 日。

如上所述，我们预测公司 2020~2022 年 EPS 为 0.38 元、0.32 元、0.38 元，考虑较可比公司和行业估值给予更高的估值水平，结合新股溢价，给予公司 2020 年 PE25~30 倍，对应公司股价为 9.42~11.30 元。

## 6.2.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：由于公司所在的纺织服装行业总体处于相对成熟阶段，故假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用申万一级行业分类-纺织服装的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

关键性假设	数值	
第二阶段年数	8	
长期增长率	2.00%	
无风险利率 Rf	3.17%	
β(levered)	0.80	
Rm-Rf	4.33%	
Ke(levered)	6.63%	
税率	25.00%	
Kd	0.00%	
Ve	803.29	
Vd	0.00	
目标资本结构	0.00%	
WACC	6.63%	
资料来源：光大证券研究所		
	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	81.74	2.75%

第二阶段	592.24	19.96%
第三阶段（终值）	2293.83	77.29%
企业价值 AEV	2967.82	100.00%
加：非经营性净资产价值	229.86	7.75%
减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	3197.68	107.75%
股本（百万股）	240.00	
每股价值（元）	<b>13.32</b>	
PE（隐含）	35.37	

资料来源：光大证券研究所

### 敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.63%	14.69	16.04	17.76	20.03	23.16
6.13%	12.96	13.99	15.27	16.89	19.04
6.63%	11.55	12.35	<b>13.32</b>	14.53	16.08
7.13%	10.38	11.01	11.77	12.70	13.84
7.63%	9.39	9.91	10.51	11.23	12.10

资料来源：光大证券研究所

### 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	13.32	9.39	—	23.16	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	13.02	9.09	—	22.86	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	6.24	5.28	—	8.62	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	5.98	5.36	—	7.49	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

由上述绝对估值结果，公司合理价格区间为 5.98~13.32 元。

综合上述相对估值与绝对估值法，我们认为公司合理价格区间为 9.42~11.30 元。

## 7、风险分析

### ➤ 国内外疫情影响超预期致终端需求疲软影响公司业绩

公司收入既来自国内、亦来自国外，公司产品销售国外市场约占 40%、国内市场 60%左右，国外市场主要集中在北美，若国内和国外主要销售地区疫情防控不及预期、影响宏观经济和服装消费需求，将对公司销售带来不利影响，同时若公司订单不饱和导致产能利用率较低，将导致成本费用率提升、净利润压力加大。

### ➤ 国内外经济形势不佳导致消费疲软，抑制私人定制行业的成长速度

私人定制服装行业还处于发展初期，若国内外宏观经济增长不理想，可能导致私人定制行业的成长速度受到影响。

### ➤ OBM 业务方面品牌建设和渠道拓展不及预期

OBM 业务为公司亮点业务，目前渠道规模还在拓展中、业务和品牌影响力尚在形成。OBM 业务近三年持续关闭直营店、同时减少了线上投入导致对个人消费者收入下降。未来若品牌建设和渠道拓展不及预期，该业务增速可能会低于预期。

➤ **ODM 业务客户拓展不及预期和汇率波动**

ODM 业务收入占主导，客户包含国内和国外。2018 年以来两大客户订单流失对该业务和公司总体业绩带来不利影响，未来若客户拓展不及预期、业务增速会受到不利影响。另外公司 ODM 业务中出口占比达到 55%，汇率波动将对其业绩产生影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	591	535	667	602	737
营业成本	374	321	388	360	441
折旧和摊销	27	35	43	58	82
税金及附加	10	11	13	12	15
销售费用	68	65	80	73	90
管理费用	44	41	53	48	59
研发费用	7	13	17	15	18
财务费用	2	1	-2	-4	-2
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	87	87	121	102	121
利润总额	87	87	121	102	121
所得税	24	19	30	26	30
净利润	64	69	90	77	91
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	64	69	90	77	91
EPS(按最新股本计)	0.26	0.29	0.38	0.32	0.38

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	109	95	130	131	172
净利润	64	69	90	77	91
折旧摊销	27	35	43	58	82
净营运资金增加	35	-43	32	-19	31
其他	-17	35	-35	16	-32
投资活动产生现金流	-138	-72	-98	-248	-214
净资本支出	-92	-32	-100	-225	-216
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-46	-39	3	-23	2
融资活动现金流	-40	-129	358	-14	-13
股本变化	0	0	60	0	0
债务净变化	-39	-126	0	0	0
无息负债变化	1	-26	31	-13	33
净现金流	-69	-105	391	-131	-55

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	36.7%	40.0%	41.9%	40.2%	40.1%
EBITDA 率	19.8%	24.0%	25.7%	26.5%	28.0%
EBIT 率	15.1%	17.4%	19.3%	17.0%	16.8%
税前净利润率	14.8%	16.3%	18.1%	17.0%	16.5%
归母净利润率	10.8%	12.8%	13.5%	12.8%	12.4%
ROA	7.5%	9.0%	7.3%	6.0%	6.5%
ROE (摊薄)	12.4%	11.8%	8.8%	7.0%	7.8%
经营性 ROIC	13.5%	17.7%	19.2%	11.8%	11.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	39%	24%	17%	15%	16%
流动比率	1.51	1.99	3.88	3.34	2.70
速动比率	1.21	1.55	3.44	2.92	2.26
归母权益/有息债务	4.08	-	-	-	-
有形资产/有息债务	6.13	-	-	-	-

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	846	763	1,241	1,286	1,395
货币资金	190	86	477	346	291
交易性金融资产	0	105	105	105	105
应收账款	37	42	56	51	62
应收票据	1	1	1	1	1
其他应收款(合计)	3	3	5	4	5
存货	76	71	84	75	92
其他流动资产	67	7	7	7	7
流动资产合计	377	318	738	591	566
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	248	246	243	380	492
在建工程	15	2	54	64	64
无形资产	65	66	64	63	62
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	16	11	11	11	11
非流动资产合计	469	445	503	695	829
总负债	331	179	210	197	230
短期借款	60	0	0	0	0
应付账款	27	26	31	29	35
应付票据	29	34	39	36	44
预收账款	43	36	47	42	52
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	249	159	190	177	210
长期借款	67	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	20	20	20	20
非流动负债合计	82	20	20	20	20
股东权益	514	584	1,030	1,089	1,165
股本	180	180	240	240	240
公积金	165	172	477	485	494
未分配利润	169	232	313	364	431
归属母公司权益	514	584	1,030	1,089	1,165
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	11.50%	12.07%	12.00%	12.20%	12.20%
管理费用率	7.38%	7.67%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.39%	0.15%	-0.29%	-0.63%	-0.31%
研发费用率	1.25%	2.52%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	27%	21%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.08	0.06	0.08
每股经营现金流	0.45	0.40	0.54	0.55	0.72
每股净资产	2.14	2.43	4.29	4.54	4.85
每股销售收入	2.46	2.23	2.78	2.51	3.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按发行后总股本测算

## 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版权所有。保留一切权利。

## 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 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