

# 纺织服装

证券研究报告  
2018年12月31日

## 12 家服装门店草根调研我们看到了什么？

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

吕明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518040001  
lvming@tfzq.com

郭彬 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517120001  
guobin@tfzq.com

于健 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518090002  
yujian@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:暖冬对12月服装销售有负面影响,继续推荐高性价比及上游相关标的》 2018-12-24
- 2 《纺织服装行业投资策略》 2018-12-17
- 3 《纺织服装-行业研究周报:社零服装数据增速仍在低位,继续推荐高性价比及上游相关标的》 2018-12-17

### 1、调研背景

自18年下半年以来,由于社零数据持续走弱,叠加17年“冷冬”高基数影响,市场对于品牌服饰的销售情况存在疑虑。我们在跟踪行业发展动态的同时,希望通过草根调研,能够深入了解品牌的销售情况,解答投资者所关心的问题。

### 2、我们得到了什么结论?

#### 1) 我们认为国内中高端品牌短期内将持续承压,仍看好歌力思。

从商场角度来看,由于负财富效应、及顾客对于中高端产品的消费偏好减弱等因素,国内顶级商场SKP的流量增长有限,18年促销力度高于往年。其次,我们走访的中高端品牌普遍反映销售相比往年稍显乏力,如18年“两万元单”较少;另外,部分品牌销售人员反映预计2019年产品价格可能会略微下调,以应对消费疲软的趋势。由此我们认为国内中高端品牌未来在量价上将持续承压,但歌力思表现相对优异。

#### 2) 运动服饰行业质地较好,国内运动品牌升级较为明显,与国外运动品牌差距很小,推荐安踏,建议关注李宁。

运动服饰行业的受到消费疲软的影响较小,景气度依旧较高。我们通过走访李宁的门店发现,18年李宁王府井门店的同店增长在15%-20%。

同时,从门店设计、商品陈列、产品和服务等方面来看,我国国内运动品牌的升级效果明显,与国外竞品品牌的差距很小,竞争力逐步提升。

#### 3) 天气因素对于品牌服饰的销售仍有较大的影响,今年冬装销售稍显乏力。

18年冬季,由于受到厄尔尼诺效应的影响,冬季到来较晚,影响冬装销售。如海澜之家门店12月由于月初降温,促进了冬装的销售,但月中气温有所回升,对于产品的销售带来了一定的影响。

#### 4) 太平鸟 TOC 系统应用成熟,门店库存管理效率显著提升,达到行业领先水平。

2017年秋冬季公司从男装品牌首先引入 TOC 管理模式,实现售罄率、存货管理、及折扣率等方面的质的改变。TOC 系统会对店铺的销售进行实时监控,“销一补一”即当天销售一件产品,系统会自动下达补货指令,补货一件产品;若产品畅销,将会补货4-5件,保证库存。目前太平鸟君太百货男装门店 TOC 系统已经应用一年多的时间,目前库存1200多件,而未使用 TOC 的品牌门店库存存在3000件左右;通州万达童装门店在使用 TOC 之前每款产品压货十几件左右,季度退货20箱左右;引入 TOC,目前每种商品库存约为2件。当前每季产品退货率约15%,并呈逐渐下降的趋势,每季度退货约7-8箱。TOC 对于品牌的供应链管理、存货周转等方面成效显著。

### 3、我们还学习了很多终端门店管理知识!

通过走访各品牌的门店,以及和品牌督导、店长店员的交流,我们也发现了线下门店的形象、管理及服务等方面正逐步升级,我们认为主要有以下几点:

- 1) 门店位置:大多选择在购物中心、核心商业街及百货商场中,新开店多在郊区大型购物中心内;传统百货店也正在积极“购物中心化”;核心商圈的街边店仍有价值。
- 2) 门店形象:品牌服饰的门店形象逐步升级,提升品牌形象,增强进店吸引力。
- 3) 店员情况:由于消费持续走弱,门店为控制成本,对于员工人数也进行了控制。
- 4) 管理方面:品牌采用大区督导的方式,管理、监督、考核区域内的门店销售。
- 5) 提高坪效的指标:连带率、客单价、会员数等,同时也是公司对门店的考核指标。
- 6) 存货及周转:品牌服饰门店的周转速度较快,一般实行周补制。
- 7) 上新速度在半月左右,部分品牌速度更快;存货的折扣率平均在7-8折左右。



#### 4、推荐标的

结合本次草根调研，我们认为：

- 1) 高性价比品牌相较于中高端品牌抗经济周期属性更强，推荐开润股份、南极电商；
- 2) 国产体育服饰行业表现突出，与国际品牌差距越来越小，推荐安踏体育，建议关注李宁；
- 3) 店面形象出色、货品竞争力强的水星家纺、歌力思、太平鸟；
- 4) 暖冬对品牌服装销售有负面影响，上游纺织制造业绩更为稳定，推荐百隆东方、健盛集团。

**风险提示：**本次调研仅为北京地区品牌门店情况，不能完全反应公司整体经营情况。

#### 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-12-27	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	30.86	买入	0.61	0.81	1.16	2.06	50.59	38.10	26.60	14.98
002127.SZ	南极电商	7.26	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	33.00	20.74	14.24	9.95
603365.SH	水星家纺	15.17	买入	0.97	1.14	1.36	1.61	15.64	13.31	11.15	9.42
603808.SH	歌力思	16.10	买入	0.90	1.11	1.31	1.60	17.89	14.50	12.29	10.06
603877.SH	太平鸟	18.81	买入	0.95	1.31	1.77	2.13	19.80	14.36	10.63	8.83
601339.SH	百隆东方	5.41	买入	0.33	0.42	0.51	0.59	16.39	12.88	10.61	9.17
603558.SH	健盛集团	10.76	买入	0.00	0.51	0.65	0.78		21.10	16.55	13.79

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 调研背景.....	8
2. 我们得到了哪些信息和结论? .....	8
3. 我们还学习到了服装门店日常运营的知识! .....	10
4. 推荐标的.....	17
4.1. 高性价比品牌相较于中高端品牌抗经济周期属性更强, 由此推荐开润股份、南极电商。.....	17
4.1.1. 开润股份 .....	17
4.1.2. 南极电商: .....	18
4.2. 国产体育服饰行业表现突出, 与国际品牌差距越来越小, 推荐安踏体育, 建议关注李宁; .....	19
4.2.1. 安踏体育 .....	19
4.2.2. 李宁.....	20
4.3. 店面形象出色、货品竞争力强的水星家纺、歌力思、太平鸟; .....	20
4.3.1. 水星家纺 .....	20
4.3.2. 歌力思 .....	21
4.3.3. 太平鸟 .....	22
4.4. 暖冬对品牌服装销售有负面影响, 上游纺织制造业绩更为稳定, 推荐百隆东方、健盛集团。.....	22
4.4.1. 百隆东方 .....	23
4.4.2. 健盛集团 .....	23
5. 附: 草根调研图文纪要.....	25
5.1. 太平鸟童装通州万达店调研纪要 .....	25
5.1.1. 卖场简介 .....	25
5.1.2. 门店概况 .....	26
5.1.3. 销售概况 .....	28
5.1.4. 库存情况 .....	29
5.1.5. 产品情况 .....	29
5.1.6. 销售渠道 .....	29
5.1.7. 促销情况 .....	29
5.1.8. 北京门店当前情况及计划: .....	30
5.2. 太平鸟男女装君太百货店调研纪要 .....	30
5.2.1. 店铺所在百货介绍 .....	30
5.2.2. 男装.....	31
5.2.3. 女装.....	35
5.3. 歌力思 SKP 门店调研纪要 .....	37
5.3.1. 店铺所在卖场介绍 .....	37
5.3.2. 店铺介绍 .....	37
5.3.3. 店铺未来发展 .....	38
5.4. 歌力思旗下品牌 Ed-Hardy SKP 门店调研纪要 .....	39

5.4.1. 所在卖场介绍 .....	39
5.4.2. 店铺情况 .....	39
5.5. 海澜之家及 Jeans 王府井门店调研纪要 .....	40
5.5.1. 所在卖场情况 .....	40
5.5.2. 海澜之家主品牌门店情况 .....	40
5.5.3. HLA Jeans 门店情况 .....	41
5.6. 巴拉巴拉丰台万达店调研纪要 .....	42
5.6.1. 门店概况 .....	42
5.6.2. 业绩概况 .....	43
5.6.3. 库存情况 .....	44
5.6.4. 促销与上新 .....	44
5.7. 森马丰台万达店调研纪要 .....	44
5.7.1. 门店概况 .....	44
5.7.2. 业绩概况 .....	45
5.7.3. 货品结构 .....	45
5.7.4. 库存、补货与退货 .....	45
5.7.5. 促销与上新 .....	45
5.7.6. 近两个月具体销售情况 .....	45
5.7.7. 近几年森马的显著变化 .....	45
5.7.8. 店铺未来发展 .....	46
5.8. 安正时尚-玖姿汉光百货店调研纪要 .....	46
5.8.1. 卖场情况: .....	46
5.8.2. 店铺情况: .....	46
5.9. 李宁王府井旗舰店调研纪要 .....	47
5.9.1. 卖场情况 .....	47
5.9.2. 店铺情况 .....	47
5.10. 水星家纺西单店调研 .....	49
5.10.1. 所在商场情况 .....	49
5.10.2. 店铺情况 .....	49

## 图表目录

图 1: 李宁王府井店门店形象 .....	9
图 2: 李宁王府井店鞋类产品 .....	9
图 3: 李宁王府井店运动时尚品类中国李宁产品 .....	9
图 4: 李宁王府井店运动时尚品类中国李宁产品 .....	9
图 5: 厄尔尼诺现象出现在北半球冬季的概率在 80%左右, 影响冬装销售 (%) .....	10
图 6: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店位置 .....	11
图 7: 太平鸟 Mini Peace 新开门店位于上地华联购物中心 .....	11
图 8: 太平鸟 Mini Peace 19 年新开门店位于昌平区龙德广场 .....	11
图 9: 太平鸟 Mini Peace 19 年新开门店位于大兴区凯德广场 .....	11



图 10: 君太百货商场形象升级 .....	12
图 11: 君太百货内部火烈鸟网红墙 .....	12
图 12: 君太百货用明亮的科技感射灯搭配黑白灰大理石天花板 .....	12
图 13: 君太百货用明艳的小彩灯点缀蓝色镜面扶梯 .....	12
图 14: 君太百货 18 年香港潮流买手店 Popcorn .....	13
图 15: 君太百货内网红面包店“原麦山丘” .....	13
图 16: 水星家纺西单门店通过花束提升店面形象 .....	14
图 17: 水星家纺门店形象升级 .....	14
图 18: 李宁王府井门店店面形象升级 .....	14
图 19: 安踏体育门店形象升级 .....	14
图 20: 太平鸟男装通过大幅滚动电子屏及透明玻璃窗吸引客流 .....	14
图 21: 太平鸟男装门店形象升级 .....	14
图 22: 万达广场地理位置 .....	25
图 23: 国泰百货地理位置 .....	25
图 24: 家乐福地理位置 .....	25
图 25: 京通罗斯福地理位置 .....	25
图 26: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置 .....	26
图 27: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置 .....	26
图 28: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店产品陈列 .....	26
图 29: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店产品陈列 .....	26
图 30: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置 .....	27
图 31: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置 .....	27
图 32: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置 .....	27
图 33: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置 .....	27
图 34: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺 .....	27
图 35: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺 .....	27
图 36: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺 .....	28
图 37: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺 .....	28
图 38: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺 .....	28
图 39: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺 .....	28
图 40: 君太百货位置 .....	31
图 41: 君太百货位置 .....	31
图 42: 太平鸟男装君太百货门店周边店铺 .....	31
图 43: 太平鸟男装君太百货门店周边店铺 .....	31
图 44: 太平鸟男装君太百货门店周边店铺 .....	32
图 45: 太平鸟男装君太百货门店周边店铺 .....	32
图 46: 太平鸟男装君太百货门店周边店铺 .....	32
图 47: 太平鸟男装君太百货门店周边店铺 .....	32
图 48: 太平鸟男装君太百货门店形象 .....	34
图 49: 太平鸟男装君太百货门店产品陈列 .....	34
图 50: 太平鸟男装君太百货门店店内设计 .....	34

图 51: 太平鸟男装君太百货门店店内设计 .....	34
图 52: 太平鸟男装君太百货门店产品陈列 .....	34
图 53: 太平鸟男装君太百货门店产品陈列 .....	34
图 54: 太平鸟女装君太百货门店 .....	35
图 55: 太平鸟女装君太百货门店产品陈列 .....	35
图 56: 太平鸟女装君太百货门店产品陈列 .....	35
图 57: 太平鸟女装君太百货门店产品陈列 .....	35
图 58: 太平鸟女装君太百货门店周边店铺 .....	36
图 59: 太平鸟女装君太百货门店周边店铺 .....	36
图 60: 太平鸟女装君太百货门店周边店铺 .....	36
图 61: 太平鸟女装君太百货门店周边店铺 .....	36
图 62: 太平鸟女装君太百货门店周边店铺 .....	36
图 63: 太平鸟女装君太百货门店周边店铺 .....	36
图 64: 歌力思门店装修 .....	37
图 65: 歌力思 SKP 门店周边店铺 .....	38
图 66: 歌力思 SKP 门店周边店铺 .....	38
图 67: 歌力思 SKP 门店周边店铺 .....	38
图 68: 歌力思 SKP 门店周边店铺 .....	38
图 69: 歌力思 SKP 门店周边店铺 .....	38
图 70: 歌力思 SKP 门店周边店铺 .....	38
图 71: Ed-Hardy SKP 门店产品陈列 .....	40
图 72: Ed-Hardy SKP 门店产品陈列 .....	40
图 73: 海澜之家主品牌王府井店产品陈列 .....	40
图 74: 海澜之家主品牌王府井店产品陈列 .....	40
图 75: Jeans 王府井店产品陈列 .....	42
图 76: Jeans 王府井店产品陈列 .....	42
图 77: 巴拉巴拉丰台万达店门店布置 .....	42
图 78: 巴拉巴拉丰台万达店门店布置 .....	42
图 79: 巴拉巴拉丰台万达店产品陈列 .....	43
图 80: 巴拉巴拉丰台万达店产品陈列 .....	43
图 81: 巴拉巴拉丰台万达店产品陈列 .....	43
图 82: 巴拉巴拉丰台万达店产品陈列 .....	43
图 83: 巴拉巴拉丰台万达店产品陈列 .....	43
图 84: 巴拉巴拉丰台万达店产品陈列 .....	43
图 85: 玖姿北京西单汉光门店产品陈列 .....	47
图 86: 玖姿北京西单汉光门店产品陈列 .....	47
图 87: 玖姿北京西单汉光门店产品陈列 .....	47
图 88: 玖姿北京西单汉光门店产品陈列 .....	47
图 89: 李宁王府井旗舰店门店布置 .....	48
图 90: 李宁王府井旗舰店产品陈列 .....	48
图 91: 李宁王府井旗舰店产品陈列 .....	48

图 92: 李宁王府井旗舰店产品陈列 .....	48
图 93: 李宁王府井旗舰店产品陈列 .....	48
图 94: 李宁王府井旗舰店产品陈列 .....	48
图 95: 李宁王府井旗舰店产品陈列 .....	48
图 96: 李宁王府井旗舰店产品陈列 .....	48
图 97: 水星家纺西单门店摆设 .....	51
图 98: 水星家纺西单门店摆设 .....	51
图 99: 水星家纺西单门店产品陈列 .....	51
图 100: 水星家纺西单门店产品 .....	51
图 101: 水星家纺西单门店产品陈列 .....	51
图 102: 水星家纺西单门店产品陈列 .....	51
表 1: 调研走访中的店员情况 .....	15
表 2: 各品牌门店存货及动销情况 .....	16
表 3: 各品牌门店存货折扣情况 .....	16

## 1. 调研背景

自 18 年下半年以来，由于社零数据持续走弱，叠加 17 年“冷冬”高基数影响，市场对于品牌服饰的销售情况存在疑虑。我们在跟踪行业发展动态的同时，希望通过草根调研，能够深入了解品牌的销售情况，解答投资者所关心的问题。

本次草根调研，我们选取北京地区部分品牌的 12 家门店，分别是：

- 1) 太平鸟童装—通州万达店；太平鸟男装、女装—君太百货店；
- 2) 海澜之家主品牌—王府井店；旗下品牌 Jeans—王府井店；
- 3) 森马服饰主品牌—丰科万达广场店；旗下品牌 Balabala—丰台万达广场店
- 4) 歌力思主品牌—SKP 店；旗下 Ed-Hardy —SKP 店；
- 5) 安正时尚主品牌玖姿—汉光百货店；
- 6) 李宁—王府井步行街两家门店。
- 7) 水星家纺—西单商场店。

## 2. 我们得到了哪些信息和结论？

通过对每个品牌的督导及店长店员的采访，以及对于门店所在商场环境的了解，我们得出了以下的结论：

### 1) 我们认为国内中高端品牌短期内将持续承压，但仍看好歌力思。

- 首先，从商场角度来看：我们在走访了北京 SKP 商场后发现，由于 SKP 是国内顶级商场，涵盖的品牌较为全面，在全国购物中心销售额排名第一名。除了歌力思以及 Ed Hardy，我们也以顾客的身份访问了多个门店，普遍反映从 18 年 3 月开始，由于负财富效应、及顾客对于中高端产品的消费偏好减弱等因素，SKP 商场的流量增长放缓，商户反映 SKP 18 年促销力度高于往年。
- 其次，从我们走访的国内中高端品牌来看，普遍反映销售相比往年稍显乏力，比如 2017 年“两万元单”较容易达成，而 2018 年“两万元单”相对较少；
- 另外，部分品牌销售人员反映预计 2019 年产品价格可能会略微下调，以应对消费疲软的趋势。至于 2018 年销售不如 2017 年的原因，部分门店销售人员反映，主要是负财富效应影响，SKP 地处北京 CBD 国贸附近，金融、外贸行业聚集其中，其客流主要是相关行业的从业人员，负财富效应较为明显，降低消费者的消费意愿。

我们认为国内中高端品牌未来一段时间，量价将继续承压。当然，歌力思表现相对优异，竞争优势不断加强，继续看好。

### 2) 运动服饰行业质地较好，国内运动品牌升级较为明显，与国外运动品牌差距很小，推荐安踏，建议关注李宁。

我们通过对商场中运动专区的走访调研后发现，运动服饰行业受到消费疲软的影响较小，景气度依旧较高。以李宁店铺为例，18 年李宁王府井门店的同店增长在 15%-20%。

同时，从门店设计、商品陈列、产品和服务等方面来看，我国国内运动品牌的升级效果明显，与国外竞品品牌的差距很小。我们在与李宁北京大区直营区长的交流中也印证了这一结论：李宁自品牌升级以来，产品时尚化程度逐步提高，两次时装周引起高度关注的“中国李宁”国潮系列产品，明显提高了李宁的品牌形象，特别是对年轻人的吸引力增强。18 年消费者反馈较好，尤其以运动时尚类的产品销售增速较快。



图 1：李宁王府井店门店形象



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 2：李宁王府井店鞋类产品



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 3：李宁王府井店运动时尚品类中国李宁产品



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 4：李宁王府井店运动时尚品类中国李宁产品



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

### 3) 天气因素对于品牌服饰的销售仍有较大的影响，今年冬装销售稍显乏力。

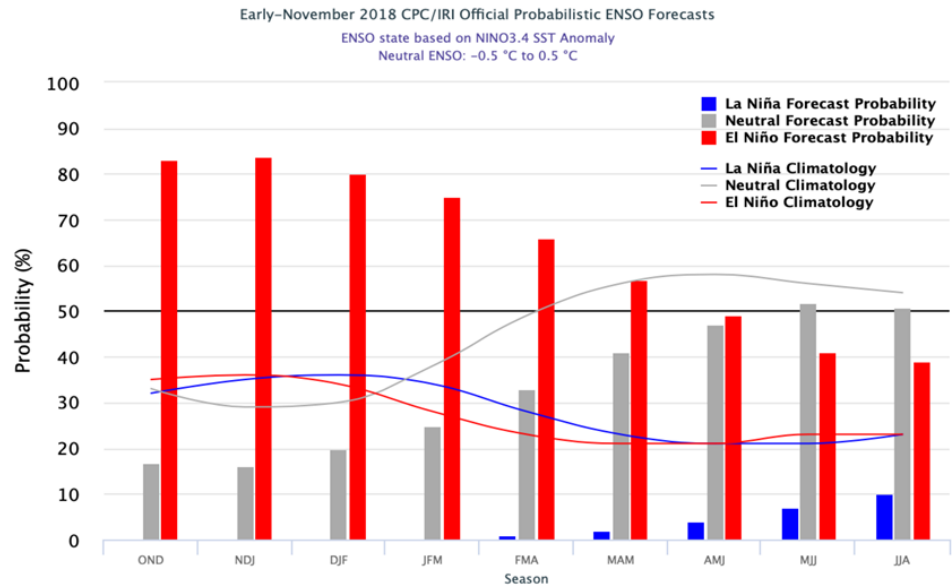
由于 17 年“冷冬”，气温较低且时间较长，冬装销售情况较好，基数较高。而 18 年冬季，由于受到厄尔尼诺效应的影响，冬季到来较晚，影响冬装销售。

我们通过对海澜之家门店的走访中发现，12 月由于月初降温，促进了冬装的销售，但月中气温有所回升，对于产品的销售带来了一定的影响；

其次，森马丰科万达门店国庆十一之后的销售情况一般，主要由于气温较高，羽绒服品类销售较往年比一般；但门店通过秋冬季交叉衣服做补充等措施进行应对，11 月的销售基本持平。

另外我们通过对安正时尚主品牌玖姿门店的走访中了解到，天气的影响对于其销售的影响很明显。如天气冷时，门店的单日销售可以达到 4-5 万，但天气回暖时，单日销售仅有 1.7-1.8 万左右。

图 5：厄尔尼诺现象出现在北半球冬季的概率在 80%左右，影响冬装销售（%）



资料来源：NOAA，天风证券研究所

#### 4) 太平鸟 TOC 系统应用成熟，门店库存管理效率显著提升，达到行业领先水平。

太平鸟在 2016 年下半年，开始进行供应链管理的调整。2017 年秋冬季公司从男装品牌首先引入 TOC 管理模式，实现售罄率、存货管理、及折扣率等方面的质的改变。TOC 管理模式实际是企业根据销售情况制定的生产计划、补货计划，通过销量来制定生产计划，进一步整合公司数据分析、生产快反、仓储物流和零售终端的能力，从而带来运营效率的提升，实现畅销款产品的深度销售和平销款产品的库存优化。

在调研中，我们也对于太平鸟 TOC 模式进行了重点考察。

我们了解到：使用 TOC 之后，门店的货物周转效率明显加快。TOC 系统会对店铺的销售进行实时监控，“销一补一”即当天销售一件产品，系统会自动下达补货指令，补货一件产品；若产品畅销，将会补货 4-5 件，保证库存。

##### ● 太平鸟君太百货男装门店：

目前男装门店 TOC 系统已经应用一年多的时间，在没有使用 TOC 之前，门店会一次进大批货品以保证库存，但会出现库存积压的情况，所以会举行专门的打折季处理库存，影响毛利率水平；但在使用 TOC 之后，由于铺货减少，轮转频繁，门店不需要进大批货品，使库存下降，减少每月盘点库存和补货的工作量；同时由于没有库存积压的情况出现，产品售罄率得到提升，折扣率下降，门店收入逐渐提高。

从数据来看，在使用 TOC 之前，一个季度太平鸟君太百货男装门店的库存达到 2000-3000 件（门店展厅面积 180 平米左右），退货率较高；在使用 TOC 之后，目前库存 1200 多件。与同楼层的其他品牌门店相比，由于其未使用 TOC 系统，门店需要手动下单补仓，库存大多在 3000 件左右。

##### ● 太平鸟通州万达童装门店：

童装门店的面积在 110 平米左右，门店使用 TOC 系统之前，进货量较大，且每款产品的压货达到 10 几件左右，每季度的退货在 20 箱左右。在使用 TOC 系统之后，总仓根据门店需求发货，进货量下降，不会出现大量压货的情况。目前每种商品库存约为 2 件。当前每季产品退货率约 15%，并呈逐渐下降的趋势，每季度退货约 7-8 箱。

### 3. 我们还学习到了服装门店日常运营的知识！

通过走访各品牌的门店，以及和品牌督导、店长店员的交流，我们也发现了线下门店的形



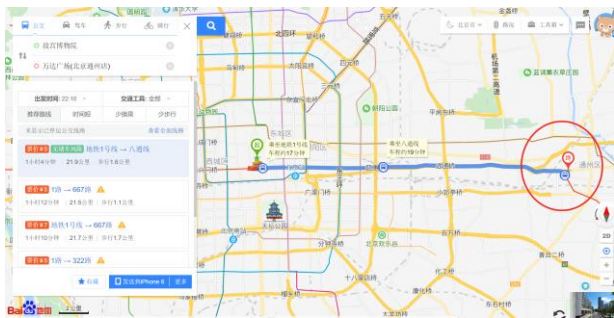
象、管理及服务等方面正逐步升级，我们认为主要有以下几点：

1) 门店位置：品牌服饰的门店大多选择在购物中心、核心商业街及百货商场中，新开店多在郊区的大型购物中心内，传统百货店也正在积极“购物中心化”，核心商圈的街边店仍有价值。

- 新开门店大多数离市区相对较远的区域的大型购物中心。

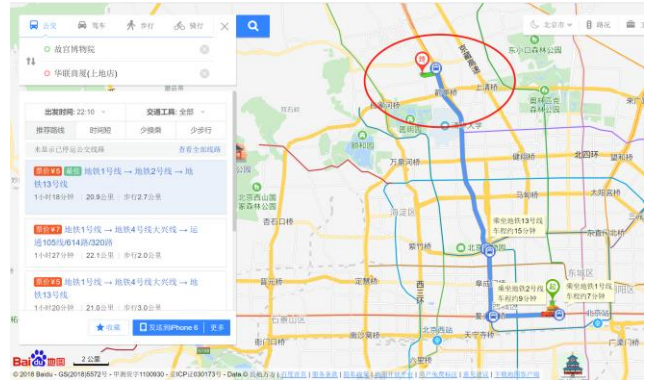
我们以太平鸟 Mini Peace 为例，其最近新开的门店位于海淀区上地华联购物中心。而 2019 年的新开店计划中，将在昌平区龙德广场，天通苑地区附近新开门店；同时也将在大兴区凯德广场新开门店。

图 6：太平鸟 Mini Peace 通州万达店位置



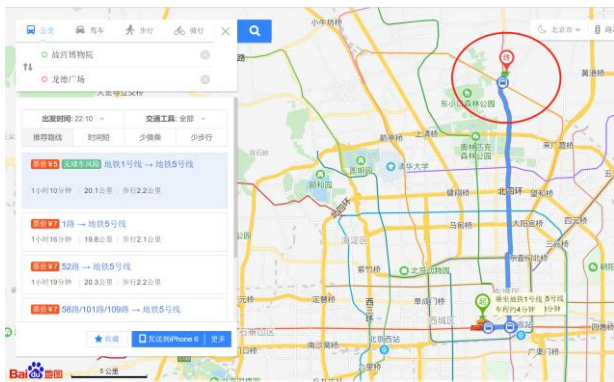
资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 7：太平鸟 Mini Peace 新开门店位于上地华联购物中心



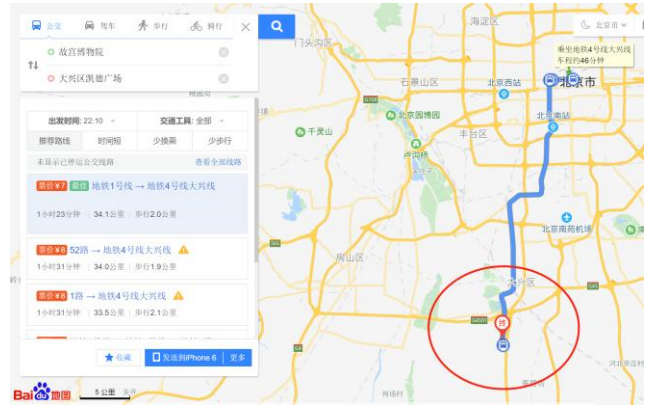
资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 8：太平鸟 Mini Peace 19 年新开门店位于昌平区龙德广场



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 9：太平鸟 Mini Peace 19 年新开门店位于大兴区凯德广场



资料来源：百度地图，天风证券研究所

- 传统百货店正在积极“购物中心化”。

以君太百货为例，君太百货位于京城核心购物区，周围有西单、大悦城、汉光百货等商场，君太百货整体定位更年轻化，并通过商场形象、配套设施、品牌进驻等方面进行升级，迎合消费者的消费偏好，并逐渐购物中心化。

- ① 商场形象：更时尚潮流化，以吸引年轻时尚的消费群体：君太百货作为北京面积最大的百货商场，其对外墙和内部都进行了时尚装修，摆脱了传统百货局促杂乱的旧印象，比如明亮的科技感射灯搭配黑白灰大理石天花板、明艳的小彩灯点缀蓝色镜面扶梯等。商场还设了一面巨大的火烈鸟网红墙，鼓励顾客拍照上传社交媒体与官博互动，以吸引年轻时尚的消费人群。



图 10：君太百货商场形象升级



资料来源：北京旅游网，天风证券研究所

图 11：君太百货内部火烈鸟网红墙



资料来源：赢商网，天风证券研究所

图 12：君太百货用明亮的科技感射灯搭配黑白灰大理石天花板



资料来源：赢商网，天风证券研究所

图 13：君太百货用明艳的小彩灯点缀蓝色镜面扶梯



资料来源：赢商网，天风证券研究所

② **配套设施：引入创意门店等热门餐饮品牌和休闲娱乐设施，丰富消费者娱乐一体化体验，逐渐“购物中心化”。**君太百货引进了鼎泰丰、云海肴、必胜客、米芝莲、稻香村、喜茶“白日梦计划”创意门店等餐饮品牌，以满足不同阶层顾客的差异化餐饮需求。除此之外，商场还增设了时尚体验室、娃娃机和迷你 KTV 等设施供顾客消化碎片时间，以增加消费者的停留时长。

③ **品牌进驻更潮流时尚化，吸引年轻消费客群：**君太百货在 12 年引入 Aape 时尚潮牌，是国内首家引入该潮牌的商场；16 年商场还开设了 100 多平的包含时尚元素的 Chanel 化妆品专卖店。；此外 18 年香港潮流买手店 Popcorn 已经全新进驻君太百货，陈列 Supreme 等世界各地的当红街头品牌新品，以迎合目前年轻消费者的消费喜好。

图 14：君太百货 18 年香港潮流买手店 Popcorn



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 15：君太百货内网红面包店“原麦山丘”



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

- **核心商业街的街边店仍有价值，大的步行街可以承载单一品牌两家左右门店。**

对于商业街我们主要选取王府井的门店进行调研，其面对的客流主要是游客为主，整体客流相对稳定，每天的客流量在 60 万人左右，节假日高峰期，王府井客流日均达到 120 万人的级别，拥有更多的销售机会。以李宁为例，其在王府井商业街拥有两家门店，但互相影响不大。

## 2) 门店形象：品牌服饰的门店形象逐步升级，提升品牌形象，增强进店吸引力。

通过本次草根调研，我们发现品牌服饰的门店形象逐步升级，主要体现在门店面积扩大，并在门店装修及设计上凸显品牌特色，吸引消费者的眼球，增强进店吸引力，提升潜在消费机会。

以我们走访的水星家纺的门店为例，公司以往处于商场 4 楼，店铺面积为 30 平米左右；目前公司将门店迁移至 B1，门店面积扩张到 70-80 平米，面积扩大有利于其展示更多的商品，提升潜在消费机会；同时，通过第八代形象店的升级，其门店的陈列手法和美观度有所提升，如通过颜色鲜艳的鲜花花束配合门店内的产品，营造温馨温暖的氛围，提升门店的整体形象，提升消费者的购物体验。

其次，王府井李宁门店的三楼是独立品牌与李宁合作经营的健身房，对于李宁来说提升了门店的新鲜感，也具备一定的引流作用。

另外，我们走访了君太百货的太平鸟男装店后发现，其门店通过透明玻璃窗及大幅的电子滚动屏提升门店形象，吸引客流；店内设计也较为时尚和潮流，门店形象得到进一步升级。



图 16：水星家纺西单门店通过花束提升店面形象



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 17：水星家纺门店形象升级



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 18：李宁王府井门店店面形象升级



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 19：安踏体育门店形象升级



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 20：太平鸟男装通过大幅滚动电子屏及透明玻璃窗吸引客流



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

图 21：太平鸟男装门店形象升级



资料来源：北京品牌服饰草根调研，天风证券研究所

**3) 店员情况:** 我们发现由于当前消费持续走弱, 门店为控制成本, 对于员工人数也进行了控制。

首先, 从员工人数来看, 部分门店的编制未足, 如太平鸟 Mini Peace 通州万达门店公司标配为“6+1”即 6 位店员, 1 位店长, 目前门店内为“4+1”的人员配置; 太平鸟男装君太百货店预算编制 9 人, 实际只招了 7 人。其次从员工工资来看, 普通店员平均月工资在 8000 元左右, 好的销售季节可以过万; 店长普遍工资过万。

表 1: 调研走访中的店员情况

品牌门店	门店面积	员工人数	员工工资
太平鸟 Mini Peace 通州万达门店	110 平米	“4+1”一位店长, 4 位店员	7000-8000 元左右, 旺季过万
太平鸟男装君太百货店	180 平米 (陈列面积); 门店面积: 268 平米 (包括仓库)	目前 7 人; 正常编制 9 人	7000-8000 元左右, 旺季过万
太平鸟女装君太百货店	200 多平米	导购 10 人, 后勤 4 人 (女装相对于男装客流量更大)	7000-8000 元左右, 旺季过万
Ed Hardy 北京 SKP 店	50 多平米	7 人: 1 位店长, 6 位店员	
玖姿西单汉光百货店	73 平米	7-8 位	业绩好的店员月收入 10000 元 (冬季), 店长 12000 元
海澜之家王府井门店		25 人	7000-8000 元左右, 店长过万
Balabala 丰台万达广场店	328 平米	7 人: 1 位店长, 6 位店员, 满编	
森马服饰丰台万达广场店	200 平米以上	6 人: 1 位店长, 5 位店员	
李宁王府井门店	950 平米 (5 层), 销售面积 500-600 平米	30 人 (排两班)	店员 8000 元, 店长过万
水星家纺西单商场店	70-80 平米	1 位店长, 2 位店员	工资略低于品牌服饰, 但店员年龄平均在 35 岁以上, 让消费者更有信服感

资料来源: 北京草根调研, 天风证券研究所

**4) 管理方面:** 品牌采用大区负责人或督导的方式, 管理、监督、考核区域内的门店销售。

通过走访发现, 大部分品牌门店会设立大区区长或督导, 来负责该地区的 10-20 家左右的门店, 如李宁门店在北京地区有 10 位区长, 每位区长大概负责 10 多家门店。督导和区长的职责主要是对于门店的日常销售进行跟踪, 管理和考核区域内的门店, 并且负责与所在卖场进行销售沟通。这种小组式管理能够提高效率, 并方便品牌公司对于日常销售的监控。

**5) 提高坪效的几大指标:** 连带率、客单价、会员数等, 这同时也是公司对于门店的考核指标。

我们以太平鸟 Mini Peace 为例, 公司每月核心考核的主要指标为: 1) 首要考核指标: 同店销售额; 2) 货品周转速率指标; 3) 附加销售件数 (即连带率), 每月要求连带销售约 3 件左右;

以歌力思来看, 公司比较重视: 1) 客单价, 考核万元大单数量, 并给予员工一定的奖励。目前歌力思 SKP 门店的客单价在 10000 元左右, 服装均价在 4400 元左右; 2) 对于门店来说, 提升客单价的方法主要是提升连带率。歌力思 SKP 门店的连带率 17 年在 1.9 左右, 18 年在 2.3 左右, 19 年目标为 2.89。3) 另外公司比较重视会员 VIP 的增长, 公司会给每个员工每月 6 个会员指标, 这将使公司能够有更多的新会员。

通过对森马门店的走访, 店长认为未来店效提升的空间较大, 主要措施包括: 1) 提高会员复购率; 2) 提升连带率: 18 年冬季的连带率为 2.9-3 左右 (17 年同期为 2.2-2.3), 并且加大力度发展帽子、鞋配类产品, 争取将连带率提升至 3-3.5; 3) 提高客单价。



## 6) 存货及周转：品牌服饰门店的周转速度较快，一般实行周补制。

在调研的门店中海澜之家补货机制为每周 2 次补货；玖姿门店则每周 1 次补货，补货日在每周日；森马服饰每周的补货时间在周一，一般在周三到货；李宁在销售旺季时会销 1 补 2，以免缺货。

其中以太平鸟的补货速度最快，太平鸟通过 TOC 系统进行货物周转。TOC 系统每天根据销售量和库存自动下达补货指令，即每天卖出一件产品，公司会补出一件；若产品畅销会补单 4-5 件，这使得门店可以在第二天补齐货品，保证销售；其次，由于门店进货量较大，容易出现压货的情况，但在使用 TOC 之后，总仓根据门店需求发货，在保证不断码的情况下，没有造成大量的存货积压，有利于门店的货品周转。

另外，从库存情况来看，太平鸟男装门店由于使用 TOC 系统，周转情况较好，库存得到下降，一季库存在 1200 件左右（使用 TOC 之前库存在 3000 件左右），与太平鸟男装门店同楼层的其他品牌，需要手动下单补仓，库存仍在 3000 件左右。

太平鸟女装的一季的库存在 4000-5000 件；森马当季的库存为 3000 件左右，售罄率较高，在 85%左右；海澜之家及李宁由于店铺面积较大，库存在 20000 件左右。

表 2：各品牌门店存货及动销情况

	门店面积	库存情况	单季售罄率
太平鸟男装君太百货店	180 平米（陈列面积）；门店面积：268 平米（包括仓库）	由于使用 TOC 系统，一季库存 1200 多件	80%以上
太平鸟女装君太百货店	200 多平米	一季库存 4000-5000 件	80%以上
海澜之家王府井门店		一季库存 20000 件	60%左右
李宁王府井门店	950 平米（5 层），销售面积 500-600 平米	一季库存 20000 件	60%左右
森马服饰丰台万达广场店	200 平米以上	冬季库存商品 3000 件	冬季 85%左右，最低 82%
玖姿西单汉光百货店	73 平米		秋季 75%，冬季 60%+

资料来源：北京草根调研，天风证券研究所

## 7) 新品销售周期与存货处理：

**从产品上新周期来看：**太平鸟男装及童装门店的上新频率为每半月更新一次，女装则为每周上新一次，频率相比以前提高；童装 12 月 7 日已经开始陈列第一批春装，12 月 15 日将开始陈列第二批早春童装；男装目前春装已经到货，但上架占比不超过 20%，目前仍以冬装销售为主。海澜之家的上新为每一季 6-12 段不等进行上新；玖姿门店春装已经上新，上架率在 30%左右，元月底将上架 50%。森马服饰童装品牌 Balabala 的上新为每季三次；森马主品牌每两周上新一次，上新率最低 82%。

**从存货折扣来看：**太平鸟童装门店的正价店折扣通常为 75 折，最低的折扣 68 折，一般在产品销售开始的 3 个月开始打折；男装门店目前店铺最低 88 折，总体来看，平均每个季度结束后折扣最低到 75 折，年底最低 68 折，但持续时间不长，在 4-5 天左右；女装门店 18 年做了 3-4 次特卖季，平均折扣 8 折，最低折扣 68 折。

歌力思门店在 2017 年的折扣在 92 折左右，18 年由于参加商场活动，折扣为 88 折；玖姿折扣在 85 折-88 折左右；海澜之家 JEANS 产品基本不打折；森马服饰一季的折扣平均在 75 折左右；李宁产品正价店 75 折，工厂店产品 5 折左右。

表 3：各品牌门店存货折扣情况

	存货折扣
太平鸟 Mini Peace 通州万达门店	正价店折扣通常为 75 折，最低的折扣 68 折，
太平鸟男装君太百货店	目前最低 88 折，总体来看，平均每个季度结束后折扣最低到 75 折，年底最低 68 折

太平鸟女装君太百货店	平均折扣 8 折, 最低折扣 68 折
歌力思北京 SKP 门店	17 年 92 折, 18 年参加商场活动 88 折
玖姿西单汉光百货店	85-88 折
森马服饰	75 折
李宁王府井门店	正价店 75 折, 工厂店 5 折

资料来源: 北京草根调研, 天风证券研究所

## 4. 推荐标的

结合本次草根调研, 我们认为:

### 4.1. 高性价比品牌相较于中高端品牌抗经济周期属性更强, 由此推荐开润股份、南极电商。

如今中国“M型”消费结构愈发明显, 消费向高性价比和奢侈两极分化; 与此同时三四线城市消费升级持续进行。我们在参照 80 年代日本消费升级的过程后发现, 如今中国的消费环境与当年的日本十分相似。在理性消费的崛起下, 日本诞生了以“高性价比”产品为主导的服装公司龙头优衣库; 我们认为中国在未来也有望诞生类似的龙头企业。

#### 4.1.1. 开润股份

##### 1、投资逻辑:

1) 小米生态链中第一家在 A 股的上市公司“开润股份”, 致力于打造优质出行生活场景的公司; 2) 公司定位性价比, 产品以箱包为核心, 拓展至功能性鞋服及配件, 专注“成人+儿童”出行市场, 有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司; 3) B2C 业务高速增长, 预计 2018 年收入增速预计超过 100%, 预计未来基于产品的持续全渠道快速扩张, 有望成为业绩增长重要驱动力之一; 4) B2B 业务收购印尼代工厂, 为后续发展提供新增长点。

##### 2、B2C 业务: 扩品类、扩渠道, 90 分品牌持续高增长

**1) 新品类:** 18 年在核心箱包产品进行迭代及深度扩张 (上线 24 寸金属旅行箱、新色号商旅两用旅行箱、活力版智能解锁旅行箱、活力版 PC 铝框旅行箱、Chic 休闲双肩包和胸包等), 鞋服 (上线免熨烫衬衫、抗菌 T 恤、一体织跑鞋与板鞋、弹力牛仔裤、五指袜) 等新品类发力横向扩张, 预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善, 旅行箱主要为引流兼利润品类; 背包主要为利润品类; 鞋服等产品有利于提升规模, 降低费用率, 提升经营效率。

**2) 新渠道:** 18Q3 自有渠道快速扩张, 同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道; 线下进入小米之家, 预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店, 加快线下布局。预计未来持续全渠道快速扩张, 有望成为业绩增长驱动力之一。

**3) 业绩持续高增长:** 预计 18 年 B2C 整体营收增长 100%以上, 净利率 7%左右。

##### 3、B2B 业务: 收购印尼工厂, 提供新增长点

1) 18 年国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收, 老客户结构持续优化, 18 年新客户开发有望超市场预期。

2) 拟收购印尼优质代工厂, 打造东南亚供应链体系, 并进入国际运动品牌供应链体系, 引入新型客户及开发新品类, 有利于持续提高公司 2B 的产品竞争力, 提升盈利空间。

3) 原有客户订单结构有望得到进一步优化, 精益生产提高效率增强盈利能力, 预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。

##### 4、盈利预测:

维持买入评级。公司产品以箱包为核心, 拓展至功能性鞋服及配件, 专注“成人+儿童”

出行市场，有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司。我们认为公司盈利能力及品牌力随研发能力不断增强而持续增强，且随 Q4 电商旺季到来，期待 B2C 持续发力。维持 2018-2020 年 EPS 预测为 0.81/1.17/2.07 元，18/19 年净利润约 1.77/2.53 亿。

## 5、风险提示：

B2B 代工业务利润率下降、 B2B 自主品牌建设不及预期

### 4.1.2. 南极电商：

#### 1、投资逻辑：

1) **定位：**“穷人买得起，富人看得上”的高性价比定位，同时受益于三四线消费升级与一二线更理性的消费“降级”。

2) **壁垒：**电商红利时代已过，很难再产生大的淘品牌，先发优势和规模效应铸就高商业模式壁垒，马太效应显著。

3) **增长逻辑：**国民品牌日益深入人心，扩品类、扩品牌、扩渠道，未来发展空间仍较大。

#### 2、GMV 持续高增长，消费疲软环境下，GMV 高增长体现出了抗周期性

1) **历史 GMV：**2018 年前三季度 GMV105.4 亿，预计 18 年全年实现 200 亿 GMV，2016-2018 年 GMV 复合增长率 67%。

2) **渠道：**18 年前三季度在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 73.78 亿元 (+63.49%)、19.48 亿元 (+26.14%)、9.29 亿元 (+210.42%)。

3) **品牌：**18 年前三季度南极人 87.99 亿 (+54.29%)；卡帝乐品牌 14.65 亿 (+118.10%)，卡帝乐增速优秀。

#### 3、新品类、培育类品类增速快

1) 以箱包、健康生活为代表的新品类增速快。2018 年上半年分品类增速：内衣 57.27%，家纺 41.27%，男装 74.18%，女装-10.65%，健康生活 137.88%。

2) 新品类市占率低，增长空间大。男装阿里市占率 1%，童装阿里市占率 1.1%，健康生活大类中（个人护理阿里行业排名第 9 位，生活电器阿里行业排名 30 位）

#### 4、扩品牌和扩渠道空间大

1) **渠道：**拼多多发展迅速：截至 2018Q3，在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 73.78 亿元 (+63.49%)、19.48 亿元 (+26.14%)、9.29 亿元 (+210.42%)。

2) **品牌：**卡帝乐发展迅速：截至 2018Q3，南极人 87.99 亿 (+54.29%)；卡帝乐品牌 14.65 亿 (+118.10%)，卡帝乐增速优秀。

## 5、盈利预测：

维持预计 2018 年公司 GMV 规模将达到 202 亿，2019 年 GMV 规模将达到 298 亿元，同比分别为 63%/47%。预计未来两年净利润复合增速 50%以上。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 GMV 仍高速增长印证商业模式壁垒。未来不断提高产品质量提升产品调性，应对未来的行业竞争。

另外，受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。预计 18-20 年 EPS 为 0.35/0.51/0.73 元，给予 2018 年 35 倍 PE，目标价 12.4 元。

## 7、风险提示：

扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。



## 4.2. 国产体育服饰行业表现突出,与国际品牌差距越来越小,推荐安踏体育,建议关注李宁;

中国国产运动品牌在经历调整后目前正处于全面复苏阶段,李宁主品牌持续复苏,童装快速发展;安踏体育主品牌稳定增长,副牌 FILA 高增长,未来多品牌发展有潜力。

### 4.2.1. 安踏体育

#### 1、投资逻辑:

- 1) 运动时尚风格副牌 FILA 高增长。
- 2) 安踏主品牌稳定增长。
- 3) 收购始祖鸟母公司亚玛芬体育,多品牌战略为公司提供持续发展动力。

#### 2、多品牌全渠道发展空间广阔

1) 安踏旗下包含主品牌安踏 ANTA, FILA (运动时尚服饰), DESCENTE (冰雪运动装备), SPRANDI (健步鞋类), KOLON SPORT (户外体育用品), NBA 联名品牌和童装系的 KINGDOW, ANTA KIDS 和 FILA KIDS。

2) 安踏目前的品牌矩阵,覆盖专业体育到大众体育,从高端休闲到城市健步,满足了不同消费者的需求。除 FILA 已过培育期增速较快之外, KOLON、DESCENTE 等还在培育期,多品牌矩阵未来发展潜力较大。

#### 3、FILA: 引领运动时尚,品牌高增长

- 1) 定位: 运动时尚风格需求崛起。
- 2) 产品: 定位中高端,年轻化,时尚度高,重视会员管理。多品类发展顺利,童装和潮牌运营较好。
- 3) 渠道: 现有门店超过 1500 家,预计 2019 年 FILA 大货 1200 家,儿童 300-500 家, FUSION400-500 家。
- 4) 2018 年零售增长情况: 根据公司公告,2018Q1 增长 80-85%,2018Q2 增长 90-95%,2018Q3 增长 90-95%。

#### 4、主品牌复苏,保持稳健增长

- 1) 主品牌增速稳定: 2016 以来,终端零售增速基本保持在双位数以上,预计 2018 年主品牌终端零售增速 20%左右。
- 2) 渠道: 主品牌渠道 2016 年以来调整到位,预计 2018 年主品牌店铺数量 9800 家(童装 2720 家,成人装 7080 家。)

#### 5、要约收购始祖鸟母公司亚玛芬体育,打开海外市场空间

- 1) 安踏体育 12 月 7 日公告,安踏体育、FV Fund 和 Anamerred Investments Incorporation 与亚玛芬体育签署了合并协议,财团将发起公开现金收购要约,收购亚玛芬体育(始祖鸟母公司)的全部已发行流通股份。
- 2) 安踏领头财团以要约价 40 欧元/股现金收购,总收购价 46 亿欧元,交易规模预计 26 亿欧元。未来 Amer 仍将由原有团队保持独立的运营。其中安踏出资 15 亿欧元左右。交易完成后,安踏体育持股 58%、方源资本和 Anamerred Investments (Lululemon 创始人 Chip Wilson 拥有)各占 21%,腾讯通过方源资本参与。
- 3) 亚玛芬体育创始于 1950 年,旗下拥有加拿大奢侈级户外装备品牌 Arcteryx (始祖鸟)、法国山地户外越野品牌 Salomon (萨洛蒙)美国网球装备品牌 Wilson (威尔逊)等诸多品牌。

- 4) 安踏及财团有望为 Amer 旗下各品牌在供应链、渠道及零售运营方面提供支持及协同。
- 5) 保持原有经营团队，有利于延续旗下各品牌运营的稳定性。
- 6) 收购亚玛芬体育极大的扩充了安踏的品牌与品类版图，并且为品牌进一步国际化打下基础。

#### 6、盈利预测与估值：

预计 18-20 年实现收入 205/255/318 亿人民币，同比增长 23%/25%/24%；实现净利润 39/47/57 亿人民币，同比增长 26%/21%/22%；EPS 为 1.45/1.76/2.14 元，对应 PE 24.6/20/16.7 倍。（2017-2018 年可比公司平均估值为 31 及 28 倍，考虑到公司作为行业龙头，对比竞争对手竞争力不断提升，品牌矩阵完毕。我们认为安踏应该拥有高于行业平均水平的估值，给予 18 年 32 倍 PE。

#### 7、风险提示：

收购品牌经营不及预期，渠道拓展不及预期，消费疲软等。

### 4.2.2. 李宁

#### 1、投资逻辑：

- 1) 基本面复苏，盈利能力提升空间大。2018H1 净利率 5.7%，对比安踏净利率 18.5%提升空间大。
- 2) 童装增长快。预计李宁童装门店 2018 年底数量为 750 家，对公司收入增长贡献 2-3%，净利率 10%左右，预计 2019 年底童装门店将超过 1000 家。
- 3) 拓展运动时尚品类，开发专属中国李宁产品系列。中国李宁登上纽约时装周，广受好评。

#### 2、盈利能力有望提升，渠道调整接近尾声

- 1) 毛利率有提升空间，主要原因：1) 线上线下自营比例提升；2) 批发（加盟）毛利率有提升空间。目前给经销商的返点高于同行，返点高主要是历史原因，支持经销商与公司共度难关。近几年经销商的收入端已经改善，未来返点率有望下降。
- 2) 渠道：关店趋势基本结束，2018 年门店净增加。截至 2018Q3 共 6345 家店，按自营和加盟划分：自营是 1504 家，加盟为 4841 家。按城市划分：高线（一线和省会为主）占 40%-45%，低线是 55%-60%。预计核心品牌（不含童装），2018 年净开店 50-100 家。

#### 3、存货周转情况好转，经营效率不断提升

截至 2018H1 存货周转天数 84 天，较近几年高点显著下降 24 天，存货结构中 6 个月以下新品占比达到 72%，经营效率不断提升。

### 4.3. 店面形象出色、货品竞争力强的水星家纺、歌力思、太平鸟；

#### 4.3.1. 水星家纺

#### 1、投资逻辑：

我们认为水星家纺具备长期增长逻辑：1) 线下渠道：公司通过二级加盟模式提前布局低线城市，在三四线城市具备规模优势和先发优势，水星目前覆盖全国 60%县级及以上城市，未来将持续受益低线城市消费升级。2) 线上渠道：18 年由于受到拼多多等线上平台挤压，线上渠道受到影响，但公司通过组织结构调整已快速恢复，目前线上渠道迎来拐点，恢复增长，可见公司对于电商渠道的运营能力良好。另外，公司超前布局线上渠道，具备马太效应，目前，公司线上渠道占比高，且毛利率高于线下；优秀的运营能力使线上优势不断强化，未来随着线上渠道的继续恢复将促业绩稳健增长。

公司 18 年下半年业绩增速略有放缓，主要是由于线上渠道受到拼多多和 17 年高基数的影

响；但线下渠道增长超市场预期，公司对于线上渠道及时调整战略和组织架构，目前已恢复正增长，我们预计公司业绩已经提前见底。

## 2、线上渠道：

1) 根据我们估算，18 年前三季度公司线上渠道增速在 2%左右。其中 Q1 估算同增 24%，Q2 略降，Q3 同降 5.4%。由于去年高基数及拼多多等因素影响，公司线上渠道增速确有所下滑，但公司及时调整组织架构，针对不同平台采用不同措施，目前显示出较好的回升趋势。

2) 2018 年双十一实现销售额 2.38 亿，在“天猫家居日用类目”榜单中，排名单品牌第一位。

3) 全年来看，预计线上渠道实现个位数增长。

## 3、线下渠道：

1) 根据我们估算，公司 18 年前三季度线下渠道预计增长 21%左右。其中，Q1 同增 25%，Q2 同增 25%+，Q3 同增 14.2%。由于各月销售指标完成比重不同，四季度线下增长放缓，预计增长 10%左右。

2) 我们预计第三季度公司净开店近 50 家，全年有望达成净开 100 家的目标。

## 4、盈利预测：

考虑到公司前三季度利润略低于预期，同时由于线上电商业务在高基数的背景下，又受到低价电商品牌的积压，中短期将会受到波动，下调 18-20 年盈利预测，预计 18-20 年营收增速分别为 14.02%、15.00%、15.23%；净利润分别为 3.03/3.60/4.26 亿元（原值为 3.14/3.77/4.54 亿元），增速分别为 18.06%、19.15%、18.42%（原值为 22.16%、20.05%、20.27%），EPS 为 1.14/1.36/1.61 元（原值为 1.18/1.42/1.70 元），对应 PE 为 12/10/9 倍。给予公司 18 年 20 倍 PE，目标价为 22.80 元。

5、风险提示：线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。

### 4.3.2. 歌力思

1、**投资逻辑：**1) 2018Q4 收入增速预计好于 2018Q3，我们预计公司业绩已经过了最差的时候。2) 主品牌逐渐发展成为中高端女装品牌龙头。据欧睿国际数据，主品牌 2015 年排名第 9，2017 年排名第 3，内生增长动力强劲，单品牌的稳定快速增长趋势较为确定，市场占有率有望进一步提升。3) 公司致力于打造高端时装集团，多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力；精细化管理下 VIP 客户培育良好，单客价值持续提升，未来在店效和渠道方面均有提升与协同。4) 预计对应 18 年 PE 约为 14.86 倍，低估值下显现一定配置价值。

2、**剔除并表营收符合预期，2018Q3 净利润略超市场预期。**18 前三季度营收 17.36 亿元（+25.87%），归母净利润 2.68 亿元（+32.65%），扣非归母净利 2.59 亿元（+23.95%），略超市场预期；营收高增长，主要系前海上林并表因素所致，我们预计剔除并表因素后，营收约为 15.9 亿（+15.3%），符合预期。

#### • 主品牌：

1) ELLASSAY 2018Q1-3 实现营收 7.11 亿元（+9.8%），Q3 收入 2.65 亿（+2.21%）放缓；渠道数量为 309 家，Q3 净关店 3 家，处于调整期，关闭亏损店。放缓我们预计主要系：17Q3 高基数，18 年 7-8 月政策影响消费者情绪、预期及股市的负财富效应等。

2) 预计 18Q4 净开约 10 家店，19 年预计有新开店贡献收入。

#### • ED HARDY 及其他品牌：

1) ED HARDY 及 X：2018Q1-3 实现营收约 3.8 亿元（+20.82%），18Q3 营收为 1.33 亿（+11.64%），较 18Q2 放缓；渠道数量为 167 家，净开 3 家直营，16 家分销店，其中 18Q3 净开 3 家直营店，净关 1 家分销店，预计开店放缓导致收入增长放缓。

2) Laurel: 实现营收 7645 万元 (+20.3%), 18Q3 为 2420 万 (+8.3%), 较 18Q2 放缓。渠道数量为 35 家, 18Q3 无净开店, 目前品牌处于培育期, 同时该品牌与歌力思品牌在渠道和推广商形成优势互补, 并继续拓展一二线城市渠道, 未来将持续贡献业绩。

3) IRO: 实现营收 4.12 亿元 (+54.44%) 有并表影响, 18Q3 营收 1.69 亿 (-0.52%), 基本持平; 渠道数据为 47 家, 18Q3 净开 11 家, 我们认为随着品牌的逐步落地, 未来规模将持续提升。

4) 百秋: 预计 18 年全年 2.5 亿收入, 6000 万净利润。

**3、回购股份:** 公司于 2018 年 9 月 10 日发布公告拟以集中竞价交易方式回购股份, 金额不低于 5000 万元, 不超过 2 亿元, 价格不超过 21 元/股 (对应 238 万-952 万股, 占总股本 0.7%-2.8%), 回购股份将依法注销, 有助于稳定股价和增厚每股收益, 彰显公司对未来发展前景的信心和对自身业务的高度认可。

**4、盈利预测:** 公司致力于打造高端时装品牌, 多品牌梯度式并购拥有持续增长驱动力; VIP 客户培育良好, 单客价值持续提升。Q3 虽然因为宏观零售环境因素营收放缓, 但基于 10 月来消费政策出台刺激及 Q4 为行业旺季, 我们维持盈利预测, 预计 18 年—20 年净利润 3.7 亿/4.4 亿元/5.4 亿元, EPS 为 1.11/1.31/1.6 元, 给予 18 年 25 倍 PE, 目标价 27.75 元。

**5、风险提示:** 高端服饰消费疲软, 新并购品牌销量不达预期等。

#### 4.3.3. 太平鸟

##### 1、18 年营收方面:

**10 月女装好转、电商也渐入旺季, 随天气转冷秋冬装销售加速,** 但基于 17Q4 的高基数, 难超预期, 全年 84 亿营收目标有一定压力, 我们预计 18 年营收约 80 亿, 增长约 12%。开店进度与计划: 我们预计 18 年全年的净开店数为 400-450 家, 18 年下半年净开 350-400 家。

##### 2、19 年业绩预计 8.5 亿, 主要来源:

**第一、线下渠道拓展:** 从数量看, 次新店收入, 主要来源 18 年新开门店, 预计净开 400-450 家; (未考虑 19 年新店收入)

**第二、品牌力及经营效率提升:** 1) 品牌零售: 男装品牌力逐渐脱颖而出, 高增长持续, 直营比例进一步提升提高毛利率, 有望形成量价齐升; 女装零售可比稳中有升, 品牌力恢复, 稳健增长; 乐町运营效率提升, 直营良好态势有望在 19 年带动加盟, 享受 17-18 年调整红利; 童装快速发展后增速放缓, 加强管理后产品渠道结构优化, 有望健康增长; 新品牌扩张贡献增量。2) 经营效率: TOC 的全面铺开与深化, 男装减少滞销款, 增加货品开发权, 为直营与类直营提供基础; 其他品牌 toc 的推出与铺开预计成果逐渐释放。

**第三、线上渠道:** 预计 18h2 维持 30%+ 的增长, 预计 19 年继续较快增长紧密合作与跟随阿里天猫老渠道的同时, 加大力度拓展新渠道, 不仅很好的开发线上新品, 同时增强库存处理能力。同时探索新零售新电商的合作。**综上净利率有较大提高空间, 有望由 6%+ 提升至 8%-10%。**

##### 3、维持买入评级, 目标价 32.75 元。

考虑到公司终端销售情况良好, 渠道和品牌调性调整期已过, 未来几年将享受增长红利, 我们预计 18-20 年实现净利润 6.3/8.5/10.2 亿; 18-20 年 EPS 为 1.31/1.77/2.13 元。给予 18 年 25 倍估值, 对应目标价 32.75 元。

##### 4、风险提示:

存货风险、消费疲软风险、渠道拓展不及预期

#### 4.4. 暖冬对品牌服装销售有负面影响, 上游纺织制造业绩更为稳定, 推荐百

## 隆东方、健盛集团。

量：近年纺企在东南亚加大产能布局，海外产区产能持续释放，驱动业绩稳定增长；价：目前棉花供需缺口仍存，棉价预计实现温和上涨。同时在东南亚产区成本、税收具备优势的背景下，将提振纺企盈利能力。

### 4.4.1. 百隆东方

公司越南产能预计快速稳定释放，海外高盈利能力随产能占比增加有望带动整体净利率持续提升，同时国内订单趋稳下越南订单有望超预期。

#### 1、需求：

公司订单增长：1、头部客户（申洲国际等）订单集中度有望提升；2、受中美贸易战影响，公司越南工厂直接出口优势及国际客户（尤其是美国）订单有向海外转移趋势导致海外订单供不应求，订单量有望超预期。3、国内订单基本稳定，虽然出口海外的国际客户订单部分转移，但公司积极开发下游国内品牌客户，同时国内品牌由于供应商集中趋势明显，会加强对色纺纱细分龙头的采购，综合来看公司在国内能够补充转移后的订单需求缺口，预计基本稳定。

#### 2、供给：

1) 量：随着越南 B 区纱线生产项目逐步投产，公司产能逐步得到释放，预计 18-20 年越南产能增速预计为 40%/29%/22%；国内产能基本保持平稳；预计 18 年-20 年公司总产能分别为 140/160/180 万锭，总产能增速预计为 17%/14%/13%，到 2022 年越南产能占比有望超过 2/3。

2) 价：棉价预计稳中有升，库存充足，经过年报库存数据的计算，我们预计公司储备了 7-8 月棉花用量，毛利率预计平稳上升。

#### 3、盈利能力：

越南税收优惠、贸易环境良好、成本优势等因素驱动下，18H1 公司越南工厂净利率高于国内工厂净利率约 6%超预期，预计随越南产能占比提升，拉动公司整体净利率上升，ROE 持续提升。

#### 4、核心竞争优势：

进入头部客户供应链，稳定增长；越南产能具备规模及先发优势，政策红利对于后入者逐渐减少；资本支出持续投入提升技术优势。

#### 5、扰动因素：

人民币贬值，报表端增加营收和利润规模，促进出口；公司有约 1 亿美元净资产，汇兑损失变为收益，降低财务费用，增加利润弹性。

#### 6、盈利预测：

公司越南产能预计快速稳定释放，海外高盈利能力随产能占比增加有望带动整体净利率持续提升，同时国内订单趋稳下越南订单有望超预期。预计 2018-2020 年营收为 61.5/70.1/80.9 亿元，净利润为 6.35/7.61/8.91 亿元，同比增长 30.27%/19.69%/17.11%。参考可比公司平均 PE，给予 19 年 15 倍 PE，对应目标价 7.65 元。

#### 7、风险提示：

越南产能释放进程缓慢、东南亚地区反华等政治风险、国内订单量大幅下滑、棉价及汇率剧烈波动等。

### 4.4.2. 健盛集团

#### 1、投资逻辑：



- 1) 棉袜越南产能持续释放, 预计 18-20 年产量为 1.2 亿(+50%)/1.6 亿(+33%)/2 亿(+25%) 双。
- 2) 无缝内衣开建越南新产能, 达产后有望大幅增加 56%, 为未来发展提供持续增长动力。同时客户结构优化使 18 年净利润超预期, 预计达到 9500 万(承诺 8000 万)。
- 3) 越南盈利能力优势明显(高于国内约 8pct), 随越南产能占比提升, 公司整体净利率有望提升。

## 2、需求端：订单全球化布局，结构调整改善盈利。

积极开发新客户，调整客户订单组合提升毛利。公司生产模式主要是 ODM 和 OEM，为世界知名品牌商和零售商自有品牌提供袜业的制造、代工服务，优质客户资源丰富。公司 80-90% 的销售额来自于外贸出口，主要销往美国、日本、欧洲、澳洲四大国际市场。公司近几年外贸呈现稳步增长趋势，2017 年实现外贸销售 9.31 亿元，同增 75.12%。2018H1 实现外贸销售 6.36 亿元，同增 66.63%。

**3、供给端：**棉袜主业国内改造完成，越南产能快速释放。公司于 2013 年开始布局越南海外生产基地，拟建设 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目，目前三个生产项目均已开始有效运营。政策优势有效降低成本，产能释放进一步推动营收增长。预计整体产能为 3 亿(+15.4%)/3.6 亿(+20%)/4.2 亿(+17%) 双。

- ① 国内产能：国内产能方面，杭州基地已建成，江山未来产能集中在健盛产业园，产量预计维稳。预计 2018-20 年产量为 1.8 亿/2 亿(+11.1%)/2.2 亿(+10%) 双；
- ② 国外产能：越南产能释放确定性较强。预计越南 18-20 年产量为 1.2 亿(+50%)/1.6 亿(+33%)/2 亿(+25%) 双。

**4、盈利能力：**越南工厂净利率预计 20% 以上，国内约为 12-13%。随着越南产能占比提高，净利率不断提升。

## 5、并购俏尔婷婷，18 年盈利有望超预期：

- 1) 公司于 2017 年 8 月完成俏尔婷婷的收购，定位中高端贴身衣物，18H1 上虞/贵州产能为 1500 万/800 万件，18 年前三季度营收约 3.7 亿，净利润约 7000 万，考虑到俏尔婷婷上虞和贵州产能稳步增加，预计可兑现收购时业绩承诺(19 年 9500 万)，18 年有望超预期达 9000 万(承诺 8000 万)。
- 2) 相互补充客户资源，未来客户渗透率会有提升。

## 6、盈利预测：

- 1) 巩固和拓展国外市场、积极开发新客户，主业业绩反弹可期：18 年全年棉袜收入有望达到 11 亿左右。
- 2) 俏尔婷婷对赌，增厚公司业绩：俏尔婷婷 18H1 完成本年业绩承诺的 46.68%，18/19 年承诺实现扣非净利润不低于 8000/9500 万元，未来将持续增厚业绩。
- 3) 新产能陆续释放，由此，预计 18-20 年公司归母净利润增速分别为 62.5%、26.8% 和 19.7%，EPS 分别为 0.51、0.65 和 0.78 元，对应 PE 分别为 17、13、11 倍。我们给予 18 年 20 倍 PE，对应目标价 10.2 元。

## 7、风险提示：

并购整合不达预期、国内外生产基地投产不达预期等风险。

## 5. 附：草根调研图文纪要

### 5.1. 太平鸟童装通州万达店调研纪要

**与会人员：**Mini Peace 北京通州区万达广场门店店长

**时间：**2018/12/19

**地点：**北京通州区新华西街 58 号万达广场 2 层

#### 5.1.1. 卖场简介

太平鸟 Mini Peace 在北京人气最旺的通州万达广场开店，周末每天客流量约 16 万人。

##### ● 万达广场：

- 1) **入驻门槛高：**该购物中心入场审查严格，效益一般的品牌不能在里面开店，排名靠后的品牌，购物中心会清退处理，以满足大量未进驻品牌的需要。目前只有不多的童装店入驻，其余没开在万达广场的童装品牌在附近的万达百货有开设门店。
- 2) **入驻标准：**购物中心的认可及筛选品牌的标准从多方面进行，如店铺风格、历史业绩以及与其他商场门店开设情况等。
- 3) **合作关系：**Mini Peace 品牌能进驻万达广场，开设在现有位置，是受到万达公司的认可，太平鸟与万达属于战略合作伙伴关系，因此万达广场也会对太平鸟品牌有一定的关注度。北京地区万达广场只有槐房万达没有进驻该品牌。

图 22：万达广场地理位置



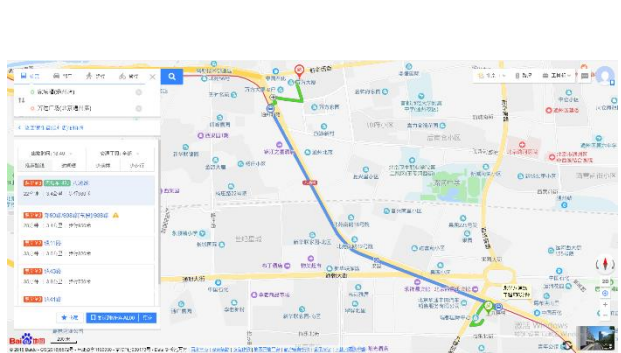
资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 23：国泰百货地理位置



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 24：家乐福地理位置



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 25：京通罗斯福地理位置



资料来源：百度地图，天风证券研究所



### 5.1.2. 门店概况

门店位于万达广场 2 层。

- **开店时间：**该万达广场太平鸟童装店于 2014 年 11 月 29 日进驻。
- **店铺面积：**面积约 110 平米，相对小 GXG、小 Mo&co、小江南布衣以及 Hello Kitty 面积较大，且店铺位置从未变动。
- **门店费用：**1) 租金：2017 年每月店铺租金 20 万以上，一年租金 200 万左右，当前有一定上涨。2) 员工工资：店铺普通店员，平均月工资为 7000-8000 元左右，在好的销售季会超过万元。
- **品牌孵化：**Mini Peace 由太平鸟男装孵化出来。

图 26：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 27：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 28：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店产品陈列



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 29：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店产品陈列



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 30：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置



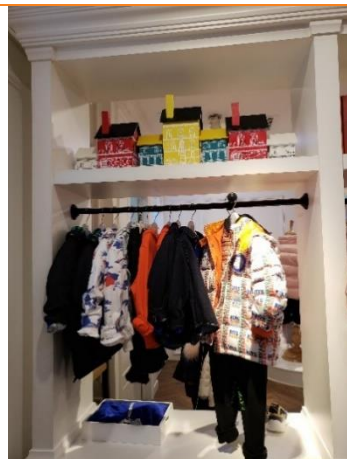
资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 31：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置



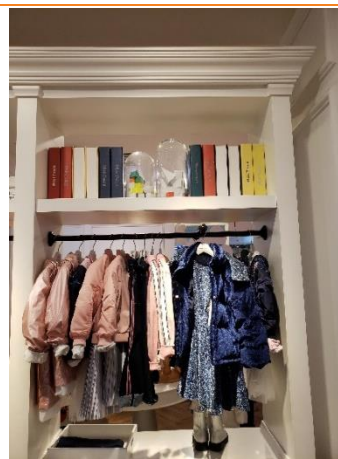
资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 32：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 33：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店布置



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

- **周边品牌：**小江南（江南布衣）、Mo&Co 童装、GXG 童装、Hello Kitty、海澜之家（去年刚开在三楼）。
- **排名情况：**同层排名中上等。该店在该商场童装类销售排名第一，小江南布衣排名第二。2017 年该店处于北京地区 Mini Peace 业绩第二名，第一名是荟聚购物中心门店，其店铺面积达约 200 平米。

图 34：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所

图 35：太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺



资料来源：Mini Peace 北京万达店草根调研，天风证券研究所



图 36: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺



资料来源: Mini Peace 北京万达店草根调研, 天风证券研究所

图 37: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺



资料来源: Mini Peace 北京万达店草根调研, 天风证券研究所

图 38: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺



资料来源: Mini Peace 北京万达店草根调研, 天风证券研究所

图 39: 太平鸟 Mini Peace 通州万达店门店周边店铺



资料来源: Mini Peace 北京万达店草根调研, 天风证券研究所

### 5.1.3. 销售概况

- **历史销售额:** 2014 年开店以来每年销售额同比增长约 30%。店铺于 2015 年成熟, 2016 销售额月 350-380 万, 2017 年销售额约为 450 万元, 增长较快。
- **坪效:** 2017 每平销售额约 4.5 万元。
- **18 年销售情况:** 2018 当前销售额已经与 2017 年全年持平, 预计 2018 年可达 500 万元。18 年销售额增长不明显。2018 上半年销售增速 30%左右, 下半年 7 月份之后销售疲软, 个别月份与 17 年持平。主要系 18 年入冬较晚, 冬季产品销量受一定影响, 预计下个月在春节前夕销售情况会变好, 年后情况由于客流量大, 销售量也不会大幅缩减。
- **销售周期:** 产品的销售周期一般为 4-5 个月左右, 饰品最长有两年。新款产品一般销售 2 个月 (8-10 周) 左右进入热销期, 畅销产品一般每周销售 4-5 件。在销售的第 3 个月逐渐陈列下一个季度的新品。
- **上新频率:** 约每半个月更新一批货, 比之前更新频率快。每季大概有十几款产品。冬季产品于 10 月开始销售, 12 月 7 号已经开始陈列第一批早春装, 12 月 15 号第二批

早春童装。

#### 5.1.4. 库存情况

**TOC 系统货物周转快：**销售情况每天 TOC 系统有记录，每天 TOC 系统都会有自动下单补货指令。TOC 系统根据销售量和库存进行补货，即一天卖出一件产品，公司会补一件；如果一天卖出 2-3 件，再结合前几天的销量，判断是否畅销，如果销量好，公司会补 4-5 件。

##### ● TOC 系统优点：

- 1) **避免缺货，及时补货：**在没有 TOC 系统之前，如果产品已销售，店主需要自己去和地区总公司联系补货，这样会造成补货不及时，导致顾客买不到合适的尺码。目前使用 TOC 系统之后，可以在销售的第二天就可以补齐货物尺码。
- 2) **避免积压，进货减少，退货减少：**使用 TOC 系统之前，门店进货量较大，且压货可每款能达十几件左右。每季退货约十几箱或二十多箱以上。使用 TOC 系统之后，总仓根据本店需求发货，进货量较之前少，门店现在库存没有大量的压货情况。在保证不会断码的情况下，每种商品库存约为 2 件。当前每季产品退货率约 15%，呈逐渐下降的趋势，当前每季退货约 7-8 箱。之前产品 SKU 压货 3 件以上，现在为 2 件。

##### ● 供应链：保证货品流转速度：

- 1) 公司总仓库——宁波云仓直接对应各家店铺通过第三方运输：200 单以上大批量货物通过物流公司，200 单及以下小批量货物通过顺丰快递发货；
- 2) 每周集订，即若特定产品在其他门店销售量不佳，但在该门店畅销时，销量不佳的店也会直接把产品配送到畅销门店。
- 3) 对于过季无法陈列的销售货品，门店会联系其他门店销售渠道销售，或者向公司进行退仓；
- 4) 若门店当天售罄特定尺码，门店通过联系其他门店立刻调货，快递派送至顾客家中。

#### 5.1.5. 产品情况

- **风格：**2017 年之后的店铺风格较前期更为时尚，更有品牌特点。产品风格与 Mo&Co 有一点类似，与小江南和 GXG 完全不同。
- **尺码：**在公司早期 2015-2016 年做童装品牌时，产品 105-110 尺码大小有一定问题，袖子偏长，主要系小孩的身高与胳膊长度不成正比，之后公司进行改善。目前小童尺码对应 80、90、100；大童冬季对应 110-150，春季对应 100-150。
- **货品结构：**当前饰品占比 10%-20%左右，小童占比 10%以上，男童女童销售比例相同。当前春装占比 15%左右。2019 年 1 月，春装占比 80%-90%左右。对于试销款商品，公司首先会通过几家大型门店发送试销款式，货品类型每一家都相同，通过市场的测试之后进行下一步调整，并根据时间对剩余其他门店进行发货。
- **产品均价：**Mini Peace 冬季产品均价 600-700 元左右，夏季产品均价 200 元左右，春秋产品均价 300-400 元左右，价格目前没有上涨。

#### 5.1.6. 销售渠道

- **线下：**1) 北京所有太平鸟门店，包括男装、女装、童装都是公司直营的。三四线城市的加盟商较多。2) 正价门店中的商品全部为新款，不存在销售去年季度产品，进行库存清仓处理。奥莱店、折扣店一般销售去年当季的产品，以及当年以及已过季的产品。
- **线上：**线上销售对线下有一定的冲击，但新款同款商品线上与正价店折扣一致，老款同款产品线上与折扣店折扣一致。

#### 5.1.7. 促销情况

- **促销时点：**
  - 1) 若销售额出现男女比例失衡，则会对销售额低的那部分扩大销售面积，促进销售额增长；
  - 2) 门店根据总公司通过 TOC 系统指示，主要针对销售情况不好的产品进行打折。
- **折扣力度：**正价店折扣通常平均为 7.5 折，最低的折扣 6.8 折，一般在产品销售开始的 3 个月开始打折。
- **销售技巧：**
  - 1) 通过观察顾客挑选衣服的偏好，拿出店铺该类型最好的衣服推荐，并促使其小孩试穿；
  - 2) 观察顾客当时的穿着风格，为其推荐颜色、风格以及类型相似的衣服。

#### 5.1.8. 北京门店当前情况及计划：

该店已经经营四年，2019 年公司计划对门店装修升级。

- **北京办事处设有：**
  - 1) 区域经理：主要针对营业方面的问题全权负责。
  - 2) 人资处：负责指标考核、员工工资以及雇佣合同等。
  - 3) 陈列师：负责每季新款到店之后，到门店实地调整陈列或搭配，或者根据陈列手册调整陈列或搭配。
- **门店情况及计划：**
  - 1) **现有量：**2018 当前现存门店约为 23-24 家。
  - 2) **2018 关店情况：**哈姆雷斯商场，王府井步行街附近，主要系销售情况不佳。
  - 3) **最近新开门店：**海淀区上地华联，清河地区附近。
  - 4) **2019 的开店计划：**昌平区龙德广场，地铁五号线，天通苑地区附近；大兴区凯德广场。

### 5.2. 太平鸟男女装君太百货店调研纪要

**与会人员：**君太百货男装门店督导、女装店员

**时间：**2018/12/19

**地点：**北京君太百货

#### 5.2.1. 店铺所在百货介绍

- **君太百货业态：**位于京城核心购物区，周围有西单商场、大悦城、对面是汉光百货。相较于购物中心更加齐全的业态，百货业态单一，但为吸引更多年轻消费者，目前商场的模式也在改变，比如楼下会做时尚体验室，逐渐购物中心化。
- **优势：**店铺所在的君太百货更年轻化，商场对于品牌进行统一管理，定期举行活动，活动力度比其他商场大很多。

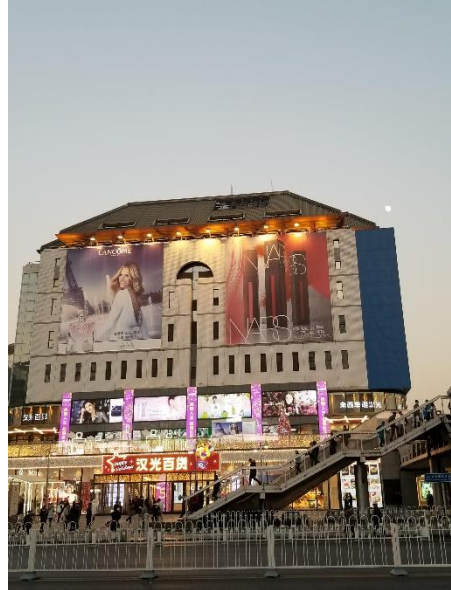


图 40：君太百货位置



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 41：君太百货位置



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

### 5.2.2. 男装

#### ● 店铺介绍：

- 1) **所在位置：**17 年 9 月份从七层搬至六楼电梯边，由公司直接派人装修，30-40 天左右装修完成。
- 2) **店铺面积：**之前七层的门店面积比较小，约 100 平左右，导致很多货品无法展示。现在门店面积包括仓库有 268 平，单纯展厅陈列面积在 180 平左右，有足够面积展示货品。
- 3) **品类：**主要分两个模块：偏潮流偏年轻的生活系列和商务休闲系列。增加了正装系列，从而吸引的客流量增大。
- 4) **员工数：**目前门店在进行简编，编制共 9 人，目前员工仅 7 人（未招满）。
- 5) **同楼层对比：**同楼层男装多销售正装系列，相同品类直接竞争的只有 SELECTED，但版型偏正，面积比太平鸟稍大。销售额排名方面，太平鸟男装每月一般在同楼层排在 2 或 3 名。第一名是 VICUTU，正装为主。

图 42：太平鸟男装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 43：太平鸟男装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 44：太平鸟男装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 45：太平鸟男装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 46：太平鸟男装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 47：太平鸟男装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

● 业绩指标：

- 1) **销售额：**目前冬季每月销售额 70-80 万，夏季 40-50 万之间，18 年相较于 19 年每月同比提升都在 22%以上。店铺的全年销售指标是 600 万，目前已经超额完成。17 年销售完成 400 万左右。
- 2) **坪效：**18 年约 3.33 万，与 17 年的 3.64 万相差不多。
- 3) **会员：**店铺会员目前共 3000 多个，会员增速每周 30 人以上，全年 1500 左右；会员维护方面，会在微信上定期向会员推送洗涤保养注意事项、搭配效果、每日天气预报等相关信息。整体来看，北京区域会员业绩占比 60-70%，且会员复购率很高（老会员一年平均 3-4 次），门店中每天消费人数至少一半属于会员。
- 4) **连带率：**目前月平均 1.8 以上。
- 5) **客单价：**冬季 2200 元左右，夏天 1300-1400 元。
- 6) **打折力度：**店铺扣点 25%左右，打折扣点相对也会降低。目前店铺最低 88 折，平均每个季度结束后折扣最低到 75 折，年底最低 68 折（最多四五天）。



- **货品结构:**

- 1) **新品:**

- ✓ **上新速度:** 每隔两周进新货, 目前春装第一批包括新年款已经到货, 但目前还是以销售冬装为主, 春装新品延迟出样, 占比不超过 20%, 年前会以销售春装为主。
- ✓ **试销门店:** 试销门店的试销款到货时间比其他店铺早一到两周, 试销款的销售情况用于合理配比货量和寻找爆款(同一款号一周卖 20 件以上), 其中, 网红明星带货效应、设计款型等因素会推动爆款的出现。

- 2) **滞销品:**

初期打折只针对滞销款。TOC 可自动判断, 首先把滞销款流转到能够卖出的店铺, 另外奥莱店、线上旗舰店等主要用于处理滞销品。每批货约三个月左右就会进行滞销处理。

- **TOC 系统:**

目前 TOC 系统已经应用一年多, 系统对店铺进行实时监控, 销一补一, 就近自动快递补货。之前门店一次会进很多货, 公司会压部分库存, 会有专门打折季; 但 TOC 应用后, 铺货减少, 库存下降, 轮转频繁, 店铺的补货、每月库存盘点等工作量大幅下降, 收入逐渐提高。之前店铺一季度库存高达 2000 件, 退货率高, 按原来的模式库存在 3000 件左右, 目前库存 1200 多件, 一个尺码只需配两件。另外还有云仓调货模式, 从公司或全国其他店铺发货。目前同楼层其他品牌均未应用 TOC 系统, 需要手动下单补仓, 库存仍大多在 3000 件左右。

- **北京区域店铺情况:**

目前北京划分三个区域, 共 24 家男装店铺, 均为直营店。18 年在凯德、龙湖天街等地新开 6 家店, 关了 2 家店, 各区域间业绩无较大差异。店铺按照坪效分为 ABC 三档, 如 180 平左右的店, 每年指标至少 500 万以上才能列为 A 类。A 档共 6 家店铺, 营业额占北京整个区域 1/3。B 类店铺是最近一两年内新开的店铺, 增加速度可观。整体来看, 太平鸟品牌进入北京市场仅 8 年, 一直保持快速增长。

- **开店与关店:**

- 1) **公司层面:** 一家新店成长期约三个月, 期间无指标, 成熟需要一到两年。新开的店年均销售额第一年 200-300 万, 第二年公司会根据上一年盈利情况分配指标, 两年盈利情况太差的话会考虑关店。
- 2) **购物中心/百货层面:** 购物中心/百货每年会在 7 月份左右的淡季清退表现不佳的品牌, 其中购物中心按店铺平均坪效进行考核, 百货按每月保底指标(低于公司指标)进行考核。

- **19 年门店规划**

19 年开店更倾向于租金模式的购物中心, 北京明年大概会开 10 家以内直营店铺, 主要布局在重要商圈布局, 目前在与大悦城商谈。

图 48：太平鸟男装君太百货门店形象



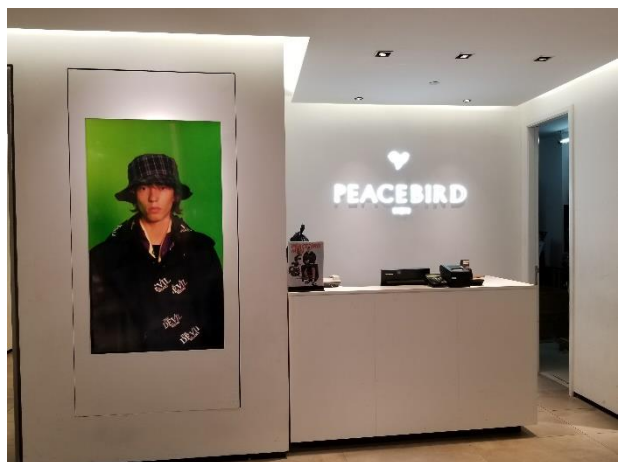
资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 49：太平鸟男装君太百货门店产品陈列



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 50：太平鸟男装君太百货门店店内设计



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 51：太平鸟男装君太百货门店店内设计



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 52：太平鸟男装君太百货门店产品陈列



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 53：太平鸟男装君太百货门店产品陈列



资料来源：太平鸟男女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

### 5.2.3. 女装

- 店铺介绍:

- 1) 店铺面积: 200 多平米。
- 2) 员工数: 女装相对于男装客流量更大, 门店有导购 10 人, 后勤 4 人。
- 3) 开店时间: 4-5 年左右。

图 54: 太平鸟女装君太百货门店



资料来源: 太平鸟男女装君太百货门店草根调研, 天风证券研究所

图 55: 太平鸟女装君太百货门店产品陈列



资料来源: 太平鸟男女装君太百货门店草根调研, 天风证券研究所

图 56: 太平鸟女装君太百货门店产品陈列



资料来源: 太平鸟男女装君太百货门店草根调研, 天风证券研究所

图 57: 太平鸟女装君太百货门店产品陈列



资料来源: 太平鸟男女装君太百货门店草根调研, 天风证券研究所

- 销售及业绩:

- 1) 折扣: 店铺做了 3、4 次特卖季, 平均 8 点多折; 折扣季最低 6.8 折, 一年两次 (6 月份、12 月份)。
- 2) 销售额: 截至目前, 18 年销售额已达 1000 万。
- 3) 同楼层排名: 10 月销售额同楼层第一。
- 4) 周边品牌: ONLY (后勤 6 人, 导购 11-12 人)、VERO MODA、欧时力等。



图 58：太平鸟女装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 59：太平鸟女装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 60：太平鸟女装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 61：太平鸟女装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 62：太平鸟女装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

图 63：太平鸟女装君太百货门店周边店铺



资料来源：太平鸟女装君太百货门店草根调研，天风证券研究所

- 5) **连带销售率**：全年 2 左右。
- 6) **会员管理**：每天销售人数老会员占比 60%左右。
- 7) **库存**：目前库存 4、5000 件左右，不会压货，折扣季后基本卖完。
- 8) **上新速度**：每周上新一次。

### 5.3. 歌力思 SKP 门店调研纪要

**与会人员：**歌力思店长

**时间：**2018/12/21

**地点：**北京 SKP

#### 5.3.1. 店铺所在卖场介绍

店铺所在的 SKP 是全国最顶级商场，涵盖品牌全面，在全国购物中心销售额排名第一。但从 18 年三月份开始，由于负财富效应、顾客消费降级（金融为主，类似情况同样出现在八佰伴）等因素，SKP 客流量增长不快。

#### 5.3.2. 店铺介绍

- **开业时间：**店铺于 2014 年开业，最早入驻二楼，商场调整后搬至三楼。
- **店铺面积：**位于商场百货区，门店含仓库面积 54.6 平米，展示面积 40 平左右，在同楼层中面积偏小。

图 64：歌力思门店装修



资料来源：歌力思北京 SKP 店草根调研，天风证券研究所

- **客群：**年龄段 60 后-90 后，多为金融、政府机构类型顾客，节奏比较快，很少议价，交易迅速。
- **员工情况：**
  - 1) **员工人数：**销售人员 10 人，较多，接下来有可能减少；
  - 2) **人员培养：**公司很少直接从外部招聘店长等管理层，以内部培养为主。大多数属于毕业招聘入公司，公司对他们进行一系列定期培训、到不同地区终端店铺实习积累经验后，在出现职位缺失时进行相应外派。
- **业绩情况：**
  - 1) **销售额：**门店 18 年销售额截至目前达到 1200 多万，全年预计 1300 万，19 年计划达到 1500 万销售额；店效平均 100 万左右，11 月份由于商场店庆，通过返券活动，销售额达到 190 多万；
  - 2) **连单率** 18 年 2.3，17 年同期 1.9，19 年计划达到 2.89（冲 3）；
  - 3) **客单价** 1 万左右，均单价 4400 元左右。
- **会员：**
  - 1) 目前共有 1000 多个存量会员，按照购买频次将其划分为不同级别，高频会员占



比 10%，每个月都会进店购买，大部分会员一年购买 3 到 4 次；

- 2) **会员管理与服务方面**，在会员生日月提供 8 折优惠并赠送生日礼品，销售人员私下也会送给客户小礼品和特产；
- 3) **注重微信销售**，针对一些没有时间逛实体店的顾客，如外地顾客，在微信上定期推送衣服搭配等，目前微信上每月销售额 20-30 万，占比 20%，其中本地顾客占比 40%，大多是从内蒙古、新疆、河北、山西、山东等外地游客。

- **同楼层排名**：除了歌力思，排名靠前的有维格娜丝、之禾 ICICLE、MISUITY、黛玛诗、朗姿、克劳西 CHLOSIO（排名有先后顺序）。

图 65：歌力思 SKP 门店周边店铺



资料来源：歌力思 SKP 门店草根调研，天风证券研究所

图 66：歌力思 SKP 门店周边店铺



资料来源：歌力思 SKP 门店草根调研，天风证券研究所

图 67：歌力思 SKP 门店周边店铺



资料来源：歌力思 SKP 门店草根调研，天风证券研究所

图 68：歌力思 SKP 门店周边店铺



资料来源：歌力思 SKP 门店草根调研，天风证券研究所

图 69：歌力思 SKP 门店周边店铺



资料来源：歌力思 SKP 门店草根调研，天风证券研究所

图 70：歌力思 SKP 门店周边店铺



资料来源：歌力思 SKP 门店草根调研，天风证券研究所

### 5.3.3. 店铺未来发展

在经济不好情况下，增量不易，需要充分挖掘存量，围绕人员、货品、专业三个层面提高



店效，重点关注：

- **开发挖掘、维护 VIP：**上任店长离职造成员工大变动，导致很多老会员随着员工的离职而流失，对店铺一二季度有一定影响。目前人员渐趋稳定，店铺需要重点完善 VIP 系统：1) 重揽老会员。店铺会员有效期为一年，一些会员由于风格转换、追求新鲜感或经济原因等因素流失，店铺会针对购买三次以上的会员直接进行电话邀约；2) 增加新会员。具体方法包括充分利用门口迎宾，提高试衣率；分配给每个员工每月 6 人的会员指标，无法完成月指标，将清退。
- **提高连单率：具体措施包括：**
  - 1) 总部会定期发起员工培训，提高员工对产品的了解，训练专业搭配能力，提升员工销售技巧；
  - 2) 注重客单价，实行员工激励，目前店员基本工资只有销售额提成，为提高员工积极性，可以考核万元大单数量（公司对员工考核时不太注重连单率），给予一定奖励。

#### 5.4. 歌力思旗下品牌 Ed-Hardy SKP 门店调研纪要

**与会人员：**Edhardy 门店店长

**时间：**2018/12/21

**地点：**北京 SKP

##### 5.4.1. 所在卖场介绍

店铺所在的 SKP 是全国最顶级商场，涵盖品牌全面，在全国购物中心销售额排名第一。但从 18 年三月份开始，由于负财富效应、顾客消费降级（金融为主，类似情况同样出现在八佰伴）等因素，SKP 客流量增长不快。

##### 5.4.2. 店铺情况

- 1) **店铺面积：**展示面积 50 多平米，建筑面积 62 平米。
- 2) **销售额：**去年销售 2500 多万，今年目标 3000 万，每月同楼层排名前二，有时 THEORY 第一。平均每月 150 万以上，Edhardy 店中排名全国第二，仅次于澳门店。明年目标 5-10 个点增长，基数比较大。
- 3) **连带率：**2.7，去年 2.2-2.6 左右，明年目标 3。
- 4) **客单价：**去年客单价 5800-6200，今年基本持平。今年 SKP 商场活动多，店庆满 1000 返 200 和五倍积分等。
- 5) **产品价格：**去年皮草产品多，今年少，今年冬季产品单价冬季略低于去年。今年全年产品单价相对去年略高，主要产品工艺提升。全年产品均价 17 年 2800，18 年 3300。
- 6) **销售情况：**今年整体经济不好，消费者很谨慎。从会员的情况来看，虽然逛店次数没有下降，但是整体购买金额上不如去年，去年两万以上的单成交很简单，但今年两万的大单很难。今年以来 7 月份 8 月份比较差，同比下滑，相对来说 10 月份开始增长，11 月份 SKP 店庆也带动业绩增长。
- 7) **折扣率：**2017 年为 9.2 折左右，今年 8.8 折，今年参加了 SKP 满 1000 返 200 的活动，由品牌承担费用的基本不太参加。
- 8) **门店员工考核：**门店 6 个店员和 1 名店长。销售业绩，基础知识，服务细节。整个门店考核年均销售，对比和增长，VIP 的增长。
- 9) **会员情况：**VIP 消费占比 65%。开业开始至今 VIP 数量 3000 多人，三个月消费两次的

会员数量 400 多人。

- 10) **客群情况**: 25-35 岁的年轻人。
- 11) **产品变化**: 细节设计上, 包含虎头元素和骷髅元素的运用, 风格和位置变化等, 并且搭配主题。通过这些给消费者新鲜感。上新节奏为半个月上一次新。预计 19 年单品价格有可能低, 下降 10%左右。
- 12) **竞品**: Evisu, Kenzo, PhilippPlein 等, 不算完全的竞品, 风格上多少有差别, 但是客群可能有重叠。ED HARDY X 对主品牌没有影响。
- 13) **明年销售方向**: 提高连带率, 促销产品做一些活动, 如会员回馈活动。
- 14) **北京其他店铺**: 北京 5 家正价店, 2 家折扣店, 基本上都在增长。

图 71: Ed-Hardy SKP 门店产品陈列



资料来源: Ed-Hardy SKP 门店草根调研, 天风证券研究所

图 72: Ed-Hardy SKP 门店产品陈列



资料来源: Ed-Hardy SKP 门店草根调研, 天风证券研究所

## 5.5. 海澜之家及 Jeans 王府井门店调研纪要

**与会人员**: 海澜主品牌及 Jeans 门店管理 (督导)

**时间**: 2018/12/19

**地点**: 北京王府井店

### 5.5.1. 所在卖场情况

店铺位于王府井商圈, 王府井百货旁边。整体客流相对稳定, 结构特点上附近白领不多, 主要以游客和外地客流为主。

图 73: 海澜之家主品牌王府井店产品陈列



资料来源: 海澜之家及 Jeans 王府井店草根调研, 天风证券研究所

图 74: 海澜之家主品牌王府井店产品陈列



资料来源: 海澜之家及 Jeans 王府井店草根调研, 天风证券研究所

### 5.5.2. 海澜之家主品牌门店情况

- 1) **海澜之家产品销售结构**: 冬季羽绒服 40%，大衣接近 20%，剩下的套西衬衫占比 17%，裤子 20%。
- 2) **开业时间**: 18 年四月中下旬店址更换，新开业。
- 3) **销售额**: 四月开业后截至 12 月中完成 1800 多万销售，原来卖场 400 多平，年销售 3000 万左右。
- 4) **销售情况**: 四月才开业，只能看下半年的情况，三到四季度整体是增长的，目前管理的 17 家老店没有下滑。单月来看 11 月北京区约 16-17% 左右增长。12 月份销售与天气关系较大，月初降温销售好，近一周气温回升对销售有影响。今年坪效有提升。
- 5) **连带率**: 2 件左右。
- 6) **客单价**: 11 月，冬装 1000-1100。
- 7) **主要客群**: 25-35 岁，jeans 更年轻。
- 8) **员工情况**: 25 个员工。员工薪资平均 7-8000，店长过万。
- 9) **库存和售罄**: 库存当季接近 20000 件。每周两次补货。冬季款一般从 10 月卖到 3 月。库存主要是安全库存，畅销品一个色号能卖 7-8 件。按照号码大概小号 1 件，中号每个号两到三件，大号 1 件。
- 10) **库存处理**: 部分店可能有处理旧货的情况，但北京区销售千万以上的店一般没有旧货。
- 11) **考核**: 除了销售方面，还在管理上考核，陈列和财务等。

### 5.5.3. HLA Jeans 门店情况

- 1) **开业时间**: 17 年 9 月 7 日。
- 2) **开店情况**: 今年京津冀共 20 多店，3 家购物中心店。其他都是街边店。
- 3) **明年开店目标**: 暂时拿到指标 150 家左右，京津地区预计 20-30 家。
- 4) **连带率**: 2-3 件。
- 5) **客单价**: 700-800，jeans 性价比较高。
- 6) **上货情况**: 每星期补两次货，包括总仓和新品。年前春装上货 80%，根据天气情况。
- 7) **营销**: 前段时间开启的七天 1 块钱抵扣 200 块活动效果很好，引流较多，相当于投入的营销费用。
- 8) **销售额**: 该门店北京地区销售额第一。
- 9) **折扣率**: JEANS 基本不打折，会员生日有折扣，其他都没有。
- 10) **上新情况**: 每一季节分为 6 段到 12 段不等进行上新。



图 75: Jeans 王府井店产品陈列



资料来源: 海澜之家及 Jeans 王府井店草根调研, 天风证券研究所

图 76: Jeans 王府井店产品陈列



资料来源: 海澜之家及 Jeans 王府井店草根调研, 天风证券研究所

## 5.6. 巴拉巴拉丰台万达店调研纪要

**与会人员:** 巴拉巴拉门店店长、证券事务专员张总

**时间:** 2018/12/20

**地点:** 北京丰台万达广场

### 5.6.1. 门店概况

- **开店时间:** 2016 年 12 月 22 号入驻万达, 与万达同时开业。
- **交通:** 交通便利, 地铁直达。
- **店铺面积:** 总面积 385 平米, 使用面积 328 平米 (童装来说, 面积同楼层最大), 北京区直营店铺中尚品二店最大。
- **客群:** 以年轻人为主, 消费水平偏中等; 流动人群偏多, 固定人群少, 周一到五 11 点到 1 点左右顾客多为附近写字楼的人, 周末日客流量最多时达 1000-1500 左右。
- **员工数:** 人员编制 7 人 (6+1), 现在满编。
- **同楼层排名:** 目前楼层排前五名, 在童装类排名第一 (排除丽家宝贝); 楼层排名第一是丽家宝贝 (主要销售儿童尿不湿等快销消耗品, 17 年销售额 500 多万); 楼层其他品牌多为女装, 如 68、only 等。

图 77: 巴拉巴拉丰台万达店门店布置



资料来源: 巴拉巴拉丰台万达店草根调研, 天风证券研究所

图 78: 巴拉巴拉丰台万达店门店布置



资料来源: 巴拉巴拉丰台万达店草根调研, 天风证券研究所

图 79：巴拉巴拉丰台万达店产品陈列



资料来源：巴拉巴拉丰台万达店草根调研，天风证券研究所

图 80：巴拉巴拉丰台万达店产品陈列



资料来源：巴拉巴拉丰台万达店草根调研，天风证券研究所

图 81：巴拉巴拉丰台万达店产品陈列



资料来源：巴拉巴拉丰台万达店草根调研，天风证券研究所

图 82：巴拉巴拉丰台万达店产品陈列



资料来源：巴拉巴拉丰台万达店草根调研，天风证券研究所

图 83：巴拉巴拉丰台万达店产品陈列



资料来源：巴拉巴拉丰台万达店草根调研，天风证券研究所

图 84：巴拉巴拉丰台万达店产品陈列



资料来源：巴拉巴拉丰台万达店草根调研，天风证券研究所

### 5.6.2. 业绩概况

- 1) **历史销售额：**2017 年约 400 万。
- 2) **销售额：**
  - **2018 年销售额目标 500 万**（增长 25%-30%），预计 18 年能 100%完成。2019 年目标 600-650 万，30%以上增长。
  - **分月来看**，11 月份由于天气冷，销售情况比较好，12 月份由于后期店庆缘故，近段时间销售一般，一般店庆 12 月 22 日到春节这段时间会成为销售旺季，18Q4 增长 30%以上；

- **分品类来看**，位置调整后，幼童（2-6岁）销售额占比 35%，增长 10%；中童销售占比 30%（位置调整前，中童可达到 50%，幼童 20%左右）。
- 3) **目标销售额量价拆分**：春季新品均价 119 元，价格约提升 15%；量目标提升约 15%。
- 4) **全年平均售罄率**：约 80%。
- 5) **坪效**：全年每平销售额约 1.5 万元。
- 6) **客单价**：205 元，平均单价 119 元。
- 7) **连带率**：2 左右。
- 8) **利润**：同比上升 30%。
- 9) **店铺在公司排名**：北京区共 70 多家直营店，店铺在公司排名前十，面积排名前五，有提升空间。
- 10) **会员占比 39%**，但流动顾客多，复购率比较低。**会员管理方面**，会员积分一分一元，年底兑换（每年兑换制度不同）；在线上销售引流款，给微会员定价福利，微信定期推送新品到店等信息。

### 5.6.3. 库存情况

- 1) **库存**：目前库存 27000 件左右，相当于半年销售周期，一般每个畅销号 3-4 件库存，后期库存不足的话会有店铺之间的整合。
- 2) **补货流程**：目前公司统一模式每周订货补货，以销定补。

### 5.6.4. 促销与上新

- **促销**：公司会统一调出滞销款做打折，店铺平均折扣率在 6.5 左右。万达对店铺的支持力度也比较大，会提供场地和资源做一些特卖，以便冲上今年的业绩，最近临近万达店庆，会要求每家出部分五折商品。
- **上新**：目前收到两批新品，新品占比达到 25%-30%。一般来说一个季度共三批新品，上新率可达到 80%。

## 5.7. 森马丰台万达店调研纪要

**与会人员**：森马门店店长、证券事务专员张总

**时间**：2018/12/20

**地点**：北京丰台万达广场

### 5.7.1. 门店概况

- 1) **开店时间**：2016 年 12 月 22 号入驻万达，与万达同时开业。
- 2) **店铺面积**：总面积 200 平以上。
- 3) **客群**：消费群体 18-40 岁左右，最主要消费群体 35-40 岁。
- 4) **员工数**：员工共 6 人（加上店长），无专职仓管。一般淡季导购 5 人，旺季导购上班时间每天 8 小时左右。
- 5) **周边品牌**：同楼层多为运动品牌，休闲品牌有杰克琼斯，欧时力（单价高，消费群体有局限性）等；一层有 only、Zara、优衣库等，二层有太平鸟、爱客（竞争对手）等。
- 6) **同楼层排名**：同楼层排在 6-7 名，运动品牌（耐克阿迪）排前三。最主要竞争对手海澜之家（4-5 名），森马性价比（休闲裤衬衫等偏随意），实用性高。



### 5.7.2. 业绩概况

- 1) **历史销售额**: 2017 年约 450 万。
- 2) **销售额**: 2018 年销售额 500 万左右, 公司给出的每年销售额增速指标为 15% (考核期三年), 店铺自己要求达到 30%。**分品类来看**, 店铺女装销售额占比 60%, 男装 40%。
- 3) **坪效**: 全年每平销售额约 1.9-2 万左右。
- 4) **客单价**: 冬季产品客单价 650-700 元。
- 5) **连带率**: 18 年冬季连带率 2.9-3 (17 年冬季 2.2-2.3)。
- 6) **店铺在公司排名**: 在北京区购物中心所有店铺中排名前五。
- 7) **会员占比** 30%左右, 一年内**复购率** 30%左右, 目前会员指标要求周环比增加 15%, 即每周会员增加 100 人左右。
- 8) **动销指标 (售罄率)**: 冬季产品 85%左右, 目前达到 40%, 据冬季结束还有两个半月时间, 符合预期。全年最低在 82%左右。

### 5.7.3. 货品结构

- **期货**: 店铺根据往年销售数据自己订货, 每个季节提前去订次年销售款, 周期比较长, 货品量占比 80%;
- **SPM 货 (现货)**: 即购物中心定制款、专供款, 两周一个周期上新货, 款型补充流行趋势, 周期偏短 (35-40 天)。SPM 模式帮助品牌越来越贴近流行趋势, 及时抓住销售机会点, 目前 SPM 销售额占比 15%左右, 货品量占比 20%, 有很大提升空间。

### 5.7.4. 库存、补货与退货

- **库存**: 冬季库存 3000 多件。
- **补货流程**: 每周周一固定补货, 周三周五根据店长发出的补货需求进行补货, 一般周二下午发出需求, 周三下午到货。铺满陈列需要 1600 件左右, 配货比例一般是 2332 (按型号小中大)。
- **退货**: 冬季动销指标为 85%, 达到后可以提前退货, 达到考核标准后, 会根据每个产品生命周期进行退货, 退货一般 300 件左右。

### 5.7.5. 促销与上新

- **促销**: 根据货品上市两周左右的销售情况观察货品是否匹配商圈, 公司首先根据情况会进行各商圈货品调整, 过季货品大多流通至坪效大 (5-6 万)、周转率高的店铺, 过季货品量占这些店铺的 15%-20%。另外, 店铺每周对畅滞销款进行试穿、对比, 再根据单个品类生命周期制定相应促销活动。目前折扣情况为 2 件 8 折, 3 件 7 折, 整个季度平均在 75 折左右, 打折力度与去年相似。
- **上新**: 每两周上新一次, 上新率要求最低 82%。

### 5.7.6. 近两个月具体销售情况

十一之后两个月销售情况一般, 由于暖冬影响, 羽绒服销售不佳, 但并不会出现退货潮。店铺通过利用冬秋季交叉衣服做补充(如替补毛呢等)等措施进行应对, 11 月销售基本持平。

### 5.7.7. 近几年森马的显著变化

- 1) 装修风格更加时尚 (3 年左右装修一次);
- 2) 陈列更加偏年轻化, 吸引顾客;
- 3) 服装上游供应商严格筛选。

### 5.7.8. 店铺未来发展

未来店效提升空间大，提高店效的措施包括：

- **提高会员复购率：**通过提高服务质量、货品质量来吸引更多会员复购；
- **提高连带率：**公司逐渐向 SPM 店发展，并且加大力度发展帽子、鞋配类，可以争取将连带率提高到 3-3.5；
- **提高客单价：**注重产品开发，在货品本身层面做提升。

## 5.8. 安正时尚-玖姿汉光百货店调研纪要

与会人员：玖姿京津区直营负责人

时间：2018/12/21

地点：玖姿西单汉光百货门店

### 5.8.1. 卖场情况：

汉光百货以周边白领和游客为主。今年整体客流比较稳定，变化不大。玖姿在同楼层排名在前十。基本上同楼层前八排名的门店都在年千万销售以上。

### 5.8.2. 店铺情况：

- 1) **开业时间：**2014 年。
- 2) **店铺情况：**销售面积 73 平米。
- 3) **销售情况：**去年 700 万，今年 800-900 万，同店增长预计 30%以上。今年 9 月份之前销售情况都非常好，最近两个月感觉到销售压力比较大。天气影响很明显。天气冷的时候单日销售 4-5 万，不好的时候只有 1.7~1.8 万。其中平销款占比 50-60%。每周日补货。
- 4) **连带率：**2.8，去年 2。
- 5) **管理店铺：**京津地区 12 家门店，天津 1 家，普遍增长较好，在 30%以上。今年除了因为乐天撤出原因撤了一家店，其他店都运营良好。
- 6) **销售客群：**今年变化比较明显，过去是 28 岁以上，北方地区可能要 30 岁以上的女性，今年普遍有 20 多岁的客户。
- 7) **销售扣点：**28%+1%（店庆和活动），相对较高，对比翠微店扣点 23%。
- 8) **客单价：**冬装 2300-2400；夏装 1500-1600 元。今年对比去年客单价没什么变化。
- 9) **同楼层竞品情况：**之禾，朗姿，莱茵等品牌排名比较靠前。之禾冬装基本单价在 9000-10000 左右，客单价比较高。跟这些品牌客群重叠在 30%左右。
- 10) **会员情况：**目前该店会员人数 1300 人左右，会员销售占比 70%，每个季节 65%，会员通过微信远程销售占比 10%几（今年才开始做）。
- 11) **售罄率：**公司统计口径是库存率（口径基本与售罄率相同），秋季库存率 75%，冬款 60%以上，比较满意。
- 12) **折扣率：**85-88 折，折扣力度比较大的是 VIP 九折卡（一年消费 4 万达成资格），生日三件八折。
- 13) **员工激励：**7-8 名店员，店员做的好的月收入 10000 左右（冬季），店长 12000，督导要看管理情况，一般比店长高，督导今年整体薪水与店长差不多。另外会分不同情况

进行激励，例如冬装推高客单价，成交单在 7000 以上提成以外奖励 150 元，五件奖励 30 元，在这个基础上每多买一件再加 20 元。

- 14) **明年开店**：预计北京 5-6 家，天津 3-4 家。
- 15) **春装上新情况**：春装 30%+，元月底 50%+。
- 16) **明年销售目标**：公司给的目标 15%，自己会在这个基础上目标更高。

图 85：玖姿北京西单汉光门店产品陈列



资料来源：玖姿北京西单汉光门店草根调研，天风证券研究所

图 86：玖姿北京西单汉光门店产品陈列



资料来源：玖姿北京西单汉光门店草根调研，天风证券研究所

图 87：玖姿北京西单汉光门店产品陈列



资料来源：玖姿北京西单汉光门店草根调研，天风证券研究所

图 88：玖姿北京西单汉光门店产品陈列



资料来源：玖姿北京西单汉光门店草根调研，天风证券研究所

## 5.9. 李宁王府井旗舰店调研纪要

**与会人员**：李宁北京大区直营区长

**时间**：2018/12/19

**地点**：北京王府井旗舰店（独立街店）

### 5.9.1. 卖场情况

店铺位于王府井商圈，王府井百货旁边。整体客流相对稳定，结构特点上以游客和外地客流为主，节假日高峰期间王府井客流日均可达百万级别。

### 5.9.2. 店铺情况

- 1) **开业时间**：王府井店历史较长，最近一次装修是 2015 年。
- 2) **面积**：一共五层共 950 平米，主要销售面积是一层和二层，销售面积 500-600 平，其他是库房和办公室。三楼是独立品牌健身房，与李宁合作经营，有引流作用。
- 3) **店铺布局**：楼下主要为鞋墙，中国李宁系列（纽约时装周走秀款）和篮球系列，楼上主要是李宁 young，LNG 韩国设计师系列（定位时尚，类似三叶草）等。



图 89: 李宁王府井旗舰店门店布置



资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

图 90: 李宁王府井旗舰店产品陈列



资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

图 91: 李宁王府井旗舰店产品陈列



资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

图 92: 李宁王府井旗舰店产品陈列



资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

图 93: 李宁王府井旗舰店产品陈列



资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

图 94: 李宁王府井旗舰店产品陈列



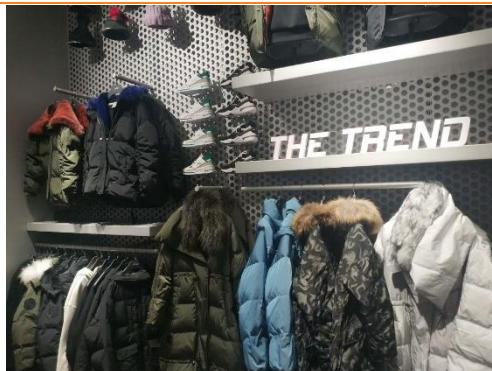
资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

图 95: 李宁王府井旗舰店产品陈列



资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

图 96: 李宁王府井旗舰店产品陈列



资料来源: 李宁王府井旗舰店草根调研, 天风证券研究所

- 4) **客群**：年轻消费者和游客为主，流动性人口占比高。
- 5) **员工人数**：30 人排两班，店面较大，包括导购、库管、店长、收银等。薪资水平店长过万，普通店员 8000 多。
- 6) **销售情况**：2017 年大概 2000 多万销售额，今年同店增长 15-20%。折扣率一季 75% 左右，工厂店折扣率 50% 左右。18 年产品时尚化，消费者反馈很好，卖的比较好，运动时尚类的产品销售效果很好。
- 7) **客单价**：800-1000 元。
- 8) **连带率**：约 1.6 件。
- 9) **产品定价**：价位与安踏近似。今年平均单价 500-600 元，客单价 800 多元。性价比高，自主研发科技含量高。对比 Nike 和 Adidas，单件棉服价格在 1500 左右甚至以上。今年产品的价格带有所延伸，时装周走秀款贵一些，卫衣 500-600 元。
- 10) **产品类别**：鞋分为生活、训练、跑步和篮球，销售占比大概在 4:4:1:1；服装销售占比生活 35-40%，跑训 30%，篮球 30%。按照鞋和服装来分类，大概鞋 40%，服装 60%。增速比较快的品类是生活类，基础课增速相对慢。总体增长 18% 左右，服装增长贡献 70%。
- 11) **库存与周转情况**：库存流转货品一直稳定在 20000 件左右，分四个季节，三个月售罄率 55-60% 左右。三个月之后的货品进入奥莱店或者工厂折扣店。流动上新，上新一般比需求早一个月，例如春装年前都要到货，销售旺季时候，系统自动销 1 补 2。每周店铺调货，通过顺丰寄送，也可以 O2O 补货。
- 12) **考核指标**：销售额，增长和会员培育情况等。今年公司新增了神秘人体系，会有神秘人不定期到门店考核陈列、环境、卫生和满意度。
- 13) **会员体系**：会员按全国统计，分为金银铜三个等级，办理无门槛。首次购物满 500 当场送 50 元无门槛代金券，生日 6 折券。新品可以打 88 折。
- 14) **折扣率**：正价 75 折，工厂店 5 折。
- 15) **王府井两家店是否互相影响**：两家街店在街道两边，而且王府井客流量大，10 月底之前都是旅游旺季，游客流量大，能够容纳。
- 16) **北京区管理情况**：目前 10 个区长，每个负责 10 多家。直营店 150 家。
- 17) **费用端公司是否加强考核**：没有特别的控制费用的措施，但管理上都比较自觉，例如专卖店 4000-5000 元的电费，李宁只要 3000 元。活动和回款方面，都会主动为公司争取。

## 5.10. 水星家纺西单店调研

**调研人员**：水星北京大区督导

**时间**：2018/12/18

**地点**：北京西单商场店（负一楼）

### 5.10.1. 所在商场情况

西单商场位于北京繁华的西单商业街，建筑面积 4.2 万平方米，建成较早，有 88 年历史。客流在西单几大购物中心和百货中相对落后，以中年，年长的消费者为主，年轻人去大悦城等商场更多。

### 5.10.2. 店铺情况

- 1) **店铺简介:** 2014-2015 年进入西单商场, 今年 12 月 1 日从四楼搬到负一楼, 原址卖生活杂货类; 负一楼在会员中心旁边, 有固定客流。
- 2) **店铺形象:** 第八代形象店, 陈列手法和美观度较第七代有所提升, 设计方面由上海设计师统一设计, 营造温馨范围, 添加毛巾、花卉等。蚕丝被等叠法也不同。
- 3) **店铺面积:** 原位于 4 楼, 包括库房总面积 30 多平, 现位于负一楼 70-80 平, 商场提供库房。
- 4) **销售情况:** 7 月份是淡季, 进入 9 月开始回升, 天气和学生开学都有提振销售。
- 5) **销售额:** 去年 100 多万, 18 年同店提高 10%, 如果不是搬迁原因同店增长更高。
- 6) **货品陈列:** 四张床, 一张婚庆+两张主推(当季折扣款+不打折扣)+一张补充。主推产品半个月到一个月换一次, 放在核心床。
- 7) **产品价格:** 四件套一般 600、700 (折后价) 到 2000 块以内; 被芯主力货品 2000-3000 元, 化纤被 400-500 元。今年卖的两款黄金搭档被 (羽绒包蚕丝) 和丝路传奇被 (纯蚕丝) 2000-3000 块每条, 北京 12 家店三个月时间销售 1000-2000 条。最贵的鹅绒被 5980 元 (3 折后价)。产品价格带比富安娜和罗莱更宽, 水星更重视性价比。
- 8) **商场活动:** 今年西单商场 88 周年, 活动力度较大, 品牌为了支持商场, 有 70%-80% 货品参加商场活动。每年两次大型促销活动。
- 9) **商场扣点:** 西单商场扣点 27-28%。
- 10) **销售构成:** 10 月份以后芯类 50%, 10 月以前 30-40%。婚庆系列销售旺季以五一、十一为主。
- 11) **电商影响:** 没有受到影响, 线上线下货不一样, 消费群体不同, 线下消费者对质量、质感和服务要求更高。
- 12) **需求构成:** 乔迁和婚庆较少, 日常更替为主。
- 13) **购买频次:** 换季买, 每个家庭一年 2-3 次。
- 14) **人员和激励:** 3 个店员(含一个店长), 店长工资不到 10000 元, 整体在服务行业内偏低, 从业人员年龄一般也偏大, 35 岁以上。推广款单卖一件 50 红包。
- 15) **订货:** 去年下半年开始有直营专供款式配货, 其他由大区经理根据各区情况订货。
- 16) **发货:** 北京分公司 12 家店有大库房, 根据每家店长反馈的销售和库存情况发货。缺货北京市内可以随意调拨。跨区域调货需要申请审批, 一般北京市场大, 不太需要跨区域调货。
- 17) **竞品:** 很多品牌在一些市场都退出了, 近两年淘汰了一部分。



图 97：水星家纺西单门店摆设



资料来源：水星家纺西单店草根调研，天风证券研究所

图 98：水星家纺西单门店摆设



资料来源：水星家纺西单店草根调研，天风证券研究所

图 99：水星家纺西单门店产品陈列



资料来源：水星家纺西单店草根调研，天风证券研究所

图 100：水星家纺西单门店产品



资料来源：水星家纺西单店草根调研，天风证券研究所

图 101：水星家纺西单门店产品陈列



资料来源：水星家纺西单店草根调研，天风证券研究所

图 102：水星家纺西单门店产品陈列



资料来源：水星家纺西单店草根调研，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com