

纺织服装行业

复盘 VF 公司通过收购成为全球服饰巨头，看好歌力思未来发展

分析师：糜韩杰

分析师：赵颖婕



SAC 执证号: S0260516020001



SAC 执证号: S0260518070004



021-60750604



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● VF 是全球服装行业龙头

公司是全球知名品牌服装集团，拥有 The NorthFace（全球最大单一户外品牌）、Timberland、Vans 等品牌，业务分布于全球 170 个国家，拥有约 7 万家联营店，超过 1500 家零售店；截至 2017 年公司营收 118 亿美元，净利润 6.2 亿美元；公司估值整体呈上升趋势，历史 PE 估值区间在 7-27 倍，过去五年平均 PE 估值 22 倍，截至 2019 年 4 月 4 日 PE 估值 23 倍，市值 352.75 亿美元，是全球市值排名第十的服装品牌公司。

● VF 通过品牌收购从手套制造商成长为全球品牌服装巨头

公司前身为成立于 1899 年的雷丁手套公司，而后进入内衣行业并于 1951 年上市；通过 1969 年-1994 年的品牌收购，公司拥有了包括 Lee 在内的众多服装品牌，牛仔业务成为公司的核心业务；在 1995 年-2002 年内，公司进行了三次重组，调整组织结构、降低运营成本，扭转了利润下滑的局势；自 2002 年起，公司收入和利润基本维持了稳定，通过收购和出售调整和优化品牌组合，此阶段户外运动成为公司的核心业务，并且于 2018 年开始公告剥离牛仔业务，专注于运动休闲和户外服饰等快速增长的领域。

● VF 公司发展的成功因素和收购策略的成功原因

复盘公司的发展历史，公司主要是执行收购的发展战略，并且以客户需求为中心，根据客户需求调整收购策略及产销方式，并以品牌管理为发展提供源源不断的燃料维持了品牌组合的生命力，同时依靠多元化的销售渠道抢占市场，辅以高效可靠的供应链为发展保驾护航。公司收购战略执行的关键成功因素在于品牌选择和品牌管理。VF 公司有五大策略和原则来降低收购的品牌未来不达预期的风险：1) 收购的品牌需要独特、具有吸引力、代表着一种生活方式，2) 在 VF 公司强大的供应链管理、品牌管理、全球扩张经验等能力的帮助下，收购的品牌能够更好的成长，3) 收购品牌具备潜力成为全球性的品牌，具备全球扩张的性质，4) 收购品牌不能与 VF 公司已有品牌有定位上的冲突，5) 收购的品牌的企业文化要与 VF 公司的企业文化兼容

● 投资建议

复盘 VF 公司的发展路径，我们发现，首先，收购是可以帮助企业做大做强的。其次，收购需要有相应的策略和原则来降低收购的品牌未来不达预期的风险。最后，海外资本市场对于通过收购做大做强的企业并没有成见，是愿意给较高估值的。对比国内相关上市公司，其中歌力思始终坚持成为有国际竞争力的高级时装品牌集团战略，2015 年上市至今先后收购了 Laurel、Ed Hardy、百秋电商、IRO、VIVIENNE TAM 和 Jean Paul Knott 等品牌和公司，从目前看这些品牌和公司在收购后发展情况良好。歌力思的发展路径和收购原则和 VF 公司有着诸多相似，我们看好公司未来不断做大做强，而且从估值看，公司目前市盈率处于历史较低水平，虽然和 VF 公司还有非常大的差距，但是估值也是远远低于后者，因此看好公司未来估值逐步修复。

● 风险提示

多品牌运作的风险；未能准确把握市场流行趋势变化的风险；终端需求不振风险

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/16	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
歌力思	603808.SH	买入	人民币	17.94	-	1.11	1.44	16.10	12.46	7.57	5.94	16.12%	18.22%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、初探：全球服装行业的龙头	6
1、VF 公司是全球服装行业龙头	6
2、VF 多元化经营，旗下拥有众多服装品牌	7
3、股市表现	7
二、历程：从手套制造商到全球品牌服装巨头	9
1、1899-1950 前身：从手套制造商向知名内衣品牌公司	9
2、1951-1968 初扩张：扩充产品组合，向海外市场扩张	9
3、1969-1994 成为 VF CORPORATION：收购策略推动公司成长为国际多品牌集团， 牛仔服成为公司的核心业务	9
4、1995-2002 重组：降低运营成本，调整组织结构	10
5、2003-至今 继续收购式扩张之路：通过收购和出售调整和优化品牌组合，户外运 动成为公司的核心业务	13
三、制胜：以收购为核心的发展战略，抓住客户需求，渠道、供应链等齐头并进	15
1、以收购为发展引擎：通过收购获得增长	15
（1）品牌选择：慧眼识珠，寻找契合公司发展战略的品牌标的	18
（2）品牌管理：妙手回春，持续对品牌矩阵进行管理和优化	18
2、以客户需求为方向盘：根据客户需求调整收购策略及产销方式	20
3、以多元化的销售渠道为赛道：抢占市场	20
4、以高效可靠的供应链为发展保驾护航	22
四、投资建议	23
五、风险提示	26
1、多品牌运作的风险	26
2、未能准确把握市场流行趋势变化风险	26
3、终端需求不振风险	26

图表索引

图 1: 公司 1987 年-2017 年主营业务收入情况.....	6
图 2: 公司 1987 年-2017 年 GAAP 普通股可分配净收入情况.....	6
图 3: 公司主要品牌.....	7
图 4: 2004-2017 年各品类收入 (百万美元).....	7
图 5: 2017 年各品类收入占比.....	7
图 6: 公司 PE (TTM) 估值情况.....	8
图 7: 公司市值情况 (截至 2019 年 4 月 4 日).....	8
图 8: 公司历年 ROE (%).....	8
图 9: 公司历年股息率情况.....	8
图 10: 公司 1995 年-2002 年营业收入 (亿美元) 情况.....	11
图 11: 公司 1995 年-2002 年净利润情况.....	12
图 12: 公司 1995 年-2002 年净利润率情况.....	12
图 13: 2003-2017 年公司收入情况.....	13
图 14: 2003-2017 年公司净利润情况.....	13
图 15: 公司国内收入及同比增长.....	16
图 16: 公司国外收入及同比增长.....	16
图 17: 公司不同地区收入占比.....	16
图 18: VF 的三个全球研发中心.....	20
图 19: 2006 年-2017 年批发渠道收入及增速.....	21
图 20: 2006 年-2017 年面向消费者渠道收入及增速.....	21
图 21: 2006 年-2017 年各分销渠道收入.....	21
图 22: 2006 年-2017 年各分销渠道收入占比.....	21
图 23: 全球工厂分布图.....	23
图 24: 歌力思营收及增速 (单位: 人民币).....	24
图 25: 歌力思归母净利润及增速 (单位: 人民币).....	24
图 26: Ed Hard 收购前的业绩情况 (单位: 人民币).....	25
图 27: 百秋电商收购前的业绩情况 (单位: 人民币).....	25
图 28: 歌力思上市至今 PE (TTM) 区间.....	26
图 29: 歌力思上市至今 PB 区间.....	26
表 1: 全球市值排名前十的品牌服装公司.....	7
表 2: 1969 年-1994 年公司收购的主要公司及品牌表.....	10
表 3: 三次重组统计图 (裁员人数为约数).....	12
表 4: 1985 年-2001 年公司的品牌变动表.....	12
表 5: 2003 年-2018 年公司的品牌变动表.....	14
表 6: 公司旗下主要品牌.....	16

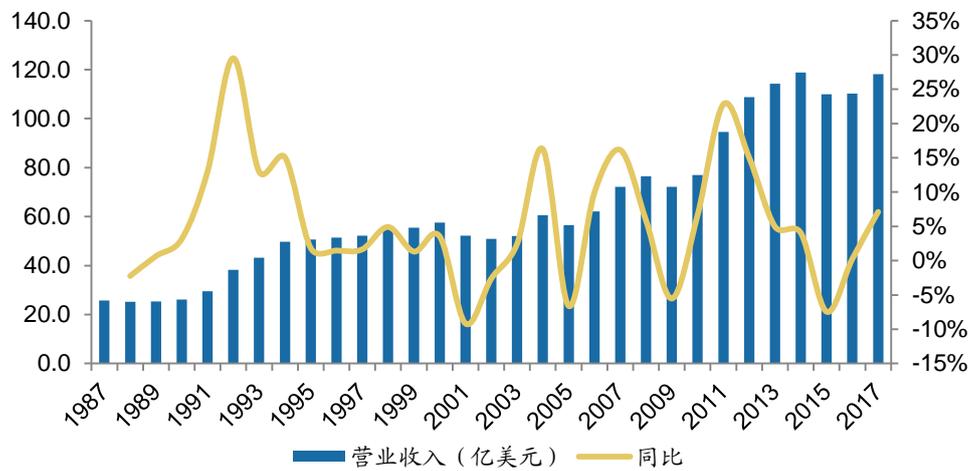
表 7: 公司各系列产品与品牌的主要渠道	21
表 8: 歌力思旗下主要品牌及风格定位	25
表 9: 百秋电商业绩对赌情况 (单位: 人民币)	25
表 10: 歌力思旗下收购品牌发展情况 (单位: 人民币)	25

一、初探：全球服装行业的龙头

1、VF 公司是全球服装行业龙头

1899年，雷丁手套公司（Reading Glove and Mitten Manufacturing Company）在宾夕法尼亚州的雷丁镇成立。五年后，公司业务拓展到丝绸内衣领域，雷丁公司由此从制造业转向了服装行业。经过了115年在服装行业的发展，昔日的手套制造商已经成为了如今的VF Corporation。公司的业绩整体呈现上升趋势，1987年-2017年公司营业收入年复合增长率为5.2%，GAAP普通股东可分配净收入（本报告内的净利润如无标注皆取此值）的年复合增长率为4.2%。2017年VF公司的主营业务收入达到118亿美元，同比增长7.1%，净利润达到6.2亿美元，同比下滑46.75%，主要受到美国税改的影响。VF公司业务拓展到全球170个国家，拥有约7万家联营店，超过1500家零售店。

图 1：公司 1987 年-2017 年主营业务收入情况



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 2：公司 1987 年-2017 年 GAAP 普通股东可分配净收入情况



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2、VF 多元化经营，旗下拥有众多服装品牌

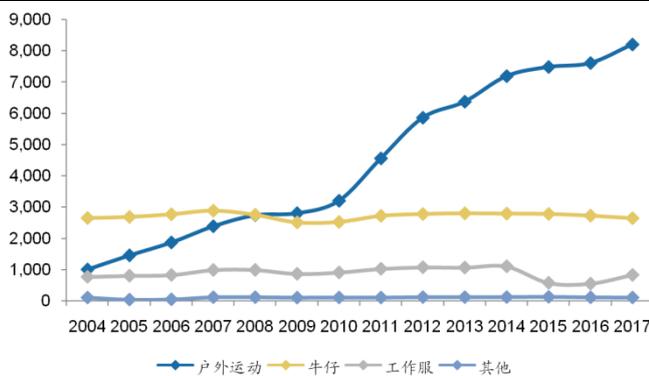
VF公司通过不断收购，形成了如今多元化的品牌组合。如今VF已经拥有众多知名品牌，旗下品牌主要分为3个大类：户外运动装、牛仔装和工作服，主要品牌包括户外运动类的Vans、Timberland、Jansport、The North Face、Icebreaker等，牛仔类的Lee、Wrangler等，以及工作服类的Dickies、Red Kap等。目前公司主要以户外运动品类为主，截至2017年，户外运动类产品的收入占总收入的70%。

图 3：公司主要品牌



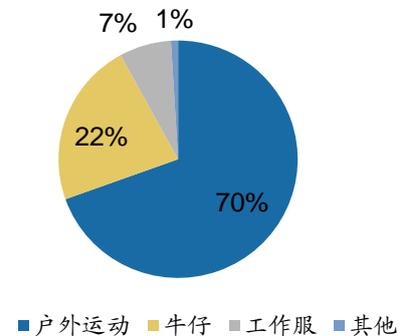
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 4：2004-2017 年各品类收入（百万美元）



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 5：2017 年各品类收入占比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

3、股市表现

VF 于1951年上市，截至2019年4月4日公司市值为352.75亿美元，是全球市值排名第十的服装品牌公司。从已有的市值数据来看，公司市值从1988年的19亿美元以来，30年时间市值翻了约17倍。从估值情况来看，公司历史PE估值区间在7-27倍，过去5年的平均PE估值中枢为22倍，近年来公司估值水平整体呈现上升的趋势，截至2019年4月4日公司PE估值为22.91倍。公司1988年-2017年ROE平均值为16%，1980年-2018年股息率平均值为2.76%。

表1：全球市值排名前十的品牌服装公司

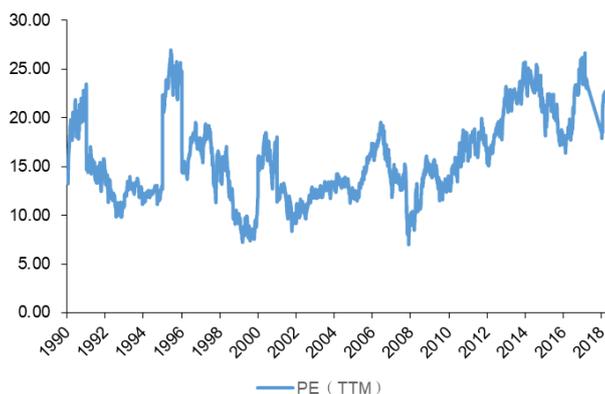
排名	公司名称	旗下主要品牌	业绩情况
----	------	--------	------

			总市值 (百万美元)	营收 (百万美元)	净利润 (百万美元)	ROE (%)
1	LVMH	LV、Kenzo、Givenchy、Fendi	190,451	55307.30	7504.90	20.74
2	NIKE	Nike、Converse	134,227	36397.00	1933.00	17.40
3	INDITEX	ZARA、Pull and Bear、Massimo Dutti、Bershka	93,375	30371.50	4044.20	24.47
4	CHRISTIAN DIOR	Dior	87,825	55307.30	3040.20	19.06
5	KERING	Gucci、Bottega Veneta、YSL	75,121	16140.30	4387.80	34.00
6	HERMES	Hermes	70,774	7046.70	1659.50	
7	FAST RETAILING	UNIQLO、G.U.、Theory、J Brand	52,732	19307.47	1403.25	19.42
8	ADIDAS	Adidas、Reebok	51,027	25884.30	2010.30	27.43
9	RICHEMONT	Alfred Dunhill、Chloé、Shanghai Tang	41,808	12852.75	1429.38	8.10
10	VF	The North Face、Vans、Lee、Wrangler、Timberland	35,276	11811.18	614.92	14.20

数据来源: Bloomberg; 广发证券发展研究中心

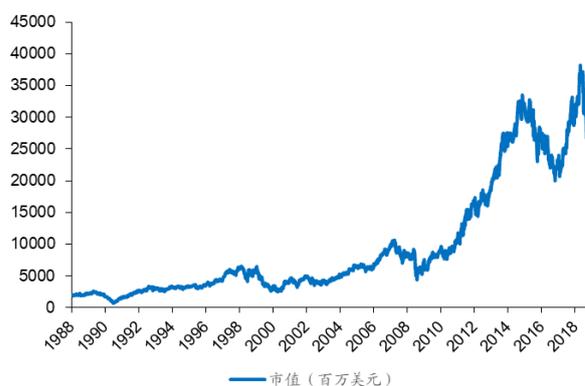
注: 各公司市值截至时间为 2019 年 4 月 4 日, NIKE 财年截至 2018 年 5 月 31 日, FAST RETAILING 财年截至 2018 年 8 月 31 日, INDITEX 财年截至 2019 年 1 月 31 日, RICHEMONT 财年截至 2018 年 3 月 31 日, VF 财年截至 2017 年 12 月 30 日, HENNES&MAURITZAB 财年截至 2018 年 11 月 30 日, LVMH、CHRISTIAN DIOR、KERING、HERMES、ADIDAS 财年截至 2018 年 12 月 31 日。

图6: 公司PE (TTM) 估值情况



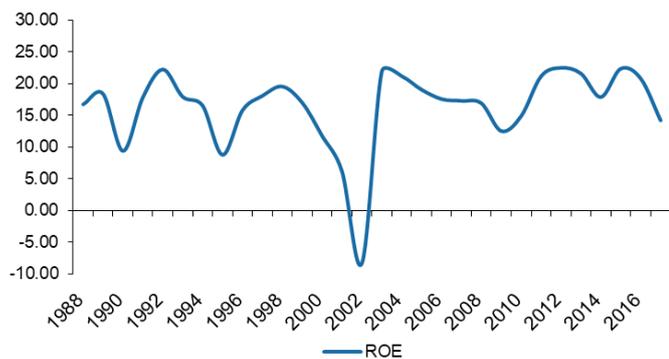
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图7: 公司市值情况 (截至2019年4月4日)



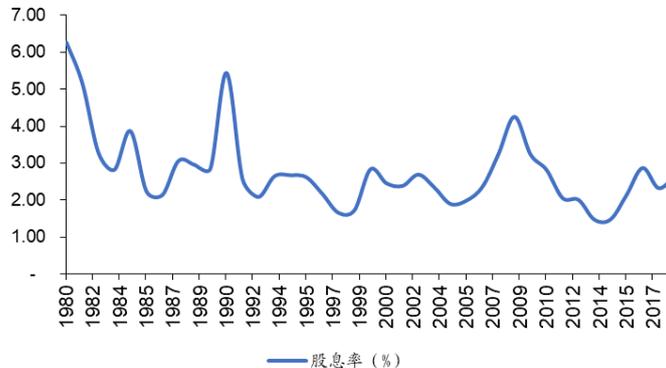
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图8: 公司历年ROE (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图9: 公司历年股息率情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

二、历程：从手套制造商到全球品牌服装巨头

1、1899-1950 前身：从手套制造商向知名内衣品牌公司

1899年，8名男子以1.1万美元的创立资本在宾夕法尼亚州的雷丁镇成立了雷丁手套公司(Reading Glove & Mitten)，该公司主要生产、销售针织和丝绸手套。1914年，雷丁手套公司将业务进一步拓展到丝绸内衣领域。此后的三年，内衣的销售大获成功，于是，公司主要创始人 John Barbey决定举办一场比赛，为公司的内衣系列取名，最终获奖者以“Vanity Fair”的名字获得25美元的奖金，也就是后来知名的内衣品牌“名利场”，之后公司也于1919年正式更名为名利场丝绸厂Vanity Fair Silk Mills, Inc.。

随着内衣产品线的快速发展，公司逐渐舍弃了手套制造业务，而着力于内衣的发展。因1941年第二次世界大战禁运丝绸，公司开始使用人造丝生产内衣，并开始研发其他新型面料。1948年，公司推出了尼龙经编的内衣，这种面料易于护理，强度高，弹性好，现在常常用于泳衣、瑜伽服等运动服饰中。这项创新改变了内衣制造传统，并在1950年因为此项设计获得科蒂设计奖(Coty Award)，VF也成为第一家获得这个奖项的内衣制造商。这个时期的名利场公司刚刚在内衣行业崭露头角，但内衣产业的发展带来的资金支持、声誉、研发能力等都为后来的发展打下了基础。

2、1951-1968 初扩张：扩充产品组合，向海外市场扩张

1951年，Vanity Fair Mills公司在纽约证券交易所上市。1958年，公司开始海外扩张，与英国公司Wolsey Ltd.达成协议，以Wolsey-Vanity Fair品牌为Wolsey制作Vanity Fair风格的内衣，并在第二年与澳大利亚公司达成了类似的协议。1967年，在内衣市场逐渐饱和的情况下，名利场开始将产品拓展到长袍和便服市场。

这个时期的名利场得到了稳定的发展，尤其重要的是，公司开始采取海外扩张的战略，并将产品类别从内衣领域向外延伸，这段时间VF形成的全球化视野及扩充产品组合的策略，直接引导了后来的战略方向。

3、1969-1994 成为VF Corporation：收购策略推动公司成长为国际多品牌集团，牛仔服成为公司的核心业务

从1969年到1994年，公司的主要发展战略就是收购，尤其是收购有在全球发展潜力的品牌。其中，1969年为标志性的一年，这一年公司完成了首次收购，收购了同样位于宾夕法尼亚州雷丁镇的Berkshire International Corporation，该公司是全球最大的女袜制造商之一，也是美国第五大针织品生产商。值得一提的是，Berkshire不仅为名利场带来了不同的业务，还带来了大量房地产，为VF开设工厂和店铺打下了基础。同年，公司收购了位于堪萨斯州的HD Lee Company, Inc.，该公司以生产男士牛仔裤为主，也就是现在闻名的Lee品牌，收购HD Lee Company让VF进入了牛仔服市场，VF还于1983年成立了女士牛仔裤品牌Ms. Lee，成为最早开始生产女士牛仔裤的公司之一，并迅速抢占了市场，成为了当时最畅销的女式牛仔裤品牌。随着公司从内衣领域拓展到牛仔服行业，公司仍然以内衣品牌Vanity Fair作为名字已经不再合适，因此，1969年公司改名为VF Corporation。

1986年，VF Corporation收购了Blue Bell Holding Company，拥有了Blue Bell旗下Wrangler、Rustler等牛仔品牌、Jantzen泳装品牌、JanSport背包品牌和Red Kap

职业服品牌，成为了当时全球最大的上市服装公司和世界第二大牛仔服生产商。

VF Corporation的国际部成立于1977年，专门负责管理海外业务，除了之前就在出口的Vanity Fair内衣，Lee和Berkshire的产品也由此开始向欧洲和远东出口，这些海外业务使得公司1997年年收入达到4.7亿美元。VF于1992年收购的三家欧洲内衣公司，Valero Group、Vives Vidal, SA(Vivesa)及 Jean Bellanger Enterprises，也为VF开拓了欧洲市场，并使年销售额首次突破30亿美元大关，VF的国际部销售额增长52%。

整个1969年到1994年，公司收购了包括Lee和Blue Bell在内的十几家公司，这是VF版图的飞速拓展的时期，内衣、运动、牛仔系列的产品线都得到了完善，多元化的品牌组合帮助VF在1989年牛仔产业下滑的时期依靠其他产品线保持增长，不对单一产品或者细分市场产生依赖。与此同时，VF的海外业务也拓展到了欧洲，VF正式成为全球服装行业的巨头。

表2: 1969年-1994年公司收购的主要公司及品牌表

年份	公司及品牌	主营产品	收购金额 (千万美元)	备注
1969	Berkshire International Corporation	女袜	N/A	
	H.D. Lee Company, Inc. Lee	牛仔	N/A	
1971	Kay Windsor, Inc.	廉价女裙和运动服	N/A	该业务因女性裤装的市场趋势，于1982年停止
	Modern Globe, Inc.	内衣	3.7	
1984	Troutman Industries, Inc.	男装	N/A	
	Bassett-Walker, Inc.	运动服	29.3	
1986	Wrangler	牛仔		
	Rustler	牛仔		
	Blue Bell Holding Company, Inc. Jantzen	泳装照	76.2	
	Jansport	运动服		
1990	Red Kap	职业服		
	Munsingwear, Inc. Vanssarette	内衣	1.2	
	Form-O-Uth	内衣		
1992	Healthtex, Inc.	童装	2.9	VF首次进入童装领域
	Valero Group	内衣	3.5	法国品牌
	Vives Vidal, SA(Vive sa)	内衣	11.6	西班牙品牌
1994	Jean Bellanger Enterprises	内衣		法国品牌
	Nutmeg Industries, Inc.	运动服	35.5	
	HH Cutler Company	运动服	15.5	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

4、1995- 2002 重组：降低运营成本，调整组织结构

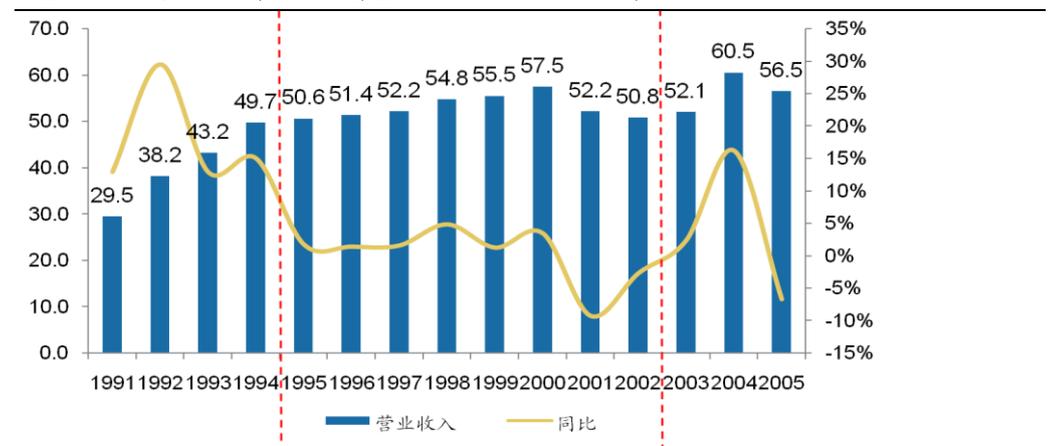
这一时期的服装行业面临着巨大挑战，顾客们逐渐开始追求高性价比的服饰。为了迎合当时消费者的需求，VF不得不控制成本，降低价格，由此开始了重组时期。

1995年-2002年，公司的营业收入基本保持稳定，但净利润在1995年内迅速下滑，在年底的时候净利润已经从2.76亿美元下降到了1.57亿美元。净利润的迅速下滑使得VF开始筹备第一次重组，重组内容包括关闭九家美国工厂，裁员3800多人，将在美国占80%的生产比重降低到65%，同时在原料和劳动力价格更低的墨西哥和中美洲建立新的工厂。这些举措使得VF的净利润和利润率在此后的三年里获得了提升。然而好景不长，随着美国经济的衰退，服装行业也受到打击，公司利润自1998年的3.88亿美元一路下滑，到2010年的时候已经下降到了2.60亿美元，并仍然保持着下降趋势。因此公司于2001年、2002年开始了第二次和第三次重组。

2001年，VF停止了三项表现不佳的业务：公司的自有品牌针织品业务，Fibrotek工作服部门和Jantzen泳装业务，关闭了30多家美国工厂，裁减了占VF总劳动力约18%的13000多个工人，将美国的生产占比继续降低到15%，生产继续向墨西哥、中美洲和远东地区转移，重组费用总计2.37亿美元。2002年，继续控制成本，关闭另外五家美国工厂，并裁减约3000人，将美国的生产量降至总生产量的10%。2002年，由于重组费用以及因商誉会计政策变更而消耗5.27亿美元，净亏损1.55亿美元。直到这一年，VF公司在海外生产的产品大约一半由VF工厂在墨西哥和加勒比海湾国家生产，另一半主要由墨西哥、加勒比海湾国家和亚洲的承包商生产。所有的承包商都需要签订合同，要求生产满足VF公司的质量标准的产品，并遵循VF的工厂管理守则。

经过了第二次和第三次重组，公司的净利润和利润率终于获得了大幅提升，2003年的利润率从2002年的-3.04%提高到了7.64%，并在之后整体呈上涨趋势。

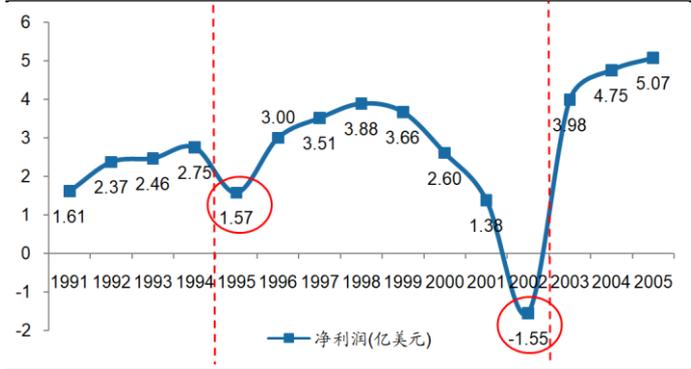
图 10: 公司 1995 年-2002 年营业收入 (亿美元) 情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

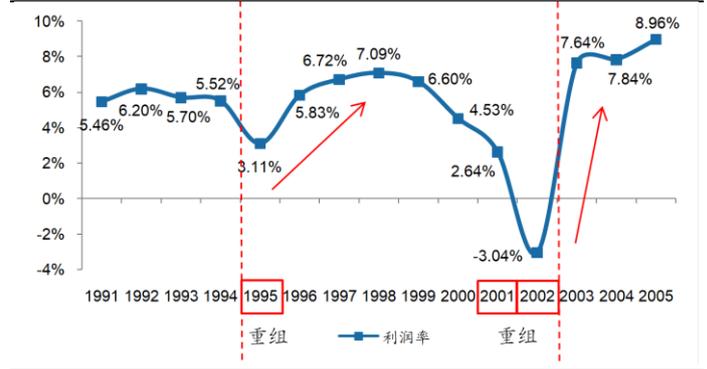
注: 左轴为收入, 右轴为同比增速

图 11: 公司 1995 年-2002 年净利润情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 12: 公司 1995 年-2002 年净利润率情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 3: 三次重组统计图 (裁员人数为约数)

年份	关闭工厂 (个)	裁员 (人)	美国的生产占比	美国生产占比同比
1995	9	3800	65%	-15%
2001	30	13000	15%	-50%
2002	5	3000	10%	-5%

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

除了这三次重组以外, 公司还于1995年通过广东省的一家合资企业开始在中国制造和销售Lee品牌的产品, VF的版图自此扩张到了中国。

1997年, 时任公司总裁 McDonald (任期1996-2008年) 提出了名为“Consumerization (消费者化)”的转型战略, 旨在将从生产、制造、营销到销售的所有运营环节转变为以消费者的需求为导向的体系。为了这个转变, 公司消耗1.5亿美元, 将17个国内外部门重新划分为五个业务部门: 牛仔服装, 内衣服装, 针织服装, 运动服装和国际产业。

与此同时, VF依然坚持收购战略, 扩充产品组合。在2000年收购的Eastpak品牌, 起于1952年, 背包采用杜邦专利面料Cordura, 以坚实耐用著称, 自1984年起公司对每件产品都有长达30年的质保承诺。此外, 品牌还和众多艺术家和设计师推出了联名款和限量款, 如Vetements, Christopher Raeburn, Rick Owens, Maison Kitsuné, Raf Simons等等, 这些新鲜注入品牌的灵感和创造力已使Eastpak成为美国知名潮牌之一。同样在2000年收购的The North Face, 是一个专业制作户外装备的品牌, 是当时美国品类最全的户外用品品牌。公司通过不断的产品创新, 以及与其它品牌和设计师如Supreme、渡边淳弥、GOLDWIN等推出合作款, 成为了如今闻名的专业户外潮流品牌, 也是目前全球规模最大的单一户外品牌。

在这个阶段, VF公司在竞争激烈的环境下, 快速做出了应对, 通过结构重组、向海外转移工厂和剥离表现不佳的业务等方式有效地降低了成本, 扭转了利润和利润率降低的局势, 使得公司保持了服装领导者的地位。

表 4: 1985年-2001年公司的品牌变动表

年份	品牌	产品类别	备注
1998	Bestform	内衣	同属 Bestform Group Inc.

	Exquisite Form	内衣	
	Lily of France	内衣	
	Josie	内衣	
	Natori	内衣	
	Oscar de la Renta	内衣	
	UFO	牛仔	阿根廷
1999	Horace Small	工作服	公共安全和邮政服装
	Todd Uniform	工作服	定制商业制服
	Fibrotek	工作服	洁净室服装
	Eastpak	箱包	
	Chic	牛仔	
2000	HIS	牛仔	同属 H.I.S., Inc.
	Gitano	牛仔	
	The North Face	户外运动	户外装和高科技运动装备制造制造商 (拥有很多适用于极端环境下的产品)
2001	自有品牌	针织品	
	Fibrotek	工作服	停止业务
	Jantzen	泳装	

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

5、2003-至今 继续收购式扩张之路: 通过收购和出售调整和优化品牌组合, 户外运动成为公司的核心业务

经过了三次重大重组, VF的发展逐渐稳定下来, 并继续了开始收购扩张之路, 新品牌的加入使得公司收入从2003年到2017年成稳步上升趋势。从2003年到2017年, 公司收入年复合增长率为6.0%, 净利润年复合增长率为8.5%。

图13: 2003-2017年公司收入情况

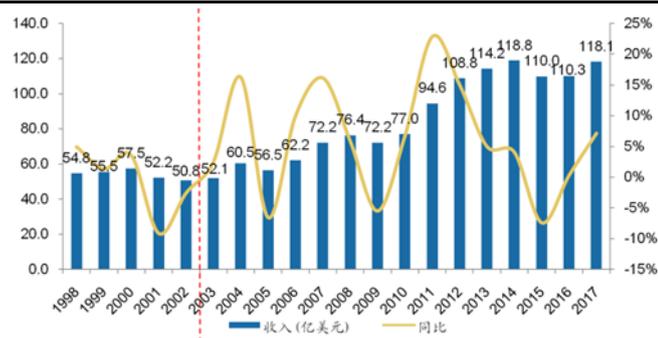
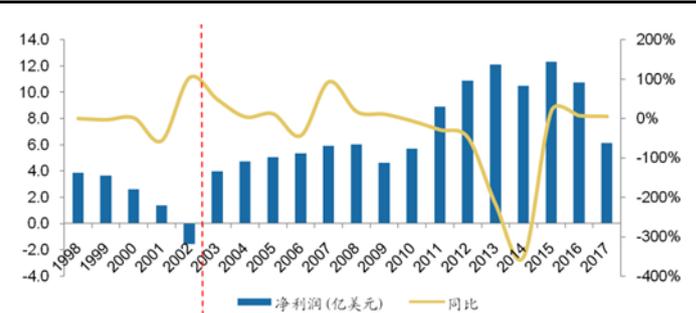


图14: 2003-2017年公司净利润情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为收入, 右轴为同比增速

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为净利润, 右轴为同比增速

2003年, VF收购Nautica Enterprises, Inc. 获得Nautica和Varvatos两个运动品牌。2004年, VF收购了中高档定位的户外服饰品牌Napapijiri, 箱包、配饰品牌Kipling和以年轻化为定位的运动品牌Vans三个品牌, 进一步丰富了户外系列的组合。三个品牌在收购前一财政年度的销售额分别为7600万美元, 6900万美元和3440万美元。

2006年，VF与印度Arvind Mills公司进行合作，共同设计销售适合印度市场的VF品牌产品，并成立合资公司VF Arvind Brands Private，由VF授权利用强大的品牌组合在印度服装市场快速成长。2007年，VF收购户外品牌Eagle Creek和Majestic Athletic，后者是一个棒球和篮球运动服及装备的专业品牌。随后又收购了时尚服饰品牌7 for all Mankind和Lucy Activewear。同年，为了将资源集中到优势品牌商，VF以3.5亿美元的价格出售了内衣品牌Vanity Fair。2008年和2009年，VF成功收购了拥有时尚服饰品牌Ella Moss和Splendid的Mo Industries Holdings, Inc.，并在2011年以23亿美元的价格收购了以户外冒险的鞋类和服装为主的Timberland品牌和以户外功能羊毛袜为主的Smartwool品牌，其中Timberland 2010年的收入为14亿美元。

VF于2016年向Delta Galil Industries, Ltd公司出售了时装品牌7 for All Mankind, Splendid和Ella Moss。并于2017年，以8.2亿美元收购Williamson-Dickie's。该公司旗下品牌包括工作服品牌Dickies, Workrite, Kodiak, Terra和Walls。这次收购使得VF成为职业工作服领导者。2018年3月宣布将为了使品牌组合完成促进增长的目标将Nautica品牌出售给Authentic Brands Group, LLC。同年4月成功收购户外品牌Icebreaker，作为Smartwool品牌的补充，两个品牌共同使VF成为美利奴羊毛和天然纤维的全球领导者。同年6月成功收购拥有高科技产品的户外品牌Altra。

这一阶段，VF公司收购的主要品牌集中在户外运动领域，在相继收购The North Face、Vans、Timberland等一系列知名户外运动服饰品牌后，VF公司的核心业务也逐渐从牛仔服转变为户外运动业务，2017年户外运动业务占比达70%，并且将The North Face发展成为了目前全球最大单一户外运动品牌。

2018年8月，VF公司公告将把牛仔业务剥离出来，以便更加专注于运动休闲和户外服饰等快速增长的领域。同年12月，VF公司将旗下新拆分独立上市的公司命名为Kontoor Brands Inc.，这家公司将承接VF旗下所有的牛仔品牌业务。分拆工作完成之后，Kontoor将持有VF旗下三个牛仔品牌——Lee、Wrangler和Rock&Republic，以及VF Outlet业务。

表5: 2003年-2018年公司的品牌变动表

年份	品牌	产品类别	备注
2003	Nautica	户外运动	同属 Nautica Enterprises, Inc.
	Varvatos	户外运动	
2004	Napapijri	箱包	定位中高档
	Vans	户外运动	定位年轻化
2005	Reef	户外运动	专业冲浪运动品牌
	Holoubek	户外运动	拥有哈雷摩托车专用服装及纪念品独家生产权
2006	VF Arvind Brands Private		与印度 Arvind Mills 公司进行合作，共同设计销售适合印度市场的 VF 品牌产品，并成立合资公司 VF Arvind Brands Private，由 VF 授权，利用其强大的品牌组合在印度市场成长。
2007	Eagle Creek	箱包	棒球和篮球运动服及装备的专业品牌
	Majestic Athletic	户外运动	
	Vanity Fair	内衣	以 3.5 亿美元出售
	7 for all Mankind	时尚服饰	
	Lucy Activewear	时尚服饰	

2009	Ella Moss	时尚服饰	同属 Mo Industries Holding, Inc.
	Splendid	时尚服饰	
2011	Timberland	户外运动	户外冒险的鞋类和服装
	Smartwool	户外运动	户外功能羊毛袜
2016	7 for all Mankind	时尚服饰	出售给 Delta Galil Industries, Ltd
	Ella Moss	时尚服饰	
	Splendid	时尚服饰	
	Dickies	工作服	
2017	Workrite	工作服	同属 Williamson-Dickie's
	Kodiak	工作服	
	Terra	工作服	
	Walls	工作服	
	Nautica	户外运动	
2018	Icebreaker	户外运动	以美利奴羊毛产品为主
	Altra	户外运动	以高科技产品为主

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

三、制胜：以收购为核心的发展战略，抓住客户需求，渠道、供应链等齐头并进

1、以收购为发展引擎：通过收购获得增长

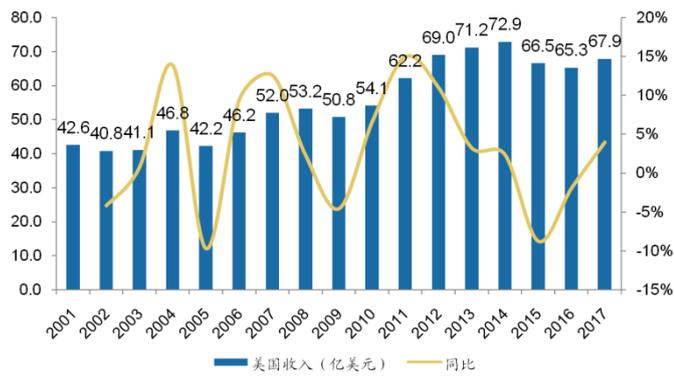
VF的发展史，其实就是一部收购史。

从1969年收购牛仔品牌Lee，到1984年收购运动品牌Bassett-Walker，到1986年收购工作服品牌Red Kap，到1991收购童装品牌Healthtex，再到2000年收购户外品牌The North Face，VF收购不断探索新的领域，丰富其品牌组合。

从1992年收购三个欧洲的内衣品牌，到1999年收购阿根廷的牛仔品牌UFO，再到2018年收购新西兰户外运动品牌，VF通过收购不同国家的品牌，加速了全球化的进程。海外品牌的纳入不仅为VF带来了新的设计风格和理念，还为之带来了全球化的销售渠道和供应链。由于VF公司积极拓展海外业务，海外营收占比逐年升高，主要来自于欧洲、南美洲和亚洲。从2001年-2017年，公司国内收入年复合增长率为3%，国外收入年复合增长率为10.9%，到2017年海外收入已经占总收入的40%以上，比2001年提高了24.1个百分点。

除了扩展到新的领域或市场，还有一些品牌帮助VF进一步完善在已有市场的产品组合，比如Lee品牌和Wrangler品牌，Icebreaker品牌和Smartwool品牌，分别使VF成为牛仔行业和羊毛及天然纤维的领导者。VF通过对相同市场不同品牌的管理，在保证这些品牌自身特性的同时，共同帮助VF公司占领市场。

图 15: 公司国内收入及同比增长



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为收入, 右轴为同比增长

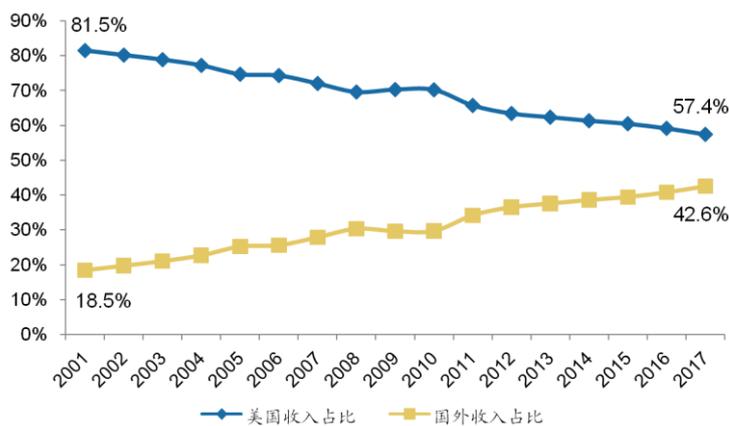
图 16: 公司国外收入及同比增长



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为收入, 右轴为同比增长

图 17: 公司不同地区收入占比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表6: 公司旗下主要品牌

户外与体育运动			
品牌	收购年份	产品类别	
 Jansport	1986	背包, 行李箱	
 Eastpak	2000	背包, 行李箱	
 The North Face	2000	高质量的户外服装, 鞋类, 装备, 配饰 (很多专门为极限冬季体育活动而设计)	
 Kipling	2004	手袋, 行李箱, 背包, 手提袋和配饰	
 Napapijri	2004	价格定位高, 户外服装, 鞋类和配饰	
 Vans	2004	年轻化、街头风格的鞋类, 服装, 配饰	

	Reef	2005	冲浪鞋类, 服装和配饰
	Smartwool	2011	美利奴羊毛袜子, 服装和配饰
	Eagle Creek	2007	行李箱, 背包, 旅行配饰
	Timberland	2011	户外冒险类的鞋类, 服装, 配饰
	Altra	2018	户外运动类的鞋类
	Icebreaker	2018	美利奴羊毛袜子, 服装和配饰

牛仔系列

	品牌	收购年份	产品类别
	Lee	1969	牛仔休闲装
	Riders by Lee		牛仔休闲装 (女士)
	Wrangler	1986	牛仔休闲装, 鞋类, 配饰
	Rustler	1986	牛仔休闲装
	Rock & Republic	2011	牛仔休闲装, 配饰

工作服 (IMAGEWEAR)

	品牌	收购年份	产品类别
	Red Kap	1986	工装、制服
	Bulwark	1986	防火服
	Horace Small	1999	警服
	Dickies	2017	工装风格的服饰和鞋类
	Kodiak		防护工作鞋和休闲鞋
	Terra		防护工作鞋



Walls

户外服饰和狩猎装

Workrite

防火服

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

从上文的分析中可以看出，VF从一个手套制造商成为一个国际品牌集团，它的成功离不开公司对品牌收购战略的发展和坚持。但是品牌收购不是一件容易的事情，我们认为这关系到公司具备两方面的能力：一是品牌的选择能力，二是品牌的整合能力。

（1）品牌选择：慧眼识珠，寻找契合公司发展战略的品牌标的

VF公司收购标的主要是运动时尚休闲领域的“生活方式”品牌。公司真正被市场认可成为“收购领袖”始自于2000年，这一年公司因为意识到大众的服装需求由“穿的暖”转移到“穿的美”，品牌开始代表一种生活方式，从而公司开始了战略转型，开始打造“生活方式”品牌。因此在收购潜在品牌时，VF公司会评估该品牌是否是独特的、具有吸引力的、代表着一种生活方式的品牌。同时，在众多服装细分市场中，公司逐渐在运动时尚休闲领域确立了领先的地位，也认为运动时尚休闲细分领域具有较好的发展前景，因此公司收购标的主要集中在运动时尚休闲领域的“生活方式”品牌。此外，在选择收购标的时，公司还会应用如下原则：

选择能够提升品牌价值的品牌。提升价值，是指VF公司能否有能力为被收购品牌增加价值，也就是品牌与VF公司之间能否取长补短，在VF公司强大的供应链管理、品牌管理、全球扩张经验等能力的帮助下，品牌能够更好的成长。

选择具有发展潜力的品牌。发展潜力，是指被收购品牌是否有潜力成为全球性的品牌，这意味着品牌不是一个定位区域性的品牌，而是具备全球扩张的性质，长远来看能够为VF公司带来收入的增长和利润的改善。

选择能够帮助填补其市场空白的品牌。填补空白，是指收购品牌不能与VF公司已有品牌有定位上的冲突，被收购的品牌是用来填补VF公司还没有踏入市场，能够接近VF公司还没有能够接近的消费者。

选择找具有兼容企业文化的品牌。VF公司在选择品牌上还会考察该品牌的企业文化能否与公司企业文化兼容，如果品牌文化过于强大，会拒绝任何形式的协作和转变，将对VF公司后续管理品牌将造成极大的阻碍，因此企业文化是否强势、是否兼容也是VF对品牌的考量指标之一。

正是因为这些收购原则的应用，能够保证VF收购的品牌是与VF公司互补的，能够形成战略上的协同效应，并且是具备国际知名度和品牌影响力的品牌，使得公司能够在选择品牌上过滤掉那些与公司战略发展不一致以及其他方面不适合的品牌。

（2）品牌管理：妙手回春，持续对品牌矩阵进行管理和优化

在品牌管理方面，首先，VF公司尊重被收购品牌的DNA，善用被收购品牌的管理团队。VF虽然通过收购不断拓张版图，但其对品牌的收购向来是友好的，VF希望通过收购为品牌带来更多的增长，而不是通过收购打击品牌的发展，消灭VF公司同领域的竞争对手。甚至VF的高管很多来自被收购品牌的管理层，比如来自The North

Face品牌的高管Steve Rendle，在2000年刚加入在VF时就在VF管理包括The North Face、JanSport和Eagle Creek在内的户外运动部门，后成为VF公司总裁兼首席执行官（任期2016至今），前任Vans总裁Stephen Murrav加入VF后，在VF负责管理Vans和Reef两个品牌。甚至VF集团的历任总裁包括McDonald（任期1996-2008年）、Eric Wiseman（任期2008-2016），也都是从被收购品牌中成长起来的管理层，其中，McDonald原本是Wrangler的主席，Eric Wiseman是JanSport的副总裁。VF的收购目的在于以长期积累下来的管理、生产、销售、推广能力为这些品牌实现更多的价值，从而为VF带来增长，而品牌则需要着力于品牌形象管理，以独特的品牌形象在市场胜出。

其次，VF公司采用松散的品牌管理方式，给予各品牌较大的独立运作空间。随着VF公司旗下的品牌不断增多，VF显然无法积极地参与每个品牌的运营，加之每个品牌都有着自己独特的品牌定位、文化个性以及消费群体。因而，对旗下品牌的放权即松散式管理是VF公司必然的管控路径。但松散管理不意味着放任不管，VF会要求品牌保持或创立独特的产品个性，每个品牌都要有自己独特的价值观甚至每一品牌都要有自己独立的总部。正如上文所述，VF公司往往要求核心管理团队留任，让他们在VF集团支持下，能够发挥更大的力量。

第三，VF公司使用“品牌-产品”矩阵进行差异化的品牌定位。VF集团下品牌众多，如果品牌之间不能进行很好的区隔，则有可能形成品牌间的竞争，因此为各品牌进行差异化定位是VF公司进行品牌管理的重要内容之一。VF按照产品属性将所有品牌划分为五大品类，分别是牛仔、户外运动、运动服、时尚和职业服。通过这种分类方式，VF建立起了“品牌-产品”矩阵。同时，VF进一步将五大品类浓缩为两大类：生活方式品牌 and 传统品牌。其中，户外运动、运动和时尚品牌被称为生活方式品牌，而牛仔品类和职业服装类被归属到传统品牌。对于生活方式品牌，VF通过增加投资或收购的方式促进其高速增长，迅速成为该品类内的领导性品牌；而对于优势传统牛仔和职业服装品牌，VF已经进入了收获阶段，因而只需要维持其发展现状或增加少许投资即可。VF公司在2018年已经决定剥离旗下牛仔业务，更加专注于运动休闲和户外服饰。

第四，VF公司建立了信息系统推动品牌发展。在1997年McDonald担任公司CEO初期就定下了以消费者为导向的公司转型战略。当时VF的IT系统不能让各个地区、各个品牌分享从财务信息到存货和购买清单上的核心数据，于是，McDonald要求根据VF的整个商业过程，建立一个中央后台系统将公司连接起来，也就是说将公司的战略方向、产品系列、原材料采购、信息系统最终放在了同一个平台上，保证以客户为导向的系统能够运作。另外，VF并没有选择仅仅建立一个全球系统，而是全球主要的地区分别建立通用系统，然后再将这些系统连接起来。也就是说采用标准化的供应链和ERP系统推动公司的扩张，并且进行消费者数据挖掘和客户服务。许多品牌在被收购之前总有某方面的缺陷，而这些缺陷只有链接到了VF集团的联合系统中才能逐渐被修复。例如，The North Face被收购之前，其订单履行情况不是很好，但自从被整合到VF系统后，很好的解决了这方面的问题，成为同行佼佼者。

第五，VF公司通过持续的研发投入，为品牌和客户创造新的价值。公司于2013年，在全球建立的三个分别研究牛仔、服装、鞋履的研发中心。2018年还和北卡罗莱纳州立大学（North Carolina State University）建立合作关系，与美国唯一一所纺织学院共同进行纺织服装和鞋履的研发和创新。同时，VF还成立了创新基金，为全

球员工将创意变为实际项目提供资金支持。VF 甚至将“Go Outside for New Ideas (出去为创意)”的口号加入了其企业文化中，鼓励所有员工进行创新。全方位的研发支持使得品牌得以与时俱进，实现可持续发展。

图 18: VF 的三个全球研发中心



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

最后，VF公司会动态调整品牌组合，打造强势核心品牌。为了维持品牌组合的生命力，VF公司会持续评估品牌的发展情况，如果品牌不能取得持续增长或者连续几年都没有进步，该品牌就会被剥离，将资源分配给优势品牌。通过品牌评估被VF公司剥离的品牌例子很多，比如2001年，VF停止了三项表现不佳的业务（自有针织品牌、工作服品牌Fibrotek、泳装品牌Jantzen）。2007年，出售了包括最早的内衣品牌Vanity Fair在内的所有内衣业务，2016年出售了业绩持续低迷的休闲服饰品牌Nautica。正是这样一边进行收购一边进行淘汰的方式动态调整品牌组合，使得VF旗下的品牌组合永远保持着较强的盈利性和年轻活力。另外，剥离弱势品牌不但能保证VF整体每年始终都在快速发展，还能在VF品牌体系中打造强势核心品牌。比如，户外运动业务板块中有The North Face（全球最大单一户外品牌）、Vans和Timberland等主力品牌。

2、以客户需求为方向盘：根据客户需求调整收购策略及产销方式

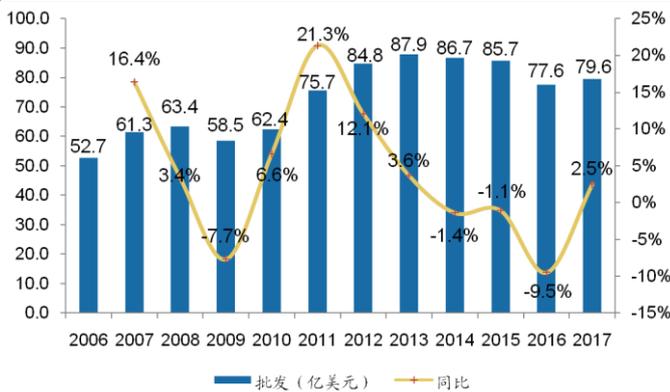
公司CEO McDonald于1997年提出了“Consumerization(消费者化)”，旨在将从生产、制造、营销到销售的所有运营环节转变为以消费者的需求为导向的体系。之后，VF也投入了很多时间和资金来研究消费者的需求、购买模式和生活方式，以便更好地服务他们。更于1998年，提出“We Fit Your Life”的愿景，以满足消费者的需求为己任。

VF公司2013年-2017年四年内收集了超过1000个品牌在顾客日常生活中出现场景的视频，并利用这些视频分析顾客画像。同时通过超过3000个面对面参访，15个国家的12.5万人参与的问卷调查，以及观察式的市场调研直接了解消费者的需求。根据这些需求，VF来设计消费者想要的产品和体验。VF还通过零售库存管理体系每天获取以风格-尺寸-颜色为最小统计单位的零售信息，然后根据这些信息来调整零售商店的库存，保证满足顾客的需求，最大化产能利用率，最小化库存投资。另外从销售渠道来看，2013年公司增加了分别位于中国、比利时、墨西哥和美国的新战略分销中心用以控制成本并接近终端市场。

3、以多元化的销售渠道为赛道：抢占市场

拥有了优质的品牌组合之后，还需要多元化的销售渠道与消费者对接。VF 的销售渠道包括特许零售店、直营店、专卖店、独立经销商、百货商场、第三方合作伙伴的网络销售平台、官网线上销售等。根据2017年年报，VF 在全球范围内拥有38个分销中心和1518家零售商店。公司直接面向消费者的渠道（Direct to Customer）包括全价商店、奥特莱斯折扣店、电子商务网站的线上渠道和特许零售商。直接面向消费者的渠道收入及占总收入的比例自2006年到2017年整体呈上升趋势，年复合增长率为14.3%，2017年同比增长18.2%，占全年总收入的32%。

图 19: 2006 年-2017 年批发渠道收入及增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为收入, 右轴为同比增速

图 20: 2006 年-2017 年面向消费者渠道收入及增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

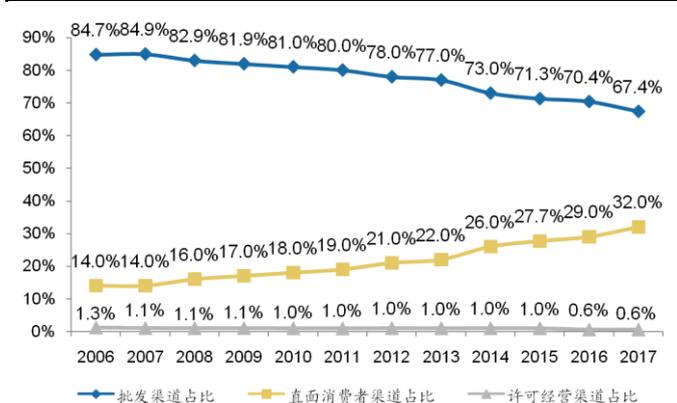
注: 左轴为收入, 右轴为同比增速

图 21: 2006 年-2017 年各分销渠道收入



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 22: 2006 年-2017 年各分销渠道收入占比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

在各类直面消费者渠道中，线上渠道增长速度是最快的，2017年同比增长25%，占直面消费者渠道的21%。同时，VF认为直营店是展示品牌形象，接近消费者的最好渠道。在全球范围内，为Vans、Timberland、The North Face、Kipling等品牌开设直营店。其中Vans的直营店数量在2017年达到650家。

表7: 公司各系列产品与品牌的主要渠道

户外与体育运动		
品牌	直营店 (间)	渠道

The North Face	200+	专门的户外和高档体育用品商店，独立分销商，独立运营的合作伙伴店，特许零售店，超过 200 家直营店，在数字战略合作伙伴的品牌网站上和在官网上 www.thenorthface.com
Kipling	100+	百货商场，专卖店和箱包店，独立经营的合作商店，独立分销商，特许零售店，家庭电视购物，超过 100 家自营店，在数字战略合作伙伴的品牌网站上和在官网上 www.kipling.com
Napapijri	30+	百货商店和专卖店，独立经营的合作商店，特许零售店，独立分销商，超过 30 家自营店，在数字战略合作伙伴的品牌网站上 www.napapijri
Vans	650+	连锁店，专卖店，独立分销商和许可证持有者，独立运营的合作店，特许零售店，超过 650 个直营店，在数字战略合作伙伴的品牌网站上，在官网上 www.vans.com
Timberland	250+	百货商场，连锁店和专卖店，独立分销商和许可证持有者，独立经营的合作伙伴店，特许经营零售店，超过 250 家直营店，在数字战略合作伙伴的品牌网站上，和官网上 www.timberland.com

牛仔系列		
品牌	直营店 (间)	渠道
Lee	70+	Wrangler 和 Lee 品牌产品主要通过百货商店，专卖店和特许零售店，独立经营的合作店，数字战略合作伙伴的网站上，以及官网上 www.wrangler.com 和 www.lee.com 销售，两个品牌合计目前拥有超过 70 家 VF 直营店，主要位于欧洲、亚洲和南美洲，在部分没有零售业务的国际市场上，产品通过分销商，代理商，许可证持有者，单一品牌或多品牌的合作店销售。
Wrangler		

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

工作服系列的渠道包括批发、许可零售、超过 75 家自营店还有 Dickies、Kodiakboots、Walls 的线上商店等。除了有批发和直接面向消费者的渠道外，还有专门的 BTB 渠道。BTB (business to business) 渠道由 VF 于 1999 年首次引进，主要通过工业洗衣店和分销商直接和企业达成合作为从事生产、服务的工人和白领提供定制工作服。为了更好地服务这些商业顾客和一些政府机构（如美国海关及边境保卫局和土地管理局），VF 专门运营着一些品类网站，这些网站为超过 40 万顾客购买职业装和工作服提供了便利。除此之外，2002 年 VF 就已经成为了美国棒球协会、十大联盟和美国汽车比赛，运动员比赛用服的官方供应商，在为 VF 建立品牌形象的同时，提升了销量。

4、以高效可靠的供应链为发展保驾护航

VF 的生产采取了全球化策略。海外工厂的建立，尤其是重组时期的三次生产外移都帮助 VF 形成了如今工厂分布全球的局面。避免了对某一地区原料和劳动力的过度依赖，同时能有效利用成本低的生产厂区的资源。

图 23: 全球工厂分布图



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

VF还设计了**第三种不同于自产和外包的生产合作模式**,即利用VF专有的工厂设备和设施,并利用VF的知识技术,使其合作伙伴可以实现在自己工厂中的效率。甚至每一个工厂都需要和VF签订条约,满足质量和管理上的要求。从而在降低成本的同时,保证了生产效率和质量。直至2017年,VF拥有21个自运营的工厂,约1000个分布于超过50个国家的以第三种方式承包的工厂,23%的产品由自运营工厂生产,而77%的产品由合作的承包商生产。

VF供应链的管理还离不开**技术支持**。1991年,VF首次启动了市场响应系统(Market Response System)、电子数据交换系统(利用计算机进行商务处理的方式)和物流补给系统。通过这次技术更新,零售商和VF建立了电子连接,帮助VF快速而高效的管理库存,将大多数产品从仓库到上架的时间从90天缩减到7天。1999年,VF与“i2 Technologies”网络软件公司合作,共同构建了一个从零售商到生产厂家再到供应商的沟通平台。2006年,VF还首次聘用了首席信息官(当年由Martin Schneider担任),专门负责技术发展。由于工业洗衣店和分销商只能够维持少量库存,VF还专门为这些工作服市场的顾客建立了自动化的中央分配中心,使客户订单能够在24小时内完成,极大地提高了交付能力。

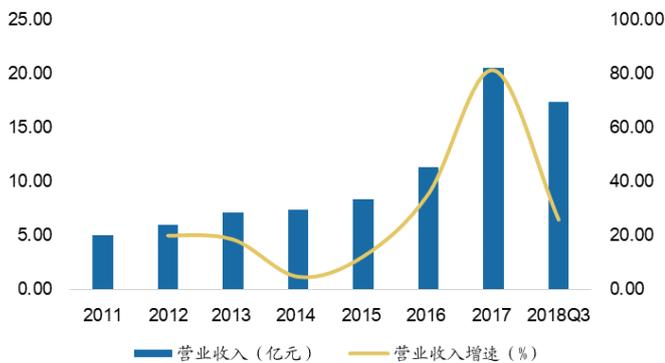
四、投资建议

复盘VF公司的发展路径,我们发现,首先,收购是可以帮助企业做大做强的,VF公司2017年的主营业务收入达到118亿美元,同比增长7.1%,净利润达到6.2亿美元,同比下滑46.75%,主要受到美国税改的影响。其次,收购需要有相应的策略和原则,VF公司有五大策略和原则来降低收购的品牌未来不达预期的风险,1)收购的品牌需要独特、具有吸引力、代表着一种生活方式,2)在VF公司强大的供应链管理、品牌管理、全球扩张经验等能力的帮助下,收购的品牌能够更好的成长,3)收购品牌具备潜力成为全球性的品牌,具备全球扩张的性质,4)收购品牌不能与VF公司已有的品牌有定位上的冲突,5)收购的品牌的企业文化要与VF公司的企业文化兼容。最后,海外资本市场对于通过收购做大做强的企业并没有成见,是愿意给较高估值的。截至2019年4月4日VF公司的市值为352.75亿美元,是全球市值排名第十的服装品牌

公司，PE估值为22.91倍，过去5年的平均PE估值中枢为22倍。

对比国内相关上市公司，其中歌力思先后于2015年收购国际轻奢高端女装品牌Laurel在中国独立的所有权，2016年控股拥有美国轻奢潮流品牌Ed Hardy在中国大陆及港澳台地区的所有权的唐利国际，同时收购专业从事品牌电子商务代运营业务，专注为国际时尚品牌提供全链路服务的百秋电商，2017年先后控股法国设计师品牌IRO和拥有VIVIENNE TAM品牌在中国大陆地区所有权的深圳薇薇安谭，2018年与比利时设计师Jean-Paul Knott共同投资设立合资经营企业，从目前看这些品牌在收购后发展情况良好，主要得益于公司对于多品牌的布局，坚持选择有个性的品牌，而不是类似的品，明确定位在高端轻奢层次，而且鼓励品牌独立发展，同时集团层面会给与一些协同资源，包括供应商、渠道、明星资源等。这些和VF公司有着诸多相似，因此我们认为基于歌力思持续坚持高级时装集团的战略，严格把控收购标的，并且与之赋能，看好公司未来做大做强。而且从估值看，公司目前市盈率处于历史较低水平，虽然和VF公司还有非常大的差距，但是估值也是远低于后者，因此看好公司未来估值逐步修复。

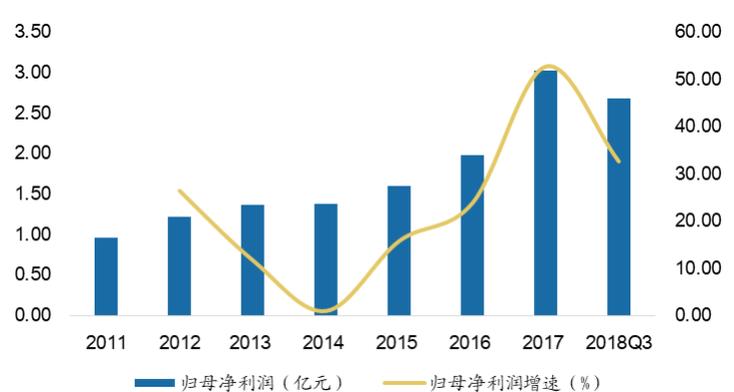
图24: 歌力思营收及增速 (单位: 人民币)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为营收, 右轴为增速

图25: 歌力思归母净利润及增速 (单位: 人民币)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 左轴为归母净利润, 右轴为增速

表8: 歌力思旗下主要品牌及风格定位

品牌名称	创立/收购时间	国家	品牌所有权地区及持股比例	品牌定位	品牌风格与目标客户
ELLASSAY	1996年	中国		中国高端女装品牌	时尚、优雅、讲究生活品质的现代都市女性
Laurel	1978年/2015年	德国	中国大陆, 持股100%	国际轻奢高端女装	严谨、积极、自信的女性
Ed Hardy	2004年/2016年	美国	中国大陆及港澳台, 持股80%	国际轻奢潮流品牌	注重独特与个性, 热爱生活并希望创造不同的生活亮点的客群
IRO	2005年/2016年	法国	全球, 间接控股 (持有前海上林65%股权, 前海上林持有ADON WORLD的57%股权, ADON WORLD持有IRO SAS公司的100%股权)	法国轻奢设计师品牌	追求街头情怀的法式简约风格, 定位于时尚、个性的年轻女性
VIVIENNE TAM	1994年/2017年	美国	中国大陆, 持股75%	美国设计师品牌	设计糅合东方元素和国际流行时尚, 囊括服装、手袋、饰品、香水等多品类, 服务注重剪裁及设计的高品质女性客群
Jean-Paul Knott	2000年/2018年	比利时	中国大陆及港澳台, 持股80%	比利时设计师品牌	坚持以“思考的艺术”为设计理念, 褪繁为简, 拒绝声色华丽, 尊重自我精神
其他控股公司	收购时间	所有权及持股比例		主营业务	
百秋电商	2016年	持有百秋网络75%股权, 间接控股百秋电商		百秋电商是专业从事电子商务代运营业务的服务公司, 专注为国际时尚品牌提供整合线上线下全渠道的品牌咨询、整合营销、店铺运营、仓储物流和IT解决方案等全链路服务	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图26: Ed Hard收购前的业绩情况 (单位: 人民币)

	2013	2014	2015
营业收入 (万元)	7,002.35	14,367.11	22,338.33
YOY		105%	55%
净利润 (万元)	1,948.87	3,938.08	4,391.72
YOY		102%	12%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图27: 百秋电商收购前的业绩情况 (单位: 人民币)

	2014年	2015年
营业收入 (万元)	3243.21	4529.64
YOY		40%
净利润 (万元)	1379.40	2134.45
YOY		55%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表9: 百秋电商业绩对赌情况 (单位: 人民币)

	承诺最低的经审计净利润	实际完成
2016	3500万元	达到承诺业绩, 并表净利润2395.24万元 (2016年8月并表)
2017	4200万元	4990.5万元
2018	4900万元	截至2018H1完成2165.67万元

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

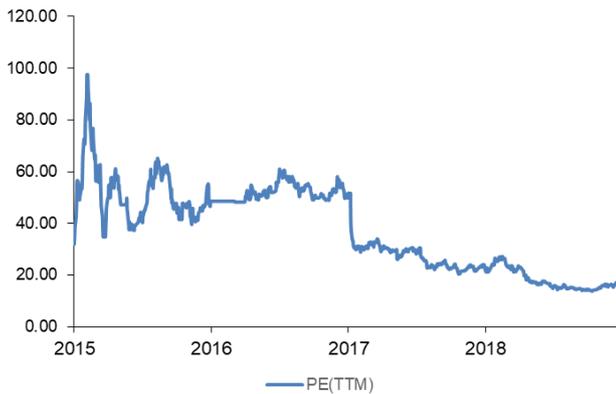
表10: 歌力思旗下收购品牌发展情况 (单位: 人民币)

	2015	2016	2017	2018Q3	备注
营业收入 (百万元)	223.38	370.35	436.07	379.79	
ED Hardy 增速		65.79%	17.74%	20.82%	
渠道数量	79	116	148	167	

	营业收入(百万元)	29.58	97.74	76.45	
Laurel	增速		230.43%	20.30%	
	渠道数量	17	30	35	
	营业收入(百万元)		394.53	412.40	
IRO	增速			54.55%	上年同期为2017年4-9月
	渠道数量		33	47	直营渠道数量
VIVIENNE TAM	营业收入(百万元)			6.14	
	渠道数量			8	

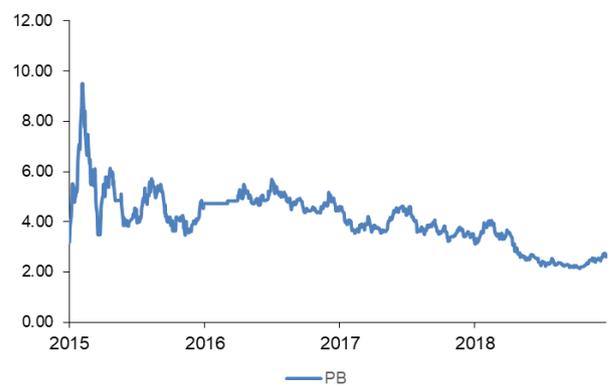
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图28: 歌力思上市至今PE(TTM) 区间



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图29: 歌力思上市至今PB 区间



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

1、多品牌运作的风险

新品牌的推出及发展需要大量的时间及资源投入, 将对公司多品牌运营能力提出较高的要求。如果公司的设计研发、生产组织、市场销售等方面无法满足多品牌运作要求, 可能将对公司的业务、财务状况及经营业绩造成不利影响。

2、未能准确把握市场流行趋势变化风险

近年来, 随着社会经济、信息技术的发展演变, 特别是新的社交网络、电子支付、智能设备等新事物的快速兴起和传播, 目标消费群体情感体验的注重点、个性表达方式受此影响不断变化。如果主要目标消费群体的服饰消费偏好因上述原因发生重大变化, 产品设计、营销方式等不能及时有效调整, 导致与目标消费群体服饰消费偏好产生较大偏差, 可能产生重大不利影响。

3、终端需求不振风险

目前中国经济增长处于降速阶段, 进入发展新常态。从历史经验看, 服装及相关纺织品作为传统的可选消费品, 受外部经济环境影响较大, 如果经济不景气, 消费者预期收入降低, 则终端零售将承受较大压力。

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。