

拾级而上, 阶梯模型探究国内休闲服饰升级之路

——国际对比系列报告之一

2019年08月01日

看好/维持

纺织服装

行业报告

研究员	刘畅	电话: 010-66554032	邮箱: liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480510120014
研究助理	刘田田	电话: 010-66554038	邮箱: liutt@dxzq.net.cn	

投资摘要:

休闲服饰区别于正装与运动装, 自成一派, 由于使用频次高, 在休闲服饰中就有了快时尚的概念。国内大众休闲服饰经历了野蛮生长之后, 在 2010 年前后逐步短暂陷入停滞状态, 如何像全球三大快时尚品牌公司一样形成强有力的商业模式和产业链条, 一直是行业内追求的方向。我们通过对全球公司的对比研究发现, 快时尚公司的发展都遵循着精细化的阶梯上升的方向, 拾级而上, “东兴阶梯发展模型”告诉我们在不同点位的状态下, 企业面临着有限的选择方向, 成功的道路何其相似。

回溯巨头发展路径, 供应链升级是绕不过的第一环。传统服装零售的经营模式痛点多, 主要表现为前导期长、周转慢易带来库存问题。国外快时尚品牌的 SAP 模式强调上游制造和下游分销的深度参与, 三大快时尚自 90 年代起, 通过信息化建设和基础设施建设双轮驱动下, 打造符合自身定位的供应链, 建立起优于传统供应模式的供应链 2.0 版本。国内公司目前纷纷加快信息化和基础设施建设的步伐, 部分优秀企业踏上阶梯模型的第一个台阶。

管理输出成就多品牌的时尚公司, 第二阶段检验公司复合运营的综合能力。根据阶梯发展模型, 供应链 2.0 版本建立以后, 公司便可以通过管理输出进行品牌扩张。服装需求的多元化和收入分层化使得服装多品牌发展成为必然, 快时尚龙头在主品牌的基础上均进行了多品牌的业务扩张。以迅销集团为例, 时尚副线品牌 2005 至 2018 年营收复合增长率达 25.09%, 远高于主品牌优衣库。国内部分公司的主品牌已具备相当规模前提下, 也开始多品牌的布局。但是缺乏供应链何时能及配套的多偏僻策略只能成为“空中楼阁”, 多品牌之间的协同性也是进阶能否成功的关键。

全球化迈向平台型第三阶段, 国际服装企业集团抗风险能力陡增。根据阶梯发展模型, 公司品牌管理、供应链管理成熟后续将发展为平台公司, 从而推动公司进入全球化、泛时尚品类的发展阶段。三大快时尚公司在进入 21 世纪步入了这个阶段, 他们在本土或本洲站稳脚跟后, 进行全球供应链和渠道建设, 打开了更广阔的市场空间。目前三大快时尚集团本土以外收入增速远超本土收入, 成为公司业绩增长的主动动力。我国品牌在国内的市场份额已稳固, 初步具备走出国门的基础。从经济发展水平和消费潜力层面看, 东南亚将成为我国品牌服饰的重要市场, 而我国传统强势的“电商”产业将为品牌提供有力支持。

国内龙头有望像国外龙头一样实现估值提升。步入 21 世纪后, 国外时尚服饰龙头公司均具备了一定的业务规模, 在此基础上公司的估值走上新台阶。三大快时尚公司中优衣库的估值保持在 40X 左右, ZARA 和 H&M 的 PE 值稳定在 20X-30X 的区间内。反观国内休闲服饰龙头, 估值尚不到 15X。比较中外公司业绩增速可以看出, 国际龙头主要凭借其成熟的商业模式享受估值溢价。国内公司有望在打造自己的供应链体系后, 成为多品牌、全球化的平台公司, 从而享受估值提升。

A 股品牌服饰企业 PE 估值历史维度和中外对比维度都处在较低位置, 中长期关注具备供应链优势和具备多品牌、全球化布局潜力的公司。推荐森马服饰、海澜之家、太平鸟。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
森马服饰	0.63	0.74	0.89	1.04	18.03	15.32	12.72	10.85	2.57	强烈推荐
海澜之家	0.77	0.86	0.93	0.99	12.29	11.05	10.17	9.58	2.78	推荐
太平鸟	1.20	1.47	1.75	1.99	16.08	13.12	11.05	9.67	2.06	推荐

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 纵观中外，国内休闲服饰仍处于发展初级阶段，国际快时尚巨头引领行业发展	8
1.1 国内休闲服饰经历野蛮生长期，进入精细化发展新阶段	8
1.1.1 1990-2010年：跑马圈地、野蛮生长	8
1.1.2 2010-2015年：渠道盲目扩张不可持续，关店潮涌现	9
1.1.3 2015年-2020年：围绕产品、品牌升级管理水平	10
1.1.4 2020年-2030年：多品牌管理水平成熟，海外市场拓展显成效	10
1.2 国际快时尚集团通过商业模式创新，在行业成熟期突出重围	10
1.2.1 欧美、日在20世纪80年代后服装行业成熟稳定	11
1.2.2 日本：第三消费时代诞生优衣库，第四消费时代走向强大	12
1.2.3 欧洲：差异化产品需求时代催生Zara、H&M	13
2. 回溯巨头发展路径，供应链升级是绕不过的第一环	14
2.1 我国传统服装零售的经营模式痛点多	14
2.1.1 传统供应链模式前导期长，无法克服库存问题	14
2.2 国外龙头为实现全球化扎根供应链建设	15
2.2.1 供应链升级须双轮驱动	16
2.2.2 资本力量加速供应链升级	17
2.2.3 供应链驱动公司存货周转率提升，实现有质量增长	17
2.2.4 供应链须结合品牌定位，不拘一格	18
2.3 国内目前正在逐步完成基础设施和信息化的升级工作，快马加鞭争朝夕	20
2.3.1 供应链升级为阶梯模型的基石所在	20
2.3.2 信息化升级提升经营效率	20
2.3.3 供应链基础设施建设迫在眉睫	21
2.3.4 供应链将最终决定品牌分化阶段的胜出者	22
3. 管理输出成就多品牌的时尚公司，第二阶段检验公司复合运营的综合能力	23
3.1 收入多元化和需求差异化促进多品牌发展	23
3.2 多品牌是国际休闲服饰龙头的必由之路	24
3.2.1 多品牌策略一：相同业务模式下多品牌拓展客户维度	25
3.2.2 多品牌策略二：主品牌延伸拓展子品类	26
3.3 中国品牌服饰龙头已具备多品牌战略的基础	27
3.3.1 国内服装龙头主品牌优势建立，具备发展多品牌的基础	27
3.3.2 品牌并购是一种行之有效的扩张方式	29
4. 全球化迈向平台型第三阶段，国际服装企业集团抗风险能力陡增	29
4.1 阶梯发展模型：区域维度，从供应链到平台	30
4.2 积蓄力量再迈步伐，国外龙头在本土运营成熟后走向国际市场	30
4.2.1 海外龙头企业发展过程：循序渐进，厚积薄发	31
4.3 国内龙头未来将伴随“一带一路”走向国际市场	33
4.3.1 国内龙头服装企业在国内市占率稳步上升，在国内市场已站稳脚跟	33
4.3.2 东南亚消费潜力大，将成为我国品牌服饰“走出去”的重点市场	33

4.3.3 电商业态优势显著，乘电商之风加快国际化进程.....	34
5. 国内龙头有望像国外龙头一样实现估值提升.....	36
5.1 国外龙头“补完计划”完成，估值实现上行.....	36
5.2 压制国内龙头估值的行业因素无需悲观.....	38
5.2.1 国际龙头均诞生于行业成熟发展阶段.....	38
5.2.2 国际品牌在国内仍强势，但国产品牌在快速迎头赶上.....	39
5.3 修炼内功，国内休闲服饰终将享受估值提升.....	39
6. 投资建议.....	40
6.1 森马服饰（002563.SZ）.....	40
6.2 海澜之家（600398.SH）.....	41
6.3 太平鸟（603877.SH）.....	41
7. 风险提示.....	42
相关报告汇总.....	43

表格目录

表格 1：中国大众系休闲服饰行业发展历程.....	8
表格 2：日本消费社会的四个阶段.....	12
表格 3：2018 年优衣库成衣工厂和面料工厂分布.....	19
表格 4：三大休闲服饰企业纷纷加快信息化建设.....	21
表格 5：三大休闲服饰企业纷纷加快仓储物流建设.....	22
表格 6：三大休闲服饰企业纷纷加快仓储物流建设.....	25
表格 7：Inditex 集团品牌介绍（2017 年）.....	26
表格 8：H&M 集团主要围绕主品牌进行拓展.....	27
表格 9：2017 年中国服装市场品牌市占率 Top15.....	27
表格 10：森马服饰品牌矩阵.....	28
表格 11：海澜之家品牌矩阵.....	28
表格 12：三大快时尚品牌全球化准备及举措.....	30
表格 13：三大国际龙头企业扩张的特点.....	32
表格 14：三大休闲服饰企业海外推广计划.....	34
表格 15：2018 年东南亚电商 APP 总访问量 TOP5，中国入股企业占据第一、二名.....	35
表格 16：快时尚品牌现阶段在中国发展遇到的困难.....	39
表格 17：国内品牌积极转型的举措.....	39

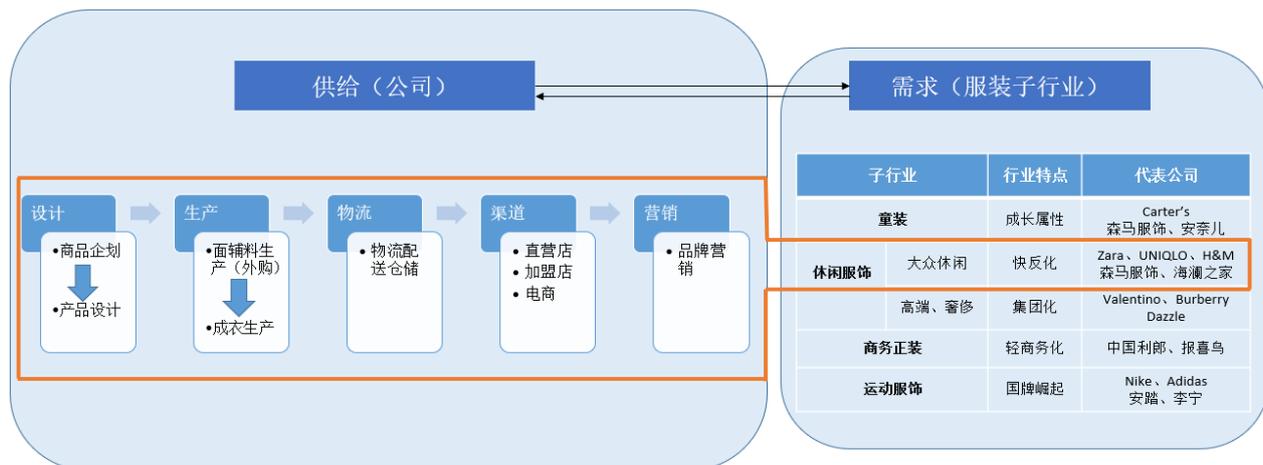
插图目录

图 1: 本报告主要论述大众休闲服饰的公司发展 (橘黄色框内部分)	6
图 2: 公司通过品牌扩张实现发展	6
图 3: 公司通过区域扩张实现发展	6
图 4: “东兴休闲服饰阶梯发展模型”	7
图 5: 2000 年以来我国服装类社零增速	8
图 6: 品牌服饰龙头早期渠道数量扩张	9
图 7: 品牌服饰龙头早期收入实现迅速扩张 (单位: 亿元)	9
图 8: 国内品牌在 2010 年后进入关店潮	9
图 9: 2010 年后三大快时尚品牌在中国开店步伐加快	9
图 10: 国内品牌近年恢复净开店	10
图 11: 国内品牌近年渠道增速大部分转正	10
图 12: 三大快时尚的品牌定位	11
图 13: 美中日三国基于购买力平价的人均 GDP 变化 (国际元)	11
图 14: 美国服装消费增速在 1980 后进入低个位数时代	11
图 15: 美国服装消费在 1980 后进入价平量升时代	11
图 16: 日本服装消费增速在 1980 后进入低个位数时代	12
图 17: 日本:CPI:日本服装	12
图 18: 迅销集团 (优衣库) 发展简史	13
图 19: Inditex(ZARA)集团发展简史	13
图 20: H&M 发展简史	13
图 21: 我国传统服装零售的经营模式	14
图 22: 2008-2013 年库存高峰与供应链模式有很大关系	15
图 23: 优衣库的 SPA 模式解析	15
图 24: 不同模式下业务流程所需时间对比	16
图 25: 双轮驱动下实现供应链升级	16
图 26: Zara、H&M 资本支出 (百万美元)	17
图 27: 优衣库资本支出 (百万美元)	17
图 28: 三大快时尚集团存货周转率	17
图 29: 快时尚公司的坪效在 4 万元以上	17
图 30: Zara2014-2018 年供应商可持续发展战略	18
图 31: Zara2014-2018 年供应商稽核次数	18
图 32: H&M 的 OFS 系统全部接入欧洲供应商	19
图 33: 阶梯发展前两阶段, 供应链均是关键	20
图 34: 海澜之家“产业链信息化升级项目”	21
图 35: 国内主要休闲服饰目前存货周转率	22
图 36: 国内主要休闲服饰目前的坪效	22
图 37: 阶梯发展模型: 品牌维度 (有供应链支撑)	23
图 38: 阶梯发展模型: 品牌维度 (缺乏供应链支撑)	23
图 39: 全国居民人均可支配收入差距显著 (元)	23
图 40: 城镇与农村人均衣着消费支出差距显著	23
图 41: 服装需求差异化为品牌多元化提供发展空间	24

图 42: 2005-2018 年 Non Zara 增速快于 Zara	25
图 43: 2005-2018 年 Non UNIQLO 增速显著	25
图 44: 阶梯发展模型: 向多品类进阶	26
图 45: Anta 收购 FILA 历史回顾	29
图 46: 青岛海尔全球品牌布局情况	29
图 47: 阶梯发展模型: 区域维度	30
图 48: 2010 年开始, 优衣库海外收入增加迅速	31
图 49: 2011-2017 年, 优衣库日本以外市场保持快速增长	31
图 50: 2010 年开始, ZARA 全球收入增加迅速	31
图 51: 2008-2018 年 ZARA 海外市场收入保持快速增长	31
图 52: 2007 年开始, H&M 欧洲外收入增加迅速	32
图 53: 2007-2018 年, H&M 欧洲外市场收入保持快速增长	32
图 54: 2007-2017 年, 服装行业市占率 TOP10 国内企业比重逐步增加, 并且趋于稳定。	33
图 55: 东南亚人口数及增长率 (万人)	34
图 56: 东南亚人均名义美元 GDP (美元)	34
图 57: 泰国最受欢迎产品增长率, 服装居首。	35
图 58: 新加坡最受欢迎产品增长率, 服装居第二位。	35
图 59: 海澜之家的网络营销图	35
图 60: 海澜之家入驻泰国	36
图 61: 海澜之家在新加坡的门店	36
图 62: 海外快时尚基本实现阶梯模型, 国内公司处在补完过程中	36
图 63: 海外龙头服装企业 2006 年至 2019 年 P/E 值	37
图 64: 国外龙头服装企业 P/E 值	37
图 65: 国内龙头服装企业 P/E 值	37
图 66: 国内外龙头服装企业 2014 至 2018 年净利润 CAGR	38
图 67: 国内休闲服饰龙头有望对标海外龙头	39

品牌服饰从供给（品牌公司）角度可以分为设计、生产、销售等环节，从下游需求可分为童装、成人休闲装、商务装、运动装等细分子行业。我们在《童装行业深度：瞄准“宝贝经济”，品牌童装发展正当时》阐述了童装品牌化的逻辑，并给出公司短期看渠道、长期看产品的结论。在本篇报告中，我们将阐述大众休闲服饰公司的发展之路（高端和奢侈品服饰不在本文的讨论范畴）。接下来，我们将在运动品牌的行业报告中，详细阐述运动服饰行业的逻辑和公司的发展路径。

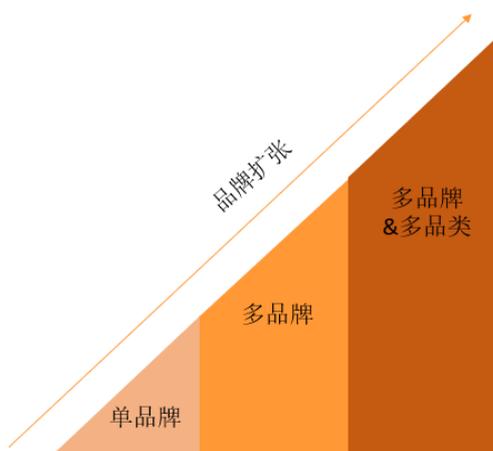
图 1：本报告主要论述大众休闲服饰的公司发展（橘黄色框内部分）



资料来源：东兴证券研究所

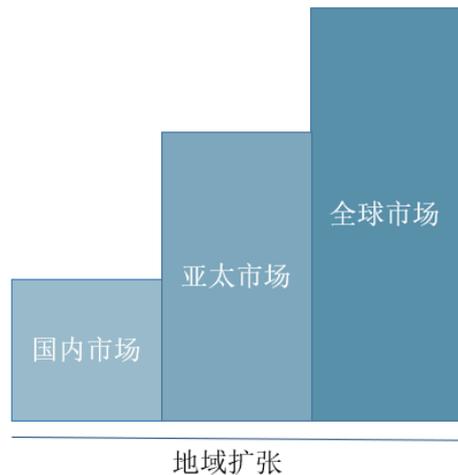
休闲服饰中快时尚的概念源自于上世纪中叶的欧洲，本是对服装秀场设计的快速回馈和模仿。随着服装设计和终端销售的日益密切，至上世纪末到本世纪初，“快速时尚”被演变成为时尚服饰企业对秀场的时尚设计快速反应，并制成紧贴最新时装潮流的产品，以低廉的价格流入卖场，主攻主流消费者的一种销售模式。总结海外休闲服饰龙头及三大快时尚公司的成功经验，我们认为休闲服饰企业在基本的商业模式确定后，沿着品牌延伸和区域拓展两个方向打开发展空间。

图 2：公司通过品牌扩张实现发展



资料来源：东兴证券研究所

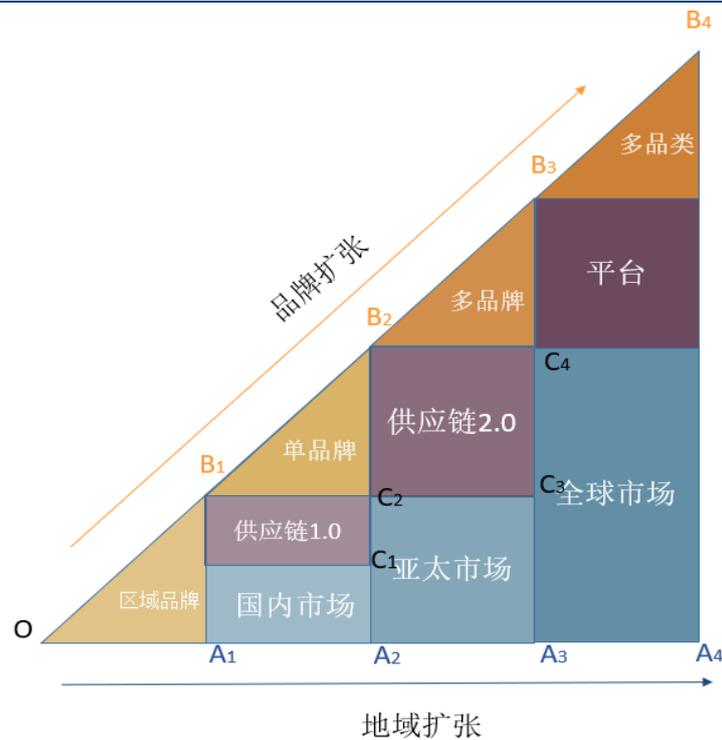
图 3：公司通过区域扩张实现发展



资料来源：东兴证券研究所

将纵向品牌维度和横向地域维度结合起来，我们总结出“东兴休闲服饰阶梯发展模型”，该模型阐述公司如何实现这两个维度的进阶。公司发展每上一个台阶必须填补一项技能或者完成一个角色转变：（1）三角区域 OA1B1 表示一个品牌从 0 到 1；（2）从 A1B1 向 A2B2 表示主品牌在国内市场取得稳定的地位，本次进阶需要完成供应链 1.0 的打造，大部分 A 股上市公司处在这个发展阶段；（3）从 B2 到 B3 表示开始发展多品牌，A2 到 A3 表示开始发展海外市场，这两个维度成功进阶的前提条件是将供应链从 1.0 升级至 2.0，国内部分优秀的上市公司已经开始这一层次的进阶。（4）有了多品牌管理经验和供应链管理能力，公司将升级为平台公司，到达 A4B4 阶段成为段全球化、多品类集团，国际三大快时尚公司便已基本完成阶梯登顶。

图 4：“东兴休闲服饰阶梯发展模型”



资料来源：东兴证券研究所

在比较了国外龙头和国内公司的发展史后，我们发现国外龙头在建立了扎实的供应链后，开始全球化、多品牌布局，在公司具备扎实基础取得一定业务规模后享受到了估值上的提升。国内的休闲服饰龙头目前阶段仍在苦练内功，并初步迈出全球化、多品牌的步伐，未来有望像国际龙头一样凭借供应链巩固行业地位，实现估值提升。尤其在加入 MSCI 推动 A 股国际化以及陆港通持续深化等背景下，以全球视角去审视大众休闲服饰的估值也将更有意义。

1. 纵观中外，国内休闲服饰仍处于发展初级阶段，国际快时尚巨头引领行业发展

1.1 国内休闲服饰经历野蛮生长期，进入精细化发展新阶段

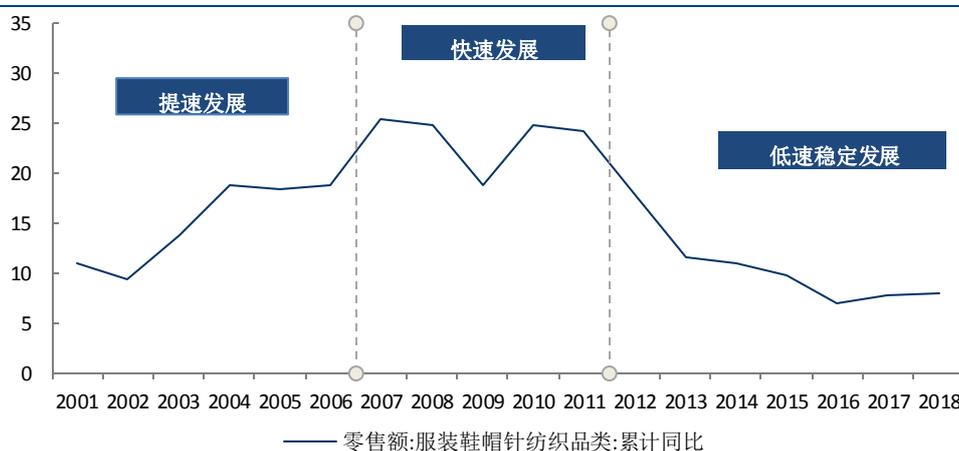
国内大众休闲服饰行业发展经历了三个阶段：跑马圈地野蛮生长的阶段，渠道盲目扩张带来库存危机的阶段和供应链升级、精细化管理新阶段。国内代表性的品牌森马服饰、美邦服饰等也随着行业从无到有，并实现初步的发展壮大。

表格 1：中国大众系休闲服饰行业发展历程

	野蛮生长阶段 1990-2010 年	关店潮阶段 2010-2015 年	调整阶段 2015 年至今	精细化发展 未来
行业发展特点	行业品牌化，服装加工企业转型品牌运营，靠渠道扩张实现规模化	国产品牌关店潮，国际品牌在国内快速扩张	国内品牌出现分化	国内优质品牌将通过修炼内功追赶国际品牌
驱动发展的关键因素	渠道红利、产业转移红利	个性化、品质化需求	渠道变迁，购物中心、电商渠道持续发力	供应链升级
代表公司	森马服饰、美邦服饰	凌致集团、优衣库、Zara、H&M	森马服饰、海澜之家、太平鸟；优衣库、Zara	森马服饰、海澜之家、太平鸟

资料来源：东兴证券研究所

图 5：2000 年以来我国服装类社零增速

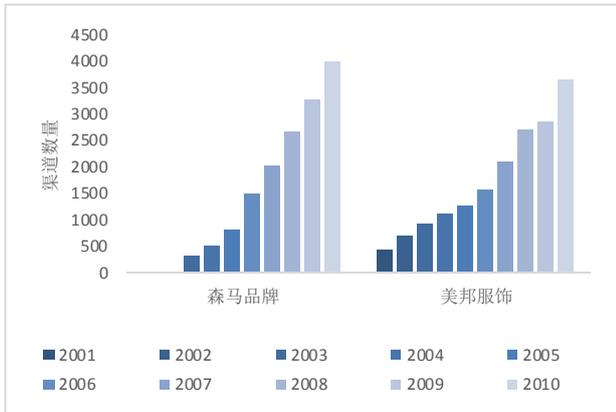


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.1.1 1990-2010 年：跑马圈地、野蛮生长

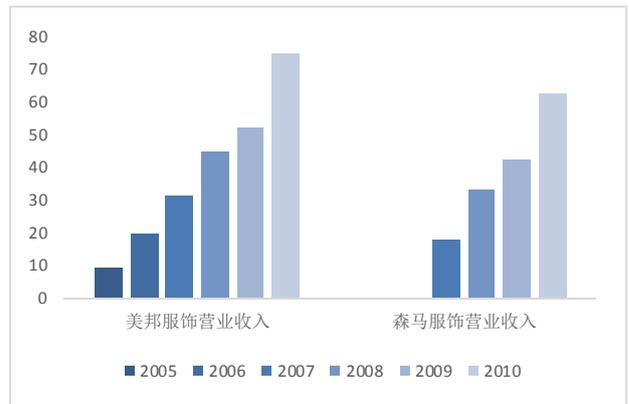
上世纪八九十年代，随着我国经济改革的推进一批民营企业诞生，服装领域的品牌包括雅戈尔（1990）、九牧王（1992）、美邦服饰（1995）、森马（1996）等诞生于这个时代。2001-2010 年，休闲服饰品牌代表森马、美邦等经历了渠道数量的快速扩张，实现了自己初步的规模化：休闲服饰品牌森马渠道数量从 2003 年的 335 家上升到 2010 年的 4007 家，美邦服饰渠道数量从 2001 年的 429 家增加到 2010 年的 3659 家，年均增长率分别为 43.1%和 27.81%。

图 6：品牌服饰龙头早期渠道数量扩张



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：品牌服饰龙头早期收入实现迅速扩张（单位：亿元）



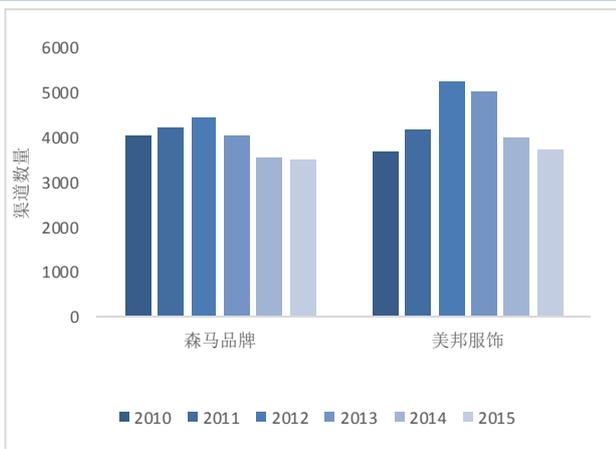
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从发展模式看我国服装品牌化的初期，各服装品牌的起步方式比较类似，都是通过加工和批发进行初步资本积累后，创立自己的品牌，剥离工厂端后开始走品牌运营的轻资产模式。这一阶段，国内服装企业通过名人代言和电视广告进行品牌推广，同时招揽加盟商的方式即可抢占市场。尽管在这个时期渠道数量迅速上升，但是品牌意识薄弱，使得同样的产品质量下国外品牌的溢价远高于国内品牌。

1.1.2 2010-2015 年：渠道盲目扩张不可持续，关店潮涌现

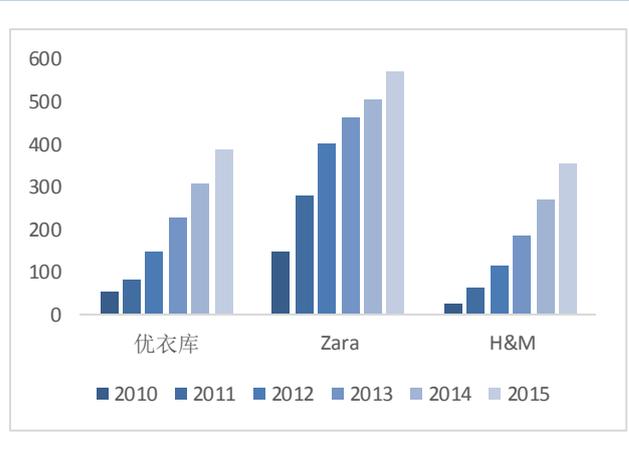
2010 年前后，国内服装企业盲目扩张渠道带来的问题逐渐显现，森马、美邦、李宁均出现较大规模的关店浪潮。其中美邦服饰渠道数量从 2012 年的 5220 家跌至 2015 年的 3700 家，净关店 1520 家；森马服饰渠道数量从 2012 年的 4420 家跌至 2015 年的 3477 家，净关店 943 家。企业在渠道铺设过程中忽视扩张质量，大量店铺关闭也导致严重的库存积压。而同期三大快时尚品牌凭借强大的供应链在中国加快开店步伐。

图 8：国内品牌在 2010 年后进入关店潮



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：2010 年后三大快时尚品牌在中国开店步伐加快



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

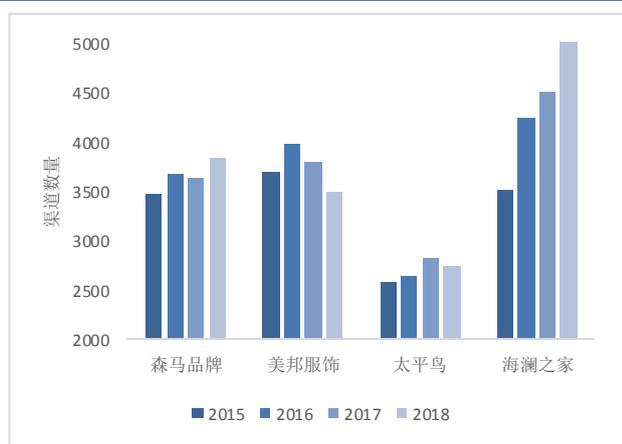
内外部双重因素导致了国内服装品牌的生存难题，困境中的转型探索之路也不尽顺利。在这一阶段国际快时尚品牌开始在中国全面布局，电商对以线下渠道为主的服装品牌造成较大冲击，在市场环境变化和

自身库存压力下，品牌服饰生存艰难。企业开始寻求困境的办法，但探索之路曲折艰难。主要原因在于品牌商将突破重点放在广告营销、店铺扩张和电商模式探索，而忽视了品牌建设和产品提升。

1.1.3 2015年-2020年：围绕产品、品牌升级管理水平

经历库存危机后，国内服装品牌开始探索正确的发展道路。品牌服饰企业在走过弯路后，回归聚焦产品、和品牌纬度升级，以客户为中心不断优化产品，从产品出发进行供应链升级和精细化管理。以森马、海澜之家、太平鸟以及运动龙头品牌为代表的企业进行了精细化管理改革、供应链升级、产品品牌渠道全面提升，近两年其店面数净恢复增加。我们认为到2020年部分优秀公司能基本完成供应链模式和渠道结构的升级，为公司进阶做准备。

图 10：国内品牌近年恢复净开店



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11：国内品牌近年渠道增速大部分转正



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1.4 2020年-2030年：多品牌管理水平成熟，海外市场拓展显成效

展望国内品牌的未来，三大快时尚公司之路径有望在2020年之后逐步实现。国际品牌公司培养的副品牌经历多年的品牌建设，海外市场的拓展亦需要循序渐进的进行渠道拓展，大约都需要5-10年的时间维度，才真正实现副品牌接替主品牌、海外市场接替本土市场成为公司增长的拉动力。对于国内公司，我们将在第三、四部分描述和总结其多品牌和海外市场目前的发展状况，我们预计2020年以后的10年时间里，各公司供应链的升级效果将逐步显现，多品牌的管理水平，海外市场收入占比将提升至一定比例，实现与国际快时尚品牌比肩之实力。

1.2 国际快时尚集团通过商业模式创新，在行业成熟期突出重围

国际服装巨头H&M、Inditex集团、迅销集团是全球纺织服装行业领头羊。2018财年，H&M营收约244亿美元，Inditex(ZARA)营收约290亿美元，迅销(优衣库)营收约193亿美元。这三个国际领先服装品牌都在国内服装市场成熟期创立，凭借精准的品牌定位和正确的商业模式在本土市场稳健扩张，同时布局多品牌和全球化的战略，在国际市场站稳脚跟。国际服装品牌的发展历程为国内品牌的经营扩张提供实用的借鉴经验。

图 12：三大快时尚的品牌定位

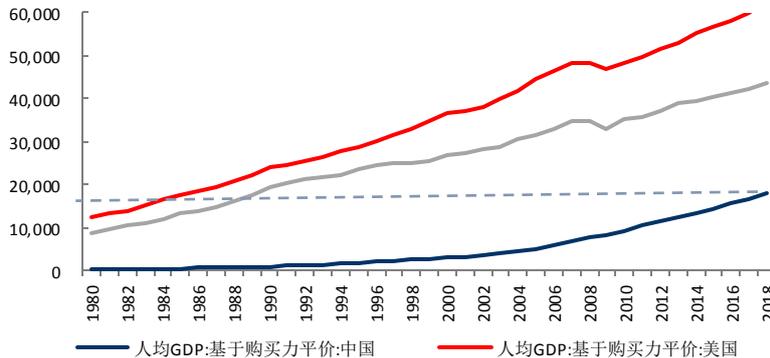


资料来源：东兴证券研究所

1.2.1 欧美、日在 20 世纪 80 年代后服装行业成熟稳定

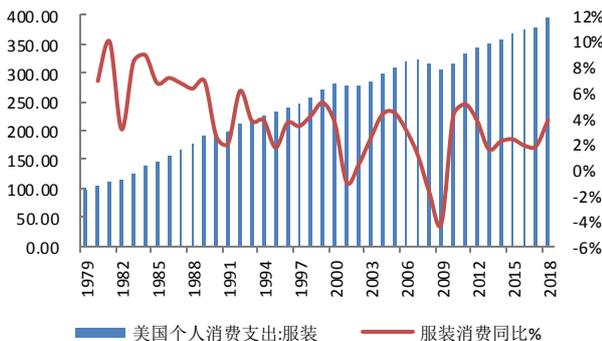
根据世界银行基于购买力平价的人均 GDP 数据，中国 2018 年中国人均 GDP 为 18210 国际元，大约与美国上世纪 80 年代中期和日本 80 年代末期的人均 GDP 水平一致。20 世纪 80 年代后，美国、日本服装消费均进入低个位数增长时代。美国个人服装消费支出仍有增长，但增长率一直维持在 0-10%之间，21 世纪甚至出现消费额负增长。同期日本服装零售额较稳定，增长率在-5%—5%之间波动，人均服装消费保持稳定，表明美日两国服装行业已经步入稳定发展时期。

图 13：美中日三国基于购买力平价的人均 GDP 变化（国际元）



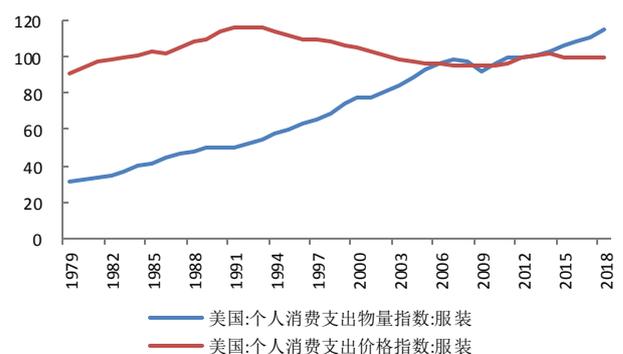
资料来源：世界银行，东兴证券研究所

图 14：美国服装消费增速在 1980 后进入低个位数时代



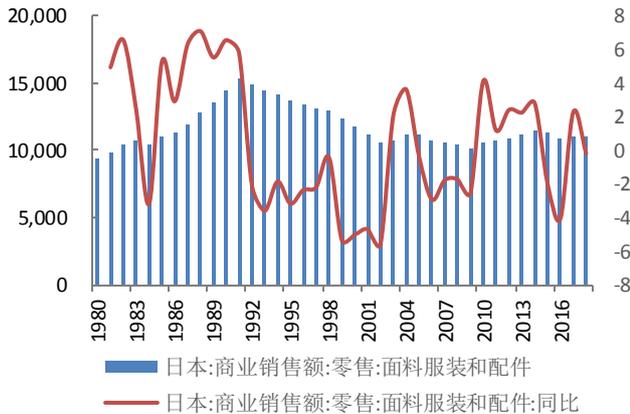
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 15：美国服装消费在 1980 后进入价平量升时代



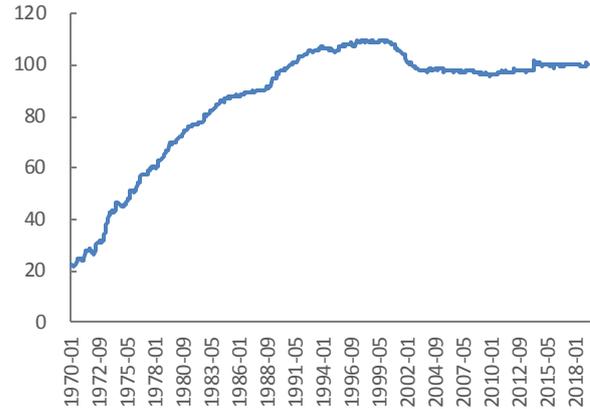
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 16：日本服装消费增速在 1980 后进入低个位数时代



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17：日本:CPI:日本服装



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2.2 日本：第三消费时代诞生优衣库，第四消费时代走向强大

迅销集团创立 1984 年，时处日本第三消费时代。20 世纪七八十年代，日本还处于“第三消费时代”，这个时期阶层分化，年轻人追求炫耀式消费日本服装 CPI 在高位稳定增长。但过于复杂的消费环境使得一些人疲于消费，消费升级进程放缓甚至停滞，部分日本消费者出现简约化的消费倾向。90 年代日本经济泡沫破裂，GDP 增长率迅速下跌，日本人从消费观念上进入回归理性的第四消费时代。服装消费方面，家庭服装支出占总消费支出比由 3.0% 降至 2.2%。迅销集团抓住这一时期消费特征，凭借低价策略快速抢占市场。90 年代末 20 世纪初，优衣库经历了业绩动荡，开始实施 ABC (All Better Change) 计划，管理层面将经营管理权向专业经营团队移交，店铺运营层面从总部导向型向门店导向型转换，同时彻底实现 SPA 模式；产品方面，优衣库推出摇粒绒、Heattech 等品质系列。至此优衣库实现销售和业绩双回升，同时完成从低价到高性价比的产品形象转换。

表格 2：日本消费社会的四个阶段

消费时代	第一消费时代	第二消费时代	第三消费时代	第四消费时代
时间	1912-1941	1945-1974	1975-2004	2005 年至今
特点	西洋化与大城市倾向明显	家庭消费兴起	个性化消费来袭	消费回归理性
具体表现	大城市人口开始激增，都市化建设日新月异，消费也随之快速增长。受西方国家“摩登”文化的影响大。	工业化的进步也让批量生产商品逐步渗透，最典型的例证就是冰箱、洗衣机、电视、小汽车和 3C 产品的普及。	随着收入提升“为自己消费”意识得到觉醒，消费单位开始由家庭转向个人，个性化、品牌化、高端化、体验式消费快速增长。	人口老龄化程度加剧、经济下行压力增加，影响着日本的消费理念：追求个人主义不再，取而代之的是普遍的社会共享意识与对简约消费的推崇。

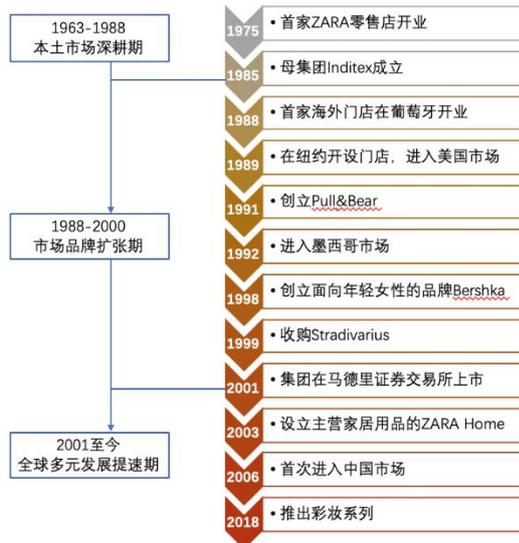
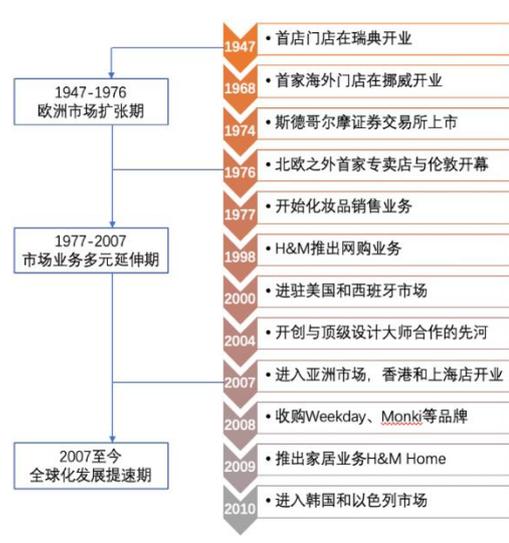
资料来源：《第 4 消费时代》：东兴证券研究所

图 18：迅销集团（优衣库）发展简史


资料来源：公司公告，公司网站，东兴证券研究所

1.2.3 欧洲：差异化产品需求时代催生 Zara、H&M

欧洲服装巨头 Inditex 和 H&M 都发源于 20 世纪中后期，此时欧洲后福特主义盛行¹，人们的消费方式从大众消费转变为后现代主义消费，消费者对差异化产品的社会需求日益增大。在竞争压力下企业必须实现成本的持续下降，同时又需要对日益增长的个性化需求做出反应。Inditex 的主品牌 ZARA 确立时尚为主、质量为辅、价格为附加的品牌定位，而 H&M 也确立“Fashion And Quality At The Best Price”的品牌理念，提供低价且差异化的大众时尚产品。ZARA 和 H&M 顺应消费趋势，既保证企业经济效益，又实现了产品的时尚性能，满足用户个性化的需求。正确的品牌定位使得两家巨头得以在本土市场立足。

图 19：Inditex(ZARA)集团发展简史

图 20：H&M 发展简史


¹ 后福特主义(Post-fordism)是指以满足个性化需求为目的，以信息和通信技术为基础，生产过程和劳动关系都具有灵活性(弹性的)的生产模式。

资料来源：公司公告，公司网站，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，公司网站，东兴证券研究所

三家快时尚公司品牌定位虽略有不同，但是其发展路径亦有共通之处，总结其成功经验对于国内品牌的经营扩张，具有极其重要的意义。通过梳理三家快时尚龙头发展，结合国内品牌的现状，我们总结出“休闲服饰阶梯发展模型”，我们认为完善供应链从而将公司从品牌公司发展为平台公司是国内休闲服饰公司实现长远发展的必由之路，而多品牌和海外扩张则是突破发展天花板的可选之路，我们将分为三个部分展开描述。

2. 回溯巨头发展路径，供应链升级是绕不过的第一环

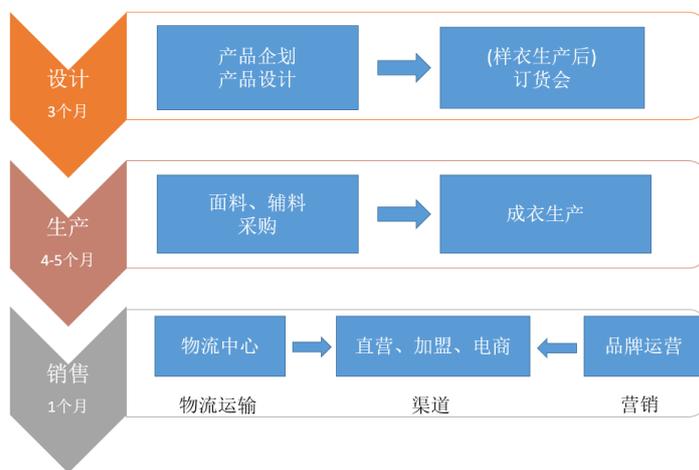
2.1 我国传统服装零售的经营模式痛点多

从商业模式上看服装企业大致分为三类：品牌运营商、服装加工厂和服装经销商或品牌代理商。多数服装企业采用品牌运营商模式。这一模式通过创建并管理一个服装品牌，开发设计产品，以自制或外委加工方式生产，通过自建零售门店或寻找服装经销商代理销售等方式出售产品，而从获得利润。

2.1.1 传统供应链模式前导期长，无法克服库存问题

服装品牌运营商的传统的供应链模式为：（1）公司的设计部门提前 6-9 个月，根据历史数据、流行趋势预判等进行商品企划及设计；（2）公司提前半年召开订货会，经销商进行订货；（3）根据订货会的商品品类、数量委托外部供应商生产，工厂生产时间约 4-6 个月；（4）生产完成后入仓分拣和配送，大约需要 1 个月时间。该模式最大的特点是：流程单向，信息交流不畅通；耗时长，周转慢。

图 21：我国传统服装零售的经营模式



资料来源：东兴证券研究所

由于传统供应链模式的特点使得其存诸多痛点：（1）设计期与销售期之间有半年以上时间，使得设计无法真正基于消费者偏好，从而无法做到对流行趋势把握；（2）生产周期太长、无法跟踪流程，无法满足补单需求；（3）渠道上动销情况无法掌握，不能进行销售分析和应对，容易导致畅销款无法快速补单损失潜在业务，滞销款积压成为库存。2008-2013年行业出现明显的库存高峰，即事由传统供应链模式带来的问题，高额的存货减值损失使得公司业绩大幅下滑。

图 22：2008-2013 年库存高峰与供应链模式有很大关系

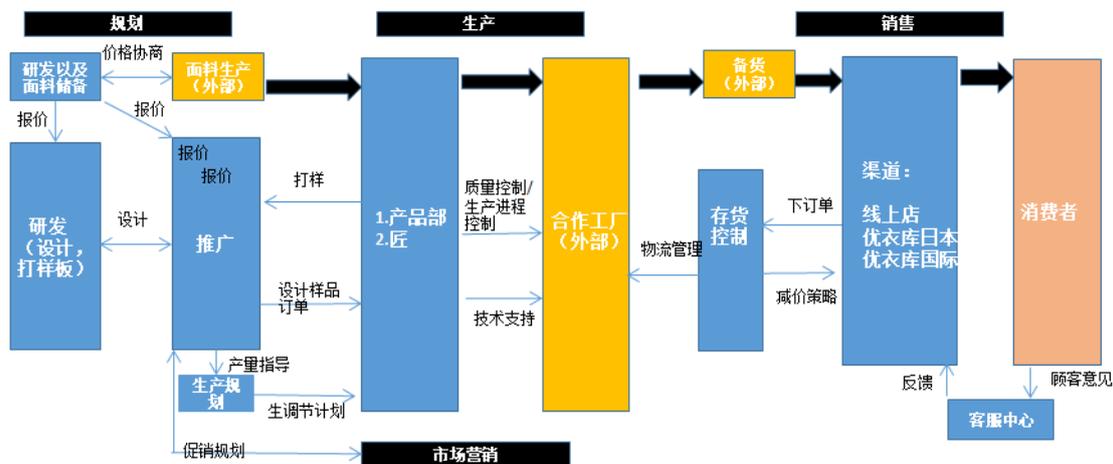


资料来源：wind, 东兴证券研究所

2.2 国外龙头为实现全球化扎根供应链建设

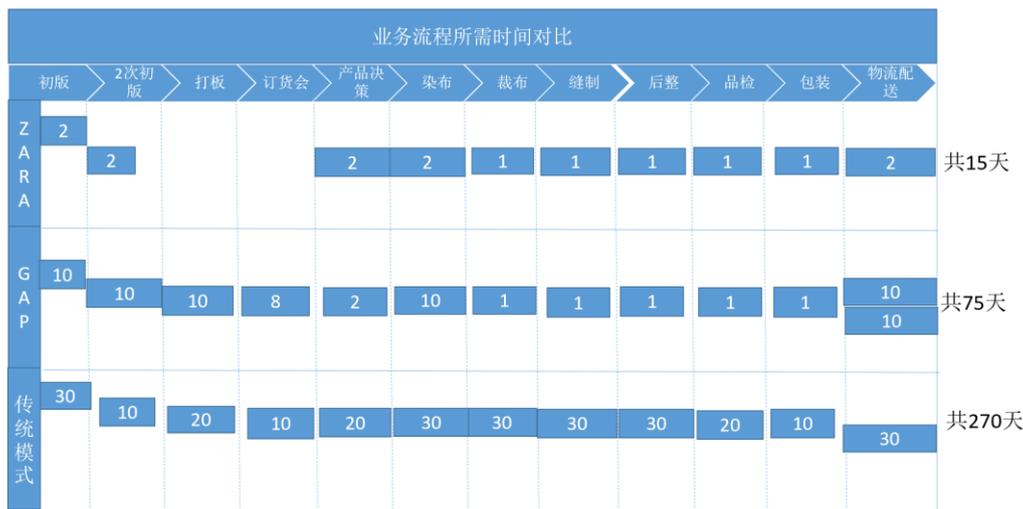
国外快时尚品牌的 SAP 模式（实现从商品策划、制造到零售的垂直一体化整合），强调对上游制造和下游分销的深度参与，在设计端也加大人员投入更好的把握市场需求。完善的供应链体系可有效提升企业小批量、多品种供货能力和快速反应的能力，以满足客户新兴消费需求。以优衣库的 SPA 模式为例，其流程缩短从发出订单到交货的商品供货周期，建立追加订单的生产体系，以此减少库存和损耗；同时每天收集售点销售信息，经分析后，实现以周为单位的商品策划。在快速供应链支持下，Zara 的业务流程可以缩短至 15 天，而传统的供应链业务流程可以长达 270 天。

图 23：优衣库的 SPA 模式解析



资料来源：公司公告, 东兴证券研究所

图 24：不同模式下业务流程所需时间对比

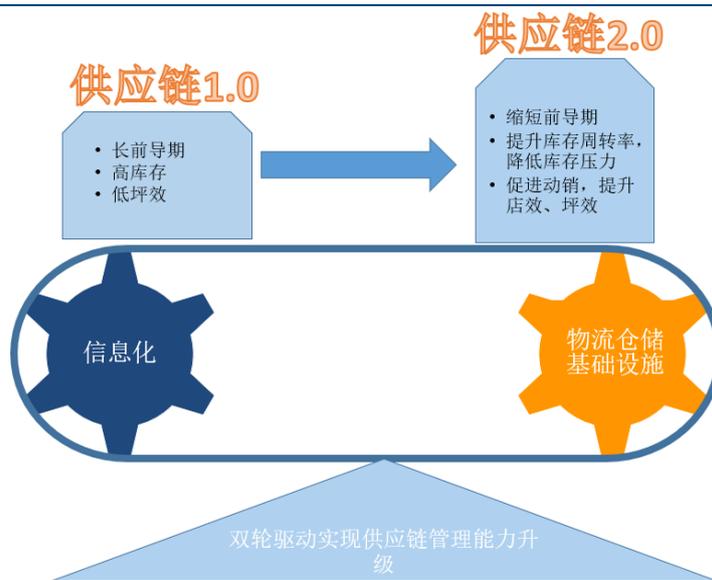


资料来源：《物流科技》，东兴证券研究所

2.2.1 供应链升级须双轮驱动

服装企业商业模式的实现都离不开信息化和基础设施作为手段，在双轮推动下才能实现供应链的升级。基于此各大企业在保证产品质量的基础上，通过借助大数据、物联网等新一代信息技术加强供应链体系建设，缩短各部门反应时间并减少各流程中资源的消耗，最大限度地提升经营效率，提高自己的竞争力。在公司总部层面，自建物流仓储设施链接上游生产和下游渠道也是理顺流程的必要工作。在双轮驱动下，供应链将从传统模式的 1.0 版本，升级至快速反应的 2.0 版本，最终实现缩短前导期、提升存货周转率和提升渠道效率的目的。

图 25：双轮驱动下实现供应链升级



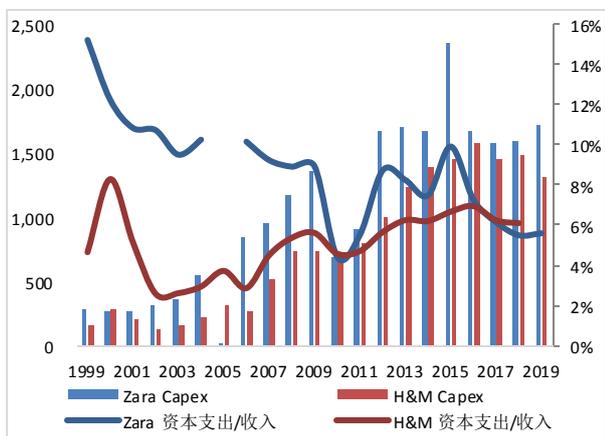
资料来源：东兴证券研究所

- **欧洲和日本在 90 年代就开始普及信息化，生产制造端实现可视化和智能化，销售端实现可追踪性和可反馈。**国际知名服装企业也从上世纪 90 年代初期开始，开始逐步进入信息化时代，至今企业资源计划（ERP）、供应链管理（SCM）以及客户关系管理（CRM）等企业信息化解决方案的在服装行业的应用不断成熟，使国际知名服装企业具备良好的市场掌控能力和资源配置能力，从而进一步巩固其在国际服装业内的领先地位。
- **重资本投入进行基础设施建设，建设物流仓储体系连接上下游。**仓储物流体系是链接上游生产和下游渠道的中枢环节，公司物流仓储能力及仓库运营效率决定了整个业务链能否畅通运转，因此对公司业务发展至关重要。以 Zara 为例，Zara 在西班牙的 Zaragoza 建有全球物流中心，拥有世界上最长的地下物流传送带—地下铺设的物流传送带长达 200 公里，这帮助 Zara 赢得了最快的先速度。

2.2.2 资本力量加速供应链升级

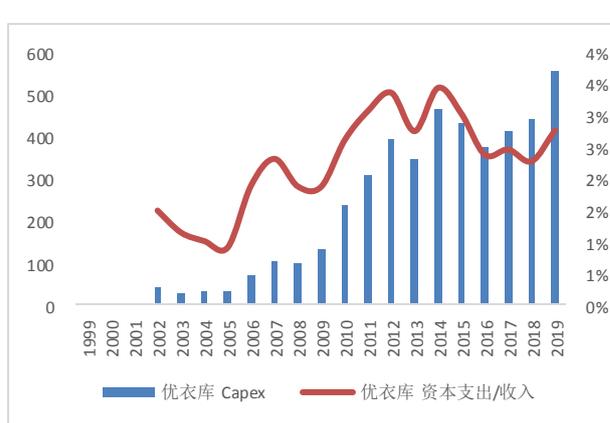
供应链的升级需要大量的资本投入，国际公司持续通过大规模的资本支出进行信息化和仓储物流基础设施建设。三家快时尚公司，在 2000 年后明显加大了资本支出，尤其是 Zara 母公司 Inditex 在 2000-2004 财年的资本支出占到了当年收入的 10% 以上，说明供应链打造须重资本和持续投入。国内公司战略多侧重在营销方面，虽短期有效，但是长期仍然要投入要素在供应链方面，才是长远之计。

图 26: Zara、H&M 资本支出（百万美元）



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 27: 优衣库资本支出（百万美元）



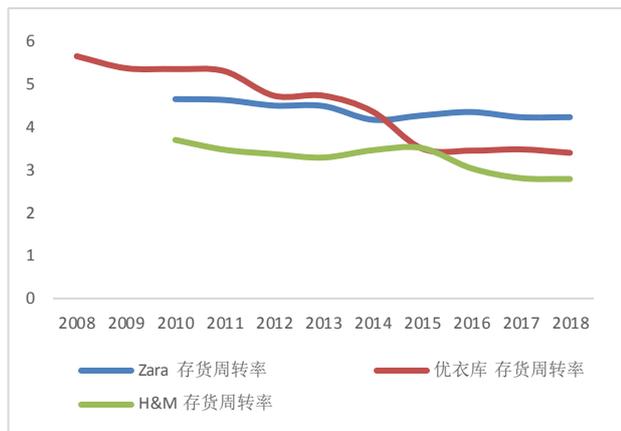
资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

2.2.3 供应链驱动公司存货周转率提升，实现有质量增长

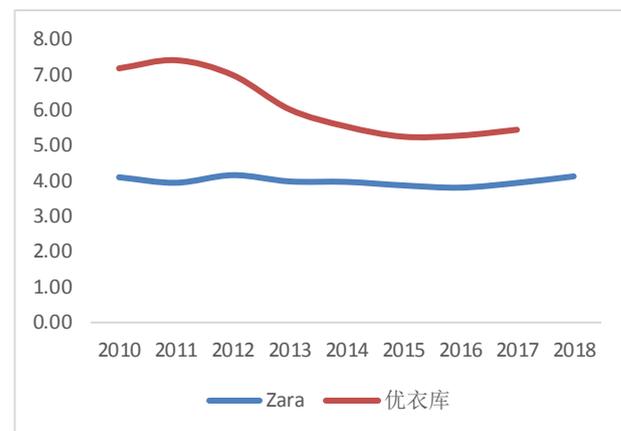
透明和可追踪的供应链体系，使得生产和门店两端得以优化。终端门店及时反映消费者反馈的信息以调整产品品类和新品开发，门店精准、快速的库存信息，有助于存货维持健康水平。采集终端信息后，生产端可以及时的进行排产，而供应商信息系统可以帮助公司进行生产资源的优化配置，实现最高效和最低成本的生产安排。生产端和门店端充分打通，直接提升了公司的存货周转率，和门店的坪效。三大快时尚的存货周转率均在 3 以上，尤其优衣库的周转率稳定在 4 次以上体现了极高的效率，而国内品牌的周转率基本在 2 以下。从坪效来看，快时尚公司的坪效可以达到 4 万元/平米/年以上，而国内品牌的坪效基本在 2 万元以下。

图 28: 三大快时尚集团存货周转率

图 29: 快时尚公司的坪效在 4 万元以上



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所
单位: 万元人民币/平方米/年

2.2.4 供应链须结合品牌定位，不拘一格

供应链的模式强调的是深度参与，具体到供应商地理位置分布、成衣厂自建还是外包、自建配送体系还是由专门物流公司负责，均须结合自己的品牌定位来设定。三家快时尚公司因品牌定位差异，供应链也有自己的特色，但是其目的均是提升运营效率，实现快速、高效增长。

Zara 自建物流体系，保证全球最快时效

- **产品设计:** 公司拥有 700 余人的设计团队，与 36 家设计院校具有合作关系，上千时尚买手提供时尚元素方面的建议，公司还有采购人员通过门店充分了解消费者需求。“三位一体”团队协作，保证了对 ZARA 风格和时尚潮流把握的准确性。公司一年销售的 SKU 约 5 万个，设计效率极高。
- **生产模式:** 2018 年 Inditex (ZARA) 的供应链由 43 个市场的 1866 家面料辅料供应商和 7235 家工厂构成。与 H&M、GAP 选择第三世界国家外包减少生产成本不同，ZARA 60% 的成衣工厂分布在公司所在的欧洲地区，以保证快速的反应速度。采购方面原材料 40% 从集团子公司采购，并有 7 家自有工厂负责物料裁剪和熨烫，将复杂但技术含量较低的缝纫工作转给外包商，既保证质量又保证效率。

图 30: Zara 2014-2018 年供应商可持续发展战略

图 31: Zara 2014-2018 年供应商稽核次数



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **物流配送:** 自建高效配送网络，“掌握最后一公里”。ZARA 在分拣设施方面投入超过 1 亿欧元，配

送方面公司采用联邦快递“轴幅策略”，从轴心仓库统一全球派货，节省总物流成本。公司拥有两个空运基地，欧洲门店一般 24 小时内收到货物，美国需要 48 小时，日本在 48-72 小时。

- **渠道管理：**从经营模式看优衣库基本采用直营模式，直营模式很大程度上简化了反馈流程，提高了信息沟通效率。同时 ZARA 采取大店模式，通过更多 SKU 的陈列、宽松的一站式购物环境提升购物体验带动客单价、店效提升。

优衣库：充分利用中国、东南产能，成本最优化

- **产品设计：基本款为主保证低成本。**品牌保证成本与时尚性兼顾，在设计时会将成本作为考量要素，一切过高成本的设计方案都不会被通过，同时约 70% 的基础款占比保证设计方面犯错率低。
- **生产模式：充分发挥规模优势。**采购端，全球范围内甄选优质供应商，通过订立长期合作关系大量进货、稳定货源同时压低成本。生产端，重视规模效应，品牌多为基本款，容易量产。优衣库没有自己的产能，充分利用中国及东南亚的优势，其中中国工厂数量占比约 60%。
- **物流配送：高效的物流是快反能力的前提。**迅销与 Daifuku Co 建立长期全球战略合作伙伴关系，并投资 1000 亿日元（约 9 亿美元）实现仓储和分销系统的自动化。

表格 3：2018 年优衣库成衣工厂和面料工厂分布

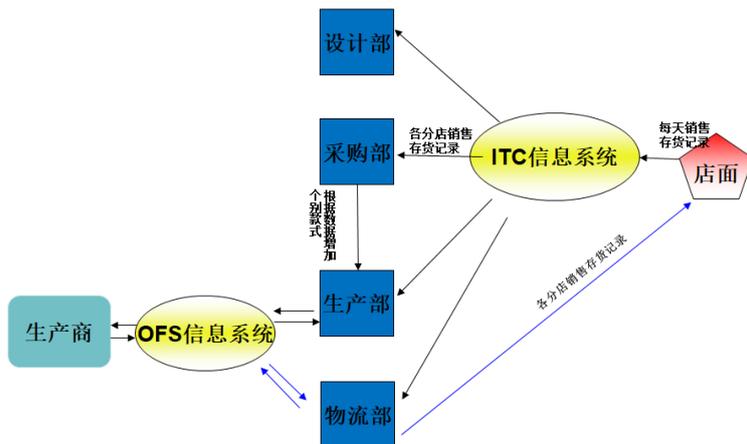
国家或地区	成衣工厂数	面料工厂数
中国	110	25
越南	39	6
东南亚其他国家	35	15
日本	2	6

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

H&M：双速并行供应链

- **产品设计：基本款、流行款分类管理。**H&M 在设计之初就将产品分为三类，方便后续采购的进行：需求量最大的常规款基础服饰、当季流行服饰和未来趋势性服饰。
2>采购&生产：双速并行采购。款式变化不大、交货周期长的常规基本服饰生产放在生产成本最低的亚洲地区，以尽可能地降低成本。流行服饰和趋势服饰其特点是生产量小而且流行性强，需要快速生产、快速上架，H&M 把这类产品的生产放在了欧洲地区。在信息化方面，公司采用 ICT 作为内部信息共享的平台，用 OFS 跟踪供应链的生产进度。OFS 主要针对欧洲供应商，跟踪其供应链的生产进度，通过在生产地生产办事处的员工结合信息系统对供应商进行严格的质量把关。

图 32：H&M 的 OFS 系统全部接入欧洲供应商



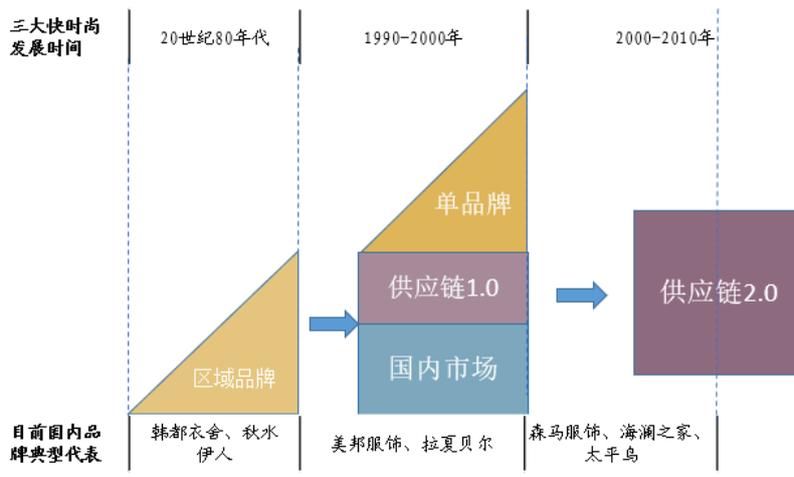
资料来源：公司公告,东兴证券研究所

2.3 国内目前正在逐步完成基础设施和信息化的升级工作，快马加鞭争朝夕

2.3.1 供应链升级为阶梯模型的基石所在

通过2.2章节对三大快时尚供应链的总结,我们看到三大快时尚公司在20世纪80年代在本土市场发展,在90年代开始打造供应链1.0版本从而实现本土市场的快速发展,在2000年-2010年开始打造“可复制”的供应链2.0版,为海外市场和其他品牌发展提供支持。国内品牌大部分取得一定份额在上游抓住一批优质供应商、在下游汇聚一批优质渠道商,打造出1.0版供应链。亦有部分优秀企业已经向供应链2.0进阶:森马服饰自2014年实行供应链改革,目前在供应商层面推行智能制造,引领供应商发展,产生协同效应;海澜之家自2017年开始落地投资规模30亿的可转债项目,包括信息化升级和物流园建设,预计2020年完成;太平鸟自2017年在男装推行TOC以销定产模式,目前在其他品牌和品类逐步推广开。我们认为这些都是供应链1.0向2.0的升级,这些企业打造出适合自己品牌定位的商业模式,并通过规模优势将其发展为自己的护城河,具备了继续升级的实力。

图 33：阶梯发展前两阶段，供应链均是关键



资料来源：东兴证券研究所

2.3.2 信息化升级提升经营效率

虽然我国服装行业是具有国际竞争优势的行业之一，但长期以来，服装行业的发展主要得益于国内低廉的劳动力成本优势，国内服装企业对信息化认识不足，导致了目前我国服装企业信息化的应用普及率还比较低。快时尚品牌在国内时尚的迅速发展，实际上也是对国内品牌的“言传身教”。国内品牌企业现在推行的柔性供应链及快速供应链改革，与快时尚的商业模式有异曲同工之处，其目的和前提均是通过打通各业务环节的信息流，实现产品设计、预测、生产和动销端的协同和联动，从而提升整体的经营效率。真正立足于以消费者为中心，降低对消费者需求预测的偏差、强化对消费者需求的反应以提高商品销售的数量与质量，才能实现品牌的可持续发展。

图 34：海澜之家“产业链信息化升级项目”



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表格 4：三大休闲服饰企业纷纷加快信息化建设

公司名称	项目名称	项目内容	投资规模/资金来源	项目公告日期	项目建设期
森马服饰	信息化建设项目	涵盖设计研发、产品计划、营销管理、数据分析、办公协作及相关硬件设备建设。	25617 万元，IPO	2011-3-1	2 年
海澜之家	产业链信息化升级项目	包括门店信息化升级改造、供应商一体化信息平台建设、TM (Transportation Management) 系统升级三大板块	70900 万元，可转债	2017-11-9	2 年
太平鸟	信息化系统建设项目	以企业资源计划 (ERP) 为核心，通过企业集成平台 (EIP) 与其他应用系统进行高速稳定集成。	15,158 万元，IPO	2016-12-26	2 年

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3.3 供应链基础设施建设迫在眉睫

为提升业务运营效率，本土大众服饰品牌也继续加大以物流仓储为代表的基础设施投入。特别是电商业务快速发展对物流仓储能力提出了新的要求。森马服饰在电商和童装业务快速发展的背景下，公司投资近 16 亿元建设三大物流园；海澜之家继 2015 年公告投资 12.84 亿元建设“智能化物流仓库建设项目”后，又于 2017 年发布可转债方案，计划投资 21.14 亿元推进总建筑面积达 37.65 万平方米的“物流园

区建设项目”，用以满足电商和爱居兔品牌业务发展需要。

表格 5：三大休闲服饰企业纷纷加快仓储物流建设

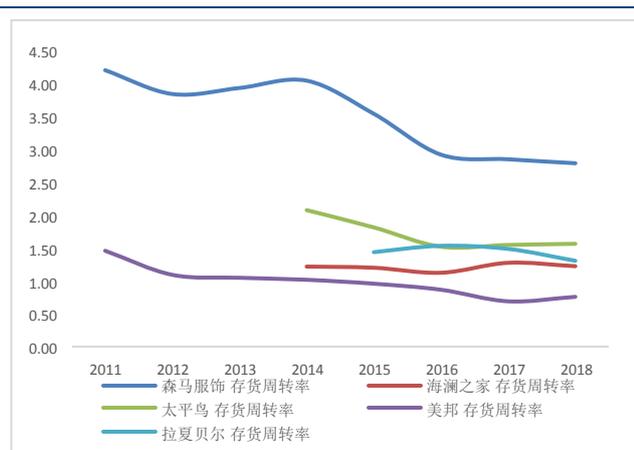
公司名称	项目名称	项目内容	投资规模/ 资金来源	项目公告日期	项目建设期
森马服饰	嘉兴物流仓储基地	满足电商和森马品牌仓储/物流/配送业务需求	84,807 万元, 自有资金	2016-8-29	3 年
	温州森马园区二期项目	用于儿童服饰业务物流/仓储/配送服务	39,000 万元, 自有资金	2016-8-29	2 年
	电子商务产业园	满足电商业务快速增长需求	33,912 万元, 自有资金	2016-8-29	2 年
海澜之家	物流园区建设项目	满足电商和爱居兔业务发展的需要	211,368 万元, 发行可转债	2017-11-9	3 年
	智能化物流仓库建设项目	提高物流效率, 实现企业仓储物流专业化服务	130,703 万元, 自有资金	2015-10-19	2 年
太平鸟	慈东服饰整理配送物流中心	实现年配送量 3,788 万件, 提高仓储配送效率	总投资 47,900 万元, IPO	2016-12-26	2 年

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

2.3.4 供应链将最终决定品牌分化阶段的胜出者

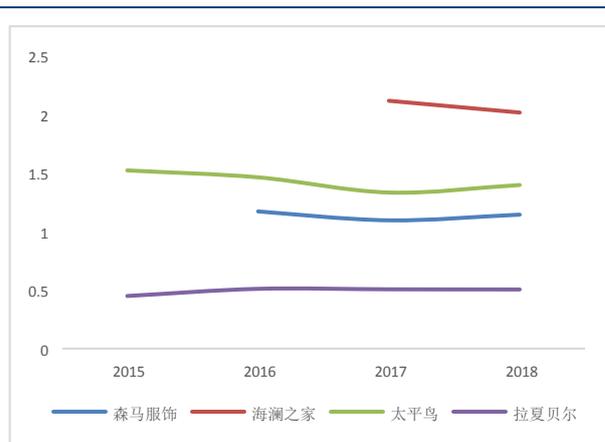
在激烈的行业竞争中，品牌分化将日趋明显。各公司目前的投入重点将决定公司长远的发展态势，单纯的靠外延扩店或者靠营销的大额投入都是暂时之举，通过供应链的打造才能真正实现公司业务有质量的增长。我们认为以森马服饰、海澜之家、太平鸟为代表的休闲服饰从周转率方面近两年表现出好转，与供应链的建设有关系，看好其长远发展。在坪效方面，海澜之家的坪效最高达到 2 万/平米/年以上，与国际品牌差距最小，森马服饰和太平鸟在渠道扩张的情况坪效保持良好甚至略有上行，体现出良好的经营效率。

图 35：国内主要休闲服饰目前存货周转率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 36：国内主要休闲服饰目前的坪效



资料来源：wind，东兴证券研究所

注：森马服饰坪效为直营门店收入/直营门店面积计算而得

海澜之家坪效为整体门店，由线下收入结合直营、加盟占比估算而得

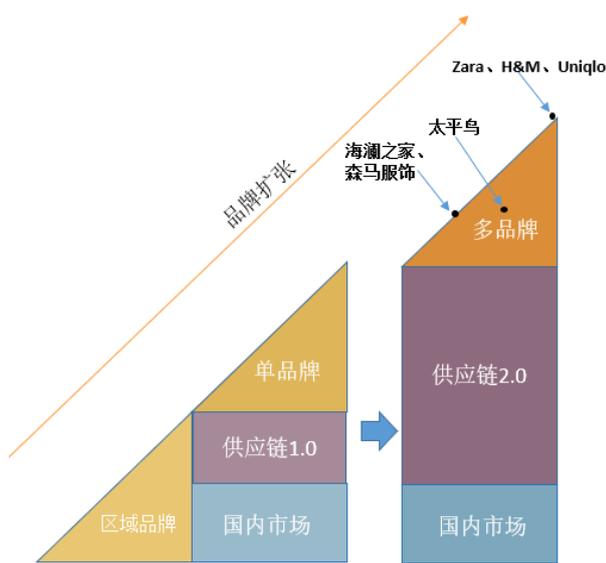
太平鸟为开业12月以上直营店店效/行业平均门店面积估算 而得
拉夏贝尔2015/2016为招股说明书披露，2017/2018为结合开店估算而得

3. 管理输出成就多品牌的时尚公司，第二阶段检验公司复合运营的综合能力

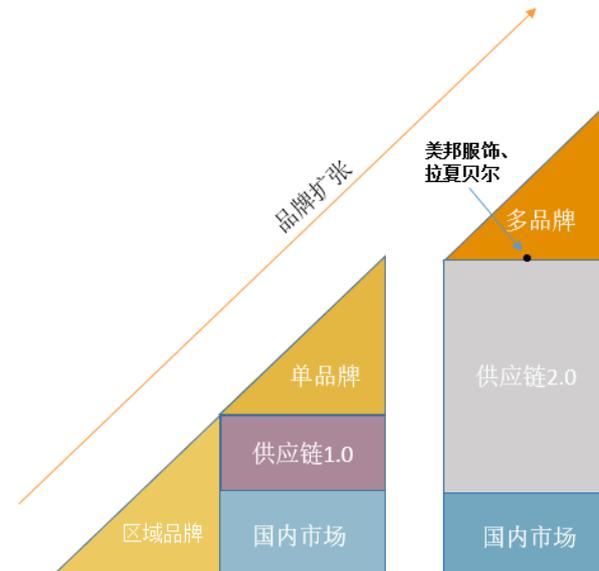
供应链 2.0 版本建立以后，公司便可以通过管理输出进行品牌扩张。国际快时尚公司都是通过多品牌或者品牌延伸打开新的发展空间，Zara 在主品牌的商业模式成熟后，推出 Bershka，在价位段上高出 Zara，推出的 Pull & Bear 产品风格上比 Zara 主品牌更年轻化，这两个品牌目前收入规模都超过 20 亿美元，其成功的重要原因是 Zara 的供应链可为其所用。从我们的“阶梯发展模型”可以看出在品牌上进行扩张，供应链升级是必须要补齐的部分。国内品牌大多将多品牌和供应链同步升级，而缺乏供应链同步升级的公司其多品牌战略便是“空中楼阁”，无法真正通过其他品牌创造价值。

图 37：阶梯发展模型：品牌维度（有供应链支撑）

图 38：阶梯发展模型：品牌维度（缺乏供应链支撑）



资料来源：东兴证券研究所



资料来源：东兴证券研究所

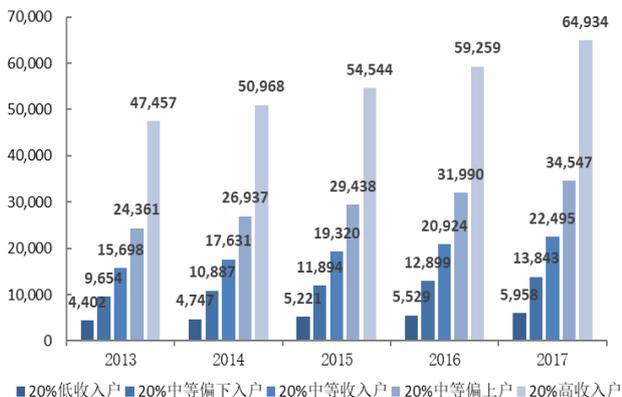
3.1 收入多元化和需求差异化促进多品牌发展

收入多元化催生了消费需求的多元化，为服装多品牌发展提供土壤。2017 年居民人均可支配收入中，20% 高收入户和 20% 低收入户的人均可支配收入分别为 64,934 元和 5,958 元，相差 10 倍左右，收入水平两级分化明显。收入的多元化催生了消费需求的多元化，价格敏感型消费者和高端化消费群体并存。企业为了扩大市场份额，有动力打造一个定位多元的需求满足体系。

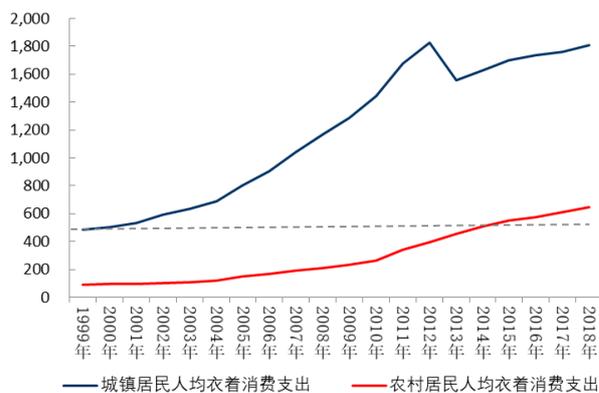
但不管是大众品牌还是高端品牌，单一品牌都面临成长的天花板。对于大众品牌而言，经过多年发展渠道数量具备一定规模，营收增速面临压力。对于高端品牌而言，营收增长的持续性同品牌定位存在内在悖论，即单一品牌一旦出现规模泛化，就会削弱客户对品牌的忠诚度，进而的限制营收规模。因此对于企业而言，能够保证稳定持续增长的最优策略就是品牌扩张，以满足不同细分市场的需求，获得增量市场。

图 39：全国居民人均可支配收入差距显著（元）

图 40：城镇与农村人均衣着消费支出差距显著



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

需求差异化为品牌多元化提供丰富的发展空间。随着收入水平的提高和消费观念升级，消费者的需求也发生了变化。在选择服装时，消费者的需求细分差异化，从基于功能、价格为主的刚性需求逐渐演变成将风格、个性纳入考虑的弹性需求。为了满足消费者差异化的需求，服装企业开发不同品牌，以覆盖不同风格、价位的市场，部分企业甚至推出了个性化定制品牌，如森马 Hey Junior 校服定制、海澜之家圣凯诺职业服定制。

图 41：服装需求差异化为品牌多元化提供发展空间

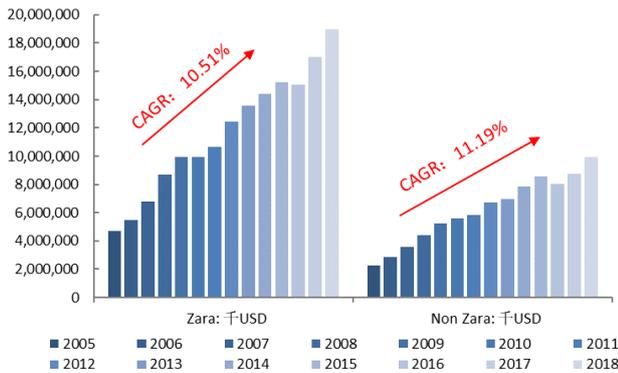


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

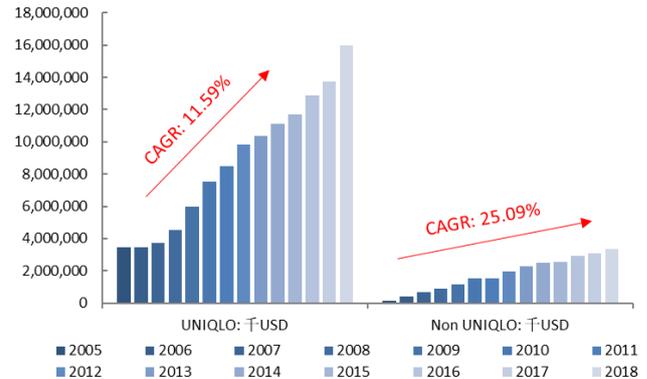
3.2 多品牌是国际休闲服饰龙头的必由之路

国外服装龙头在主品牌的基础上均进行了多品牌的业务扩张。其中 ITX 集团在多品牌矩阵策略上的布局更加积极，副品牌的发展成为支撑其 2010 年之前快速增长的重要因素。而 H&M 集团以主品牌做延伸为主，新兴品牌布局相对滞后，现阶段采取主品牌和新兴品牌同步扩张策略。迅销集团副线品牌虽然目前

规模尚小，但增长迅速，2005至2018年营收复合增长率达25.09%，远高于主品牌优衣库。

图 42：2005-2018 年 Non Zara 增速快于 Zara


资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 43：2005-2018 年 Non UNIQLO 增速显著


资料来源: Bloomberg 东兴证券研究所

3.2.1 多品牌策略一：相同业务模式下多品牌拓展客户维度

多品牌策略主要包括两种情况：一是在不同的目标市场上，对同种产品分别使用不同的品牌；二是在同一市场上，对某种产品同时或连续使用不同的品牌。在服装行业应用较多的是第一种，即不同细分市场应用不同品牌。每个品牌都是针对不同的目标细分群体进行产品设计、形象定位、分销规划，强调同类产品不同品牌之间的差异。其中第二种叫品牌延伸，即将主品牌从主打的品类应用到其他品类，比如小米就是将品牌从手机应用到家电等生活多种场景。从品牌获得方式看，发展多品牌战略的方式有两种：对外收购和内部培养。内部培养往往需要较长的时间，因为品牌力的建立需要时间积淀；而并购则需要考虑对被并购方的协同性如何。

表格 6：三大休闲服饰企业纷纷加快仓储物流建设

多品牌策略及品牌获得方式利弊比较		
品牌策略	多品牌延伸客户群	主品牌延伸拓展品类
		利：细分市场，提高市场占有率 弊：品牌营销成本增加
品牌获得方式	内部培养	外部收购
	利：内部协调性好 弊：时间较长，失败概率高	利：被并购品牌一般有一定历史和基础 弊：并购品牌协同难度高

资料来源: 东兴证券研究所

Zara 的母公司 Inditex 是典型的多品牌策略。我们发现 Inditex 的多元品牌都能适用于 Zara 的快速反应的供应链，而家居、内衣品类则在针对的消费人群上与 Zara 主品牌想契合。其扩张沿着三条主线，年龄段、价格段和同一消费群体的品类扩张。

- **年龄扩张，全面抢占年轻市场。**1991年，集团针对年轻市场推出品牌 PULL&BEAR，凭借紧跟潮流趋势的款式、平易近人的价格和较好的质量而迅速获得了青睐。1998年，Inditex 集团推出个性接头年轻时尚品牌 Bershka。目前这两个品牌收入占到集团收入的超过 15%。
- **价位段扩张，多元扩张高端市场。**1991年 Inditex 通过并购获得 Massimo Dutti 品牌，该品牌针对

都市中上阶层人群，强调面料质地于个性风格的完美结合。2008年 Inditex 集团创立定位于中高档女性消费群体的品牌 Uterque。目前这两个品牌收入占到集团收入的超过 15%。

- **品类扩张，探索内衣细分市场。**2001 年集团设立 OYSHO 品牌，共享集团内的经营方针和时尚概念，为 17 至 30 岁的中产或以上的女性顾客提供潮流时尚且高品质的女士内衣及紧身衣系列产品，同时授权商品系列、家居服、周末装，配饰以及鞋履系列。

表格 7：Inditex 集团品牌介绍（2017 年）

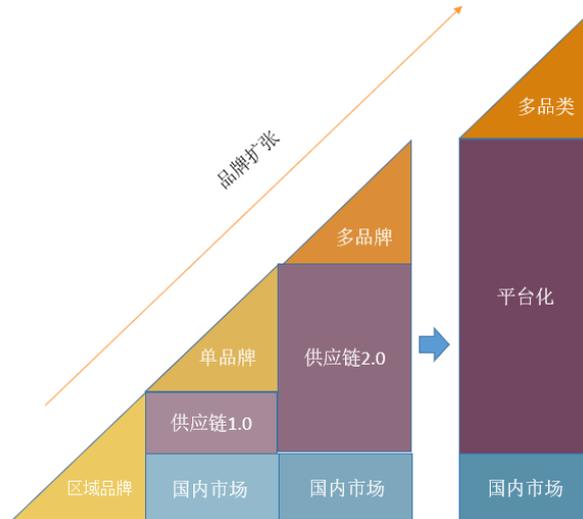
品牌	创立时间	收购/自创	品牌定位	门店数量	进驻市场	收入规模(亿欧元)
ZARA	1975	自创	低价流行旗舰品牌	2251	96	166.2
Massimo Dutti	1991	收购	成熟都市风格高端品牌	666	53	17.65
PULL&BEAR	1991	自创	低价运动年轻休闲品牌	979	77	17.47
Bershka	1998	自创	个性街头年轻时尚品牌	1098	79	22.27
Stradivarius	1999	收购	清新而富有创造力的年轻品牌	1017	76	14.8
OYSHO	2001	自创	内衣配饰、家居服、鞋履	670	65	5.7
ZARA HOME	2003	自创	家居用品室内饰品	590	75	8.3
UTERQÜE	2008	自创	主营时尚配饰的年轻品牌	90	41	0.97

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2.2 多品牌策略二：主品牌延伸拓展子品类

多品牌的第二种策略是品牌延伸，把知名产品的品牌应用到其他产品或者在同一品牌下创立多个系列，即“拓宽应用范围”。品牌延伸的经济逻辑在于：行业认可度高，消费者易接受，营销成本降低而比较容易得到收入增厚。这种品牌策略最大的好处在于将主品牌所包含的意义快速复制到其他产品上，但是另一方面这对品牌力会有削弱，同时对公司的管理能力要求高。我们的阶梯发展模型显示，发展多品类的要求高于多品牌的管理能力。服装供应链的管理是第一层，其他品类供应链的管理则需要公司具有平台能力。三大快时尚里 H&M 是典型的多品类延伸策略，而国内海澜之家和太平鸟分别推出居家用品品牌海澜优选和太平鸟巢，森马修改公司章程在经营范围中增加化妆品销售，说明国内公司都在多品类的初尝阶段，后续仍有待观察。

图 44：阶梯发展模型：向多品类进阶



资料来源：东兴证券研究所

H&M 施行以主品牌延伸为主的策略，集合店模式提升整体的店效。为提升主品牌 H&M 销售和影响力，公司在女装基础上推出男装、童装，并在 2007 年推出女鞋系列、2009 年推出家居系列、2013 年丰富运动系列、2015 年设立美妆产品业务。从推进情况来看，美妆业务开设第一年年底其产品就已在 41 个国家约 900 家 H&M 店销售，而截至 2018 年年底 H&M 家居系列产品已经在 50 个国家的 362 家 H&M 店陈列，同时拥有 8 家独立店铺。目前主品牌 H&M 在已形成时尚服饰、鞋包配饰、美妆产品、家居周边等多品类的业务发展布局。

表格 8：H&M 集团主要围绕主品牌进行拓展

品牌	品类	推出时间	店面形式	店面数
	女装	1947		
	男装	1968	集合店	4433
	童装	2012		
	家居用品	2009	集合店、独立店	362、8
	美妆产品	2015	集合店	进驻 900 家

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 中国品牌服饰龙头已具备多品牌战略的基础

3.3.1 国内服装龙头主品牌优势建立，具备发展多品牌的基础

国内服装龙头的主品牌发展已成规模，纷纷布局其他品牌。森马是多品牌发展最早的践行者，主要品牌“森马”、“巴拉巴拉”分别成立于 1996 年和 2002 年，经过多年的发展，2017 年在我国服装行业市占率分别排名第 9 和第 12，其中巴拉巴拉在童装领域排名第 1。海澜之家单一品牌优势明显，公司主要品牌海澜之家营收规模超过百亿，2017 年在男装领域市占率排名第 1。太平鸟以 20-30 岁中国时尚青年为核心客群，主品牌太平鸟女装 2017 年在女装市场占有率排名第 8。

表格 9：2017 年中国服装市场品牌市占率 Top15

排名	女装品牌	市占率	男装品牌	市占率	童装品牌	市占率
1	拉夏贝尔	1.20%	海澜之家	4.70%	巴拉巴拉	5.00%
2	优衣库	1.10%	Jack&Jones	2.30%	阿迪达斯	1.10%
3	Vero Moda	0.90%	阿迪达斯	1.90%	百事童装	0.80%
4	Only	0.90%	优衣库	1.60%	安奈儿	0.80%
5	阿迪达斯	0.90%	耐克	1.20%	塔嘀塔	0.80%
6	欧时力	0.70%	罗蒙	1.10%	迪士尼	0.60%
7	Zara	0.70%	雅戈尔	1.00%	ABC KIDS	0.60%
8	太平鸟	0.60%	GXG	0.90%	Mini Peace	0.60%
9	都市丽人	0.60%	波司登	0.90%	铅笔俱乐部	0.50%

资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

森马通过多种方式成立细分品牌，打造完善的品牌矩阵。在男装领域，公司自主开发哥来买、GSON、U. T. B 品牌，分别面向中端休闲商务人士、25-35 岁的职场青年、纽约年轻风尚。在女装领域，公司合资引入韩国高级女装品牌 It MICHAA，面向 25-40 岁都市职场白领与时尚女性。在童装领域，公司近几年陆续代理经营 TCP，合伙创立 MarColor，收购 Kidiliz，合资引进 Cocotree 等，覆盖童装领域不同年龄、价位和产品种类。此外，公司 2013 年还代理了高端品牌 Marc O' Polo，产品包含男女装、休闲装、童装等多个品类。

表格 10：森马服饰品牌矩阵

类别	品牌	成立时间	成立方式	目标群体	价位
休闲服饰	森马	1996 年	自创	16-30 岁追求时尚的年轻人	大众
	It MICHAA	2013 年	合资引进	25-40 岁的都市职场白领与时尚女性	中高端
	Marc O' Polo	2013 年	代理	精致休闲	高端
	哥来买	2014 年	自创	商务休闲男装	中端
	GSON	2016 年	自创	25-35 岁的都市男性	大众
	U. T. B	2016 年	自创	新生代年轻风尚	大众
童装	巴拉巴拉	2002 年	自创	0-14 岁儿童	中端
	MarColor	2015 年	合伙人项目	0-7 岁婴幼儿童	中端
	Hey Junior	2016 年	自创	全品类一站式校服定制	中端
	TCP	2018 年	代理	0-14 岁儿童	大众
	Kidiliz	2018 年	收购	新生儿到青少年	中高端
	Cocotree	2018 年	合资引进	7-16 岁少年	中端
梦多多小镇	2015 年	自创	为 3-12 岁孩子建造的儿童体验式创意小镇	中端	

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

海澜之家 2017 年加快多品牌布局，轻奢品牌自主孵化。2017 年公司自主开发年轻副牌黑鲸 (HLA jeans)，定位都市年轻时尚男装。创立轻奢品牌 AEX 和 OVV，分别面向 25-45 岁的都市男性和女性。童装领域，公司自创爱居兔 KIDS，参股英式童装，增资控股男生女生 (HEY KIDS)，覆盖 0-16 岁的孩童。此外，公司还参股 UR，进入快时尚行业。

表格 11：海澜之家品牌矩阵

类别	品牌	成立时间	成立方式	目标群体
----	----	------	------	------

主要品牌	海澜之家	2002年	自创	20-45岁男士
	爱居兔	2010年	自创	18-30岁都市时尚女性
	圣凯诺	2014年		高端职业服定制
年轻副牌	黑鲸 HLA jeans	2017年	自创	新一线、二三线城市 18-35岁年轻人
轻奢	AEX	2017年	自创	20-45岁都市商务男性
	OVV	2017年	自创	20-45岁都市女性
童装	英式童装	2017年	参股	0-6岁婴幼儿童
	男生女生 (HEY KIDS)	2018年	增资控股	6个月-16岁的孩子
	爱居兔 KIDS	2017年	自创	3-12岁儿童的全品类服装
快时尚	UR	2017年	参股	都市年轻人
家居生活	海澜优选	2017年	自创	一站式家居生活集合店

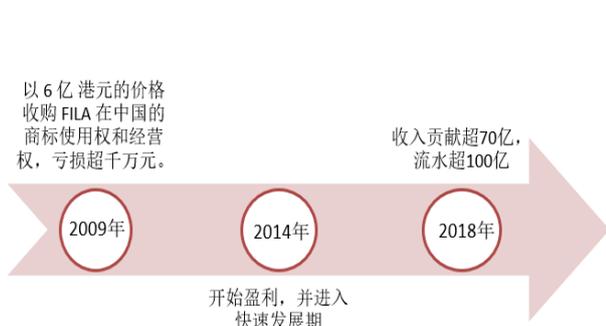
资料来源：公司公告；东兴证券研究所

太平鸟构建多品牌梯队，滚动式发展潜力足。太平鸟以 20-30 岁中国时尚青年为核心客群，从年龄、价位区间、性格特征等多个维度区分目标客群，打造细分品牌矩阵。核心品牌 PEACEBIRD 男装（1995 年）、女装（1997 年）主要针对 25-30 岁都市男性和女性，细分品牌乐町（2008 年）和 MATERIAL GIRL（2013 年）面向更年轻女性，Mini Peace 童装（2011 年）和贝甜童装（2018 年）覆盖童装领域。此外，太平鸟 2018 年通过增资控股方式试水时尚家居行业，成立品牌太平鸟·巢。

3.3.2 品牌并购是一种行之有效的扩张方式。

回顾国外时尚集团的扩张之路，以及我国成功企业的经验，我们认为并购是一种行之有效的方式。以安踏为例，安踏目前最大的成长动力来自于 FILA 品牌，公司 2009 年收购 FILA 在大中华区的运营权，直到 2014 年 FILA 才实现盈利贡献并进入快速发展期。此后公司陆续收购了 Sprandi、Descente 等品牌，并在 2019 年收购了芬兰体育用品集团 Amer Sports。安踏收购的品牌都是有较长历史品牌力仍在但是运营乏力，安踏通过整合协调为这些品牌赋能实现了品牌的新生。拥有类似品牌矩阵的还有家电巨头青岛海尔，青岛海尔通过并购实现了高中低档、海内外的全球品牌布局。

图 45: Anta 收购 FILA 历史回顾



资料来源：供司公告，东兴证券研究所

图 46: 青岛海尔全球品牌布局情况



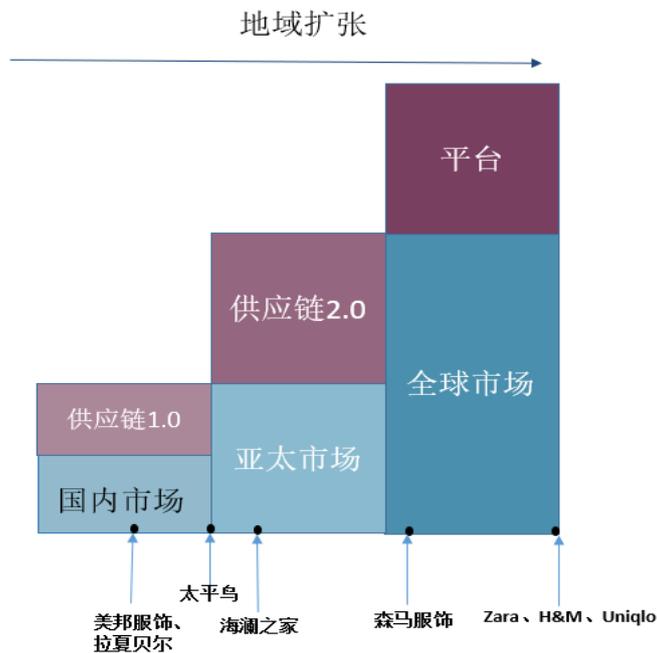
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 全球化迈向平台型第三阶段，国际服装企业集团抗风险能力陡增

4.1 阶梯发展模型：区域维度，从供应链到平台

国际品牌在供应链管理、品牌管理积累一定经验后发展为平台公司，顺利步入全球化时代。我们阶梯发展模型在区域维度上的升级显示，亚太市场的拓展和全球市场的布局分别需要“供应链”升级，以及公司向平台化的升级。国际品牌服饰企业通过在全球范围内优化供应商的覆盖范围、控制和提高供应商的生产效率、提升物流送达的速度等措施来整合和优化供应链，将本土供应链效率和渠道效率复制到全球，将“资源”转化为“统筹资源的能力”即为平台化。国内品牌，大部分还未开启全球化，海澜之家近两年加快东南亚布店进展，初步打开亚太市场；森马服饰通过收购欧洲中高端品牌切入欧美市场，我们认为未来5-10年两家公司在海外市场都大有可为。

图 47：阶梯发展模型：区域维度



资料来源：东兴证券研究所

4.2 积蓄力量再迈步伐，国外龙头在本土运营成熟后走向国际市场

进入 21 世纪，全球一体化趋势明显，龙头服装企业在本土本洲站稳脚跟后，几乎同时发力，采取相应措施，加速全球布局的脚步。从龙头企业布局前的准备和发力后的发展状况看，优秀企业发展成行业龙头，均是前期完善基础工作，如品牌储备、供应链建设等，为后期全球扩张积累资本，实现向全球化的跨越发展。

表格 12：三大快时尚品牌全球化准备及举措

公司	时间	全球化布局前的准备	全球化布局进程
----	----	-----------	---------

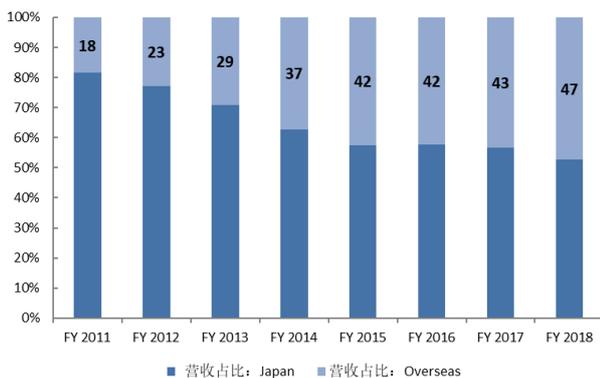
迅销 (优衣库)	2010 年	与供应商携手进行产品形象功能性升级打造高性价比形象，并通过收购丰富品牌矩培育后备品牌。	1) 在海外重视多品牌矩阵及以亚洲市场为主的全球化渠道扩张； 2) 对本土市场采取门店激励革新等方式，继续进行渠道模式的完善。
Inditex (ZARA)	2008 年	1987 年至 2008 年：建设仓储物流系统，完成多个品牌储备，进行海外布局，完成以欧洲为中心的扩张。	1) 区域重心：逐渐转移至新兴亚太市场； 2) 扩张重心：逐渐从“店铺数量扩张”向“销售面积扩张”转移；
H&M	2007 年	早期：通过平价原则和产品多元化，占领国内市场，同时构建反应灵敏的物流系统。	1) 继续执行积极扩张的政策，把重点放在以中国为中心的亚洲区； 2) 根据服装款式和流动性差别，建立不同的生产基地，兼顾低成本和流行因素；

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

4.2.1 海外龙头企业发展过程：循序渐进，厚积薄发

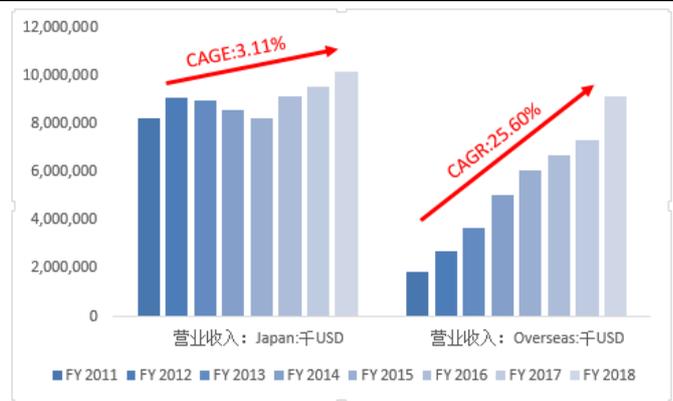
海外龙头企业发展基础良好，全球布局效果立竿见影，企业海外收入高速增长。迅销集团在 2010 年积极推进以 UNIQLO 为主重点突破中国市场的全球化扩张策略，其海外收入迅速增加，营收占比从 2009 年的 12% 增至 2018 年的 47%，2011 年以来，海外收入的 CAGR 也将近是本土收入的 8 倍；ZARA 在完成欧洲大陆的扩张后，也于 2008 年将扩张中心移至亚太地区，海外营收在经历多年徘徊后，也实现快速增长，占其营收的八成，欧洲外收入占比也由 2008 年 22% 扩大到 2018 年的 45%，海外收入的 CAGR 为 11.73%；H&M 一直推崇快速扩张策略，2007 年开始进入中国大陆以来，其欧洲区外收入占比快步增长，到 2018 年已占其全部营收的一半以上，而且欧洲区以外营收 CAGR 为 14.08%，相比欧洲区的 -2.82%，非欧洲区营收成为公司业绩增长的主动力。

图 48：2010 年开始，优衣库海外收入增加迅速



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

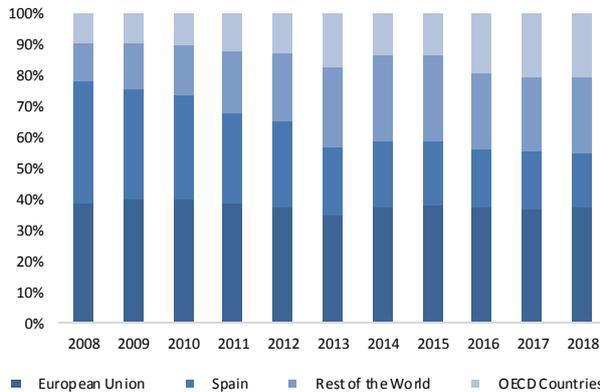
图 49：2011-2017 年，优衣库日本以外市场保持快速增长



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

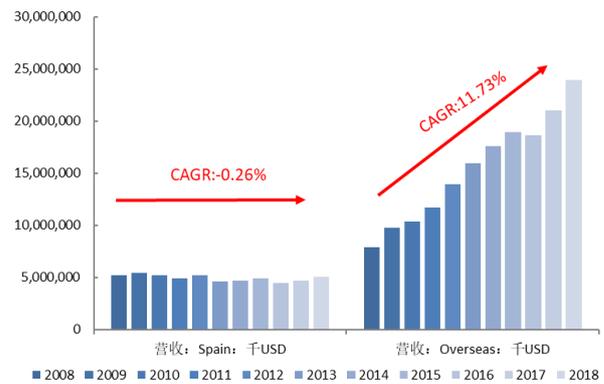
图 50：2010 年开始，ZARA 全球收入增加迅速

图 51：2008-2018 年 ZARA 海外市场收入保持快速增长



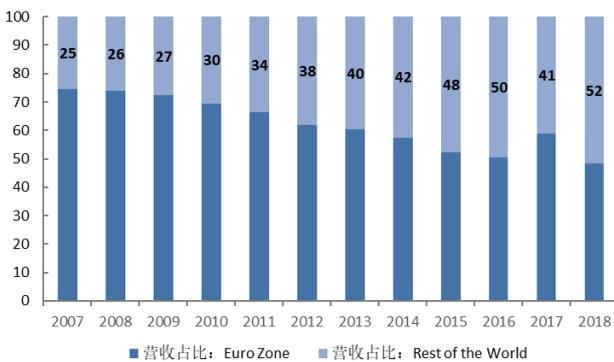
资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 52: 2007 年开始, H&M 欧洲外收入增加迅速

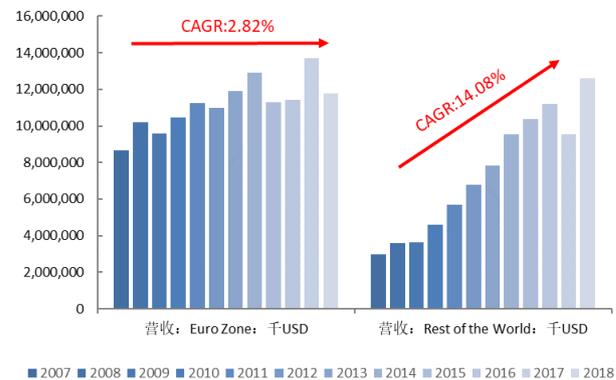


资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 53: 2007-2018 年, H&M 欧洲外市场收入保持快速增长



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

国外龙头企业在草创时期, 凭借精准的市场定位和正确的商业模式在本土市场稳健扩张, 同时布局多品牌矩阵, 完善物流系统基础建设, 逐步走向国际市场并站稳脚跟。随后在 21 世纪初加速全球布局, 迎来营收第二次高速发展的同时, 坐稳商业巨头的宝座。我们认为三家公司海外扩张的共同点: 1、首先完成品牌的升级, 将主品牌的意义进行强化; 2、在扩张步骤上, 循序渐进, 先发展周边文化相近的国家和地区; 3、海外扩张首先进行物流铺设, 保证海外业务的效率; 3、店铺管理上, 统一化管理, 同时向大店策略迈进。

表格 13: 三大国际龙头企业扩张的特点

	优衣库	Inditex (ZARA)	H&M
品牌升级	通过联手东丽集团等面料商向高性价比升级	在本土扩张时期, 就通过平价时尚因素而使人眼前一亮, 占据发展优势	一开始便秉持时尚、价格、质量三位一体的市场定位
扩张步骤	将全球扩张的重点放在以大中华区为主的亚太地区	先完成欧洲市场的占领, 然后经营以美国为重点, 进而转战亚太地区	先完成欧洲市场的占领, 然后美国和中国为重点的亚太地区

物流管理	与 Daifuku Co 建立长期全球战略合作伙伴关系，并将实现仓储和分销系统的自动化	采用联邦快递“轴幅策略”，从轴心仓库统一全球派货，节省总物流成本	由中央物流体系通过一个基于网络基础的供应商管理平台跟踪所有货物
店铺管理	积极推行大店策略，以提升坪效，实现增长动力由外延扩张向内生增长的切换	在 2012 年以后，将扩张重心逐渐从“店铺数量扩张”向“销售面积扩张”转移	非常注重店面设计及产品摆设细节，注重提高坪效

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

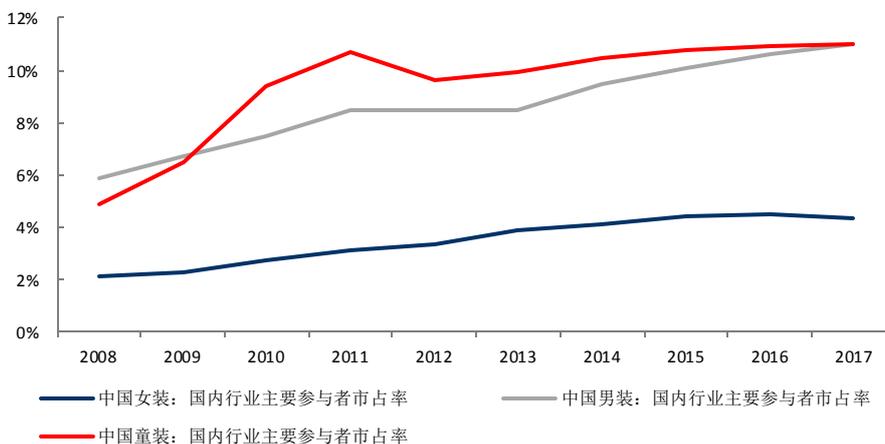
4.3 国内龙头未来将伴随“一带一路”走向国际市场

经过多年的发展，中国服饰行业发展已从外延扩张式为主的快速发展阶段步入内生式为主的优化发展阶段，增速相对放缓，随着企业的发展壮大，品牌走向更广阔的国际市场成为必然趋势。同时，作为服装行业的产业链之一，纺织制造业受到东南亚等地低成本的冲击，国际贸易形势变化和汇率波动变化，纺织服装企业在海外布局，有助于强化成本优势，提升国际市场竞争力，出海也会促进服装行业的产业升级和渠道升级。

4.3.1 国内龙头服装企业在国内市占率稳步上升，在国内市场已站稳脚跟

现阶段国内服装市场基本饱和，行业竞争也比较激烈，中国服装消费行业进入分化发展的成熟阶段。国内一些优秀品牌通过对本土商业文化的理解、发挥渠道物流方面的天然优势，在竞争激烈的中国服装市场占得一席之地。2008 年至 2017 年十年间，TOP10 中国男装、女装以及童装行业主要参与者市占率均已实现翻番增长，并保持平稳态势，说明部分国内服装品牌已经站稳脚跟。

图 54：2007-2017 年，服装行业市占率 TOP10 国内企业比重逐步增加，并且趋于稳定。



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

4.3.2 东南亚消费潜力大，将成为我国品牌服饰“走出去”的重点市场

国内服装品牌在与国际品牌竞争中，不断将国际品牌的成熟经验与对国内消费者的了解有机结合，逐渐找到自身的市场定位和风格，有效满足本土消费者的需求，并开始探索将中国品牌推向国际市场。

- 森马采取“引进来，走出去”相结合的方式，推动国际化进程。引进来方面，公司在童装领域代理引入了北美领先童装品牌 The Children's Place，全资收购欧洲领先的中高端童装集团 KIDILIZ；在成人装领域投资了美国设计师品牌 JASONWU。走出去方面，巴拉巴拉品牌将持续发展香港、中东

等区域业务，扩大市场份额。

- **海澜之家**:根据“扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球”的海外拓展计划，积极有序推进品牌国际化的进程，在马来西亚、新加坡相继开出门店，逐步打开泰国和越南市场。2017年7月，海澜之家海外第一家旗舰店在马来西亚吉隆坡开业，成为首个在海外直营男装品牌，截止2018年末公司在东南亚已开出27家门店。2018年，海澜之家实现海外收入5615.30万元，占营业收入的0.3%。
- **太平鸟**在2018年首次将秀场搬到纽约，通过T台秀的形式发布了2018春夏系列，虽然公司的海外业务尚在筹划中，但是多次在海外舞台的亮相显示了国产品牌的民族自信和民族风采。

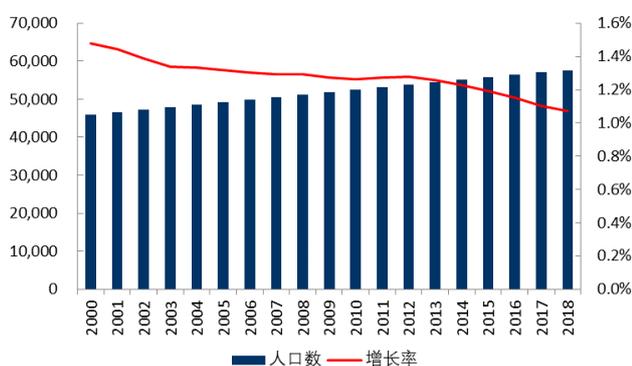
表格 14：三大休闲服饰企业海外推广计划

公司名称	年份	事件
森马服饰	2017年	首家海外网店在Jollychic开业
	2018年	代理北美TCP品牌，收购法国童装品牌Kidiliz，成立海外直营门店455家
	2019年	森马电商与阿里巴巴旗下跨境电商平台签署合作协定
海澜之家	2017年	首家海外门店在马来西亚吉隆坡开业
	2018年	进驻新加坡、泰国、越南
太平鸟	2018年	联手天猫登陆“纽约时装周天猫中国日”，首次亮相国际市场

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

文化相近、人口与经济实力兼具，东南亚服装市场蕴含潜力。中国企业多数选择在邻近的东南亚抢滩登陆。文化底蕴方面，服装输出可以理解为是文化输出的一部分，东南亚地区毗邻大中华区，与中国历史渊源颇深，中国的服装在此接受程度较高；市场格局方面，国外龙头企业在此地渗透不多，市场竞争格局宽松，东南亚所有国家人口总数超过6.5亿，相当于半个中国市场，潜力巨大，因此东南亚成为全球化布局的前瞻哨位。

图 55：东南亚人口数及增长率（万人）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 56：东南亚人均名义美元 GDP（美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4.3.3 电商业态优势显著，乘电商之风加快国际化进程

中国电商发展位列世界前列，走出国门，稳步东南亚。基于广大的消费群体和互联网技术的发展，中国

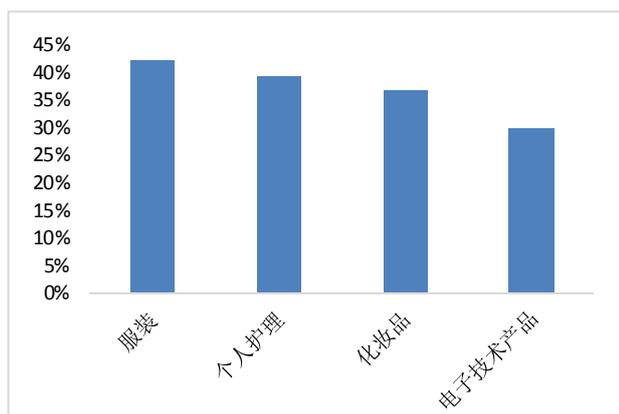
进入引领期。中国电商走出国门均把第一步迈向了东南亚，且中国互联网巨头已经在这个必争之地站稳脚跟。阿里启动东南亚电商网站 Lazada、腾讯已经直接或间接投资 Sea Group、Go-Jek、Traveloka、Pomelo Fashion、Tiki.vn，完成布局，为其他行业在东南亚的发展奠定基础。

表格 15：2018 年东南亚电商 APP 总访问量 TOP5，中国入股企业占据第一、二名

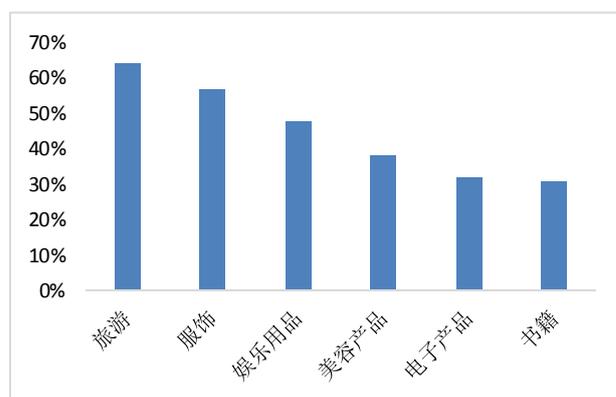
排名	电商名称	访问量（月/次）	控股公司所在地
1	Lazada	27990500	中国（阿里巴巴占股 83%）
2	Shopee	12330200	新加坡（创始人为中国人，腾讯占股 39.7%）
3	11street	6437600	韩国
4	Lelong	5221300	马来西亚
5	Zalora	1817200	德国

资料来源：雨果网，东兴证券研究所

东南亚电商发展迅速，服装需求巨大，二者结合会产生“1+1>2”的效果。2018 年，电商领域成为东南亚地区增长最快的行业之一。Lazada、Shopee 和 Tokopedia 等网购平台的发展推动了该地区电商行业崛起。与此同时，据 Priceza 平台调查数据显示，时尚服装和电子设备是东南亚消费者最感兴趣的商品种类，且用户在经过多次搜索比价之后才会决定最终购买。东南亚国家中，泰国最受用的电商品类为服装；在新加坡市场，排名前二的分别为旅游和服装；在马来西亚市场，时装、美妆、玩具类产品属热销品类。

图 57：泰国最受欢迎产品增长率，服装居首。


资料来源：Priceza 平台，东兴证券研究所

图 58：新加坡最受欢迎产品增长率，服装居第二位。


资料来源：Priceza 平台，东兴证券研究所

海澜之家走出国门入乡随俗，推出“平台+品牌”模式，未来可期。服装企业出海，多采用平台+品牌的方式，既可以进行细分市场的扩张，也给未来市场拓展留下空间。品牌矩阵的形成降低海外拓展的风险，形成协同效应。以海澜之家为例，在营销方面，公司立足多品牌发展，抢先布局社交电商领域，先后进驻云集、贝店、小红书、环球捕手等多个社交电商平台，积极尝试“视频客服”的新服务模式，将品牌的优势与互联网思维相结合，通过多维度数据的分析，向消费者推送更为精准的产品选择；在营销管理方面，从门店的设计入手，基于东南亚本土习惯，区别于其国内门店的整体风格，使国外门店更具国际质感；服装款式方面，海澜之家针对东南亚市场特点，加大了 T 恤、薄款夹克等产品的研发和铺货。

图 59：海澜之家的网络营销图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 60：海澜之家入驻泰国



资料来源：TEXHR 纺织人才网，东兴证券研究所

图 61：海澜之家在新加坡的门店



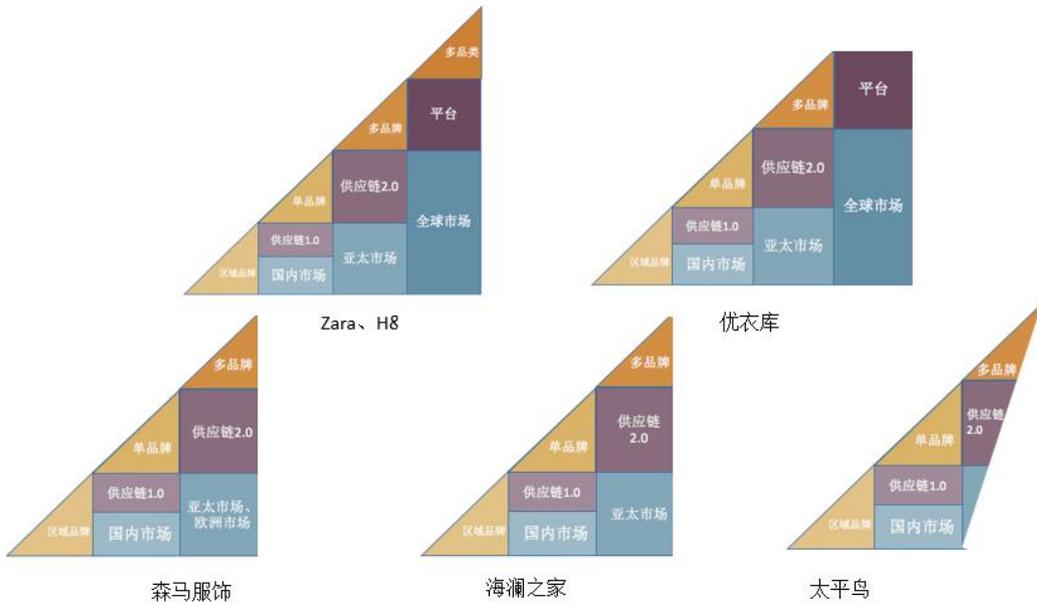
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 国内龙头有望像国外龙头一样实现估值提升

5.1 国外龙头“补完计划”完成，估值实现上行

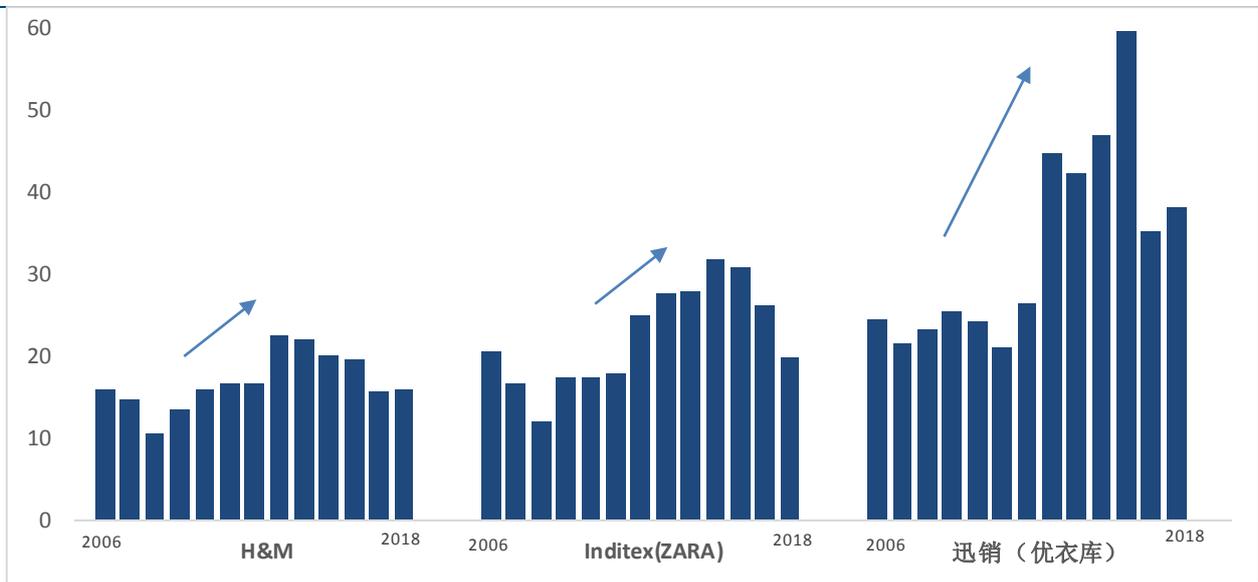
国外三大快时尚公司在 2012 年后经历估值提升。步入 21 世纪，国外时尚服饰龙头公司均具备了一定的业务规模，从解体模型看，基本到达阶梯顶端实现“补完计划”，在此基础上公司的估值有所提升。从数据看，2012 年后三大快时尚品牌的估值均迈上一个新台阶，此后保持在较高水平。近三年优衣库的 P/E 值保持在 40 左右，傲视群雄；ZARA 和 H&M 的 P/E 值常年稳定在 18-32 的区间内。

图 62：海外快时尚基本实现阶梯模型，国内公司处在补完过程中



资料来源：东兴证券研究所

图 63：海外龙头服装企业 2006 年至 2019 年 P/E 值

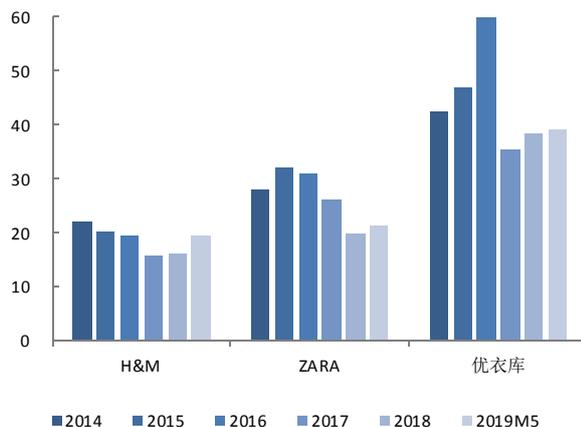


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

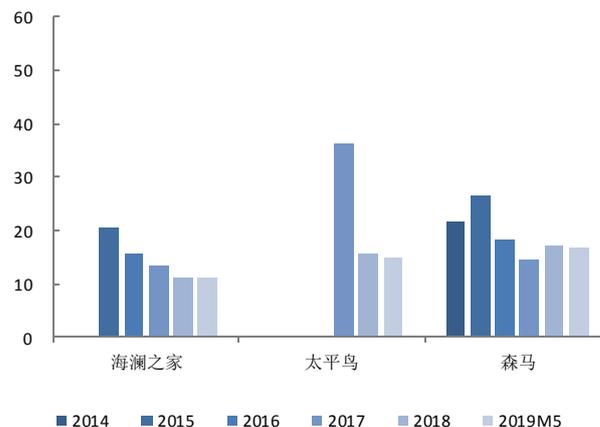
横向比较近五年来国内外服饰龙头企业的 P/E 值，国外服装龙头企业的市盈率值明显高于国内企业。与三大快时尚公司的估值相比，国内三家龙头企业估值较低：海澜之家自 2014 年上市后，P/E 值持续走低；森马和太平鸟的 P/E 值波动起伏较大，且总体呈下降趋势。近两年三家企业的 P/E 值均跌至 20 以下，国外龙头企业 P/E 值大体是国内企业的 2-4 倍。

图 64：国外龙头服装企业 P/E 值

图 65：国内龙头服装企业 P/E 值



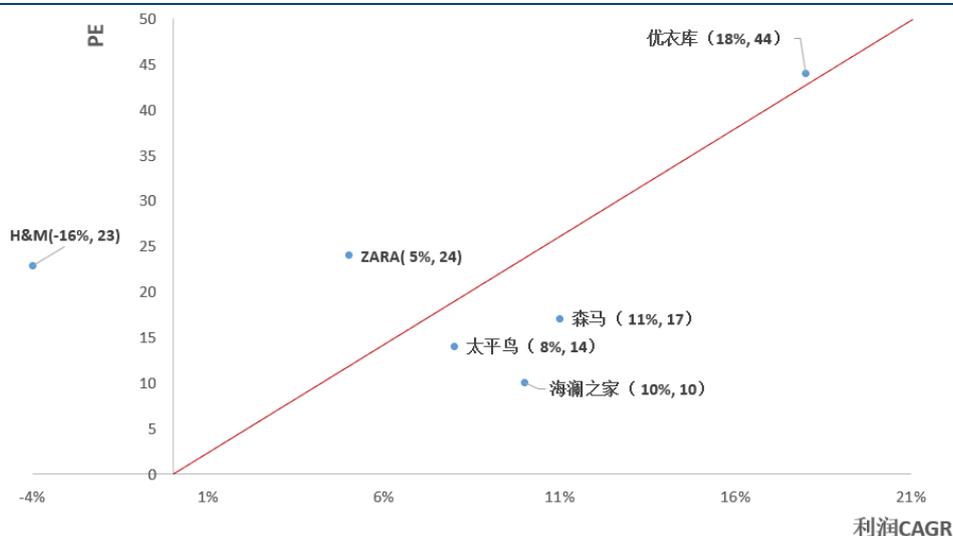
资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

国外龙头企业业务规模较大, 业绩增速较平稳, 但增速较国内企业慢。从国内外服饰龙头企业 2014—2018 年净利润复合增长速度看, 优衣库保持双位数增长, ZARA 则维持在低单位数增长, H&M 伴随着营销策略的改变, 净利润一度出现下滑。国内的海澜之家、太平鸟、森马的复合增速在 10% 左右, 均维持增长态势。从业绩增速与估值的匹配角度看, 国外企业的享有明显的估值溢价。

图 66: 国内外龙头服装企业 2014 至 2018 年净利润 CAGR



资料来源: Wind, Bloomberg, 东兴证券研究所

5.2 压制国内龙头估值的行业因素无需悲观

我们认为, 国内品牌服饰龙头的估值明显偏低的原因有两点。行业增速方面, 我国服装行业经历快速发展期后, 正进入成熟期, 行业增速不可逆的放缓压制了整个行业的估值水平。行业格局方面, 我国的品牌服装受到奢侈品和快时尚品牌的压制。但在新的竞争环境下, 品牌服装行业也面临洗牌: 近几年快时尚品牌在中国扩张速度放缓, 冲击减弱, 一些品牌如 forever21 甚至退出中国市场。与此同时, 国产品牌正迎头赶上, 年轻人对国牌的好感度提升。

5.2.1 国际龙头均诞生于行业成熟发展阶段

从服装的零售数据可以看到我国服装行业发展经历了提速期、快速发展期，目前进入比较成熟的发展阶段。2001年至2006年，服装类零售总额增速由10%左右上涨至20%左右，服装行业发展提速；2007年至2012年，服装行业高速发展，服装类社零总额增速保持在18%—26%；2013年至今，服装行业增速减缓，步入稳定发展期。

除了经济发展状况外，我国社会背景、消费趋势等均与美国、日本的七八十年代类似，人们的物质需求逐渐得到满足，开始追求精神消费，使得服装产业朝着个性化方向发展。在此背景下，优秀企业抓住新的消费者需求，通过品牌设计、产业布局等方面的优势，在服装产业成熟期内稳步前进，逐渐发展成龙头公司。

5.2.2 国际品牌在国内仍强势，但国产品牌在快速迎头赶上

快时尚品牌凭借设计、供应链等方面的优势，在中国实现迅速发展，但目前阶段出现分化。21世纪初，快时尚先进的供应链体系使得国内品牌在快时尚品牌的冲击下抵抗乏力，快时尚品牌轻松占领中国市场。但是目前阶段，快时尚品牌在快速占领中国的过程中问题日渐暴露，扩张速度放缓。

表格 16：快时尚品牌现阶段在中国发展遇到的困难

层面	具体表现
产品	快时尚品牌注重设计，追求时尚，更新换代速度快，价格优惠亲民，但商品质量受到诟病增加。
销售	互联网快速发展使得海量的信息同时到达消费者面前，服装品牌的竞争因此变得越来越激烈。
设计	快时尚品牌设计一直存在抄袭大牌的嫌疑，国内品牌在设计方面的功力反而在增强。

资料来源：东兴证券研究所

国内服装企业经历低谷期后，进入回暖上升期，国人对国牌的好感度正逐步上升。国内服装市场竞争加剧，国内服装企业被迫转型，积极寻找新的营运模式及盈利增长点。相比外来快时尚品牌，国内品牌对本土商业文化的理解具有天然优势，更易深入本土市场。目前国外快时尚品牌在国内扩张速度放缓，新晋品牌进入壁垒高，国内品牌渠道扩张持续。

表格 17：国内品牌积极转型的举措

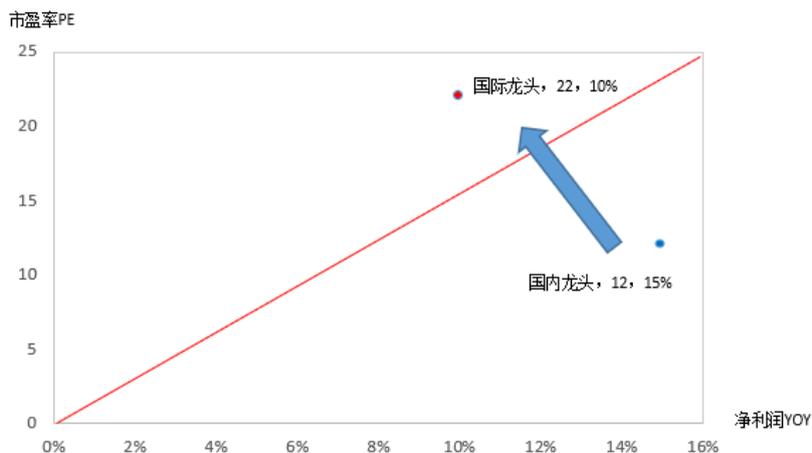
品牌	措施
李宁	凭借着国潮之势三登国际时装周
森马	升级店铺形象，减少同质化、加大差异化
UR	采用买手主导产品设计的开发模式，每周每店进行两次更新
太平鸟	推出多个子品牌以满足不同群体的购买需求

资料来源：东兴证券研究所

5.3 修炼内功，国内休闲服饰终将享受估值提升

通过本报告第二到第四部分的分析，我们认为国际公司通过供应链的打造，完善了商业模式，实现了估值的第一步升级。在公司成为平台公司以后，开始走向全球化、多品牌，打开了成长的天花板，也打开估值的天花板。国内休闲服饰龙头，目前基本完成打基地实业具备较为成熟的管理能力，已具备了开展海外业务、多品牌业务的能，在海外收入占比提升、多品牌协同显效，将最终实现业绩和估值的双升。

图 67：国内休闲服饰龙头有望对标海外龙头



资料来源：wind，东兴证券研究所

注：国际龙头部分用三家快时尚最近一个财年净利润增速、市盈率平均数，国内龙头用森马服饰、海澜之家、太平鸟

6. 投资建议

A 股品牌服饰企业 PE 估值历史维度和中外对比维度都处在较低位置，中长期关注具备供应链优势和具备多品牌、全球化布局潜力的公司。服装行业整体的增速虽然出现不可逆的放缓，但是从格局看国际品牌对国产品牌的冲击在减弱，国产品牌呈快速追赶之势。复盘和比较国际三大快时尚的成长之路，我们认为国内品牌服饰的供应链建设正在如火如荼地开展，对于国内市场已占据一定市场份额的品牌服饰龙头，发展多品牌和走出国门发展成为全球化品牌将是未来的发展之路。

6.1 森马服饰 (002563.SZ)

国内成人休闲装和童装双龙头，双轮驱动公司发展动力足公司双主品牌皆具领先优势。(1) 森马品牌定位时尚、高性价比的大众休闲服饰，2017 森马在我国服装行业市占率、男装行业、女装行业市占率分别达 0.5%、0.8%、0.6%，排名皆进入前十名。(2) 巴拉巴拉童装，产品定位在中等收入小康之家。2017 巴拉巴拉在我国童装市占率为 5.0%，排名第 1，较第二名阿迪达斯童装市占率高 3.9pct，领先优势明显。

供应链管理精细化，提升效率和盈利能力。森马服饰自 2014 年开始优化供应链管控体系并配合以订货模式调整，从前端入手控制采购成本、提高供应链反应效率。首先，公司自 2014 年开始削减供应商数量，由最初的 600 多家到目前的 300 家。其次，优化供应商提升品质基础上，通过快反模式提升畅销款的反应速度。最后，在订货会模式上进行调整以适应新的供应链，分步实施高频分散化订配货机制，每年的订货次数由原来 4 次改为 4+4 次，降低初始订货比例增加现货比例。

发持续高投入，产品品类丰富支撑持续增长。森马和“巴拉巴拉”品牌定位中档，受众群体大，如何满足多种需求是对公司最重要的考验。2018 年公司研发支出 3.64 亿元，投入规模远高于同行业公司。为满足消费差异化需求，森马服饰和巴拉巴拉在产品品质、版型、时尚性方面进行提升，产品品类和款式多样性也得到提升，为公司的持续增长提供了坚实基础。目前公司上新频率增加，每年 SKU 预计在 8000-10000 个。

成功的品牌服装运作经验，未来多品牌发展可期。经过在森马品牌和巴拉品牌上的管理经验积累，公司

的模式已较为成熟，公司也将通过自主培养和收购进行管理复制和输出。2018年森马服饰加快了在童装行业的品牌布局，公司代理美国童装龙头The Children's Place品牌，并购法国高端童装品牌Kidiliz。未来公司的增长将多点开花。

盈利预测：预计2019年、2020年的收入增速为31.23%（内生增速15%）、13.58%，业绩增速为15.81%、17.06%。2019年PE不到16倍，维持“强烈推荐”评级。

公司风险提示：品牌整合不及预期，休闲装拖累公司整体增速。

6.2 海澜之家（600398.SH）

男装起家，多元化、国际化发展扎实推进，公司将实现跨越式发展。公司男装品牌海澜之家作为国民男装的位置难以撼动，公司通过并购扩展童装、自主培养轻奢品牌，目前多品牌布局已初步建立。主品牌海澜携手轻奢品牌OVV和年轻品牌黑鲸一起走出国门，目前公司海外店已超过40家，未来海外收入的贡献将越来越明显。公司多品牌、国际化形象越来越清晰，将步入新的发展阶段。

可转债项目信息化、仓储园建设稳步推进，助力公司保持持久竞争优势。2018年公司发行可转债进行产业链信息化升级项目、物流园区建设项目等的建设。上游生产端，公司对供应商进行管理输出，强化高性价比优势；信息化项目进行供应链端数据对接，和供应商合作更高效。门店端有节奏的进行智慧门店建设，强化门店效率优势。我们认为随着公司可转债项目推进公司的竞争优势将进一步强化，为公司平台化发展提供坚实基础。

短期内第二次推出回购方案，公司长远发展信心足。本次回购的资金总额在6.90-10.36亿元，全部来源于公司自有资金，回购的股份将全部予以注销。本次回购预计股份数量约8633万股，约占目前公司总股本的1.95%。截至2019年6月16日，公司刚完为期6个月的第一期回购，回购资金总额6.67亿元；时隔一月公司便再次发布回购方案。本次回购方案从各方面都彰显出公司对自身业务发展十足的信心。**盈利预测：**预计公司2019-2021年实现营业收入208.07、221.32、234.38亿元；归母净利润分别为38.48、41.79、44.38亿元，对应PE分别为11.05X、10.17X、9.58X。目前估值明显低估，维持“推荐”评级。**公司风险提示：**新品牌培育周期过长。

6.3 太平鸟（603877.SH）

主品牌潮流引领，副品牌良性成长，多品牌梯度合理。公司核心品牌为PB男装和女装，合计收入占比72.5%，近两年Peacebird品牌引领国潮崛起，太平鸟*PEPSI、太平鸟*芝麻街的联名款等，都与年轻人当下喜欢的文化元素密切相关，易受到年轻人的追捧。其他品牌乐町和Material Girl定位不同风格少女装，Mini Peace和贝甜童装乘行业之风增长良好。太平鸟的品牌梯度合理保证公司递进式发展。

TOC全面推行，公司运营效率持续提升中。2018年公司在服饰全品牌推行实施TOC模式，以“聚焦TOP款”为核心目标，从而使各个品牌TOP30畅销款的平均折扣率较2017年度均有所提高，售罄率方面较2017年有明显提高。随着TOC模式的全面推进，公司的运营效率和盈利能力都将有所提升。

渠道调整接近尾声，新店贡献可期。截止2018年末，公司的线下门店数量为4,594家，全年净开店343家，店面数增长8.07%。2018年公司结合宏观经济形势和市场变化，主动调整年初制定的拓展计划，适当控制开店规模，不断优化渠道结构，至年末购物中心门店总数突破1700家，占比达37%。直营店和购物中心新开店较多情况下，公司2019年收入得到较好保障。

盈利预测：预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为88.22亿元、99.01亿、109.64亿元；归母净利润分别为7.07亿元、8.18亿元和9.67亿元；EPS分别为1.47元、1.70元和2.01元，对应PE分别为13.12X、11.34X和9.59X。维持“推荐”评级。

公司风险提示：出生人口下滑超预期，消费承压下服装品牌高端化受阻。

7. 风险提示

宏观经济压力下服装行业继续承压，行业竞争加剧。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	服装产业：设计师品牌引领个性化消费新时代	2019-5-30
行业	品牌服装行业深度报告：前路非坦途，良驹至千里	2019-04-03
行业	童装行业深度：瞄准“宝贝经济”，品牌童装发展正当时	2019-02-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构，覆盖大消费行业研究，2019年1月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。