

纺织服装行业

复盘国内休闲服行业的变迁，展望休闲服行业未来发展

分析师：赵颖婕

分析师：糜韩杰



SAC 执证号: S0260518070004



SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn



mihanjie@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。

核心观点：

● 国内休闲服行业市场规模大，集中度较低

休闲服行业是服装市场中较为重要的细分行业，截至 2017 年，国内休闲服行业市场规模达 7250 亿元，市场规模较大，具有较高的发展潜力。从行业竞争格局来看，休闲服行业各类品牌的市占率都较低，行业竞争格局较分散。

● 国内休闲服行业的发展历史

90 年代以佐丹奴、班尼路为代表的香港休闲服品牌开创中国休闲服零售连锁先河，20 世纪初以森马、美特斯邦威为代表的国内休闲服品牌通过当红明星代言打响知名度，2006-2015 年海外 ZARA、优衣库等品牌进入中国，掀起“快时尚”风潮，2016 年至今，休闲服行业景气度有所下行，各品牌表现分化，但国内外品牌差距逐渐缩小。

● 各阶段休闲服行业龙头公司的成功原因分析

①在 2012 年之前，休闲服行业快速增长，各品牌享受行业红利。品牌公司通过轻资产运营、明星代言增加品牌影响力以及线下经销加盟方式等快速占领市场。②在 2012-2016 年期间，休闲服行业竞争加剧，进入精细化管理时代。以优衣库和 ZARA 为代表的国际快时尚品牌获得了快速发展，主要因为其在品牌方面定位精准且有全球影响力；在渠道方面享受商业地产红利，线下渠道快速扩张；在零售管理方面，重视门店经营，具有较强零售运营能力；在供应链方面，具有与品牌定位相符合的高效供应链体系。③2016 年至今，休闲服行业品牌表现分化，行业进入发展的新周期。国货兴起以及二三四线城市消费崛起，以及线上线下渠道融合发展的趋势，都为国内品牌带来更多的发展机会，与此同时，国内品牌在零售、供应链等方面持续提升，建立竞争优势。

● 国内休闲服行业发展展望

展望未来，我认为国内休闲服行业仍然具有较大发展空间，未来集中度有望提升，国内品牌在国内市场以及海外市场都有发展潜力，定位大众市场、具备精细化运营能力和多品牌运营能力的品牌公司有望获得更好的发展。

● 投资建议

建议关注休闲服龙头公司森马服饰和太平鸟。森马服饰拥有童装和休闲装两块业务，其中童装业务以巴拉巴拉品牌为主，是国内最大的童装品牌，未来有望受益于行业集中度提升，休闲装业务以森马品牌为主，是国内领先的休闲装龙头之一，近年在很多同行收入规模大幅萎缩的情况下，公司积极调整实现了休闲装业务的增长，未来在产品、渠道、营销等方面的改革有望推进休闲装业务的二次增长。太平鸟是中档休闲服龙头公司，旗下品牌矩阵涵盖男装、女装、童装等多品牌多品类。公司在品牌方面梯队建设较好，品牌矩阵持续丰富，在渠道方面率先布局购物中心、电商等新业态，聚到均衡发展，在供应链方面，持续推广 TOC 项目，提升产品售罄率、折扣率，公司存货周转率、毛利率持续改善，经营效率持续提升。

● 风险提示

终端销售不景气风险；行业竞争加剧风险；库存风险；天气变化风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
森马服饰	002563.SZ	人民币	12.09	2019/8/29	增持	15.62	0.71	0.86	16.99	14.10	9.36	7.78	16.13	18.03
太平鸟	603877.SH	人民币	14.07	2019/8/20	增持	16.9	1.30	1.54	10.79	9.12	6.72	5.24	15.05	15.11

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

1 国内休闲服行业市场规模大，集中度较低	6
2 国内休闲服行业的发展历史	6
2.1 90 年代：香港休闲服品牌开创中国休闲服零售连锁先河	6
2.2 20 世纪初：国内休闲服品牌通过当红明星代言打响知名度	8
2.3 2010-2015 年：海外快时尚品牌进入中国市场，掀起“快时尚”风潮	9
2.4 2016 年至今：休闲服行业景气度有所下行，各品牌表现分化，但国内外品牌差距逐渐缩小	11
3 各阶段休闲服行业龙头公司的成功原因分析	15
3.1 2012 年之前：增量市场，各品牌快速扩张	15
3.2 2012 年-2016 年：竞争加剧，行业进入精细化管理时代	16
3.3 2016 年-至今：品牌分化，行业进入发展的新周期	22
4 国内休闲服行业发展展望	25
4.1 国内休闲服饰行业仍然具有较大发展空间，未来集中度有望提升	25
4.2 国内品牌在国内市场以及海外市场都有发展潜力	26
4.3 定位大众市场、具备精细化运营能力和多品牌运营能力的国内休闲服品牌公司有望走出来	27
5 投资建议	29
6.1 终端销售不景气风险	30
6.2 行业竞争加剧风险	30
6.3 库存风险	30
6.4 天气变化风险	30

图表索引

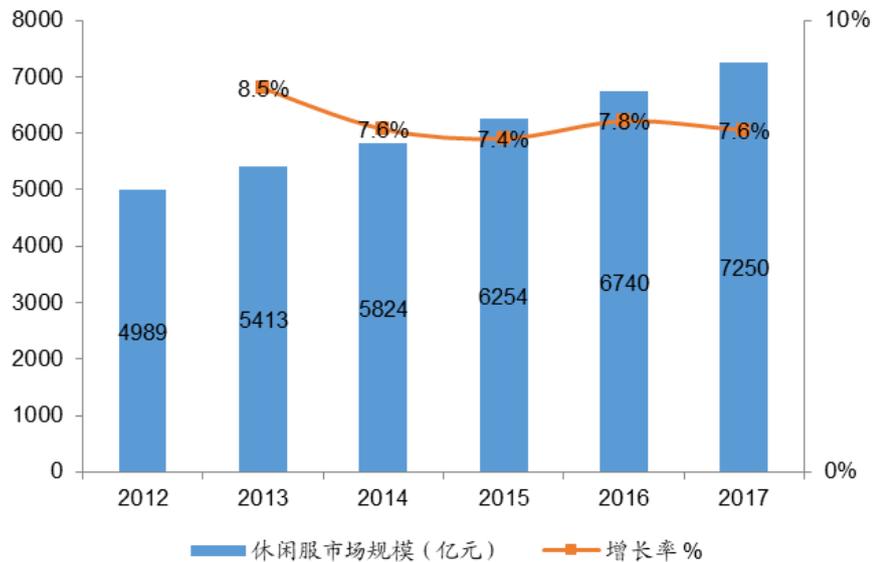
图 1: 中国休闲服行业规模及增速	6
图 2: 太平鸟品牌营收及增长情况	13
图 3: 太平鸟各渠道零售额占比	13
图 4: 森马服饰旗下休闲服品牌营收及增长情况	15
图 5: 一般服装专卖店和优衣库的商品分布	16
图 6: 中国商业不动产投资增速	18
图 7: 商业不动产新开工面积增速	18
图 8: 一二三四线城市购物中心总存量及增速	18
图 9: 一二线城市购物中心空置率	18
图 10: 开业购物中心面积及增幅	18
图 11: 单购物中心销售 2012-2016 年复合增长率 (成熟万达广场为例)	18
图 12: 直营店零售坪效 (万元/平方米)	19
图 13: 各品牌直营店铺数量占比	20
图 14: 2016-2018 年 TOP100 搜索词中品牌关联词搜索量占比	23
图 15: 服装线上增速高于服装行业及消费品行业增速	24
图 16: 网络零售社会消费品零售额占比	24
图 17: 各国服装消费人均件数	26
图 18: 各国服装平均价格	28
表 1: 休闲服品牌在中国销售情况	6
表 2: 佐丹奴品牌在中国大陆地区门店情况	7
表 3: 香港休闲服品牌基本情况	7
表 4: 美特斯邦威和森马品牌 2012 年前代言人情况	8
表 5: 美邦和森马店铺情况	9
表 6: 国际快时尚公司在中国地区店铺数量及占比	9
表 7: 各品牌中国大陆地区销售收入增速 (%)	10
表 8: 各品牌中国大陆地区店铺数量情况	10
表 9: 主要快时尚品牌近年在中国地区新开店情况	11
表 10: 各品牌价格带情况 (单位: 元)	13
表 11: 太平鸟旗下主要品牌情况	14
表 12: 太平鸟各个渠道零售额 (亿元) 及增速	14
表 13: 森马服饰线上销售情况	15
表 14: 全球市值前十的服装品牌	17
表 15: 各服装品牌存货周转率	21
表 16: 优衣库及 GU 品牌供应商 (截至 2018 年)	21
表 17: 各线城市 2017 年消费金额同比及占比情况	23
表 18: 国际与国内品牌各线城市渠道分布情况	23
表 19: 森马服饰直营店数据情况	25

表 20: 太平鸟连续开业 12 个月以上直营门店平均单店营收及增速	25
表 21: 中美日市占率第一的服装公司情况	26
表 22: 2018 年各国服装品牌公司市占率排名情况	26
表 23: 全球主要休闲服品牌市值达千亿时间	27
表 24: INDITEX 公司品牌布局.....	28
表 25: Fast Retailing 公司品牌布局.....	29

1 国内休闲服行业市场规模大，集中度较低

休闲服行业是服装市场中较为重要的细分行业，截至2017年，国内休闲服行业市场规模达7250亿元，市场规模较大，具有较高的发展潜力。从行业竞争格局来看，休闲服行业各类品牌的市占率都较低（通过比较休闲服行业总规模和休闲服公司的营收），行业竞争格局较为分散，且市场上存在很多国际品牌的竞争。

图1：中国休闲服行业规模及增速



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

表1：休闲服品牌在中国销售情况

公司	营收 (亿元)	店铺数量
Fast Retailing	204.87	633
拉夏贝尔	101.76	9269
H&M	82.01	530
美邦服饰	76.77	3791
森马服饰 (森马品牌)	67.92	3628
太平鸟 (剔除童装、家居品牌)	67.33	3666
赫基中国	65.90	3046

数据来源：WIND, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：赫基中国营收和店铺数量数据为2017年，森马服饰和美邦服饰店铺数量数据为2017年，其他数据为2018年

2 国内休闲服行业的发展历史

2.1 90年代：香港休闲服品牌开创中国休闲服零售连锁先河

90年代中国大陆地区休闲时尚品牌较少，比如男装的主流服饰为商务正装，年轻消费者的需求得不到满足，以班尼路、佐丹奴、堡狮龙为代表的港资休闲服品牌进军内地市场，填补了休闲时尚服装的空白，获得了快速的发展，成为最早的中国休闲时尚服饰巨头。

港资休闲服品牌中，打头阵的是佐丹奴。香港品牌佐丹奴创立于1981年，1992年开始该品牌进入中国内地市场，并且开创了国内休闲服零售连锁的先河，开拓了中国休闲服市场的发展。从1992年至2000年，佐丹奴品牌在中国大陆地区店铺数量从3家发展到了357家，平均每年开店数量达44家，且大部分的店铺都是经销加盟店，1999年直营店仅10家，到了2000年直营店也不过30家，占比不到10%。

表2: 佐丹奴品牌在中国大陆地区门店情况

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
门店总数	3	21	40	93	120	170	211	253	357
直营店	3	6	6	9	10	10	10	10	30
经销加盟店	0	16	34	84	110	160	201	243	327
直营店占比	100%	29%	15%	10%	8%	6%	5%	4%	8%

数据来源：公司公告（年报），广发证券发展研究中心

虽然佐丹奴进入中国内地最早，但是港资休闲服中知名度最高、发展最好的品牌是班尼路。班尼路原本是一个创立于1981年的意大利品牌，1996年香港德永佳集团收购班尼路及其商标，并将其进行重新包装，创立了班尼路集团有限公司及BANLENO（班尼路）休闲服饰品牌。虽然较先锋品牌佐丹奴进入中国内地市场更晚，但是班尼路的发展速度超越了佐丹奴，成为中国内地知名度最高的香港休闲服品牌。班尼路品牌之所以成功，主要有四个方面的原因。第一，产品品质佳。背靠生产、销售针织色纱及针织布起家的德永佳集团，班尼路品牌产品质量得以保证，生产成得以降低。第二，品牌定位清晰。定位18-40岁年轻客群的大众时尚休闲服饰，满足当时相对空白的服饰领域，旗下品牌组合有班尼路、生活几何（S&K）、互动地带（I.P.ZONE）、衣本色（ebase）等六大品牌。第三，品牌营销强。通过邀请明星代言获取品牌知名度，代言明星从刘德华、王菲、张曼玉到F4等，都是家喻户晓的明星。第四，渠道扩张迅速。班尼路在内地经营采用两种方式：一是与当地国营商业企业合作成立合营公司，二是用特许经营的方式发展加盟连锁店。通过合营公司和特许经营的方式能够减少班尼路扩张成本，加快了扩张速度，并且当地公司更熟悉本地政策和市场，班尼路在不同区域有不同的合作对象，在广州与友谊合作，在重庆与大生合作，在北京与兴宇合作，在上海与海文合作。快速的渠道扩张使得班尼路迅速占领了核心城市的核心商圈，抢在其他品牌发展之前获取了先发的渠道优势。

从90年代开始，香港休闲服饰品牌在中国内地取得了迅速的发展，除了前面提到的佐丹奴和班尼路，真维斯品牌和堡狮龙品牌也乘着休闲服饰行业在中国内地的崛起而得到了快速的发展。繁荣的景象一直持续到了2011年到2012年，当时班尼路品牌在中国内地店铺数量已经高达4044家，销售收入达58.11亿港元，真维斯、佐丹奴和堡狮龙在中国内地店铺数量分别为2796、1372家和771家，销售收入分别为20.31亿港元、20.29亿港元和6.56亿港元。

表3: 香港休闲服品牌基本情况

	成立时间	上市时间	巅峰时期中国大陆地区销售情况			2018年中国大陆地区销售情况	
			年份	门店数量	销售额(亿港元)	门店数量	销售额(亿港元)
班尼路	1981年	1996年(注1)	2012年	4044	58.11	2183	27.67
真维斯	1972年	1996年(注2)	2011年	2796	47.30	1212	20.31
佐丹奴	1981年	1991年	2011年	1372	20.29	937	12.93

堡狮龙	1987年	1993年	2011年	771	6.56	164	3.41
-----	-------	-------	-------	-----	------	-----	------

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注 1: 班尼路被上市公司德永佳收购为子公司时间

注 2: 真维斯原为澳洲品牌, 1990 年被旭日企业收购, 旭日企业于 1996 年在港交所上市

2.2 20 世纪初: 国内休闲服品牌通过当红明星代言打响知名度

香港休闲服品牌作为中国内地休闲服行业的先驱享受了行业快速增长的红利, 内地的休闲服品牌看到了休闲服行业的巨大市场, 也开始学习香港休闲服品牌轻资产的运营模式和虚拟经营的理念, 品牌快速发展, 进入了大众视野, 森马和美特斯邦威是其中的佼佼者。

美特斯邦威品牌创立于1995年, 在各类休闲服品牌层出不穷的时代, 美特斯邦威品牌通过邀请大牌明星代言人的营销方式, 获得了年轻消费者的喜爱。2000年美特斯邦威邀请花儿乐队成为其品牌代言人, 从此走上了邀请明星代言人的道路, 2001年6月, 香港“四大天王”之一的郭富城成为美特斯邦威的品牌形象代言人, 2002年底, 美特斯邦威邀请当红歌手周杰伦为其品牌代言, 广告词“不走寻常路”红遍大江南北。美特斯邦威的当红明星代言人开创了内地品牌营销的先河, 其他内资休闲服品牌争相效仿。2003年, 创立时间仅比美特斯邦威晚一年的森马品牌邀请香港小天王谢霆锋作为其品牌代言人, “穿什么, 就是什么”的广告词也让森马品牌打入了年轻人的心。在明星代言人的营销下, 美特斯邦威和森马等内资品牌知名度迅速提升, 同时在学习港资休闲服品牌通过加盟渠道扩张的模式, 美特斯邦威和森马的线下店铺数量也快速发展, 2012年的巅峰时期美邦服饰(含Me&City品牌)店铺达5220家, 森马品牌店铺数量达4420家。

20世纪初, 在港资休闲服品牌的快速扩张和内地休闲服品牌借助营销扩大知名度的时期, 中国增加了2000多个内地休闲服品牌。在内地休闲服市场蓬勃发展的时期, 行业竞争也在日趋激烈, 在20世纪末休闲服行业开始出现价格战, 导致休闲服行业利润开始转薄, 行业开始洗牌, 部分品牌开始转型细分市场或者退出内地市场竞争。

表4: 美特斯邦威和森马品牌2012年前代言人情况

品牌	时间	代言人
美特斯邦威	2000年	花儿乐队
	2001夏-2003夏	郭富城
	2003年-2017年	周杰伦
	2007春-2009冬	张韶涵
	2007秋-2009夏	潘玮柏
	2011秋	林志玲
森马	2003年	谢霆锋
	2005年	TWINS
	2008年	罗志祥、Super Junior-M
	2012年	李敏镐

数据来源: 百度, 广发证券发展研究中心

表5: 美邦和森马店铺情况

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
美邦服饰	合计(家)	429	717	915	1,104	1,021	1,441	2,106	2,698	2,863	3,659	4,164	5,220
	直营店(家)	48	61	86	114	22	183	271		523	690	659	1,306
	加盟店(家)	381	656	829	990	999	1,258	1,835		2,340	2,969	3,505	3,914
森马服饰(仅森马品牌)	合计(家)			335	497	830	1,481	2,031	2,667	3,258	4,007		4,420
	直营店(家)			4	4	4	12	22	54	104	145		
	加盟店(家)			331	493	826	1,469	2,009	2,613	3,154	3,862		

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

2.3 2010-2015年: 海外快时尚品牌进入中国市场, 掀起“快时尚”风潮

港资品牌和内资品牌对中国休闲服消费者进行了最早的品牌启蒙, 快时尚品牌则凭借其出色的产品设计和更迭以及丰富的产品选择, 进一步激发了中国消费者对时尚的追求。伴随着中国经济的崛起, 人民消费水平的提高, 国际快时尚品牌也开始进入中国这个存在巨大潜力的市场。2006年, ZARA品牌作为快时尚品牌的先驱品牌进入中国市场, 随后H&M和GAP分别于2007年和2010年进入中国市场(注: 日本快时尚品牌优衣库早在2002年进入中国市场发展, 但是前期发展并没有打开局面)。

2010年, 国际四大快时尚品牌全部进入中国, 并且在中国经历了持续多年的快速发展。2010-2015年, Inditex、Fast Retailing和H&M在中国区的店铺数量持续增长, 平均每年开店数量约为40-60家, 中国也成为快时尚品牌重要的市场, 2015年Inditex、Fast Retailing和H&M中国区店铺数量占比分别为8.07%、13.00%和9.00%。

与国际快时尚品牌快速发展相对应的是, 2012年开始, 港资和内资休闲服品牌开始进入调整期, 自2012年以来这类品牌的渠道数量开始缩减和收入开始下滑。主要因为: 一方面服装行业从卖方市场变成以消费者为核心的买方市场, 国际快时尚品牌的加入进一步导致行业竞争加剧, 而以批发模式发展起家的港资和内资休闲服品牌对零售端的变化感知相对迟缓, 短期无法灵活应对, 另一方面零售业态也在发生改变, 线上电商渠道以及线下购物中心渠道的崛起导致线下街边店渠道流量下滑, 以街边店业态为主的港资和内资休闲服品牌很多未能及时适应零售业态的变化, 导致品牌调整。

表6: 国际快时尚公司在中国地区店铺数量及占比

	店铺数量	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inditex	中国区		7	14	27	68	143	275	396	457	501	566	620	593	589
	店铺总数		3,131	3,691	4,264	4,607	5,044	5,527	6,009	6,340	6,683	7,013	7,292	7,475	7,490
	占比(%)		0.22	0.38	0.63	1.48	2.84	4.98	6.59	7.21	7.50	8.07	8.50	7.93	7.86
Fast Retailing	中国区	8	7	9	13	33	54	80	145	225	306	387	472	555	633
	总数	1,232	1,632	1,829	1,958	2,258	2,203	2,088	2,222	2,449	2,753	2,978	3,160	3,294	3,445
	占比(%)	0.65	0.43	0.49	0.66	1.46	2.45	3.83	6.53	9.19	11.12	13.00	14.94	16.85	18.37
H&M	中国区			7	13	27	47	82	134	205	291	353	444	506	530
	总数			1,522	1,738	1,988	2,206	2,472	2,776	3,132	3,511	3,924	4,351	4,739	4,968
	占比(%)			0.46	0.75	1.36	2.13	3.32	4.83	6.55	8.29	9.00	10.20	10.68	10.67

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表7: 各品牌中国大陆地区销售收入增速 (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
佐丹奴	30.88	13.48	5.94	-4.79	16.81	6.51	15.38	25.21	15.36	-3.37
班尼路	40.57	53.13	13.34	5.37	11.59	22.84	13.04	9.55	28.51	22.73
真维斯	3.01	3.56	24.89	26.03	14.68	16.69	14.13	20.27	18.76	9.69
森马服饰 (森马品牌)										16.86
美邦服饰							116.36	59.12	41.72	16.63
太平鸟										
H&M									75.56	49.25
Fast Retailing										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
佐丹奴	9.06	13.92	-6.46	-9.01	-8.51	-8.16	-11.44	1.71	-1.07	
班尼路	6.86	21.72	16.52	-15.33	-16.71	-2.05	-0.02	-13.38	-1.78	-18.95
真维斯	8.60	7.73	1.91	-8.25	-15.08	-28.13	-28.82			
森马服饰 (森马品牌)	46.38	19.46	-12.65	-4.04	4.70	10.26	3.61	0.59	20.55	
美邦服饰	43.73	32.60	-4.37	-17.03	-16.08	-4.92	3.56	-0.72	18.62	
太平鸟			44.12	49.35	30.48	18.09	7.06	12.99	7.98	
H&M	63.36	49.33	38.33	23.94	4.62	15.62	6.41	19.91	-5.65	
Fast Retailing						30.44	28.47	15.99	27.62	

数据来源: Bloomberg, WIND, 广发证券发展研究中心

表8: 各品牌中国大陆地区店铺数量情况

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
佐丹奴	21	40	93	120	170	211	253	357	461
班尼路					115	193	232	377	637
真维斯							473	480	483
美邦服饰									429
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
佐丹奴	532	581	671	706	729	820	909	1017	1188
班尼路	831	1060	1750	2837	3143	3347	3477	3828	3639
真维斯	527	773	982	1162	1374	1667	2008	2309	2671
美邦服饰	717	915	1104	1021	1441	2106	2698	2863	3659
森马服饰 (森马品牌)		335	497	830	1481	2031	2667	3258	4007
Inditex					7	14	27	68	143
Fast Retailing				8	7	9	13	33	54
H&M						7	13	27	47
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
佐丹奴	1372	1243	1161	961	891	919	929	937	
班尼路	3894	4044	3820	3432	2865	2770	2841	2499	2183
真维斯	2927	2796	2551	2284	1906	1466	1212		
美邦服饰	4164	5220	4882		3700	3972	3791		
森马服饰					3477	3674	3628		

(森马品牌)

太平鸟		2535	2977	3176	3353	3644	3490	3666
Inditex	275	396	457	501	566	620	593	589
Fast Retailing	80	145	225	306	387	472	555	633
H&M	82	134	205	291	353	444	506	530

数据来源: Bloomberg, WIND, 广发证券发展研究中心

注: 太平鸟 2012 年店铺数量含少量童装品牌, 2013-2108 年店铺数量数据剔除童装和家居品牌

2.4 2016 年至今: 休闲服行业景气度有所下行, 各品牌表现分化, 但国内外品牌差距逐渐缩小

2016年以来休闲服行业景气度有所下行, 国际快时尚品牌开始呈现出下滑的态势。Inditex公司渠道数量开始下滑, H&M公司中国区的收入在2018年出现负增长, 同时一些国际快时尚品牌甚至开始退出中国市场, 比如, 2018年英国快时尚品牌Topshop提前终止与中国特许经营合作商尚品网的合作, 同年英国高街服饰品牌NEW LOOK也宣布退出中国市场, 2019年美国快时尚品牌Forever 21在关闭天猫和京东旗舰店后, 线下门店也完成清货, 正式退出中国市场。

尽管2016年以来行业出现调整的态势, 但是国内仍然出现了一些快速发展的品牌以及历经调整之后重拾增长态势的品牌, 快速增长的品牌包括MJSTYLE、UR以及太平鸟, 历经调整之后重拾增长态势的品牌包括森马服饰。从2016年以来的开店数据来看, MJSTYLE品牌是2016-2017年国内开店数量最多的快时尚品牌, UR品牌开店数量中等偏上且数量增长未有放缓趋势, 他们都是在行业中逐渐崛起的国内快时尚品牌。

表9: 主要快时尚品牌近年在中国地区新开店情况

	2016	2017	2018	2019H1
MJSTYLE	106	185	41	7
优衣库	72	77	90	28
H&M	77	62	30	6
UR	37	44	39	12
NEW LOOK	35	53	3	
MUJI	41	34	34	12
GAP	17	2	15	11
ZARA	17	11	8	7
FOREVER21	6	4		
C&A	7	1	4	1

数据来源: 赢商网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 数据口径为新开店, 而不是净开店。

UR品牌成立于2006年, 正是快时尚巨头ZARA进入中国市场的时间点, 短短十多年, 在与国际快时尚品牌共同竞争的环境下, UR品牌也实现了品牌的快速发展。2011年UR品牌拥有10家门店, 销售额1.8亿元, 到了2016年, UR品牌店铺数量已经达150家, 销售额达20亿元, 2017年UR品牌在新加坡开出首家海外门店, 进军国际市场, 2018年UR品牌的国内外门店数量已经超过200家。UR品牌的发展借鉴了国际快时尚品牌以及本土品牌的发展模式。从产品和设计上来看, UR品牌类似ZARA

品牌，拥有丰富的产品，每年开发12000款，每周都有200款新品上架，产品系列分为女士、青春、男士、儿童、出游等，覆盖不同年龄层客群，且风格多样化，有基本款、个性款、走秀款等，覆盖不同风格的客群。UR采用买手主导的产品设计开发，其买手团队位于巴黎、伦敦、米兰、纽约、东京、首尔等各时尚中心收集时尚趋势。从供应链上来看，UR品牌类似ZARA品牌，建立了高效的快反供应链。一方面，UR有自设的工厂，对服装版型较为重要的剪裁工序主要也是由自设工厂完成。另一方面，UR品牌利用广州服装企业集群优势，与周边小型服装加工企业进行“排他”合作，形成UR的供应链生态圈，并且通过IT系统，将UR工厂与合作工厂在缝制、后整理、品控等流程保持一致，货物最终汇集到UR工厂统一包装。UR品牌目前的前导时间为7天，在中国品牌甚至全球快时尚品牌中也是处于领先的水平。在渠道方面，跟国际快时尚品牌一样，UR品牌主要开设店铺面积在1000平及以上的大店，而在渠道扩张和管理上又借鉴了国内品牌海澜之家的类直营模式。UR品牌的加盟商无需对加盟店进行日常管理，由UR派驻店长，负责店铺运营：包括店铺选址、店铺形象设计、员工招聘及培训、备货即库存管理、店铺销售管理等。在费用投入与利润分配方面，采用销售额分成模式（加盟商40%，UR品牌60%），UR承担货品成本（即加盟商不承担库存）以及办公费、商品运费等，加盟商承担租金、物业管理、水电杂费、人工成本、改造和装修费用、推广费及陈列费等，在人工成本中，店长是由UR派驻，隶属于UR，除店长之外的员工由加盟商支付薪资及相关福利。虽然定位与ZARA品牌类似，但UR品牌也有一些不同，形成错位竞争。首先，UR品牌的定价低于ZARA，根据公司官网信息，UR品牌春夏款主流价格带为200-400元，秋冬款为400-600元。其次，UR品牌会针对中国人身材和消费偏好进行定制化设计，比如一些款式会有丰富的细节，符合东方女性的审美，因为东方女性对衣服剪裁和颜色等方面的细节要求更高，又比如在尺码上会延伸到小码，ZARA的服装最小码数基本是到160，一些身材娇小的亚洲女性很难在ZARA买到合适尺码的服装。总而言之，UR品牌产品定位和供应链等方面类似国际快时尚品牌ZARA，通过快速反应走在潮流前端，但又与国际品牌形成了错位竞争，同时吸收了国内品牌在渠道扩张和终端零售管理方面的经验，从而获得了品牌的快速发展。

MJSTYLE成立于2011年，截至2018年该品牌已经在国内、香港以及日本等市场开店近千家，是近年来发展最快的快时尚品牌之一。与其他快时尚品牌不同的是，MJSTYLE主打日韩风格（不同于国际快时尚品牌的主打欧美风格），MJSTYLE的价格远低于国际快时尚品牌，产品性价比较高，并且在成功发展时尚服饰品类之后，MJSTYLE品牌对产品品类进行了极大的丰富和拓展，先是延伸到内衣、家居服、箱包、配饰、童装，后来又开辟了家居品类，涵盖各类刀叉、花瓶、灯具、桌椅、沙发、茶几等，2015年又开辟了咖啡店中店MJ Coffee、轻餐饮等，近年来又添加了办公文具、化妆品等品类，不断满足客户的需求，将MJSTYLE从一个单纯的服饰中心打造成了家庭娱乐休闲中心。MSTYLE品牌短短8年获得如此快速的发展，除了前文叙述的品类扩张，还得益于公司在渠道、供应链、运营管理等方面的出色策略。从渠道策略来说，MJSTYLE在选址从初期就避开与国际快时尚品牌的正面交锋，而是选择发掘潜力的黄金地段，与商业地产共同成长，同时节省了开店成本，也占据了新商圈的绝佳位置。不仅如此，MJSTYLE重视国际快时尚品牌触及较少的而三四线城市，这也是品牌能够快速开店的原因之一。从供应链策略来说，MJSTYLE是首批加入RFID供应链管理的品牌之一，利用RFID技术替代人工，极大的加快了供应链的反应速度，货品管理更为便捷。RFID可以让服装产品装上身份识别标签，可以进

行远距离批量读取。在传统的供应链模式下，服装从生产完成到上架销售，中间还需经历仓储中心入仓、仓储中心出仓和门店收货的环节，这三个环节主要的工作就是清点与核对数量，人工操作只能单件进行，但是RFID技术能够实现6秒每箱的精准清点速度，效率大幅提高。在门店找货也能使用RFID技术，帮助消费者快速找到所需产品，提升客户体验。从店铺运营策略上来说，MJSTYLE会对每家店铺进行精细化管理。开店后MJSTYLE会在前三个月进行每月一次的商品结构调整，根据开业后项目本身的客群属性，使得商品与客群相匹配。对开店一年以上的店进行大数据分析，和其他品牌的客流、销售等方面比较。对一些增长不达预期的店铺，MJSTYLE不是一味的关店，而是选择与商业中心共同商量，找到双方都能接受的解决办法，从而减少亏损，提升开店成功率。可以看出，MJSTYLE以国际快时尚服饰的经营理念起家，并且已经发展到其他品类，走出了自己独特的发展道路。

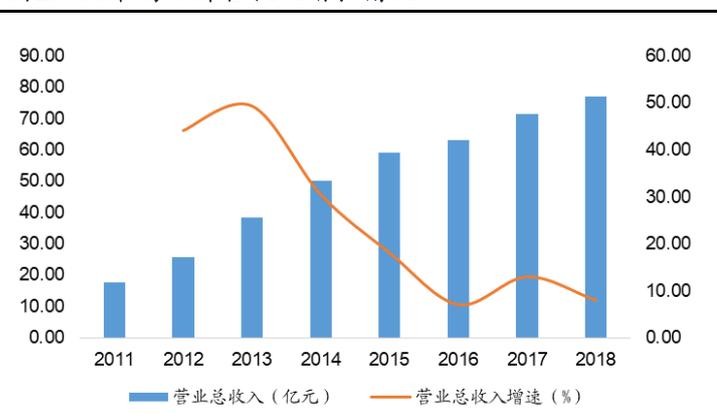
表10: 各品牌价格带情况 (单位: 元)

	T恤	连衣裙	外套	牛仔裤	休闲裤
MJ style	29-199	45-359	69-539	59-399	39-299
优衣库	19-199	19-499	99-1299	59-299	59-499
Zara	49-259	69-999	69-1499	59-499	39-499
H&M	15-499	30-1290	20-1790	40-449	25-1490

数据来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

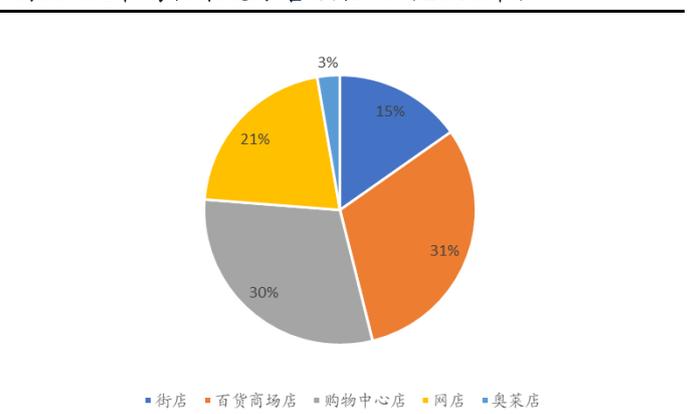
国内时尚休闲服饰公司太平鸟近年来也发展瞩目。太平鸟公司渠道总数量由2012年2535家发展至2018年的4594家(含童装及家居店铺928家), 营业总收入由2011年的17.80亿元增长至2018年的77.12亿元, 7年营收复合增速为23.30%。与国内其他休闲服品牌发展不同的是, 太平鸟的多品牌、全渠道和新营销等方面的布局使其在国内休闲服品牌中脱颖而出。在多品牌方面, 太平鸟旗下有PEACEBIRD女装、PEACEBIRD男装、LEDiN乐町女装、Mini Peace童装和MATERIAL GIRL女装、PETiT AVriL贝甜童装、PEACEBIRD LIVIN'太平鸟巢家居等品牌, 且是国内少有的女装、男装和童装均衡发展的品牌。在全渠道方面, 太平鸟渠道布局优异, 抢先布局了购物中心和电商等新业态, 形成了街店、百货商场店、购物中心店和网店四大渠道共同驱动的局面, 近年来又开始布局奥莱渠道。在新营销方面, 太平鸟聚焦青年文化, 采用多种营销手段提升品牌调性, 包括积极参加纽约、巴黎等国际时装周品牌走秀, 持续贯彻跨界联名策略, 2018年在女装X凤凰自行车、男装X Coca-Cola、童装X迪士尼等联名款均取得了不俗的业绩。

图2: 太平鸟品牌营收及增长情况



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图3: 太平鸟各渠道零售额占比 (2018年)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表11: 太平鸟旗下主要品牌情况

品牌	类别	创立时间	客群	营收规模 (2018年, 亿元)	店铺数量 (2018年, 家)
PEACEBIRD 男装	男装	1995年	时髦、自信、坚持自我的 25-30 岁潮流男性	28.30	1322
PEACEBIRD 女装	女装	1997年	时髦、率真、有年轻态度 25-30 岁都市女性	26.75	1551
乐町 LED' IN	女装	2008年	甜美、摩登、元气 18-25 岁时髦女性	10.08	616
MiniPeace	童装	2011年	个性率真、有态度 4-10 岁时尚儿童; 可爱、纯真 1-4 岁婴儿系列	8.64	867
Material Girl	女装	2013年	美式潮流品牌 20-28 岁, 音乐、时髦、潮流	-	177
PETIT AVriL 贝甜	童装	2018年	小价格、轻运动、趣时尚 1-12 岁婴儿和儿童	-	55
PEACEBIRD LIVIN' 太平鸟巢	家居	2018年	时尚、简约、生活的 20-30 岁都市青年	-	6

数据来源: 公司公告(年报), 广发证券发展研究中心

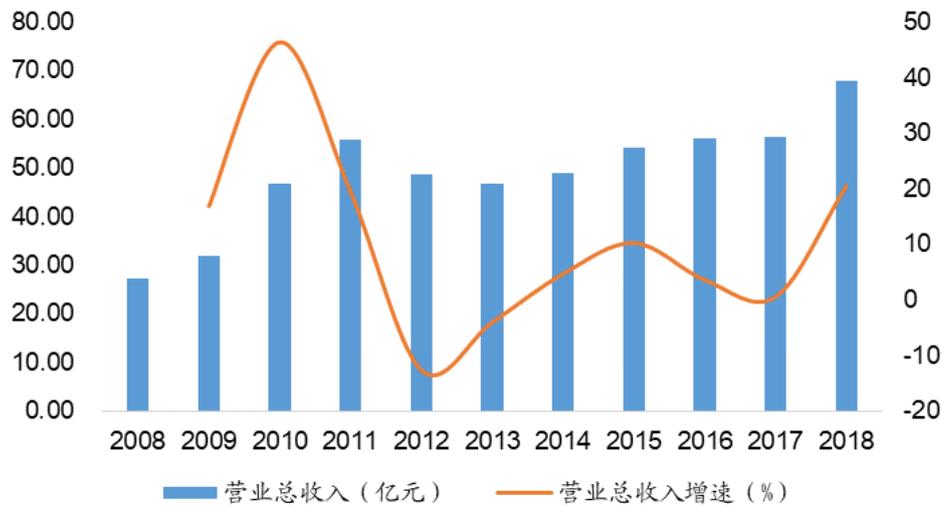
表12: 太平鸟各个渠道零售额(亿元)及增速

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
街店	22.67	24.83	25.02	22.88	18.47	17.08
YOY		9.52%	0.78%	-8.58%	-19.24%	-7.54%
百货商场店	22.05	28.80	32.63	35.40	35.66	34.80
YOY		30.63%	13.31%	8.50%	0.71%	-2.41%
购物中心店	8.88	14.96	19.31	24.69	28.84	33.86
YOY		68.50%	29.12%	27.84%	16.79%	17.41%
网店	4.08	6.96	11.11	15.98	21.66	23.69
YOY		70.45%	59.62%	43.90%	35.57%	9.34%
奥特莱斯店						3.02
合计	57.68	75.55	88.08	98.95	104.63	112.44
YOY		30.98%	16.59%	12.35%	5.74%	7.47%

数据来源: 公司公告(年报), 广发证券发展研究中心

国内时尚休闲服饰公司森马服饰在经历短时间调整之后, 发展步入新的台阶。森马服饰旗下的森马休闲服品牌在经历2012-2013年两年营收下滑之后, 在2014年开始恢复了增长, 2018年营收创新高, 达67.92亿元, 近年来的渠道数量虽然不及2012年最高时期的4420家, 但也都基本稳定在3600家左右, 没有再出现大幅下滑。森马公司在竞争激励的休闲服市场仍然取得了较快的增长, 除了在品牌、产品、零售、供应链等方面的变化和调整之外, 还抓住了电商渠道的兴起。森马服饰在2012年布局线上渠道, 抓住了线上流量红利时期的电商渠道快速增长的机遇。在2013年森马服饰线上销售占比为4.84%, 到2018年这一比例提高至26.14%, 线上渠道成为公司的重要渠道, 并且在当前线上线下渠道融合的趋势之下, 公司强大的线上运营能力也为公司的发展带来了持续的动力。

图4: 森马服饰旗下休闲服品牌营收及增长情况



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表13: 森马服饰线上销售情况

森马服饰	2013	2014	2015	2016	2017	2018
线上收入 (亿元)	3.53	6.57	12.07	22.23	31.24	41.09
线上收入增速		86.21%	83.67%	76.76%	40.54%	31.53%
线上收入占比	4.84%	8.06%	12.77%	20.84%	26.13%	26.14%

数据来源: 公司公告 (年报), 广发证券发展研究中心

从上文的分析可以看出, 国内品牌在品牌、产品、设计、渠道、供应链和零售管理等方面的能力均在提升, 很多国内品牌借鉴了国际快时尚品牌的成功经验, 但也走出了自己的独特定位和模式, 可以看出国内品牌与国际品牌之间的差距在逐步缩小。

3 各阶段休闲服行业龙头公司的成功原因分析

3.1 2012年之前: 增量市场, 各品牌快速扩张

在2012年之前, 几乎所有的国内外休闲服品牌在中国都获得了较快的发展, 这个时期是卖方市场时期, 市场上的服装供给小于消费者对服装的需求, 各个品牌享受休闲服行业快速增长的红利, 只要能够接触到消费者, 品牌就能够获得增长。

① 模式: 轻资产运营

在休闲服行业发展的初期, 各品牌大都采用轻资产的运营模式, 将生产、零售等需要较大投入的部分进行外包, 公司主要把握品牌运营, 上游通过与供应商合作进行产品的生产, 下游通过与经销商和加盟商的合作进行产品的买卖。

② 品牌: 当红明星代言增加品牌影响力

在卖方市场时期, 打造品牌的方式主要是通过当红明星代言。当时信息的传播方式较为单一, 因此品牌找当红明星通过电视广告等形式进行代言是能够产生较大的影响力。从早期的佐丹奴, 到美特斯邦威、森马等, 国内的很多休闲服品牌都是通过明星代言进入大家视野。

③ 渠道：通过经销加盟的方式快速占领市场

渠道的快速扩张是早期休闲服品牌获得市场的重要因素。早期的服装购买渠道主要是以线下渠道为主，如何快速扩张和占领线下渠道是品牌能否成功的重要因素。通过与加盟商和经销商等的合作比建立自营渠道能够使得品牌投入更小的资金以更加快的速度占领市场，可以看到无论是早期的港资品牌佐丹奴还是内资品牌美特斯邦威和森马，以经销加盟为主的渠道扩张模式是大家的共同选择。

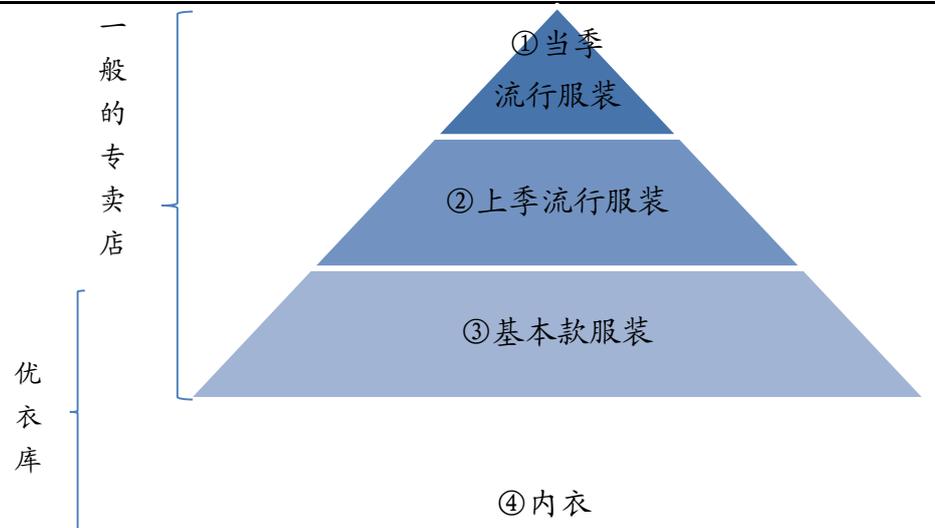
3.2 2012年-2016年：竞争加剧，行业进入精细化管理时代

在2012年中国纺织服装行业爆发了库存危机，市场上充斥太多与消费者需求不想符合的产品，此时是买方市场，服装的供给已经大于需求，品牌如何能够满足消费者变化的需求，是这段时间品牌增长的关键原因。以优衣库和ZARA为代表的国际快时尚品牌获得了较快的增长。

④ 品牌：定位精准，国际品牌具有全球影响力

买方市场时期，成功的品牌都对目标客群和品牌定位具有精准的刻画，能够满足不同客群和不同细分市场的需求。比如，优衣库品牌的定位是，不区分目标顾客的年龄，把大多数人都能穿的基本休闲装作为“零件”来提供的品牌，主要销售图3中不受时尚变化的③基本款服装和④内衣；ZARA的目标客群主要是关注时尚且愿意为时尚花钱的职业女性，通过“高速周转和低成本”把高品质的流行服装提供给客户，满足客户在不同生活场合的需求。

图5：一般服装专卖店和优衣库的商品分布



数据来源：《如此不同，如此成功：优衣库 VS ZARA》，广发证券发展研究中心

全球快时尚品牌往往是国际化的品牌，具有较强的品牌溢价。全球市值排名前十的服装品牌中，快时尚品牌占据三个席位，分别是排名第三的INDITEX、排名第六的Fast Retailing和排名第十的HENNES&MAURITZAB。

表14: 全球市值前十的服装品牌

排名	公司名称	旗下主要品牌	总市值 (百万美元)	业绩情况		
				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、Cole Haan	134,227	36397.00	1933.00	17.40
3	INDITEX	ZARA、Pull and Bear、Massimo Dutti、Bershka、Stradivarius、OYSHO	93,375	30371.50	4044.20	24.47
4	KERING	Gucci、Bottega Veneta、YSL	75,121	16140.30	4387.80	34.00
5	HERMES	Hermes	70,774	7046.70	1659.50	
6	FAST RETAILING	UNIQLO、G.U.、Theory、Comptoir des Cottonniers、PRINCESSE TAM.TAM、J Brand	52,732	19307.47	1403.25	19.42
7	ADIDAS	Adidas、Reebok	51,027	25884.30	2010.30	27.43
8	RICHEMONT	Alfred Dunhill、Chloé、Shanghai Tang	41,808	12852.75	1429.38	8.10
9	VF	The North Face、Vans、Lee、Wrangler、Timberland	35,276	11811.18	614.92	14.20
10	HENNES&MAURITZAB	H&M、COS、&Other Stories、Cheap Monday、Monki	28,905	24384.60	1466.30	21.40

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

② 渠道: 商业地产红利时期, 渠道进行快速扩张

线下零售渠道发生变化, 购物中心渠道崛起带动了快时尚品牌的发展。从2008-2018年中国商业不动产投资额增速以及商业不动产新开工面积增速趋势来看, 中国商业不动产投资额增速在2014年前基本保持了20%及以上的高速增长, 2015-2016年增速降至个位数, 2018年开始出现负增长, 商业不动产新开工面积增速也呈现类似的趋势, 在2013年之前增速基本保持双位数增长, 且大部分年份增速超过20%, 2014年开始出现负增长。从一二三四线城市购物中心的存量面积来看, 截至2018年中国一二三四线城市购物中心总存量为35487万平方米, 是2008年的10倍, 2008-2017年购物中心存量面积增速均在20%以上, 2018年增速下降至15%, 同时结合一二线城市购物中心空置率数据来看, 2014-2017年空置率数据由7.8%提升至10.3%, 2018年下降至9.4%。从2016-2018年开业购物中心来看, 近年来新开购物中心面积增速持续在下降, 从2016年的25.7%下降至2018年的-0.5%。综合以上数据可以看出, 2008年以来我国购物中心渠道经历了非常迅速的发展, 也由此带动了快时尚品牌在中国地区的发展。根据2016年万达发布的购物中心新价值的白皮书, 2012-2016年快时尚品牌销售增幅高于其他服饰品牌增幅(12%), 而其国际快时尚服饰品牌复合增速为25%, 高于国内快时尚服饰品牌的22%。但是2016年以来, 商业不动产和购物中心新增投资和新增面积均在下降, 购物中心空置率也较高, 购物中心仍然在发展, 但是高速发展时期已经告一段落。

图6: 中国商业不动产投资增速



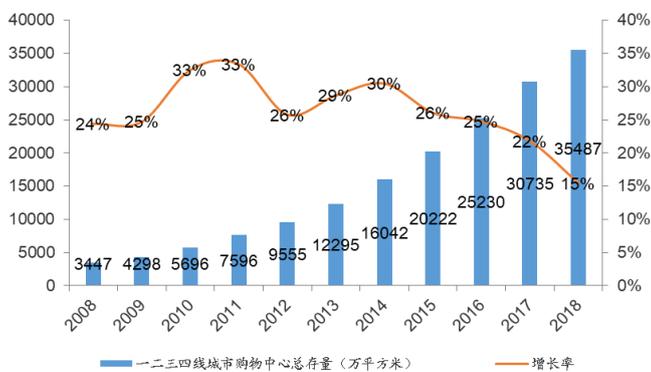
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图7: 商业不动产新开工面积增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图8: 一二三四线城市购物中心总存量及增速



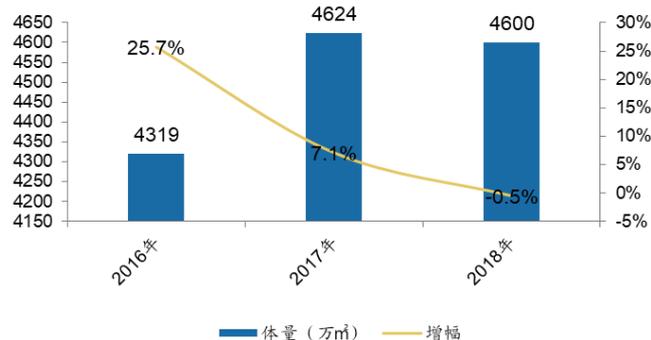
数据来源: 赢商大数据中心, 广发证券发展研究中心

图9: 一二线城市购物中心空置率



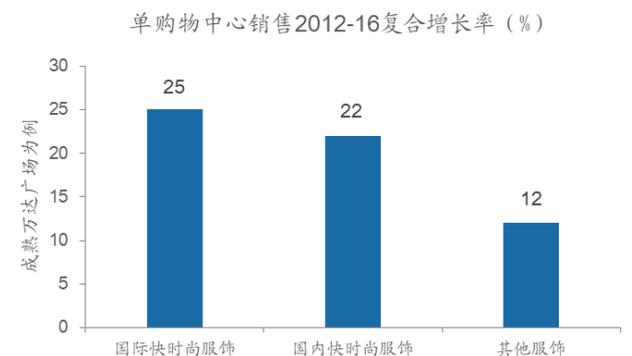
数据来源: 赢商大数据中心, 广发证券发展研究中心

图10: 开业购物中心面积及增幅



数据来源: 赢商网, 广发证券发展研究中心

图11: 单购物中心销售2012-2016年复合增长率(成熟万达广场为例)



数据来源: 联商网, 广发证券发展研究中心

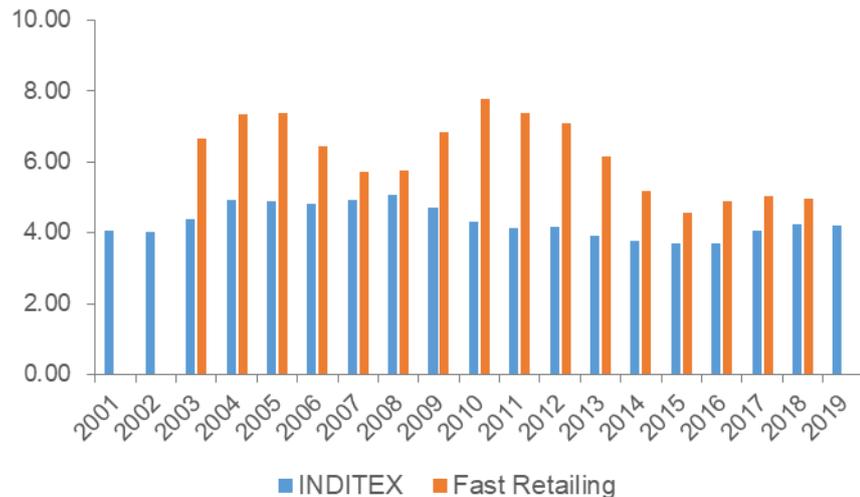
快时尚品牌的发展享受了中国商业地产的红利。中国的商业地产经历了十年的黄金发展期, 带动了购物中心等渠道的快速扩张, 快时尚品牌(尤其是国际快时尚品牌)也正是在这个时候进驻到了逐渐发展起来的购物中心渠道中, 并且以其强大客流吸引力成为了各个购物中心的标配, 消费者的线下服饰购买渠道也由过去的街

边店、百货等逐渐转移到了购物中心。

③ 零售：重视门店经营，拥有较强的零售运营能力

不同于早期休闲服品牌以加盟商拓展渠道，通过批发的方式获得高增长，国际快时尚公司重视终端市场需求的变化，店铺主要以直营店为主，拥有较强的零售管理能力，能够在买方市场中突出重围。从直营店铺数量占比来看，国际快时尚品牌直营店铺数量占比均在85%以上，而国内和港资休闲服品牌这一比例均在35%以下，有些甚至不到1%。从零售经营效益指标坪效数据来看，近年来INDITEX公司直营店零售坪效为4万元/平方米左右，Fast Retailing公司直营店零售坪效为5万元/平方米左右。

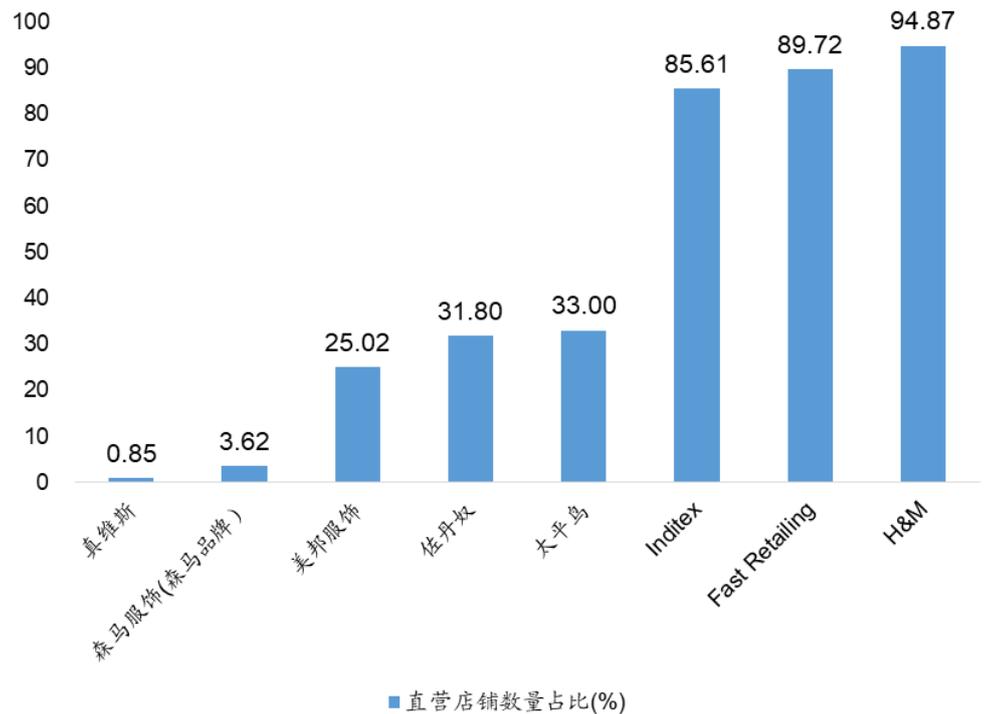
图12：直营店零售坪效（万元/平方米）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：直营店零售坪效=直营店零售额/平均零售面积，平均零售面积是零售面积按照时间加权后算出的（不等于年末零售面积），直营店零售额及平均零售面积均为公司年报披露数据

图13: 各品牌直营店铺数量占比



数据来源: WIND, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 美邦服饰和森马服饰数据分别为 2012 年和 2010 年, 其他品牌数据为 2018 年。

优衣库执行以店铺为核心的运营模式, 实施“超级明星店长制”(1999年起), 重视店长的作用, 致力于把店长培养为具有商业敏感度的经营者。在经营层面, 店铺是主角, 总部是负责支持店铺的配角, 店长拥有最高的话语权, 能够决定分配门店商品货架、管理商品库存、负责广告传单等相关的门店宣传工作, 并且店长的奖金与业绩完全挂钩, 标准从0到1000万日元(一般店长年收入只有300-600万日元), 店长的升级主要取决于销售额、利润贡献和人员培养三项考核结果。除了给予店长较大的责任、权利和激励之外, 优衣库还建立起了一套培训体系, 能够系统的培养店长。新职员进入公司就立刻分派到各个店铺, 作为销售员开始工作, 同时接受大量的培训, 这些培训包括新手强化训练(URC)、在岗培训(OJT)、集中培训(OFFJT), 使新人初步具备店长业务的基本能力。另外, 优衣库还派出一名经验丰富并且曾担任多家门店店长的区域经理负责培训店长。此外, 公司也有营业部支援团队就如何改善门店效率向店长们提建议。优衣库通过这样教学相长的循环, 将员工成长和公司成长联系在一起, 店长成为推动优衣库发展的重要驱动力。

ZARA公司的门店是其风向标, 需要负责把还在设想阶段的商品信息传达给总公司, 因为比起设计有创造性的产品, ZARA更注重挖掘客户心中想买的商品, 快速生产, 快速上架。商品信息除了从POS终端收集而来的定量销售数据, 顾客对商品的关注度、试穿频度和反馈意见等定性数据需要从与顾客近距离接触的各店员处获知。ZARA公司中的项目经理则是ZARA零售管理中的重要人物, 他们负责分析自己负责区域和国家的服装特性, 选择适合自己负责门店的服装系列, 对门店进行库存管理, 同时他们还需要分析销售数据, 联系门店获取顾客需求意见, 就自己负责区域和国家的畅销商品向设计师或者生产负责人提出建议。ZARA的项目经理们肩负着连接总公司和门店, 将顾客要求商品化的重任, 是推动ZARA前进的重要动力。

④ 供应链：与品牌定位相符的高效供应链体系

休闲服装行业发展过程中，整个服装行业的流通效率也在持续提升，休闲服作为其中定位相对大众的品类，高效的供应链体系是其核心竞争力。比如国际快时尚公司INDITEX和Fast Retailing，虽然定位不同客群，但都具有与其经营战略相符合的高效供应链体系，存货周转率也高于国内休闲服品牌。

表15: 各服装品牌存货周转率

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
INDITEX	5.9	5.2	5.2	5.3	4.9	4.9	4.8	4.5	4.4
Fast Retailing			6.7	7.1	6.8	6.2	5.6	5.4	5.4
美邦服饰					5.4	6.1	5.2	4.5	3.7
森马服饰							4.7	5.7	5.0
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
INDITEX	4.6	4.6	4.5	4.5	4.2	4.3	4.3	4.2	4.2
Fast Retailing	5.3	4.7	4.7	4.3	3.5	3.4	3.5	3.4	2.9
美邦服饰	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4	2.1	2.0	1.5	1.7
森马服饰	5.0	4.6	4.3	4.7	5.3	4.5	3.5	3.4	2.8
海澜之家				1.5	2.2	1.2	1.1	1.3	1.3
拉夏贝尔			1.2	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	1.4
太平鸟		1.4	1.8	2.3	2.4	2.1	1.8	1.9	2.0

数据来源：Bloomberg, WIND, 广发证券发展研究中心

优衣库公司的经营策略是采用超市型的自助购物方式为消费者提供价格合理的优质商品，因此其供应链注重生产性价比高、品质优的产品。优衣库的供应链管理实现了从计划到生产、物流、销售流程的精细化管理，对供应链上各个环节进行深度整合。在采购方面，实行全球采购，定制研发。优衣库非常重视原材料在产品开发中的作用，多部门团队同时参与材料决策，纵观优衣库的热卖包括产品，很多都是以原材料取胜，包括摇粒绒、Heattech、超薄羽绒服等。为了能够保持原材料的方面的竞争力，优衣库与原材料供应商建立长期的战略合作伙伴关系，比如与东丽公司合作，成功开发 Heattech等面料。优衣库还会与供应商提前两三年签订合同，保持货源稳定，同时也节约运作成本。在生产方面，实行业务外包，节约成本。优衣库在产品阶段就会计算出每个产品的生产成本，确保产品在销售阶段能够以合理价格卖出，并且优衣库的生产基地建立在中国、东南亚等生产要素价格较低的国家地区，以降低生产成本。尽管生产的供应商是外包的，但是优衣库与外包的供应商合作非常紧密，优衣库一般指定一家工厂生产一种或少数几种品类（专业分工），同时会派出专业的团队向工厂传授从纤维、编织、纺织、染色、缝制到成品供应等一整套工厂管理技能，提升工厂的生产管理水平和工艺技术水平，实现对产品质量的管理与控制。在销售方面，优衣库门店采用服装超市的运营方式，提升顾客的购买效率，同时设有专门的库存管理部门管理门店销售和库存情况。

表16: 优衣库及GU品牌供应商（截至2018年）

	优衣库合作制衣厂	GU合作制衣厂	优衣库主要面料厂
中国	110	26	25
越南	39	6	6
印度尼西亚	16	5	2

孟加拉	10	13	1
柬埔寨	5	7	0
日本	2	0	6
泰国	2	1	3
马来西亚	0	2	1
韩国	0	0	1
土耳其	0	0	1
缅甸	0	4	0
合计	184	64	46

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

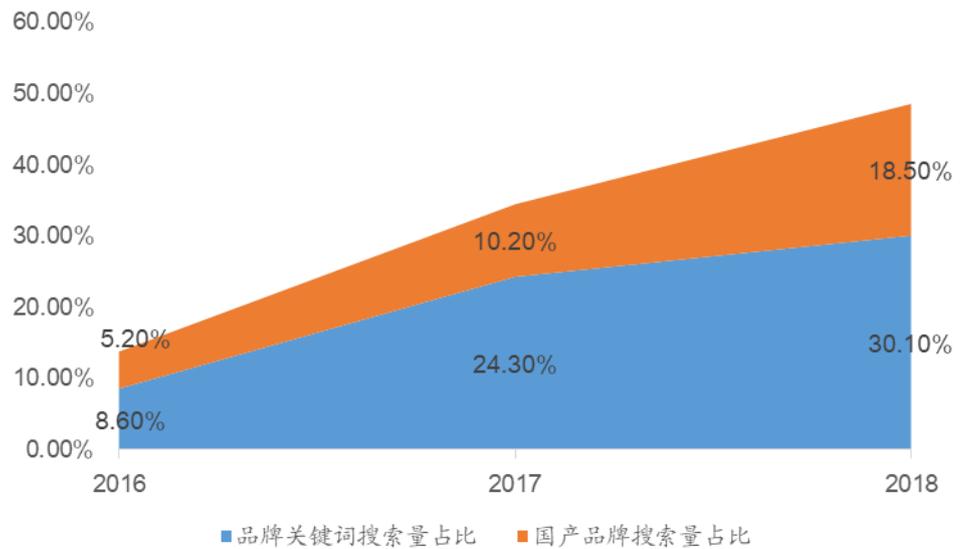
ZARA公司的经营策略是通过快速对顾客意见作出反馈来提高市场需求预测的准确性，因此其供应链均是围绕“快速”这一理念构造。ZARA的极速系统首先依靠的是供应链的各个环节之间能够持续交换信息，快速的传递供应链的每一个环节的信息流，使得设计、采购、生产和分销等各个环节都能与最终消费者实现尽可能快速和直接的沟通。ZARA的组织结构、运营流程、绩效衡量等，都以方便信息沟通为原则。在信息传递方面，ZARA的IT系统很好的解决了时尚信息收集与产开发过程中的信息“标准化问题”，将时尚信息界定清晰，并且分类存储于总部数据库的各个模块中，使得世界各地的门店导购员和店长可以将观测到的信息实时传递至总部，同时这些时尚信息的数据又与原料仓储数据库相联系。与其他服装公司相比，ZARA对服装生产到销售的过程中的供应链掌控力度非常强，自己负责所有产品的设计和分销，制造业务外包比例也低于行业其他公司，并且直营店铺占比近90%。对供应链的掌握使得公司能够设定产品和信息的流动速度，使得供应链能够以一个快速且可预测的节奏运行。为了提升供应链的运行速度和响应速度，ZARA在生产和分销环节投入了大量资金，将供应链的灵活性作为第一重要的投资方向。在生产环节，公司在西班牙拥有资本密集型的制造工厂，让ZARA能够对生产计划和生产能力进行很好的控制。ZARA拥有多个高度自动化的染色、剪裁中心（资本密集型环节），将劳动密集型的缝制工序外包给周边合作厂商，且每个工厂只做特定款式。ZARA将周边200英里地下挖空，架设地下传送带网络，每天根据新订单将裁剪好的布料通过传送带送达外协缝制厂，缝制厂将衣服缝制好后送回ZARA做熨烫、包装等最后处理并接受检查，然后送到物流配送中心。在物流和配送环节，ZARA有两个物流中心，一个位于西班牙拉科鲁尼亚，建筑面积超过5万平方米，一个位于西班牙马德里东北萨拉戈萨，耗资1亿欧元，面积为12.3万平方米，另外在巴西、阿根廷和墨西哥有三个小型配送中心，负责为南半球以及欧洲相反季节的地区供应货物。另外，ZARA还有两个空运基地，一个在拉科鲁尼亚，另一个在智利的圣地亚哥。

3.3 2016年-至今：品牌分化，行业进入发展的新周期

①品牌：国货兴起，二三四线城市消费崛起，都为国内品牌带来新的发展

国货兴起，也为国内品牌带来更大的发展空间。自2016年以来，中国消费者市场开始对国货关注度提升。根据中经社经济智库、中传-京东大数据联合实验室联合发布《2019“新国货”消费趋势报告》，2016-2018年消费者主动搜索品牌的意识在提升，而其中对国产品牌的关注度上升非常快，2016年国产品牌搜索量占比仅为5.2%，2018年这一比例提升至18.5%。消费者，尤其是年轻一代消费者对国产品牌关注度在提升，为国内休闲服品牌带来新的机遇，服装品牌很多也开始设计国潮风格的服饰，比如森马、太平鸟等。

图14: 2016-2018年TOP100搜索词中品牌关联词搜索量占比



数据来源:《2019“新国货”消费趋势报告》,广发证券发展研究中心

二三四线城市消费崛起,也为渠道较为下沉的国内品牌带来更多发展。根据中国银联联合京东金融共同编制《2017年消费升级大数据报告》,2017年二三四线城市增速达59%,增幅显著高于一线及新一线。国内品牌渠道相对国际品牌更为下沉,其在二三四线城市的渠道数量占比远高于国际品牌,二三四线城市消费崛起的背景下,国内品牌有机会迎来更多发展。

表17: 各线城市2017年消费金额同比及占比情况

	消费金额同比	消费金额占比
一线	40.60%	41.20%
新一线	49.50%	22.20%
二线	59.20%	18.80%
三线及以下	57.70%	17.80%

数据来源:《2017年消费升级大数据报告》,广发证券发展研究中心

表18: 国际与国内品牌各线城市渠道分布情况

渠道数量	ZARA	H&M	优衣库	森马	美特斯邦威	太平鸟
一线城市	93	56	227	333	197	139
新一线城市	157	139	240	602	547	408
二线城市	92	124	199	757	604	439
三线城市	45	84	114	732	547	605
四线及以下	38	73	137	1269	879	871
占比	ZARA	H&M	优衣库	森马	美特斯邦威	太平鸟
一线城市	21.88%	11.76%	24.75%	9.02%	7.10%	5.65%
新一线城市	36.94%	29.20%	26.17%	16.30%	19.72%	16.57%
二线城市	21.65%	26.05%	21.70%	20.50%	21.77%	17.83%
三线城市	10.59%	17.65%	12.43%	19.82%	19.72%	24.57%
四线及以下	8.94%	15.34%	14.94%	34.36%	31.69%	35.38%

数据来源:高德地图,广发证券发展研究中心

②渠道：线上线下渠道融合发展，为国内品牌带来更多可能性

之前快速增长的休闲服饰品牌，在渠道发展上依靠线下渠道的发展都获得了很大的成功，但是自 2016 年以来，单一业态的渠道布局已经行不通，线上线下融合发展才是大势所趋。从社会消费品零售总额增速、服装鞋帽针织品类增速以及社消品中穿类商品网上零售额增速对比可以看出，服装线上销售收入高于整体服装行业增速以及消费品行业增速。从网络零售社会消费品零售额占比数据中可以看出，线上渠道在国内消费品市场中扮演日益重要的角色，截至 2017 年网络零售社会消费品零售额占比为 19.59%，而十年前这一比例还不到 1%。国内休闲服品牌相较国际快时尚品牌更为重视电商，大都较早布局了线上渠道，比如森马服饰、太平鸟等，且国内线上渠道运营较为复杂，需要时间的积累，线上线下全渠道融合的趋势也为国内品牌带来了更多发展的可能性。

图15：服装线上增速高于服装行业及消费品行业增速

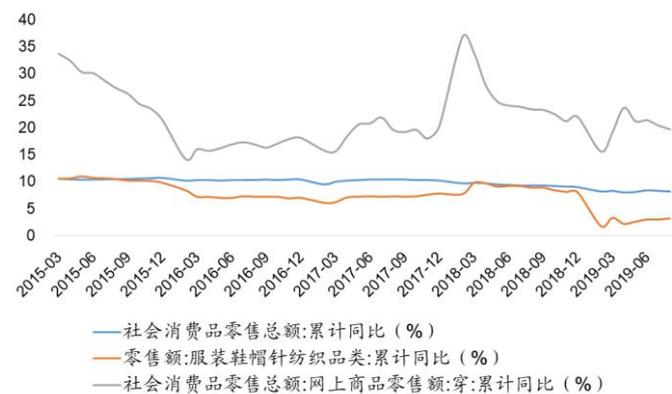
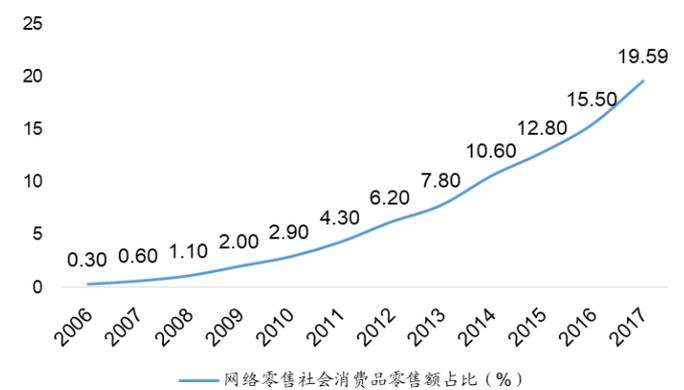


图16：网络零售社会消费品零售额占比



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

线上线下全渠道布局才能尽可能触达更多的消费者，得到更多的消费者数据，也能够为消费者带来更多的便利，也为品牌发展带来了更多的可能性。比如，为了将线上流量向线下导流，将线下门店良好的服务体验延展到线上电商推出“线上线下同价”活动；为了减少送货时间，节省顾客等待时间，缩短反馈时间，解决电商库存压力，满足顾客线上买线下换、A地买B地取等多元化需求；为了使顾客线上购物同时体验线下实体优质服务，推出“线上购物，门店自提”活动。服饰品牌的全渠道布局，不仅能够通过打通线上线下库存，提升存货周转率、减少缺货率，同时还能掌握全渠道交易数据，洞察消费者需求，也满足了消费者的全渠道购物需求，加强了客户粘性。

③零售：国内品牌零售能力增强

虽然国内休闲服品牌大都以批发模式起家，且目前渠道结构中仍然有加盟店渠道，但是自2012年以来其经营思路已经发生了较大的变化，开始重视零售终端运营，一方面直营店铺占比持续提升，比如森马服饰直营店数量占比由2016年的7.23%提升至2018年的8.36%，太平鸟直营店数量占比由2015年的26.24%提升至2018年的33.11%，另一方面与加盟商的合作更加紧密，同时也逐渐搭建起系统获取直营店和加盟店的终端数据，加强零售运营能力，提升单店店效及坪效，比如森马服饰2016-2018年直营店单店收入持续提升，从196.68万元提升至230.95万元，太平鸟公司直营店单店收入2018年为242.86万元，同比提升4.82%。

表19: 森马服饰直营店数据情况

	2016	2017	2018
销售收入(百万元)	1174.21	1462.70	1762.15
店铺数量	597	679	763
面积(平方米)	100995	134622	155241
单店收入(万元)	196.68	215.42	230.95
坪效(万元/平方米)	1.16	1.09	1.14
直营店数量占比	7.23%	8.06%	8.36%

数据来源: 公司公告(年报), 广发证券发展研究中心

表20: 太平鸟连续开业12个月以上直营门店平均单店营收及增速

	2015	2016	2017	2018
单店营收(万元)	264.73	254.36	231.69	242.86
单店营收增速		-3.92%	-8.91%	4.82%
直营店数量占比	26.24%	29.70%	29.90%	33.11%

数据来源: 公司公告(年报), 广发证券发展研究中心

④供应链: 国内品牌供应链建设持续推进, 逐步建立竞争优势

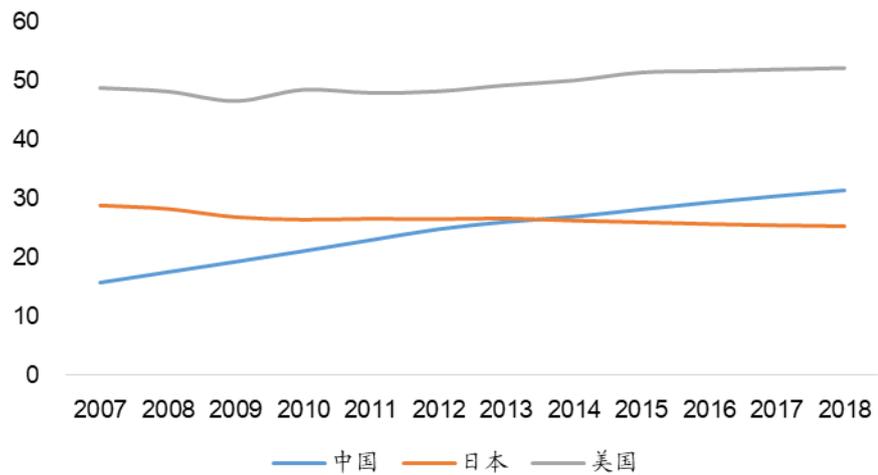
国内休闲服品牌也在持续提升供应链管理能力和供应链效率。太平鸟在推进快反供应链上取得了一定成效, 通过践行TOC方法推进商品企划管理的数据化、智能化战略, 精确匹配终端客户需求, 用少批量、多批次的方法优化产品结构, 降低库存压力, 实现商品精准、高速、敏捷流转。太平鸟公司分三个阶段实践TOC方法, 第一阶段深度管理是通过追单采购, 做深畅销款, 拉升销售业绩; 第二阶段流动性管理是通过商品调拨实现平销款、滞销款的合理快速流动; 第三阶段新鲜度管理是通过全流程快反实现新鲜款的快速开发。2018年, 太平鸟公司深度管理已经初见成效, 除贝甜、太平鸟巢外, 所有品牌直营店和45%的加盟店已实现追单覆盖, 全年追单比例达到18%, 产品售罄率、折扣率均有改善, 也带动存货周转率的提升。森马服饰也在持续推进供应链改革, 改革传统商品运作模式, 逐步调整订货模式, 提高订货频次, 提升加翻单能力, 大幅提升现货占比, 同时公司也在优化供应商质量, 加强与核心供应商的合作, 推行集成采购和反季下单。

4 国内休闲服行业发展展望

4.1 国内休闲服饰行业仍然具有较大发展空间, 未来集中度有望提升

从休闲服行业规模来说, 休闲服适用的场景丰富, 在服饰行业中占据半壁江山, 根据森马服饰年报, 2018年国内成人休闲服饰的销售规模达到人民币7376亿元, 占当年成人服饰销售总额的58.80%。我们认为, 未来休闲服行业仍然存在较大的成长空间, 因为从各国人均服装消费件数来看, 截至2018年, 我国人均服装消费31件, 高于日本的25件, 但是远低于美国的52件, 且近年来我国服装人均消费件数呈现逐年上升的趋势。

图17: 各国服装消费人均件数



数据来源: 中国产业信息网, WIND, 广发证券发展研究中心

注: 人均件数=总消费件数/总人口

从品牌集中度来说, 中国服装行业的竞争格局仍然较为分散, 排名第一的服装品牌公司绫致集团2018年在中国的市占率仅为1.5%, 而美国和日本市占率第一的服装品牌公司GAP和Fast Retailing在各自国家的市占率分别为4.6%和15.2%。并且由此可以看出, 休闲服行业本身也比较容易出现市占率高的大公司, 中美日三国排名第一的服装品牌均为休闲服品牌。

表21: 中美日市占率第一的服装公司情况

国家	品牌公司	2018年市占率
中国	绫致集团	1.50%
日本	Fast Retailing	15.20%
美国	GAP	4.60%

数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

4.2 国内品牌在国内市场以及海外市场都有发展潜力

国产品牌在本土市场仍然具有发展空间。从各国排名前十的服装品牌来看, 美国、日本、英国排名前十的品牌几乎都为本国品牌, 而我国排名前十的品牌中仅一半品牌成长于本土, 且排名相对靠后。从全球主要休闲服品牌来看, 从品牌成立到品牌公司市值达到千亿(元)所需时间26-52年, 而中国主要休闲服品牌森马服饰和太平鸟分别成立于1996年和1995年, 品牌成立时间分别为23年和24年, 一方面与全球休闲服品牌相比中国休闲服品牌成立时间较短, 较为年轻, 另一方面中国休闲服品牌仍需要时间历练和成长。

表22: 2018年各国服装品牌公司市占率排名情况

排名	中国		日本		美国		英国	
	品牌公司	品牌所属国家	品牌公司	品牌所属国家	品牌公司	品牌所属国家	品牌公司	品牌所属国家
1	绫致集团	丹麦	Fast Retailing	日本	Gap	美国	Marks & Spencer	英国
2	海澜之家	中国	Shimamura	日本	Nike	美国	Associated British Foods	英国
3	Fast Retailing	日本	LVMH	法国	Hanesbrands	美国	Next	英国

4	adidas	德国	World	日本	Target Corp	美国	Arcadia	英国
5	森马服饰	中国	Onward	日本	L Brands	美国	Matalan	英国
6	Nike	美国	Aoyama	日本	VF Corp	美国	H&M Hennes & Mauritz AB	瑞典
7	Inditex	西班牙	Wacoal	日本	Levi Strauss	美国	New Look	英国
8	安踏体育	中国	Mizuno	日本	PVH	美国	Inditex	西班牙
9	波司登	中国	TSI	日本	Under Armour	美国	River Island	英国
10	赫基集团	中国	Adastria	日本	Carter's	美国	Nike	美国

数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

表23: 全球主要休闲服品牌市值达千亿时间

	旗下品牌	国家	当前市值(亿元)	市值首次达千亿年份	成立时间	品牌成立到市值达千亿的时间
INDITEX	ZARA、Pull and Bear、Massimo Dutti 等	西班牙	7640.93	2001	1975	26
FAST RETAILING	UNIQLO、G.U.、Theory 等	日本	4242.08	2000	1963	37
HENNES&MAURI TZAB	H&M、COS、&Other Stories 等	瑞典	2206.39	1999	1947	52

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

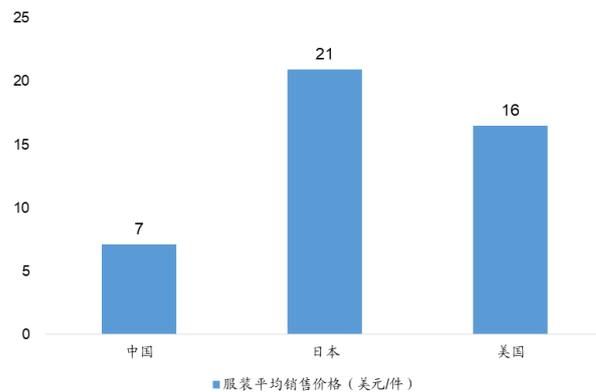
国内的服装品牌也在逐渐走出国门，提升其在国际上的影响力，传播品牌文化。太平鸟品牌近年来开始实施出海计划，2018年2月首次亮相纽约时装周，2019年2月又以“YOUTH MADE CHINA”为主题再次亮相纽约时装周，2019年9月以“GAME ON”为主题登陆纽约时装周和巴黎时装周，国际走秀逐渐成为太平鸟的常态化举措。此间，太平鸟还携手电商平台进军澳洲、在巴黎时装周开设快闪店，不断提升全球品牌形象。不仅如此，太平鸟还与诸多国际品牌、艺术家等进行合作，包括风靡全球的新锐艺术家TROUBLE ANDREW、REILLY、美国潮牌OPENING CEREMONY、法国独立品牌tudes Studio、设计品牌THE OWNER等。森马品牌首家海外店铺于2018年8月9日在沙特阿拉伯首都利雅得公园购物中心正式开业，迈出了海外扩张的第一步，同年9月12日森马品牌携手中国独立设计师品牌C.J.YAO亮相2019春夏纽约时装周，以“中国YOUNG在纽约”为主题，表达不传统的中国风。创立于2006年的本土快时尚品牌UR近年来也在推进国际化战略，2017年1月UR在新加坡来福士广场开出第一家海外门店，同年9月UR全球第二家海外门店再次登录新加坡，2018年UR品牌更是开始进军欧洲，在英国伦敦Westfield London开设全球最大旗舰店。与此同时，一股名叫“国潮”的时尚风潮也在产生，中国品牌对中国文化的表达和彰显获得了年轻一代消费者的喜爱，比如李宁的“悟道”主题球鞋、故宫彩妆等。随着中国经济实力的增强，成长于经济繁荣时期的年轻人对中国文化和中国品牌更有信心，国内休闲服品牌在成功运营中国市场之后，走向国际化的道路，不仅能够开拓更多的市场，更能够提升品牌的影响力，塑造更强的品牌文化。

4.3 定位大众市场、具备精细化运营能力和多品牌运营能力的国内休闲服品牌公司有望走出来

①定位大众市场的品牌具有广阔的发展空间

根据中国、美国和日本服装平均销售单价可以看出，各国服装品牌销售单价都较低，因此定位大众市场的服饰才有更好的发展空间。

图18: 各国服装平均价格



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

②精细化运营能力是休闲服品牌公司的核心竞争力

目前中国的休闲服行业发展已经从卖方市场进入到买方市场，行业竞争加剧，粗放型的外延式渠道扩张的经营方式已经过时，满足终端消费者需求的精细化运营能力是休闲服公司的核心竞争力所在。休闲服的精细化运营对品牌公司要求较高，需要公司在品牌、产品、渠道、零售和供应链等方面都围绕终端消费者服务，使得品牌所定位的消费者能够在合适的场所买到合适的产品。

③多品牌发展，布局多个细分市场

休闲服品牌发展到一定的阶段，为了满足更多客群的需求，往往会从单一品牌向多品牌集团发展。全球休闲服饰行业巨头INDITEX和Fast Retailing在分别成功运营ZARA和优衣库之后，都开始发展起了多品牌。目前，INDITEX旗下除了ZARA之外，还有Bershka、Pull&Bear、Massimo Dutti、Stradivarius、Oysho和Uterqüe等品牌，Fast Retail公司旗下除优衣库之外，还有GU、COMPTOIR DES COTONNIERS、PRINCESSE TAM.TAM、Theory、J Brand等品牌，这些品牌在定位、风格、客群等方面均与主品牌有所区隔。

不仅如此，多品牌的发展能够增强公司对渠道的议价能力，在进驻购物中心等渠道时，如果公司有多个发展情况较好的品牌，进驻的难度会降低，或者能够与渠道谈判要求更好的店铺位置、面积、更有利的租金等条件。

表24: INDITEX公司品牌布局

品牌	Zara & Zara Home	Bershka	Pull & Bear	Massimo Dutti	Stradivarius	Oysho	Uterqüe
创立时间	1975年(Zara), 2003年(Zara Home)	1998年	1991年	1985年成立, 于 1995年收购	1994年成立, 于 1999年收购	2001年	2008年
定位、目标客户	城市职业女性 (Zara), 大众家居用品(Zara Home)	大众、都市时尚、青年	青年	中端、都市时尚、成年人	创意流行休闲青年女装	高端、女性内衣、运动装	高端、皮革服饰

年销售额 (亿元)	1406.17	174.79	145.29	140.61	119.70	45.65	7.88
门店数量	2862	1107	974	766	1011	678	92

数据来源: Bloomberg, 公司官网, 广发证券发展研究中心

表25: Fast Retailing公司品牌布局

品牌	UNIQLO	G.U.	COMPTOIR DES COTONNIERS	PRINCESSE TAM.TAM	Theory	J Brand
创立时间	1984年	2008年	1995年成立, 2005 年收购	1983年成立, 2006 年收购	1997年成立, 2009年收购	2005年成立, 2012年收购
目标客户	大众、休闲服	大众、青年	高雅流行、快时尚女 装	中端、女士内衣	高端、都市、时尚	高端、专营高级 牛仔裤
年销售额 (亿元)	1040.15	125.11	91.23	—	—	—
门店数量	2068	393	320	127	537	—

数据来源: Bloomberg, 公司官网, 广发证券发展研究中心

5 投资建议

建议关注休闲服龙头公司森马服饰和太平鸟。森马服饰拥有童装和休闲装两块业务, 其中童装业务以巴拉巴拉品牌为主, 目前是国内最大的童装品牌, 市占率5.6%, 未来考虑到国内童装市占率仍有较大提升空间, 公司作为行业龙头有望充分受益, 休闲装业务以森马品牌为主, 是国内领先的休闲装龙头之一, 近年在很多同行收入规模纷纷大幅萎缩的情况下, 公司积极调整, 包括但不限于搭建信息系统、批发转零售、打造柔性供应链、集中采购, 特别是抓住了电商渠道兴起, 电商业务收入占比快速提高, 实现了休闲装业务收入的增长。未来公司也已经明确: 产品将从以前的跟潮流, 单一化, 向多场景, 多品类, 大众适穿包容转变; 定价将从以前的低价、基础的性价比, 向以价值感为基础的性价比转变; 渠道从以前的下沉渠道, 街铺形式, 向全渠道, 分层级的市场, 差异化覆盖, 提升终端质感转变; 和消费者的沟通从以前模糊的, 向基于质在日常的品牌哲学, 圈层营销转变。近期公司在产品方面, 推出新的产品线——新基本, 跨年龄跨场景, 及把产品线进行场景化的区分; 在渠道方面, 推出种子店铺, 用生活场景的分块替换以往按风格的分区, 包括休闲、通勤、运动、居家、亲子、文化体验和休息等场景; 在消费者的沟通方面, 将小众质感文化与大众审美进行日常场景的链接。我们预计随着公司在休闲装业务方面的改革不断推进, 看好公司休闲装业务实现二次生长。

太平鸟是中档休闲服龙头公司, 旗下品牌矩阵涵盖男装、女装、童装等多品牌多品类, 并且旗下男装和女装品牌均在中档休闲服市场中市占率排名前十, 童装品牌发展势头较好, 是国内少有的多品牌多品类均衡发展的品牌服装公司。在品牌方面, 公司的品牌梯队建设较好, 品牌矩阵也在持续丰富, 新增贝甜童装和太平鸟巢家居等品牌。在渠道方面, 公司渠道业态布局超前, 率先布局购物中心、电商等新业态, 已经形成街店、百货店、购物中心店和网店均衡发展情况, 并且近年来公司还在加大布局增长趋势较好的奥莱店。在供应链方面, 公司持续推广TOC项目, 减少期货订单、缩短商品货期, 以更好地满足消费者变化的需求, 提升产品售罄率、

折扣率，公司存货周转率、毛利率持续改善，经营效率持续提升。

6 风险提示

6.1 终端销售不景气风险

目前中国经济增长处于降速阶段，进入发展新常态。经济不景气将对服装终端零售产生较大影响。

6.2 行业竞争加剧风险

大众休闲服饰面临海外快时尚龙头的激烈竞争，如果供给端的竞争过于激烈，有可能导致企业经营承压，引起存货积压，会影响公司的收入增长和盈利能力。

6.3 库存风险

大众休闲服公司虽然近年来在积极建设快反供应链，但是主要经营模式仍然是期货经营，各公司都有一定数量的库存，如因市场环境发生变化，竞争加剧等原因导致存货变现困难，有可能出现存货减值超过跌价准备计提数额的情况，存在存货跌价风险。

6.4 天气变化风险

大众休闲服饰面临的销售受到天气变化的影响，如遇暖冬或者持续降雨，将对公司的销售产生不利影响。

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。
 赵颖婕：资深分析师，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 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义务。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。