

# 纺织服装

## 服饰行业 DTC 运营：缘何而来，影响几何？

**新时代下市场竞争与拓展需求下，DTC 模式优势突出。**在激烈的品牌文化与理念的竞争、产品质量与设计的竞争、营销方式与思路的竞争中，DTC 更符合消费者需求。居民收入增加带动消费升级，2010 年我国生活水平在宽裕小康及以上（家庭可支配收入在 13.8 万以上）的城市人口共计 53 万人，占比 8%，2018 年占比提升至 49%，入驻购物中心开设高质量大店成品牌市场拓展重点，然高成本的投入使加盟商难以负担，当前安踏品牌、森马、太平鸟等品牌均有超 10% 以上门店布局于购物中心。

**运营端：DTC 业务模式助力品牌商获取第一手数据，品牌运作与产品经营有的放矢；同时对终端实施直接控制带动经营效率大幅提升。**准确及时的终端销售与消费者数据使得品牌产品运作与营销有的放矢；对于终端的直接控制有利于统一门店形象，提升消费者购物体验，彰显品牌文化与设计理念，并且为全渠道新零售模式的建立提供必要条件。

**报表端：DTC 转型带来品牌商收入、毛利额、经营利润的增厚，净利率的表现相较于加盟模式的差别因运营效率而异。**DTC 模式品牌商直接面对终端消费者，收入体量得到增厚。加盟模式下由于批发销售折扣的存在，毛利率明显低于直营模式，DTC 拓展会对公司毛利率起到改善作用，根据最新财报数据，太平鸟直营/加盟业务毛利率相差 20PCTs，地素时尚相差 5PCTs 左右。净利率方面主要取决于运营效率，随直营店铺销售费用和管理费用的上升短期可能略有下降，长期规模效应突显，费用率预计趋于稳定，净利率将随毛利率同步提升，安踏集团旗下 FILA 品牌在转直营过程中从亏损转向盈利，营业利润率提升到 25% 左右。

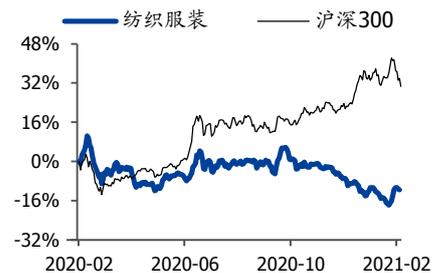
**以安踏为例，DTC 转型短期或使公司报表端承压，长期则有望提升品牌运营效率。**安踏 DTC 转型短期涉及原属加盟商的库存回购与包括门店调整在内的终端运营变动，因此会带来收入的降低和费用支出的增加（根据我们估算，公司将支出 15 亿来回购库存，终端运营的调整也会产生 5 亿的费用，综合对报表端有 2 亿左右的业绩负面影响），同时回收的部分门店原先也存在经营不善等问题，导致公司净利率略受影响；长期参考 FILA 品牌收入与盈利质量的快速提升所带来的经验，我们预计安踏品牌营业利润率有望提升。

**在标的的选择上我们认为具备强零售管理能力的品牌商、龙头制造商长期竞争力明显。**推荐【申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏】，目前对应 2021 年 PE 分别为 32/37/46/25 倍。推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【地素时尚、比音勒芬】，对应 2021 年 PE 分别为 12/15 倍。

**风险提示：**新冠疫情影响超预期，终端消费低迷风险，各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

### 相关研究

- 《纺织服装：2020 年报前瞻，2021 年 Q1 展望》  
2021-02-07
- 《纺织服装：运动鞋服：质优赛道领跑，龙头再创新高》  
2020-12-29
- 《纺织服装：复苏至，焕新生——2021 年度策略》  
2020-12-10

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
02020	安踏体育	买入	1.98	1.93	2.72	3.41	50.1	51.4	36.5	29.1
02313	申洲国际	买入	3.39	3.57	4.18	4.94	39.6	37.6	32.1	27.2
02331	李宁	买入	0.60	0.62	0.79	0.92	60.3	59.0	45.9	39.5
06110	滔搏	买入	0.37	0.37	0.39	0.45	25.6	25.6	24.6	21.2
603587	地素时尚	买入	1.30	1.34	1.57	1.81	14.6	14.1	12	10.4
002832	比音勒芬	买入	0.78	0.89	1.11	1.32	21.4	18.7	15.0	12.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

请仔细阅读本报告末页声明



## 内容目录

1. DTC 模式分析.....	3
2. DTC 与市场竞争：存量市场竞争中的必然选择.....	4
2.1 产品&品牌端：获取第一手数据，品牌运作与产品经营有的放矢.....	4
2.2 渠道端：对终端实施直接控制，经营效率大幅提升.....	6
2.3 典型案例之 NIKE：DTC 模式持续推进成果显著，大中华区领衔.....	6
3. DTC 运营下的公司财务报表变化.....	8
3.1 长期静态：品牌商运营效率提升，制造商迎接挑战.....	8
3.2 短期动态：DTC 转型过程中，短期净利率承压，后续释放增长活力.....	11
4. 结论及投资建议.....	13
风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1: DTC 模式与传统加盟分销模式对比.....	3
图表 2: 按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量 (百万).....	4
图表 3: 2010-2019 安踏集团门店数量变动和营收增速.....	4
图表 4: 2010-2019 李宁门店数量变动和营收增速.....	4
图表 5: 安踏“国旗款”服装.....	5
图表 6: 中国网民关于“新国牌”态度的调查 (2019 年 5 月, N=1705).....	5
图表 7: 公域流量和私域流量来源.....	5
图表 8: 滔搏门店微信账号二维码.....	5
图表 9: 森马品牌斜杠青年体验店.....	6
图表 10: 中国内地长沙市特步品牌门店 (1554 平方米).....	6
图表 65: Nike 品牌 DTC 业务发展状况.....	7
图表 66: Nike 品牌大中华区 DTC 业务发展状况.....	7
图表 12: Nike 电商业务收入发展状况.....	7
图表 13: Nike App 本土化内容.....	7
图表 14: Nike Rise 广州品牌体验店.....	8
图表 15: Nike House of Innovation 上海 001 概念旗舰店.....	8
图表 16: 运动鞋服价值链分布.....	8
图表 17: 加盟模式下运动鞋服各个环节价值分配占比 (%).....	9
图表 18: 各公司分渠道毛利率 (%).....	9
图表 19: 李宁分渠道业务占比及毛利率 (%).....	9
图表 20: 各公司分渠道收入占比情况 (最新业绩公告).....	10
图表 21: 直营业务为主及加盟业务为主公司费用率对比.....	10
图表 22: 直营业务为主及加盟业务为主公司净利率对比.....	10
图表 23: 品牌公司历年存货周转天数 (天).....	11
图表 24: 公司报表端存货含义.....	11
图表 25: 耐克供应商数量变化 (个, %).....	11
图表 26: 阿迪达斯 FY2019 核心供应商情况.....	11
图表 27: 安踏门店数量.....	12
图表 28: 安踏品牌电商收入占比.....	12
图表 29: 安踏品牌收入及预测 (亿元).....	13

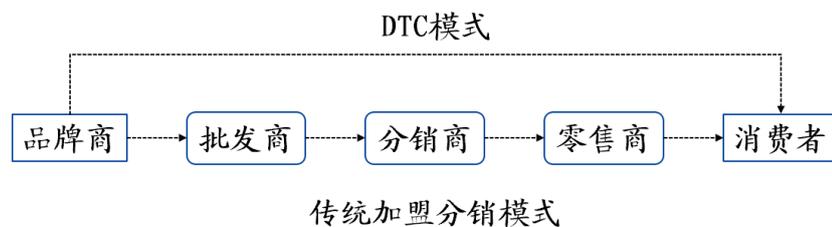
## 1. DTC 模式分析

**DTC 为 Direct to Consumer 的缩写，意为直接面向消费者。**

- 狭义来讲 DTC 指品牌销售渠道的直营化，主要包括两方面，一方面是线下直营终端门店的加速布局，另一方面包括电商渠道运营的深入与拓展。
- 广义来讲 DTC 的含义还包括由于实现渠道直营化带来的一系列后续影响，例如利用直营渠道获取的消费者数据进行产品设计与营销，为满足迅速变化的市场需求进行的柔性供应链变革等。

传统的加盟分销模式难以适应新时代下市场竞争与拓展需求，**DTC 模式直接面向消费者推动精细化运营与管理，夺取存量市场竞争优势，同时面对消费升级下消费习惯和行为的改变，DTC 模式更具有接近消费者数据的优势。**

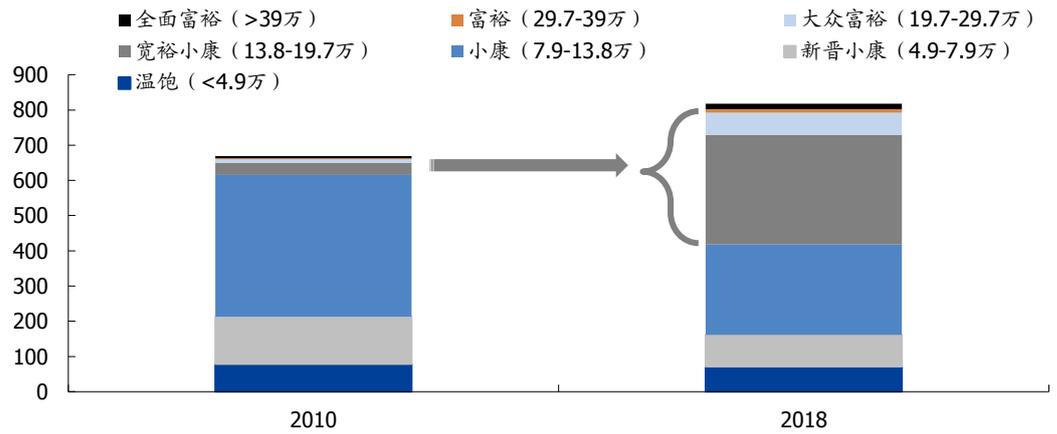
图表 1: DTC 模式与传统加盟分销模式对比



资料来源：国盛证券研究所绘制

- 在市场拓展早期，受益于资金、精力、人力等多种因素的制约，品牌商往往通过发展代理商或者加盟商的方式来拓展市场，尤其是在一些低线城市。在这样一种模式下，品牌商将产品卖给分销商后便不再负责终端销售，优质的加盟商通过多种有效的终端销售策略，将产品快速的推向市场。当细分领域市场竞争日趋饱和，传统的“野蛮跑马圈地式扩张”效率降低。消费者可供选择的品牌与商品越来越多，市场竞争势必会上升到品牌文化与理念的竞争、产品质量与设计的竞争、营销方式与思路的竞争，更符合消费者需求、贴合消费者购物理念的公司将会脱颖而出。
- 居民收入增加背景下，消费升级现象突出，映射在零售行业，入驻购物中心开始高质量大店成重点，然优质的背后必然需要高成本的投入，加盟商难以负担。2010 年我国生活水平在宽裕小康及以上（家庭可支配收入在 13.8 万以上）的城市人口共计 53 万人，占比 8%，2018 年这一数字大幅增长，共计 400 万人占比 49%。生活更加殷实后，居民面对消费的态度和行为也在转变，尤其是在一二线城市，原先热闹的街铺店逐渐被集购物、休闲、餐饮、娱乐于一体的购物中心替代，品牌商纷纷发力这一市场，然而相对街铺，抢手的购物中心商铺租金更高并且存在商场分成费用，只有资金实力充足的大品牌才有实力入驻，DTC 模式成为重要选择。

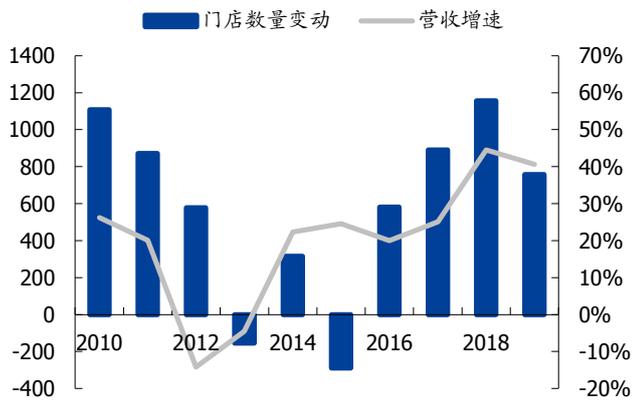
图表 2: 按家庭可支配收入等级划分中国城市人口数量 (百万)



资料来源: 麦肯锡全球研究院, 国盛证券研究所

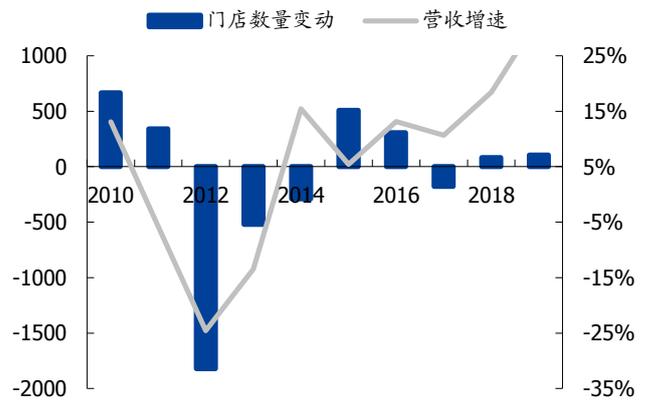
通过对比安踏集团和李宁的门店数量增减变动同营收增速可以发现, 2014 年之前, 门店数量变动同营收增减有着较为明显正相关性, 因此我们判断, 渠道的快速扩张对营收起到了正向的刺激作用。2014 年之后, 相关性有所减弱, 安踏集团 2016-2018 年门店数量变动同 2010-2012 年大体相仿, 收入增速却更高; 李宁 2016 年以后门店数量变动并不大, 维持在 100-200 家左右, 但是营收却呈现高速增长, 2019 年同比增速高达 32%, 门店数量仅增加了 105 家。

图表 3: 2010-2019 安踏集团门店数量变动和营收增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 门店数量=安踏大货+安踏 kids+FILA

图表 4: 2010-2019 李宁门店数量变动和营收增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 门店数量=李宁大货+中国李宁

## 2. DTC 与市场竞争: 存量市场竞争中的必然选择

### 2.1 产品&品牌端: 获取第一手数据, 品牌运作与产品经营有的放矢

深入的消费洞察使得产品设计与营销策略贴合市场需求, 带动产品销量持续走高。基于终端门店和线上旗舰店, 品牌商直接与消费市场进行对接, 通过销售数据实时观测市场流行趋势变革, 典型如 2017 年以来国潮风的兴起。据艾媒咨询调查数据, 近 40% 网民表示“所有品类都乐意优先购买新国牌”, 另外近 40% 网民表示“在大部分品类上愿意购买新国牌”。反映到服装行业, 各服饰品牌纷纷在产品中添加中国元素, 或者直接同一些民族属性较强的 IP 进行联名, 例如安踏作为冬奥会的官方合作伙伴, 于 2020 年初推出冬奥特许商品“故宫特别款”“霸道”系列休闲鞋, 7 月发布“国旗款”运动服装。特步和“少林寺”进行跨界合作, 推出“特步×少林”系列服装。同时, 我国幅员辽阔人

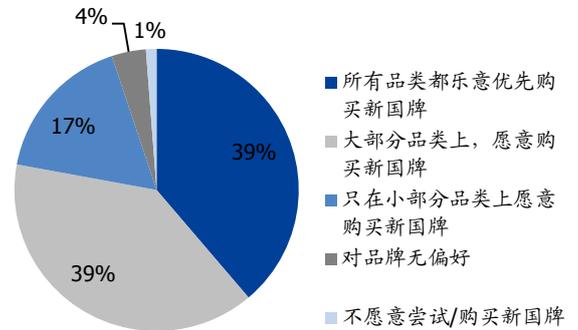
口众多，不同级别城市对于品牌和产品的需求存在较大差异性，于品牌而已，既要通过差异化的产品布局满足消费者的不同需求，同时又要保持品牌形象和定价体系的统一，传统的加盟商往往代理有多个品牌，因此在实施效率商要远低于 DTC 模式。

图表 5: 安踏“国旗款”服装



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

图表 6: 中国网民关于“新国牌”态度的调查 (2019年5月, N=1705)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

与消费者进行互动从而构造私域流量池, 降低获客成本。获客成本指为保持公司在各电商平台开设的旗舰店和专卖店的曝光率所需要支出的费用, 随着“引流-销售”这一营销模式日趋成熟, 各龙头 B2C 平台竞争逐渐加剧, 因此获客成本不断增加。为了保持合理的利润率, 品牌商势必需要选择更高效的引流方式。在 DTC 模式下, 品牌商有机会以较低成本获取消费者的信息, 建立直接联系, 例如线下门店可以通过扫码加入微信群的方式将用户汇集在一起, 形成私域流量, 后续经由在微信中发布营销信息、解答用户问题等方式维护巩固联系纽带, 培养用户口碑。相比公域流量, 私域流量忠诚度更高, 与品牌联系更紧密, 从而容易产生复购, 并且人口相传的营销效应在私域流量上体现的也更为明显。

图表 7: 公域流量和私域流量来源

流量性质	来源渠道
公域流量	天猫、京东、拼多多、唯品会、抖音、微博、品牌官网、手机 app
公域流量和私域流量结合	小程序、公众号
私域流量	线下门店、朋友圈、社群

资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表 8: 滔搏门店微信账号二维码



资料来源: 品牌公众号, 国盛证券研究所

终端门店销售数据与库存数据的及时反馈同公司层面库存管理系统结合, 提升库存管理效率。在传统的分销模式下, 终端门店销售数据和渠道库存数据属于经销商私有信息, 品牌商难以将其接入公司层面的库存管理系统, 市场供求匹配程度只能通过滞后的订货会进行判断, 进而使公司的库存管理处于被动状态。为了解决信息滞后问题和提升库存管理效率, 各品牌纷纷选择增加订货会频率和次数, 减少单次订货会的数量, 主动降低渠道库存压力。而随着 DTC 模式的普及和深入拓展, 各渠道的销量和库存得以打通, 统一汇集于公司层面的库存管理系统, 为公司进一步提升优化库存管控提供便利性。

## 2.2 渠道端：对终端实施直接控制，经营效率大幅提升

强管控下利于统一终端门店形象，一方面直接提升消费者购物体验，另一方面传递品牌文化与产品设计语言。线下门店的升级需要投入大量的资金与人力成本，加盟商由于缺乏足够的动力，并不会主动配合公司，因此就有可能在局部地区出现门店形象差异的现象。森马品牌在逐步进行十二代门店的形象升级工作，目前参与的门店多数为直营店，加盟店仍在协商中。特步品牌长期实现批发模式，然而 2014 年开始进行变革，在保持批发模式的前提下，逐步缩窄渠道管理层级，同时在总部设置超 1000 人的专业零售管理团队对店铺的位置、形象、产品陈列、价格及折扣、店铺订货、店员培训等进行指导。目前，特步主品牌 90% 的零售店已经改装为国际化风格布局，升级后的店铺平均面积超 100 平方米，产品范围覆盖全面，连带率得到极大提升。

图表 9: 森马品牌斜杠青年体验店



资料来源：公司公众号，国盛证券研究所

图表 10: 中国内地长沙市特步品牌门店



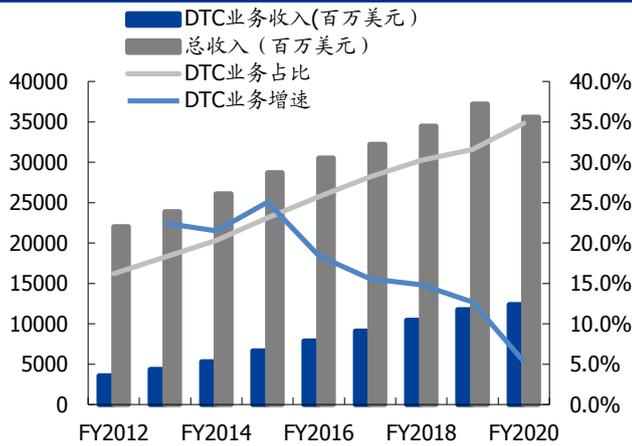
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

打通线上线下零售体系，提升零售效率。2020 年疫情爆发催生多种电商平台，电商销售以独有的便捷性在各品牌商收入占比不断提升，伴随着互联网发展的必将成为公司未来主要的销售渠道。相比之下，线下门店的经营状况似乎相对较差，然而线下门店也有其独特的优势，例如可以提供真实可触的购物体验、享受更加优质的用户服务，因此线上线下的整合发挥各自的优势必将是各公司未来发展的重点，线上下单线下取货/发货，线下下单线上发货等是品牌和消费者共同追求的目标，而 DTC 模式带来的直接控制为这一目标实现提供了必要条件。

## 2.3 典型案例之 NIKE：DTC 模式持续推进成果显著，大中华区领衔

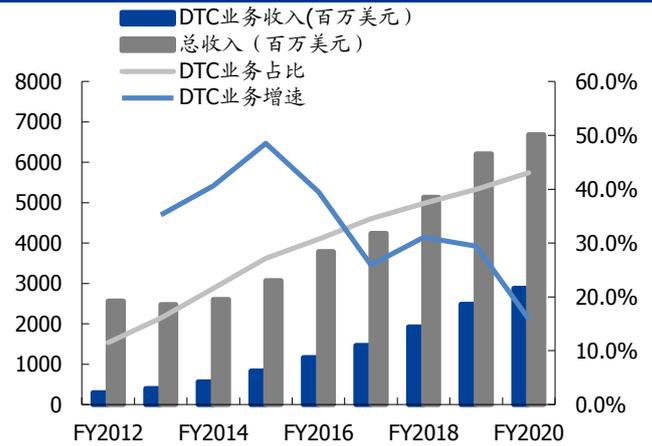
2014 年 Nike 开始着力发展 DTC 业务，近年来业务不断推进。2012 年 NIKE DTC 业务占比仅为 16%，2020 提升到 35%，年复合增长率达到 17%。在 NIKE 的所有销售市场中，大中华区 DTC 业务增速最快，2012-2020 年复合增长率为 33%，远高于公司层面增速，目前大中华区 DTC 业务占比为 43%。Nike DTC 业务主要包括销售渠道和消费者互动两个部分。销售渠道分线下的直营零售店，线上的 Nike.com 官网、Nike App, SNKRS、各电商平台的 Nike 旗舰店以及微信 Nike 小程序；消费者互动是则以一系列 App (Nike Training、Nike Run Club 为主的 Nike+ 生态。

图表 11: Nike 品牌 DTC 业务发展状况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

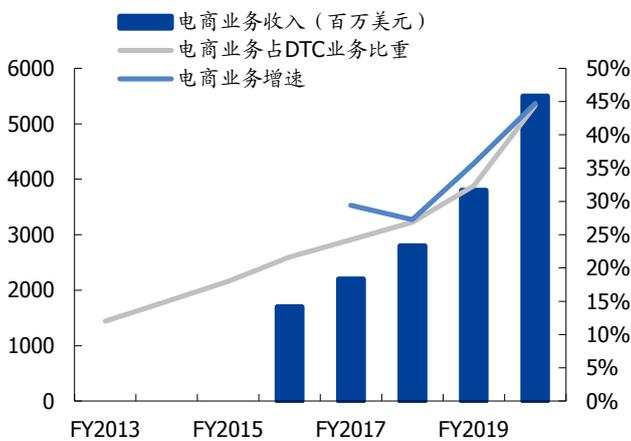
图表 12: Nike 品牌大中华区 DTC 业务发展状况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

通过 Nike+ 与消费者进行沟通, 线上电子商务成渠道主要发力点。2006 年 Nike 与 Apple 合作推出 Nike+iPod 运动套件, 迈出品牌在数字运动领域与消费者互动的第一步, 之后又陆续推出 Nike Training Club 和 Nike Run Club 运动辅助工具进一步强化和用户之间的联系。2015 年 Nike 发布 SNKRS App, 顾客可以通过该应用程序及时获得最新产品的发售信息, 并且快速购买。2019 年 11 月, 针对中国市场的 Nike App 中文版正式上线, 应用作为 Nike.com 的移动版本, 顺应了移动电商的新业态, 为消费者提供更优质的购物体验。2013 年 Nike 电商业务占 DTC 业务比重为 13%, 2020 年提升至 44%, 增速迅猛。

图表 13: Nike 电商业务收入发展状况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: Nike App 本土化内容



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

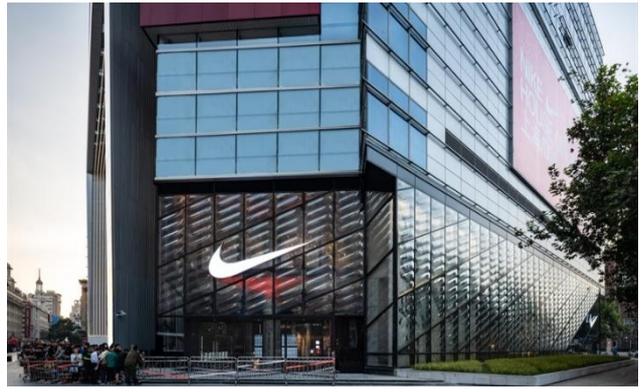
线下建设新概念零售店, 同时与电商结合, 打造无缝连接的零售体验。2020 年 7 月 10 日, 全球首家 Nike Rise 零售概念店——耐克广州品牌体验店正式开业, 店内拥有线上线下无缝连接的服务, 消费者可以在店内体验到耐克为本地会员带来的全方位且高度互动的数字化体验, 例如打开 Nike App 即可体验“Nike 快速试穿”、“Nike 为你尺码”、“Nike 同城会员体验”等服务。Nike Rise 是 Nike 在常规品牌专卖店之外推出的第四类零售概念店, 其他三类包括: 在上海和纽约等关键城市推出的大型概念旗舰店“House of Innovation”、在美国推出的小型社区概念店“Nike Live”、折扣概念店“Nike Factory”。

图表 15: Nike Rise 广州品牌体验店



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: Nike House of Innovation 上海 001 概念旗舰店



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

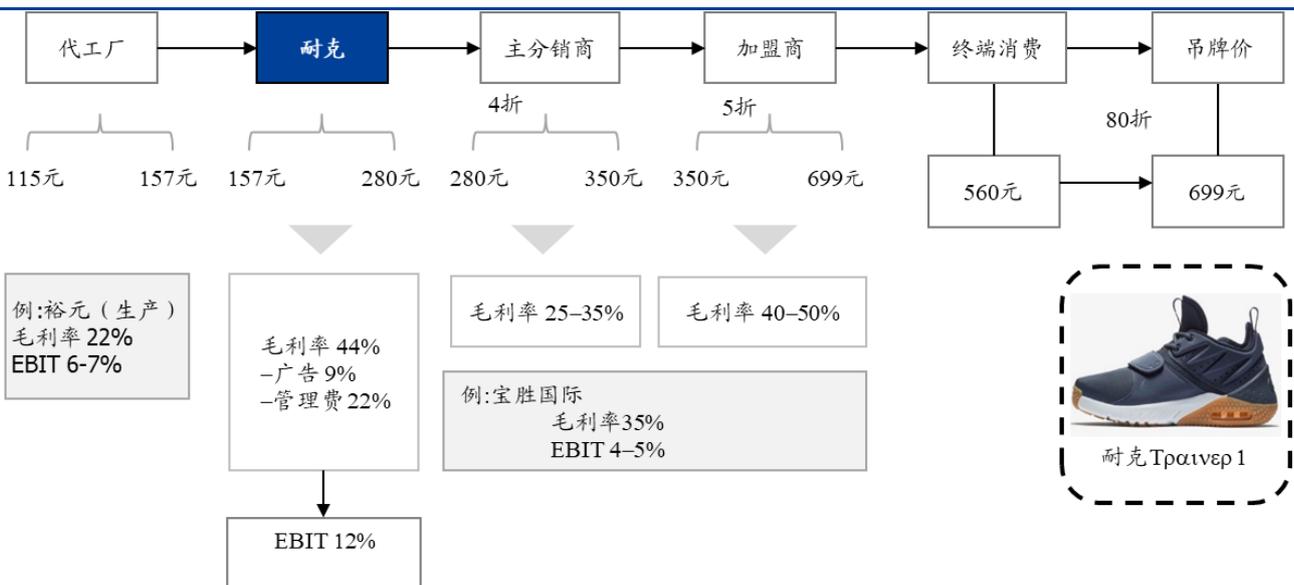
### 3. DTC 运营下的公司财务报表变化

#### 3.1 长期静态: 品牌商运营效率提升, 制造商迎接挑战

根据前文所述, 我们认为服饰行业目前已经从过往的渠道扩张阶段进入比拼内功的竞争阶段, 而在这个过程中, DTC 的运营模式发挥着重要的作用。我们通过结合合理假设下的模拟分析及实例分析认为: 1) DTC 模式下, 对品牌商而言, 能够获取原经销商所占的毛利润, 与此同时承担更多的终端费用, 经营利润率与加盟模式下的差异取决于经营效率; 2) 表面上看, 品牌公司报表层面周转放缓, 但是长期来看, 随着运营效率的提升, 有利于整体产业链的健康发展。

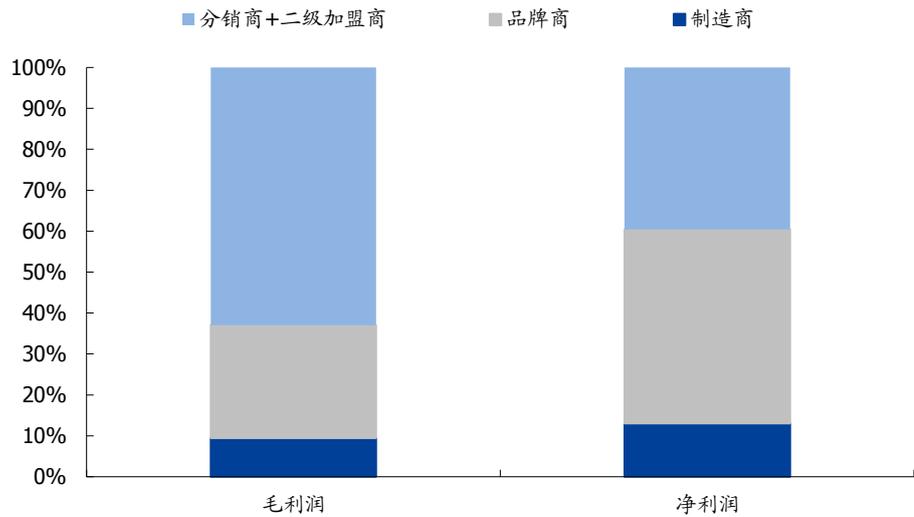
考虑数据的可获得性, 我们以耐克为例, 对服装产业链的价值进行分析。在加盟模式运营下, 一双 5-6 倍加价倍率的运动鞋为例, 超过 60% 的毛利润、30% 的经营利润由分销商、加盟商占据, 品牌商在价值链中占据 30% 左右毛利额及 50% 以上的经营利润。

图表 17: 运动鞋服价值链分布



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表 18: 加盟模式下运动鞋服各个环节价值分配占比

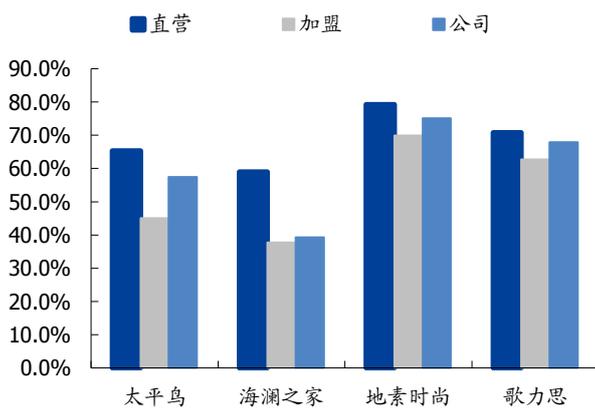


资料来源: 国盛证券研究所绘制

在进行 DTC 的转型后, 品牌商的财务报表的直观表现在于收入、毛利额、经营利润的增厚, 净利率的表现相较于加盟模式的差别因运营效率而异。

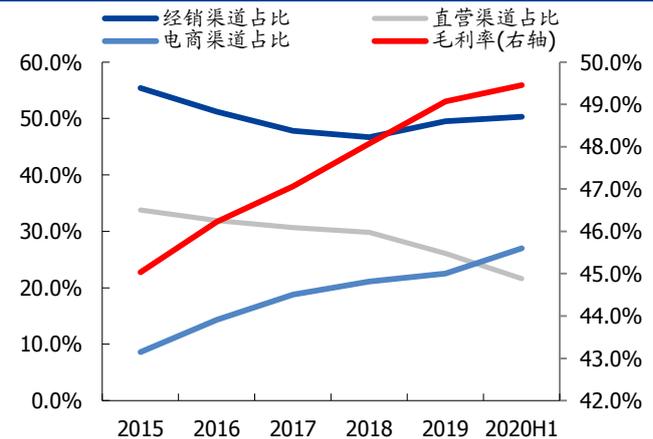
- **收入及毛利层面: DTC 后, 品牌商收入体量上升同时毛利率水平有所上升、波动加大。** 由于品牌商直接面对终端消费者, 收入体量得到增厚。由于批发销售折扣的存在, 使得加盟模式下品牌商毛利率明显低于直营模式, 品牌商毛利水平也未必高于分销商。因此 DTC 模式的拓展, 会对公司毛利率起到改善作用, 另一方面, 直营渠道的毛利率水平波动会相对较高, 加盟模式下品牌商毛利率主要由产品加价倍率及加盟商拿货折扣决定, 相对稳定; 直营模式下品牌商毛利率还受到终端销售折扣影响, 波动相对较大。

图表 19: 各公司分渠道业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 李宁分渠道业务占比及毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

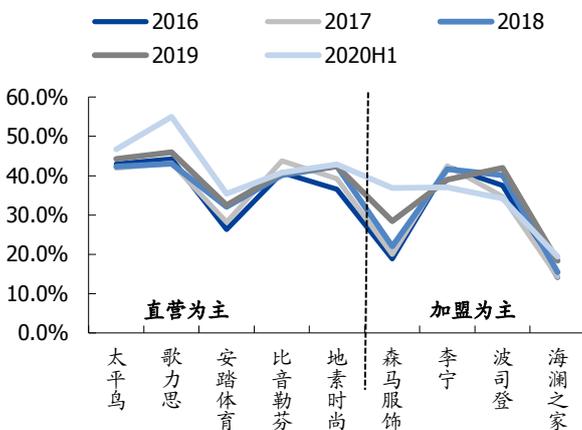
- **经营利润层面: 然而短期来看, 净利率可能会有所承压。** 直营店铺的日常开销将会增加公司的运营成本, 销售费用和管理费用将会有所上升, 共同作用下, 净利率短期可能会有所下降, 长期来看随着规模效应的显著, 我们判断费用率将趋于稳定, 伴随毛利率的稳定提升, 净利率也将增加。我们对比服饰公司的费用率, 直营占比比较大公司整体费用率相对较高。

图表 21: 各公司分渠道收入占比情况 (最新业绩公告)

	加盟	直营	电商
安踏集团	30%+	40%+	20%+
李宁品牌	50%	22%	28%
波司登	61% (含电商)	37% (含电商)	/
森马服饰	49%	11%	40%
太平鸟	26%	43%	31%
海澜之家	80%	9%	11%
歌力思	30%	54%	16%
地素时尚	43%	41%	16%
比音勒芬	30%-40%	60%左右	个位数

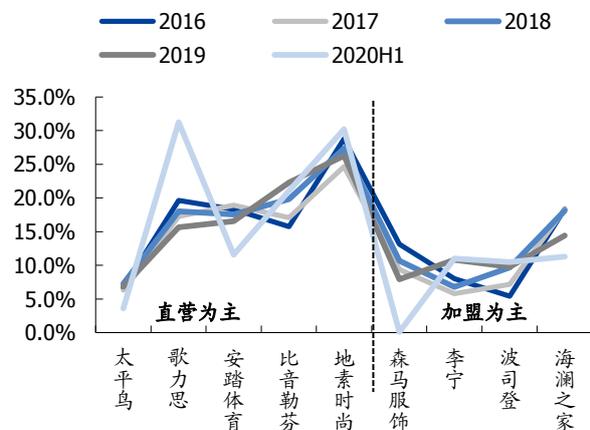
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 均为 2020 年 H1/Q3 数据

图表 22: 直营业务为主及加盟业务为主公司费用率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 直营业务为主及加盟业务为主公司净利率对比

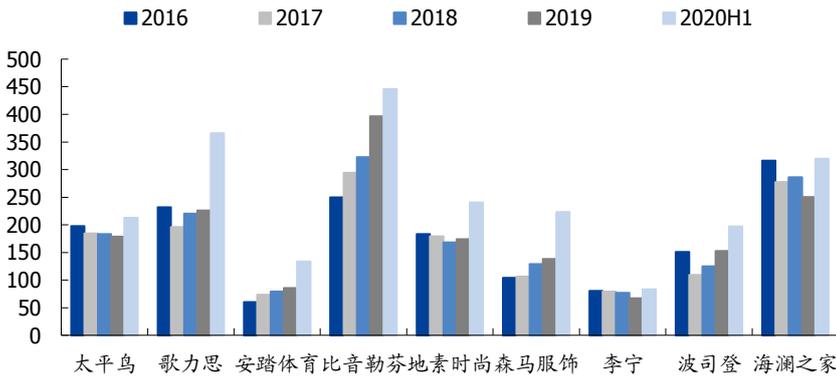


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ **存货周转层面:** 不同商业模式下的品牌服饰周转天数不可直接对比。存货周转速度越快, 存货对运营资金的占用水平越低, 转换为现金、应收账款等的速度越快, 而存货周转速度较慢则会影响到变现能力。但是不同商业模式下的品牌服饰周转速度不可直接对比, 加盟为主和直营为主的服饰品牌公司周转速度有所差异。我们经过对历史数据整理发现加盟为主品牌商存货周转天数平均低于直营为主公司 50 天左右。**周转天数差异源自报表端存货数量含义不同。** 直营模式下, 公司报表库存既包括公司仓库层面的库存, 还包括直营门店内的渠道库存, 而加盟模式下, 公司产品销售给加盟商的同时即算作销售实现不再计入报表端, 相较于加盟模式为主公司, 直营模式为主的公司报表端更能够完整的反映公司的库存情况。

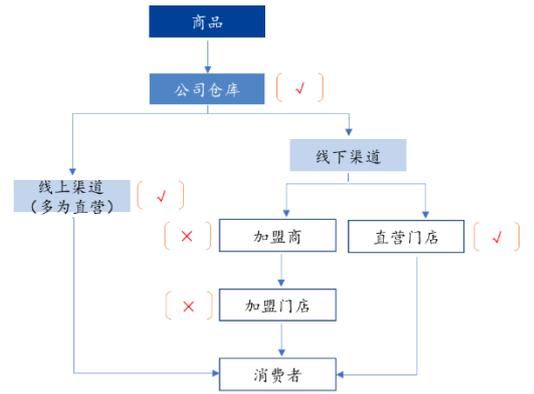
但是相较于加盟模式, 直营业务由于品牌商报表层面所含存货 **DTC** 带来整体库存可视化程度提升。正如前文所述, DTC 模式减少了终端层级, 将渠道库存收归公司, 同时对于终端的直接控制为公司整合销售系统和库存系统提供便利, 整体产销数据得到准确观测和分析。基于此, 公司可以采取多种有效的营销措施和门店运营措施, 提升运营效率。

图表 24: 品牌公司历年存货周转天数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 公司报表端存货含义

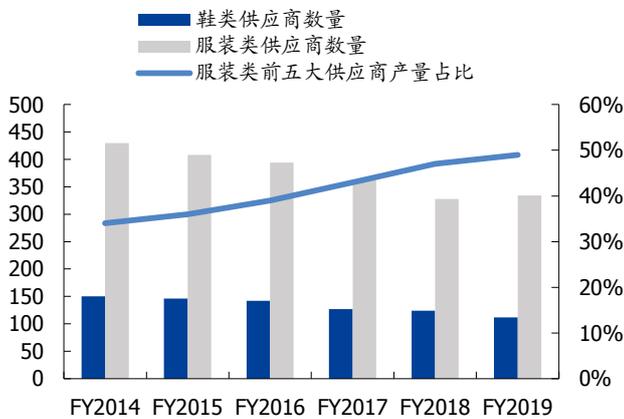


资料来源: 国盛证券研究所绘制 注: ✓代表该渠道商计入公司报表存货, ×代表不计入

对于供应商而言, 不可否认的是在品牌服饰产业链中, 品牌商占据了更加强势的地位, 随着 DTC 管理模式的升入, 品牌商更加直接的接触消费者, 进而终端产品需求的变化对于供应商的要求是在提升的。根据我们观察, 多数品牌商都在对自己的供应链进行整合, 耐克、阿迪等国际品牌供应商数量过去几年中持续减少, 落后的供应商逐步被淘汰。

为了迎合时尚消费的多样变化, 打造柔性供应链成为品牌商在市场中提升竞争力的重要手段。柔性供应链也从最初的由终端数据反馈到产品设计端, 转化为设计生产销售环节均以消费者为中心。品牌商对于产品制造的需求已逐渐从低成本过度到要求高质、高效、稳定的多元化需求, 优质龙头优势明显。

图表 26: 耐克供应商数量变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 27: 阿迪达斯 FY2019 核心供应商情况

	总计	鞋类	服饰	设备
核心供应商数量	45	11	22	12
核心供应商平均合作年限	17	16.8	16.2	18.6
产量占比	90%	92%	88%	93%
价值占比	89%	90%	88%	93%
战略合作伙伴 <10 年占比	16%	27%	14%	8%
战略合作伙伴 >10 年占比	84%	73%	86%	92%

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

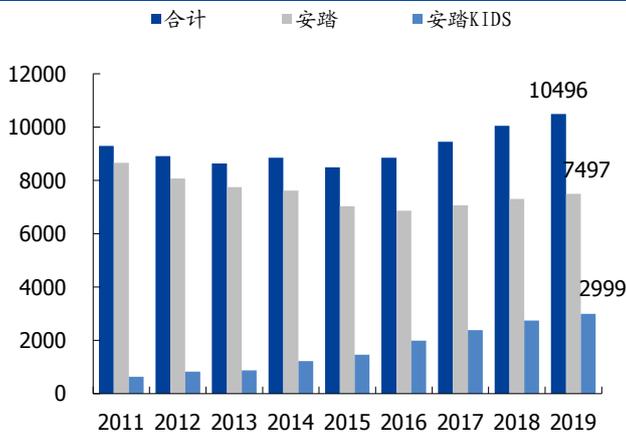
### 3.2 短期动态: DTC 转型过程中, 短期净利率承压, 后续释放增长活力

由加盟模式向 DTC 转型的过程中, 经过 1) 回收原有加盟商门店库存; 2) 整理人力资源; 3) 解决门店租约等问题转为直营门店, 因此短期对冲收入的同时会带来一定的费用, 使得当期公司净利率受到一定影响。但是在 DTC 的管理过程中, 运营效率的提升能够赋予门店增长动力, 使得产业链能够更好的运转。我们以安踏集团为案例, 对 DTC 转型带来的短期变化进行分析。

国内运动鞋服龙头公司安踏于 2020 年下半年启动“数字化转型战略”。该战略将安踏品牌由“批发分销的零售模式”向“直面消费者的直营零售模式”转型，力图实现“一个中心三个重塑”，即以消费者为中心和重塑人、货、场。

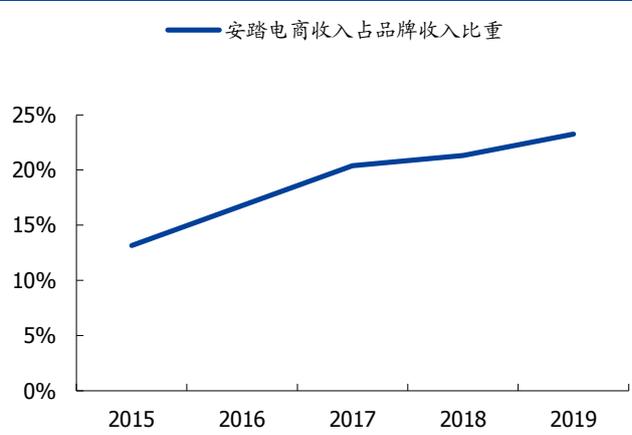
- **DTC 零售模式转型是安踏继 2010—2011 年由“品牌批发”向“品牌零售”转型 10 年之后的再次升级。**转型门店选择：1) 原先经销商经营不善的市场，或增长乏力的市场，便于库存消化及后续增长；2) 一二线城市门店，在这些市场品牌商相较于加盟商更有能力拓展购物中心门店，进行渠道业态的革新的同时，利用“国旗款”在内的中高端产品打开一二线城市市场。
- 根据公司披露，第一阶段转型在广东、上海、长沙、成都、重庆等 11 个区域进行实施，该阶段涉及门店数量约 3500 家，占全国安踏品牌店总数超过 30%。初步的门店转型预计耗费 6-9 个月时间完成（至 2021 年 H1），3500 家门店中 60% 转为品牌直营（原来为一级分销商掌握的门店），剩余 40% 门店仍由加盟商按照安踏品牌运营标准营运，转型节奏顺利。

图表 28: 安踏门店数量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 29: 安踏品牌电商收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

对于安踏集团报表端的影响：我们认为 **DTC 转型短期或使报表端承压，长期来看，新模式实施有望提升品牌运营效率。**

- 根据公司 2020H1 公开业绩交流会披露及我们的测算，2020 年 DTC 转型过程中，公司将耗资 15 亿左右回收加盟商库存对冲收入，同时 5 亿左右费用支出来进行必要的门店调整、包括店铺转让及原门店店员的合同处理等。考虑回收后的门店在 Q4 能够形成一定的销售，并且增加毛利润一定程度上与费用支出相抵，我们测算最终对集团业绩层面带来 2 亿左右的负面影响。
- **2021 年收入贡献将会转正，长期来看有望实现线下直营+加盟，线上业务同步发展的态势。**根据公司计划，未来五年安踏品牌线上业务占比将达到 40%，DTC 业务整体（包括电商业务）占比达到 60% 左右，长期来看安踏品牌的渠道运营模式将是“直营+电商+少量精选优质经销商”，实现线上线下统一管理。根据我们的测算，到 2025 年安踏品牌的流水有望达到 450 亿左右，收入规模接近 300 亿。

图表 30: 安踏品牌收入及预测 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所拆分及预测, 供参考

- 受限于转换后的门店短期较低的零售利润率, 安踏品牌利润端增速表现将弱于收入端。对安踏财务报表利润端的动态变化测算: 参考行业内已上市的运动鞋服零售商数据, 渠道商净利率水平为中到高个位数, 安踏收回的门店的净利率水平低于自身平均水平, 我们预计为低个位数, DTC 后该部分业务的经营利润率水平约为 16%-18% (VS 加盟模式下 27%), 考虑直营业务比例后我们认为安踏品牌整体的经营利润率水平会从原先的 25%-30%下降至 20%-25%。
- 长期随着 DTC 业务整合完成, 经营效率提升有望带来零售端营业利润率提升。安踏集团过往在对 FILA 的直营门店运营过程从 2009 到 2014 年实现了 FILA 品牌从亏损到快速增长, 经营利润率由负提升到 25%左右, 到 2019 年贡献了安踏集团 45% 以上的营业利润。在这个过程中公司逐步发展成为平台型公司, 积累的直营运营经验可复制在安踏品牌上。

我们在静态条件下对比 2025 年安踏品牌全加盟模式及线下直营门店占比 25%左右模式下的收入和营业利润情况, DTC 转型成熟后增厚安踏品牌收入/营业利润分别为 15%/5%左右(假设加盟模式下营业利润率为 27%, 直营模式下营业利润率为 25%)。

## 4. 结论及投资建议

经分析我们认为, 传统的加盟分销模式难以适应新时代下市场竞争与拓展需求, DTC 模式直接面向消费者推动精细化运营与管理, 夺取存量市场竞争优势, 同时面对消费升级下消费习惯和行为的改变, DTC 模式更具有难以匹敌的优势。诚然, DTC 的转型能够给品牌商带来新的长期增长动力, 但是我们应该指出的是, 我们对于 DTC 的理解并不应该局限于门店的直营化管理, 而更多的是通过缩短和消费者之间的距离, 实现产品和消费者需求的契合、物流调配效率的提升, 进而达到构建核心竞争力的目的。

在标的的选择上我们认为具备强零售管理能力的品牌商、龙头制造商长期竞争力明显, 推荐【申洲国际、安踏体育、李宁、滔搏】, 目前对应 2021 年 PE 分别为 32/37/46/25 倍。推荐运营稳健、估值水平尚有提升空间的【地素时尚、比音勒芬】, 对应 2021 年 PE 分别为 12/15 倍。

## 风险提示

**新冠疫情影响超预期。**新冠疫情对于行业终端销售有较大影响，倘若其持续时间及影响超过预期，会给业内公司经营带来一定风险。

**终端消费低迷风险。**消费疲软恐致品牌服饰公司销售情况低于预期，造成公司营业收入及利润增速不及预期。

**各公司门店扩张不及预期，新业务开展不顺利等。**在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com