



# 探讨耐克、阿迪们生产基地外迁背后的主因

## ——纺织服装行业专题报告

2012 年 8 月 22 日

中性/维持

纺织服装

专题报告

### 投资摘要:

- **国际运动巨头生产基地外迁，主要内因：**1) 国内运动市场相对饱和，竞争激烈。运动品牌处于生命周期成熟期后半段，市场规模负增长且行业集中度偏高、竞争格局固化；2) 国际运动巨头逐步推进渠道下沉战略，二三线市场最能适应的价格在 170~250 元之间，与耐克、阿迪当前售价存在距离，国际巨头必须生产更为低廉鞋子的同时维持盈利水平，从而寻求海外廉价劳动力资源。
- **国际运动巨头生产基地外迁的核心外因为人力成本上升。**国内服装制造业的劳动力成本占利润比重高达 77.71%，居所有行业之首，显示产业对人力成本的高度敏感性。中国各省市最低工资水平在过去 5 年复合增速均超过 10%，沿海单位人力成本高达 2.2 美元/小时，已显著高于东南亚诸国。
- **虽面临人力成本上升，国内纺织服装产业仍具优势：**1) 成熟的集群效益不仅体现在规模上，还体现在完善的产业链上下游及充足的熟练工人供给上；2) 由于具有成熟的基础设施、本地消费市场和产业集群，国内产业生产效率明显较高；3) 总体劳动力供给仍然充足，直到 2030 年，国内的劳动力人口占总人口比重都将保持在 60%以上的较高水平。
- **人力成本优势渐失，产业升级势在必行。**劳动力成本的上升使得制造业在整体经济中的占比下降，不过高附加值产业的占比出现上升，使得整个制造业在萎缩的过程中出现高级化的趋势。未来产业升级还将继续，原有扩张式粗放型的发展模式受到极大的挑战，经济的增长需要由内部的“减法”来进行对外部“加法”的替代。
- **投资建议：**产业升级是长远趋势，我们看好已经享有产业链盈利最丰厚环节的品牌服装板块及具有技术、规模优势并有望在持续的产业升级中保持领先地位的龙头纺织企业。具体品种推荐九牧王、七匹狼、朗姿股份、奥康国际和探路者。

### 谭可

执业证书编号：S1480510120013

纺织服装分析师

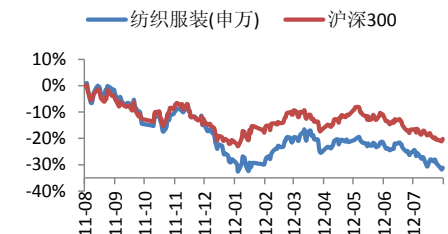
010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
纺织服装	中性	维持
品牌服饰	看好	维持

行业基本资料	占比%
股票家数	76 3.05%
重点公司家数	15
行业市值	3233.64 亿元 1.22%
流通市值	1986.57 亿元 1.14%
行业平均市盈率	16.22 /
市场平均市盈率	10.56 /

### 纺织服装行业指数走势图



资料来源：wind

### 纺织服装重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
九牧王	0.90	1.16	1.47	30	23	18	4	强烈推荐
七匹狼	1.46	1.90	2.35	19	15	12	6	强烈推荐
奥康国际	1.43	1.45	1.88	29	22	16	5	强烈推荐
朗姿股份	1.04	1.48	2.04	37	26	19	4	强烈推荐
探路者	0.40	0.62	0.89	46	29	21	10	推荐

### 相关研究报告

1. 港股启示录系列之三：女鞋品牌之道 2012.5.24
2. 港股启示录系列之二：运动品牌之困 2012.1.19
3. 港股启示录系列之一：休闲品牌抢占下沉先机 2011.10.19

## 目 录

1. 国际运动巨头生产基地外迁内因分析 .....	4
1.1 运动巨头生产基地近年外迁 .....	4
1.2 内因之一：国内运动市场相对饱和 .....	5
1.3 内因之二：国际运动巨头逐步推进渠道下沉战略 .....	6
2. 国际运动巨头生产基地外迁的外因分析 .....	7
2.1 人力成本上升为外迁最核心外因 .....	7
2.2 多因素推动人力成本上升 .....	8
2.3 中国人力成本绝对值已高于东南亚国家 .....	10
3. 廉价人力成本不是国内纺织服装产业唯一优势 .....	11
3.1 国内纺织服装产业有成熟的集群基础 .....	11
3.2 国内制造生产效率显著高于其他东南亚国家 .....	11
3.3 总体劳动力供给仍然充足 .....	12
4. 人力成本优势渐失 产业升级势在必行 .....	13
5. 投资建议与重点公司推荐 .....	16

## 表格目录

表 1: 服装制造业收入对人力成本最敏感 .....	7
表 2: 纺织服装制造行业利润对人力成本敏感度居前 .....	7

## 插图目录

图 1: 裕元集团新增产业基地 .....	4
图 2: 裕元集团在全国固定资产分布情况 .....	5
图 3: 运动品牌年新增终端数量逐年递减 (家) .....	5
图 4: 运动品牌销售收入 2011 年初现负增长 (亿人民币) .....	5
图 5: 运动品牌 2008 年国内市场格局 .....	6
图 6: 运动品牌 2011 年国内市场格局 .....	6
图 7: 过去 5 年各省最低工资标准复合上涨幅度 .....	9
图 8: 城镇单位及其他企业平均工资上涨幅度 .....	9
图 9: 各国劳动力成本比较 (美元/小时) .....	10
图 10: 国内各省 2011 年全年服装产量比较 .....	11
图 11: 2010 年东南亚各国与中国人均工业增加值比较 (美元) .....	12
图 12: 中国劳动力人口及抚养比预测 .....	12
图 13: 日本制造业在 GDP 占比持续下降 .....	13
图 14: 台湾制造业在 GDP 占比持续下降 .....	13
图 15: 国内纺织服装行业单个企业收入规模持续提升 (万元) .....	14
图 16: 国内纺织服装行业整体毛利率提升显著 .....	14
图 17: 中国单位人力成本仍处偏低水平 (欧元) .....	15
图 18: 中国工资占 GDP 比重持续下降 .....	16

## 1. 国际运动巨头生产基地外迁内因分析

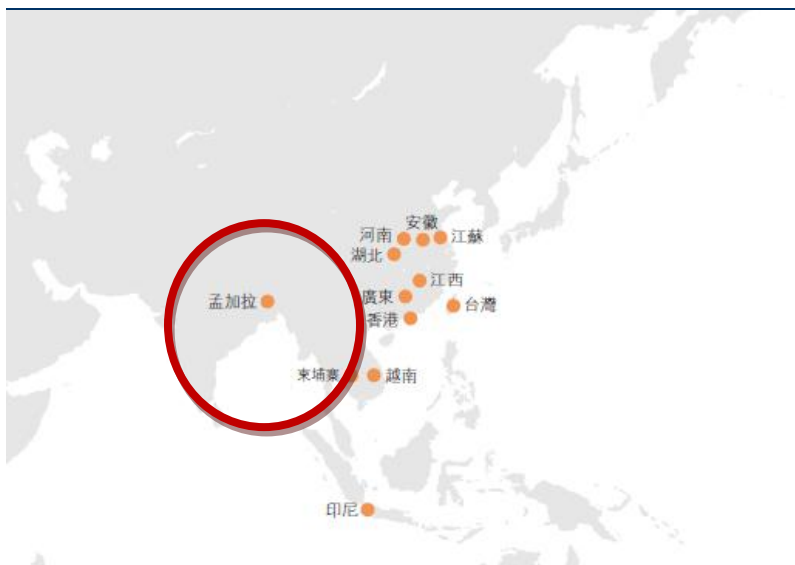
### 1.1 运动巨头生产基地近年外迁

2012 年 7 月，国际运动品牌巨头阿迪达斯宣布将关闭在苏州的唯一在华直属工厂，其书面回复称此举是“出于重新整合全球资源的策略考量”。这是在继 2009 年耐克关闭在中国唯一一家鞋类生产工厂——太仓工厂后，另一运动品牌巨头的迁出。

关于体育用品巨头转移生产的消息一直被人关注，不管是耐克还是阿迪达斯，虽然都在极力地表明立场“中国市场很重要”“中国仍占生产的重要地位”，但其生产基地外迁的举动始终未停下脚步，一定程度上显示中国对于运动巨头们的消费市场价值已逐步超越其作为生产基地的价值。

港股上市的裕元集团是阿迪达斯和耐克在亚洲的最大的供应商，为配合国际运动巨头的生产基地迁出中国的举动，公司于 2010 和 2011 年分别在柬埔寨和孟加拉两个生产基地。

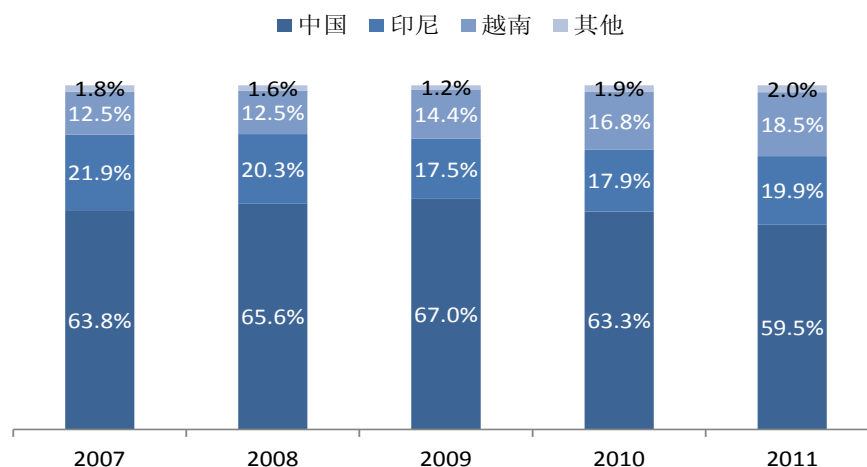
图 1：裕元集团新增产业基地



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

并从裕元集团的固定资产配置上，也可看出公司对中国以外产能的投入逐渐超过本土。中国本土的固定资产占比由 2007 年的 63.8% 逐渐下降至 2011 年的 59.5%；在越南的固定资产占比由 2007 年的 12.5% 逐渐提升至 28.5%；随着公司在柬埔寨和孟加拉的生产基地陆续建成，其他地区的固定资产占比也提升至 2% 的水平。

图 2：裕元集团在各国家固定资产分布情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 内因之一：国内运动市场相对饱和

追溯运动巨头的外迁因素，除了我们将在第二部分详细分析的劳动力成本上升因素，运动行业的自身内因也不可忽略。

参照服饰行业的生命周期，我们认为国内运动服饰处于成熟期的后半段。当前行业呈现规模增速下滑、市场集中度偏高、存货高企等特征。运动品牌作为典型的功能性、场合性品类服饰，其目标市场相对休闲等大众消费品类要小，在经历了 90 年代的启蒙期和 2000-2007 年的成长期及 2008 年至今的成熟期前半段，当前市场已经显现较明显的增长乏力迹象，品牌持续数年的赚钱容易的优越时代已经过去。

运动品牌新开终端数量逐年递减，我们统计的六家港股运动品牌(李宁、中国动向、安踏、特步、匹克和 361 度)2011 年合计新开终端数量为 2924 家，创出近年新低。板块整体销售收入增速持续下降，2011 年上半年首次出现负增长。

图 3：运动品牌年新增终端数量逐年递减（家）

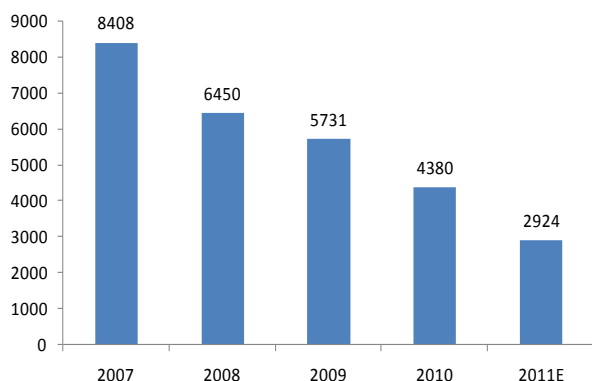
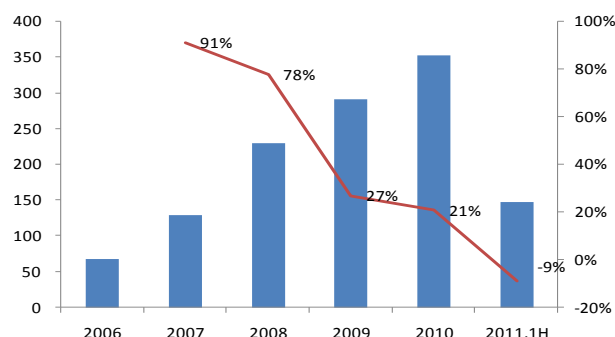
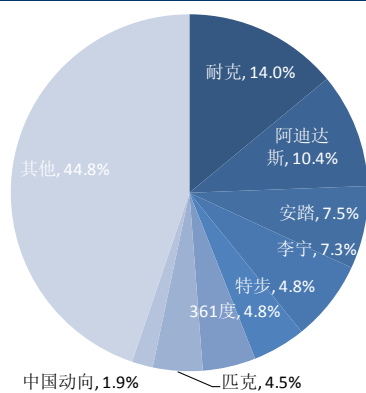


图 4：运动品牌销售收入 2011 年初现负增长（亿人民币）



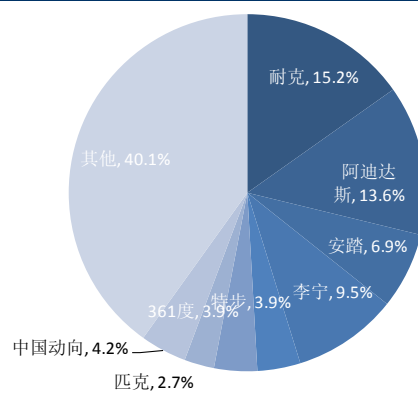
运动品牌处于成熟期后半阶段的另一个特征即行业集中度偏高、竞争格局固化。根据估算的 2011 年全年的国内运动服饰市场规模，我们推算出各主要品牌的市占排名情况。市占率排名前八的品牌占有国内 55% 的市场份额，集中度相当高，其中耐克和阿迪达斯两大国际品牌就占据 25% 的份额，除动向外的本土 5 大品牌占据接近 30% 的全国市场。对比 08 年的市场格局，我们发现在 2008-2011 年国内运动市场规模持续增长的阶段中，强势品牌在国内的总体市占率变化较小，前几大品牌座次也仅有较小调整，两大国际品牌仍占据头两把交椅，本土几大品牌格局稳定，仅安踏超越李宁成为市占率最大的国内品牌。

图 5：运动品牌 2008 年国内市场格局



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 6：运动品牌 2011 年国内市场格局



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

### 1.3 内因之二：国际运动巨头逐步推进渠道下沉战略

国际运动巨头已进入中国十余年，继在一、二线城市扎稳脚跟并占有绝对市场份额后，耐克、阿迪们也将目光转向潜力巨大的三、四线城市。阿迪达斯集团大中华区董事总经理在接受国内媒体专访时表示，在未来 3 到 5 年内，相较一线城市的拓展，阿迪达斯更关注二、三线城市的潜力市场。为配合下沉，阿迪达斯推出新品牌“NEO”，与专业体育用品系列不同，“NEO”系列切入生活时尚领域。NEO 还有一个特点，定位中端，正好迎合内地中小城市的消费者。

另一巨头耐克也于 2010 年表示公司确有计划进入中国的二线、三线甚至四线城市，并将在推出 NIKE 系列不同价位中低端产品的同时，考虑收购或引进一些其他品牌。此前，耐克公布的“五年规划”中预计大中华区收入年增长 10% 以上。这样一份业界堪称激进的发展计划，被认为是耐克即将启动中国二三线市场的标志。

然而根据调查，二、三线市场最能适应的价格在 170~250 元之间，而耐克、阿迪在国内的销售价格则在 400~1000 元不等，存在着一定的距离，推出新的低价系列在所难免。前提是国际运动巨头必须生产出更为低廉的鞋子但同时维持盈利水平，在中国市场的下沉战略是国际巨头寻求海外更廉价劳动力资源的一个重要导火索。



## 2. 国际运动巨头生产基地外迁的外因分析

### 2.1 人力成本上升为外迁最核心外因

如表 1 所示，我们梳理了 2004-2008 年之间，各代表性行业劳动力成本占行业总收入的比重。其中，服装制造行业由于自身劳动密集型属性，2008 年以 4.92% 的水平居于首位；纺织行业由于近年机械化普及和规模化提升，已基本由以往更多依赖手工向机械化转变，降低了收入对人力成本的敏感性。

表 1：服装制造业收入对人力成本最敏感

行业划分	2004	2005	2006	2007	2008
<b>服装、鞋、帽制造业</b>	<b>4.16%</b>	<b>4.32%</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.32%</b>	<b>4.92%</b>
医药制造业	6.57%	4.98%	5.19%	4.68%	4.52%
专用设备制造业	4.95%	4.43%	4.81%	4.36%	3.90%
饮料制造业	4.85%	3.93%	3.90%	3.70%	3.62%
工艺品及其他制造业	3.88%	3.49%	3.99%	3.50%	3.20%
交通运输设备制造业	3.33%	3.01%	3.23%	2.96%	2.94%
家具制造业	1.81%	1.87%	2.89%	2.92%	2.61%
通用设备制造业	3.60%	3.12%	3.26%	3.02%	2.60%
橡胶制品业	2.87%	2.48%	2.64%	2.68%	2.58%
食品制造业	3.26%	2.63%	2.85%	2.72%	2.50%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	1.63%	1.53%	1.91%	2.11%	2.31%
<b>纺织业</b>	<b>2.45%</b>	<b>2.09%</b>	<b>2.48%</b>	<b>2.23%</b>	<b>2.23%</b>
非金属矿物制品业	3.28%	2.81%	2.86%	2.52%	2.09%
电气机械及器材制造业	2.07%	1.91%	2.04%	1.88%	1.92%
塑料制品业	1.94%	1.78%	2.03%	2.02%	1.90%
化学纤维制造业	2.57%	2.09%	2.21%	2.05%	1.88%
金属制品业	2.05%	1.79%	2.12%	2.01%	1.80%
造纸及纸制品业	2.08%	1.70%	1.96%	1.84%	1.76%
黑色金属冶炼及压延加工业	2.31%	2.02%	2.18%	1.90%	1.57%
有色金属冶炼及压延加工业	2.07%	1.70%	1.44%	1.31%	1.30%
化工原料及化学制品制造业	1.50%	1.18%	1.20%	1.18%	1.27%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

同时，我们对比各代表行业劳动力成本占利润比重，其中，服装、鞋、帽制造业的劳动力成本占利润比重在 2008 年高达 77.71%，显著高于其他行业。纺织业由于在近几年大型企业积极进行产业升级，规模化的同时提升盈利水平，人力成本占利润比重逐年降低，08 年已降至 44.05%。

表 2：纺织服装制造行业利润对人力成本敏感度居前

行业划分	2004	2005	2006	2007	2008
<b>服装、鞋、帽制造业</b>	<b>88.87%</b>	<b>86.24%</b>	<b>98.80%</b>	<b>92.82%</b>	<b>77.71%</b>

工艺品及其他制造业	75.72%	65.41%	69.53%	59.03%	49.33%
专用设备制造业	77.68%	67.33%	64.20%	47.16%	45.14%
<b>纺织业</b>	<b>81.51%</b>	<b>53.19%</b>	<b>58.96%</b>	<b>46.87%</b>	<b>44.05%</b>
印刷业和记录媒介的复制	63.62%	63.09%	58.78%	49.65%	44.80%
交通运输设备制造业	48.33%	60.47%	54.90%	39.30%	38.51%
橡胶制品业	56.78%	43.07%	52.87%	43.45%	51.31%
家具制造业	35.56%	35.71%	51.84%	53.05%	47.54%
化工原料及化学制品制造业	57.05%	60.82%	50.52%	26.33%	55.60%
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	39.44%	41.39%	49.86%	50.76%	57.78%
医药制造业	46.84%	39.56%	45.04%	32.76%	28.83%
非金属矿物制品业	46.24%	49.91%	44.10%	30.12%	23.88%
通用设备制造业	51.92%	42.65%	43.47%	38.24%	32.69%
塑料制品业	40.02%	35.82%	40.51%	34.17%	30.93%
金属制品业	38.12%	31.76%	39.02%	36.33%	30.40%
食品制造业	52.67%	36.52%	37.85%	31.58%	29.94%
黑色金属冶炼及压延加工业	31.27%	36.36%	36.70%	28.05%	41.38%
电气机械及器材制造业	37.47%	33.96%	36.55%	30.04%	26.34%
饮料制造业	51.37%	37.93%	36.08%	29.45%	28.59%
化学纤维制造业	30.08%	28.33%	33.24%	24.62%	27.60%
造纸及纸制品业	37.89%	30.56%	31.65%	25.21%	26.26%
农副食品加工业	33.11%	22.07%	24.22%	18.16%	15.79%
有色金属冶炼及压延加工业	35.72%	27.58%	18.53%	17.47%	28.32%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	38.78%	-97.26%	-49.80%	88.09%	-21.05%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

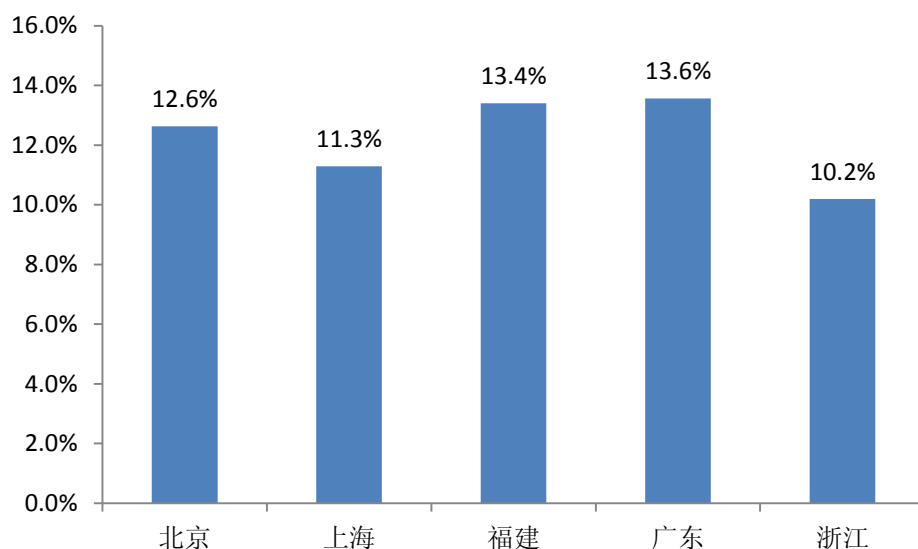
综上，作为国际运动巨头供应商所处的国内成衣制造产业，不管是收入和利润均对人力成本有较高的敏感性。由此推断，人力成本上升势必将对成衣产业造成较大压力，促使国际运动巨头寻求海外更廉价的劳动力资源。

## 2.2 多因素推动人力成本上升

近年来，国内劳动力成本上升趋势明显，2007-2011 年，各省市最低工资标准符合增长率均在 10%以上，其中华南地区以福建和广东为代表，涨幅最高，这两个地区也是纺织服装的重要生产集群地之一；大城市以北京、上海为代表，复合增长率为 12.6% 和 11.3%；浙江地区复合增幅为 10.2%。



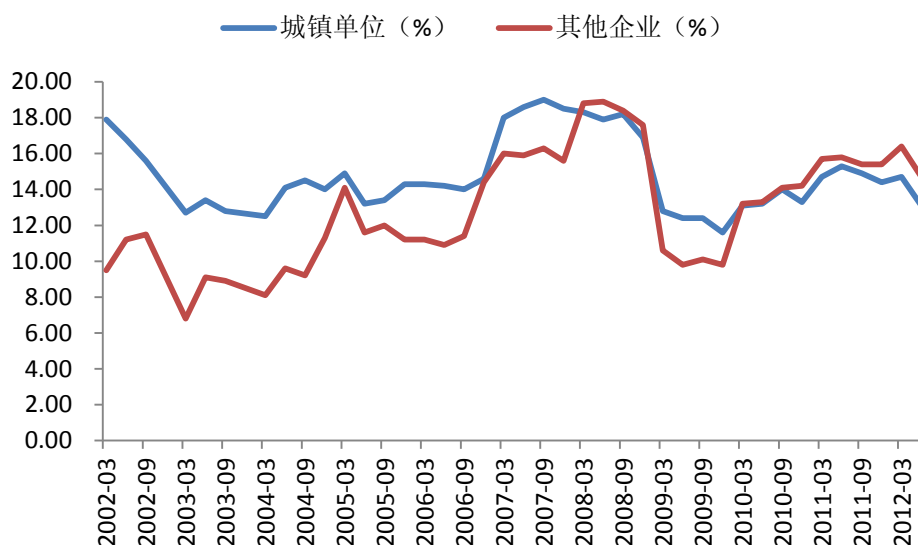
图 7：过去 5 年各省最低工资标准复合上涨幅度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

纺织服装企业以民营企业居多，代表民营企业的城镇单位和其他企业 2002 年至今的就业人员平均工资季度同比涨幅保持在 10% 以上的较高水平。

图 8：城镇单位及其他企业平均工资上涨幅度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

追溯国内劳动力成本上升的主要原因，可以归结为以下几点：

生活成本上升是劳动力成本上升的内在动因。食品、房价、教育医疗、服务等价格的上涨，推动了生活成本的上涨。

中国特定的制度和结构性因素。中国用工需求主要集中在东部沿海城市，而劳动供给主要集中在农村和中西部地区，一方面，信息的不对称加大供求矛盾。例如危机影响下，大批农民返乡，而随着经济的好转企业用工需求加大时，却因为农民工供给不能及时调整，而出现民工荒。另一方面，户籍制度等的存在限制了劳动力的跨区域转移，造成了短期的劳动力的供给刚性，推升工资上涨。

劳动力供需的结构性错位是造成劳动力成本上升的触动因素。一方面表现在年龄结构的差异，另一方面表现在技能方面的差异，尤其在制造业发达的地区，技术工人短缺现象严重。

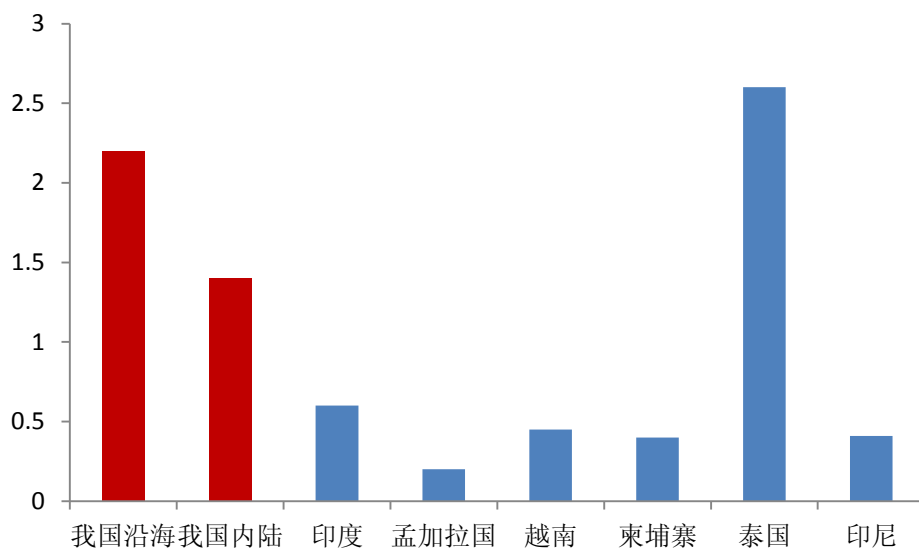
政府改善民生的举措，例如提高最低工资标准、改善社会保障和福利水平，扩大受益范围等，都进一步的推升了劳动成本的上涨。

除此之外，部分地区劳动力的短缺是对劳动力市场价格长期扭曲的修正。农民工工资长期处于低水平，部分地区甚至接近于劳动力价格下降，低于劳动者的基本生活成本，而随着中西部地区的发展已经三农政策的实施，农民工外出打工的意愿减弱。在该种情况下，劳动力成本的上升，是对长期低工资的一种补偿性增长，也是农民工工资形成机制的回归，并不代表劳动力供求关系的根本性反转。

## 2.3 中国人力成本绝对值已高于东南亚国家

在劳动力持续上涨的数年之后，中国的单位劳动力成本已超出部分发展中国家。我国沿海及内陆单位劳动力成本显著高于印度、孟加拉、越南、柬埔寨、印尼等国。

图 9：各国劳动力成本比较（美元/小时）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

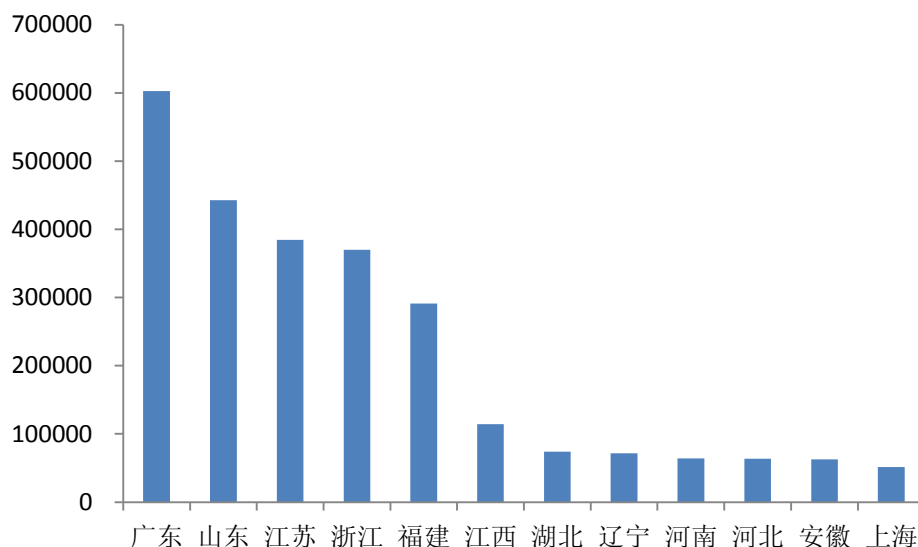
### 3. 廉价人力成本不是国内纺织服装产业唯一优势

#### 3.1 国内纺织服装产业有成熟的集群基础

中国纺织服装行业发展历史已久，从产能来看居全球第一。2010 年，中国的纺织工业增加值是 4000 亿人民币，大幅超出位居第二的美国 2000 亿左右人民币的水平。2010 年，中国的纺织服装出口占全球纺织服装行业总贸易额的 30% 左右，稳居全球之首。如此大体量和悠久渊源的产业在国内不仅仅依靠着廉价的劳动力，在大力发展的数年见已经形成了配合产业发展的集群及基础设施配套。

产业集群是国内纺织服装行业的重要组成部分，集群效益的发挥不仅体现在规模上还体现在完善的产业上下游链条和充足的熟练工人供给上。我国已形成几大集群，主要集中在东部沿海经济发达地区，以长三角、珠江三角洲、海西地区和环渤海三角洲为主，特别是江苏、浙江、福建、山东、广东五省。作为行业发展的先行军，这五个省形成了各具特色且卓有成效的产业集群。

图 10：国内各省 2011 年全年服装产量比较



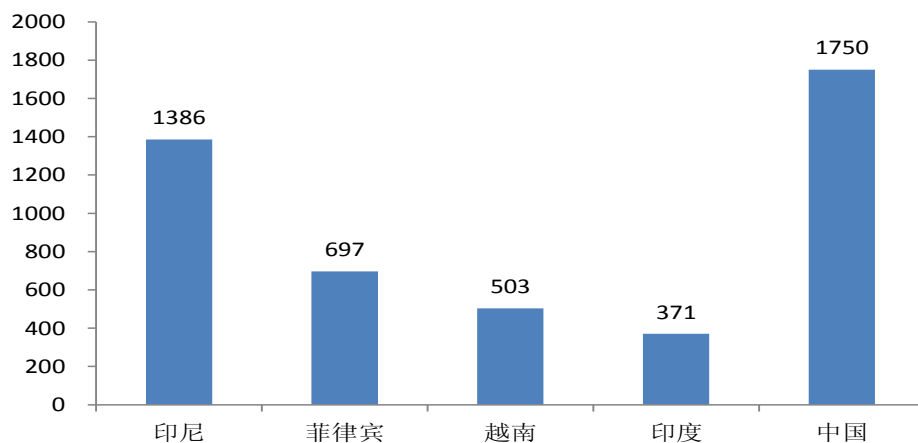
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 3.2 国内制造生产效率显著高于其他东南亚国家

虽然也有不少国家的工资水平已明显低于中国，但受限于这些国家偏弱的基础设施、国内市场、产业集群等制约因素，整体生产效率仍然低下，使得当地的廉价劳动力并不一定具有高的性价比，国内纺织服装制造业还无法大规模向他们转移。

劳动力成本需要跟生产率一起比较才有意义。我们以美元换算的制造业劳动生产率，即人均制造业增加值，来衡量各国间的生产率差异。就下图来看，与印尼、菲律宾、越南、印度等国相比，我国制造业有明显的生产率优势，中国 2010 年人均工业增加值为 1750 美元显著高于印尼、越南、印度等国。

图 11：2010 年东南亚各国与中国人均工业增加值比较（美元）



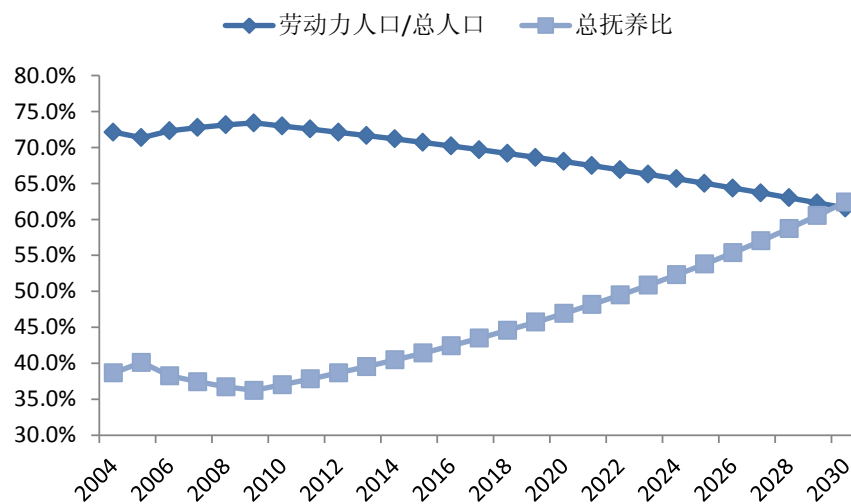
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

即使在未来几年内工资出现大幅提升，原有的国际分工模式所决定的出口格局在短期内也难以根本逆转，而中国制造业的劳动力比较优势长期内虽然会逐渐削弱，但是在短期内难以立刻丧失。廉价劳动力之外，三十年改革开放所形成的强大制造业基础和生产力水平在短期内也是难以被其他国家所超越的议价能力和成本控制减缓工资上行的压力。

### 3.3 总体劳动力供给仍然充足

根据联合国预测数据，中国未来劳动力人口在总人口中比重将呈逐年下降趋势，总抚养比持续提升，特别是中国将在未来出现一定程度的人口老龄化问题。但总体来看，直到 2030 年，国内的劳动力人口占总人口比中都保持在 60% 以上的较高水平，但不可否认的是，阻碍劳动力自由流动的户籍制度、劳动者的教育水平以及技能、东部地区高昂的生活成本、以及全球化的冲击等都不会在短期内改变，因此未来相当长的一段时间中国将出现劳动力供过于求状态下的劳动成本上涨。

图 12：中国劳动力人口及抚养比预测

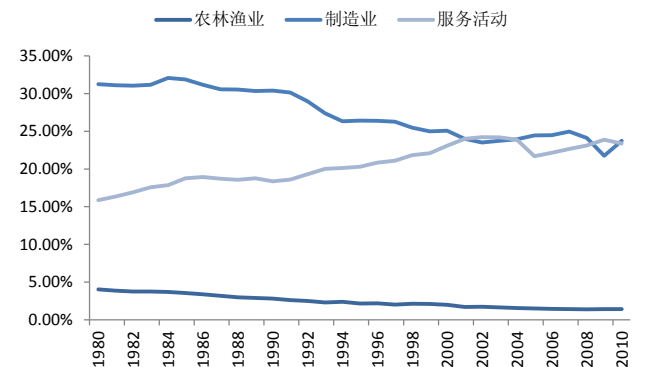


资料来源：联合国预测，东兴证券研究所

## 4. 人力成本优势渐失 产业升级势在必行

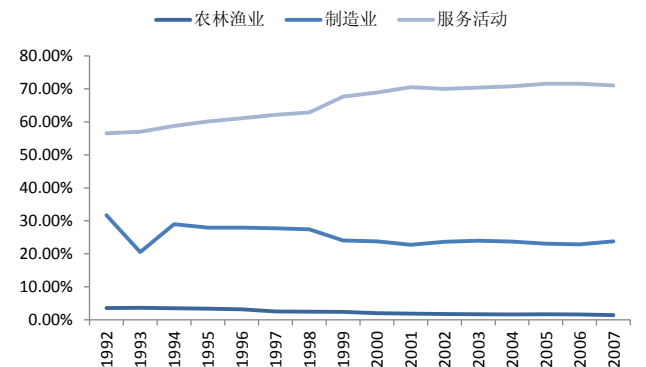
从长期来看，劳动力成本的上升使得制造业在整体经济中的占比相对下降，不过高附加值产业的占比出现上升，使得整个制造业在萎缩的过程中出现高级化的趋势。就国际经验来看，日本、台湾等亚洲较发达地区的发展路径对中国均有借鉴意义。日本制造业从 80 年代中期开始在整个经济中占比持续下降；台湾在 90 年代末也出现类似趋势，制造业在整个经济中的占比也出现持续下降，均说明在整个经济结构的逐渐变化的过程中，制造业将由以往的粗放式、发散性的外向性增长向内生性的结构优化式增长模式转变，当蛋糕变得更小，企业必须通过产业升级等方式来提升附加值。

图 13：日本制造业在 GDP 占比持续下降



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 14：台湾制造业在 GDP 占比持续下降

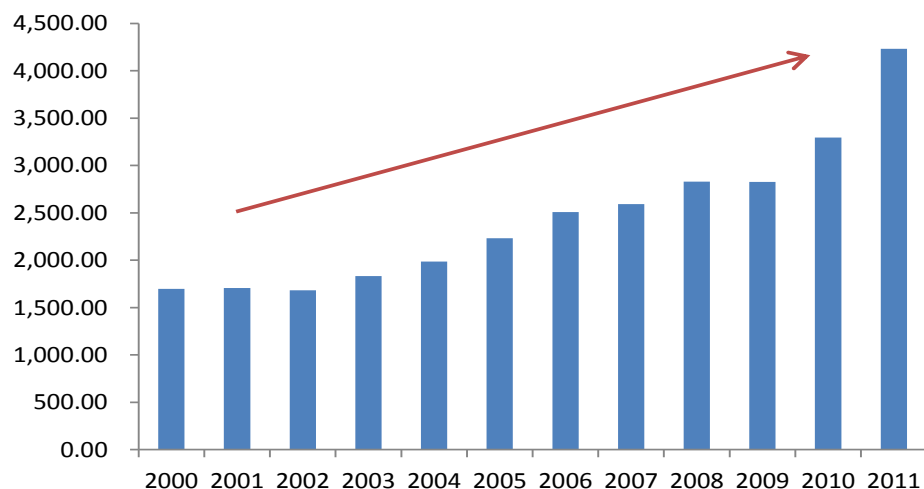


资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

综合来看，产业升级也将是中国纺织服装这种传统性产业活得更久远的重要途径，当原有增长方式面临约束时，无法持续的发展模式是转型的根本动力。

从国内纺织服装行业的一些指标来看，提高产业附加值、自发性进行产业升级的趋势早已显现。规模化是产业升级的前提，国内纺织服装企业单企业收入规模逐年提升，由 2000 年 1500 万左右的规模提升至 2011 年 4000 万人民币左右的规模，增幅高达 167%。在日益激烈的竞争环境下，纺织服装企业个体规模大幅提升，对外界冲击的抵抗力更强，此外也为产业升级创造了先行条件。

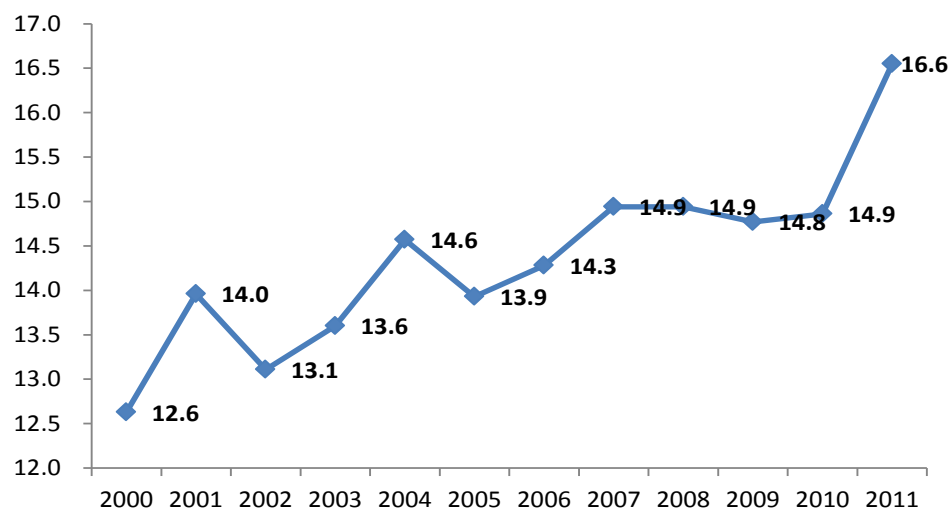
图 15: 国内纺织服装行业单个企业收入规模持续提升（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此外，产业升级趋势的另一标志性指标为体现产品附加值的毛利率。国内规模以上纺织服装行业整体毛利率在 2000 到 2011 年的十年间，由 12.6% 提升至 16.6%，上升 4 个百分点。

图 16: 国内纺织服装行业整体毛利率提升显著



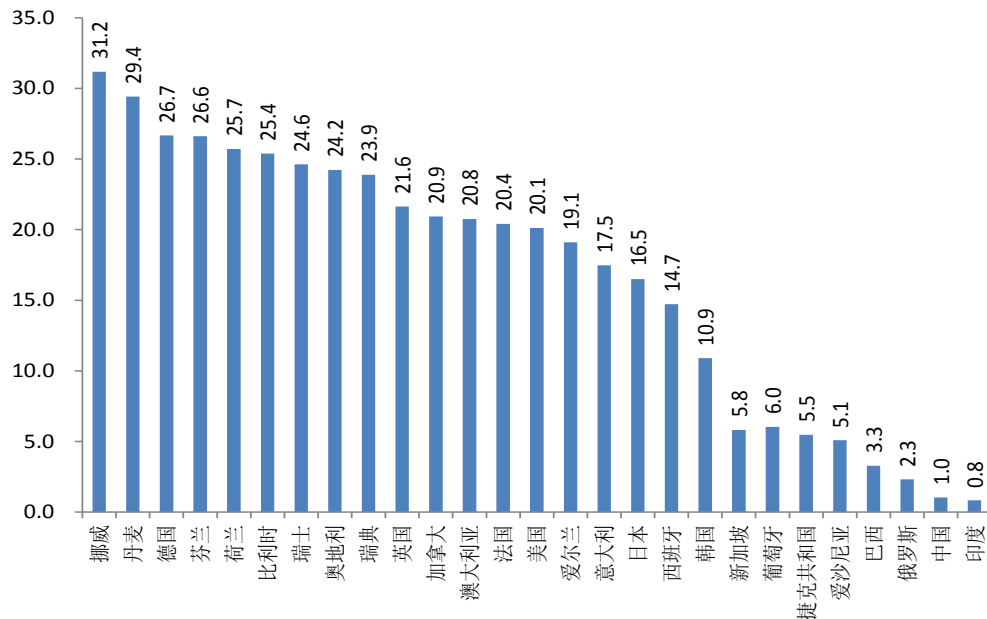
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



未来产业升级还将继续，在结构调整转型期，对于经济增长方式的理解需要做出一些改变，原有扩张式粗放型的发展模式受到极大的挑战，经济的增长需要由内部的“减法”来进行对外部“加法”的替代，企业更加注重管理水准以及资本替代。相对于其他依旧落后于我国的发展中国家而言，生产效率的高低不仅仅依赖于劳动力成本，同时也依赖于一国的基础配套设施以及大规模工业化生产的能力，生产效率之间的大幅差距也使得劳动力成本具有较大的弹性空间。而对于发达国家而言，我国的人力成本优势也依然存在。

首先，相比成熟市场，中国单位人力绝对成本仍然偏低，与欧洲发达国家相比，中国 1.0 欧元/小时的单位人力成本为本仅相当于排名居首的挪威 1/30，相当于美国的 1/20，相当于同为发展中国家俄罗斯的 1/2，且较印度仅高 20%。

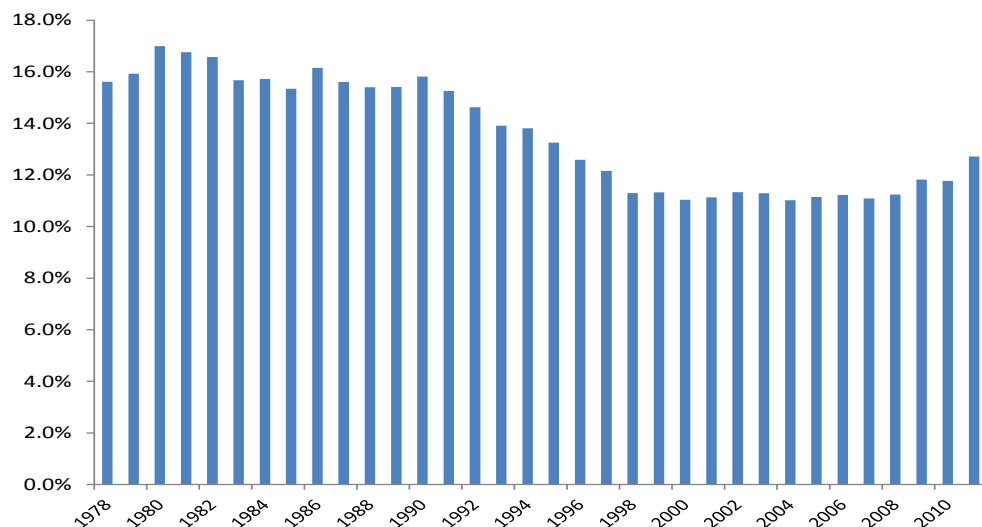
**图 17：中国单位人力成本仍处偏低水平（欧元）**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

其次，中国的工资总额占 GDP 比重仍然较低，并呈下降趋势。自 1978 年至 2011 年，我国工资总额占 GDP 比重呈下降态势。1980 年，该比值为 17.0%，而到 2011 年该比值只有 12.7%。

图 18：中国工资占 GDP 比重持续下降



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 投资建议与重点公司推荐

### 5.1 投资建议

依然保持生产效率和劳动力性价比的优势逐渐消失之前为产业升级赢得时间差。我们看好已经享有产业链盈利最丰厚环节的品牌服装板块及具有技术、规模优势并有望在持续的产业升级中保持领先地位的龙头纺织企业。

### 5.2 重点公司推荐

#### 九牧王（601566）

公司产品上，以强势品种男裤为守，上装为攻。未来将继续维护主打产品男裤的优势地位，以男裤在消费者中的影响力带动上装消费，预计未来随着九牧王全系列产品销售的综合提升，男裤在整体销售结构中占比将逐渐降到 30%。

目标城市，以一级为守，二、三级为攻。公司对一级城市的终端布局达到 100%，二线城市达到 80%，未来目标城市拓展战略主要为巩固一级，发展二、三级。渠道上，以自营为守，加盟为攻。公司将加强二级加盟商拓展，今明两年，终端数量每年新增 500 家，其中 100 家自营，400 家加盟。

多品牌战略拉开架势，3 年后大显成效。除“九牧王”主品牌，公司旗下品牌已有“FUN”、Calliprimo 和 VIGANO 三个，用来填补主品牌空白市场，覆盖人群从青少年到中老年，产品风格从休闲到高端正装。公司已展开投入，预计三年后将对公司业绩有明显贡献。

预计公司 2011-2013 年净利润分别为 5.04、6.64 和 8.41 亿元，同比增长 39.96%、31.57%和 26.77%。对应 EPS 分别为 0.88、1.16 和 1.47 元。

对应我们认为公司经营稳健可靠、战略明晰，内功深厚、风格沉稳有远见，预计未来业绩每年增速至少在 30%以上，对应 2012-2014 年 PE 分别为 30.11、22.84 和 18.03 倍，维持“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

人为因素导致公司发展战略出现大的调整。

#### 七匹狼（002029）

公司在精细化管理的基础上，继续推进“批发”转“零售”的主导战略。公司改进代理商考核指标库，将平效、店效、售罄率等终端零售指标加入代理商考核并直接与其订货折扣挂钩。同时，公司启动三年规划项目，协助代理商及经销商明确自身定位，为其未来三年的渠道布局以及业绩推动打下基础。公司通过相应措施，保证相关营销及扶持政策的有效贯彻，有利于扶持有潜力的代理商及经销商发展壮大，从而不断优化公司渠道团队，保证公司渠道建设健康发展。

公司未来三年内维持每年 400 家门店以上的外延扩张速度，完善终端构成，并加大对弱势地区的渗透力度。

预计公司 2012-2014 年净利润分别为 5.36、6.64 和 8.26 亿元，同比增长 30.04%、23.90%和 24.39%，对应的 EPS 分别为 1.90、2.35 和 2.92 元。

公司在品牌经营等实体运营中态度进取，且多年来业绩始终有保障也让公司在资本市场积攒了较好的口碑。

根据对公司盈利预测，2012-2014 年动态 PE 分别为 19.51、15.74 和 12.66 倍，从公司历年的经营成效、业绩表现来看，公司始终表现稳健，在市场环境复杂的大背景下，公司作为具有高度确定性的强势防御品种，将更受资金关注，2012 年 30 倍市盈率下，公司 6 个月目标价 57 元，距离当前仍有 54%左右的增长空间，维持评级“强烈推荐”。

#### 风险提示：

代理商整合推进不顺利。

#### 奥康国际（603001）

公司为国内领先男鞋品牌，拥有奥康、康龙、美丽佳人、红火鸟四个自有品牌以及特许使用的 VALLEVERDE 品牌。主品牌奥康及康龙定位中低端商务及休闲男鞋市场，主打价位 300 元左右，目前国内市占率均居首位。

贯穿自产到加盟终端为主的纵向一体化经营模式。公司运营涉及从设计、生产、营销、终端销售的一体化运营，目前自产比例 41%；终端 4512 家中，直营 477 家，经销店铺 4,035 家。

募集资金主要用于开设直营店，上市红利将强化公司龙头地位。此次拟发行 8100 万股，募集资金中 87,625 万元将用于 348 家直营店建设，占募资总额的 87% 以上。直营体系构建有利于升级品牌形象、抢占核心渠道资源及锤炼供应链内功，将有效强化公司先发优势和领先地位。

盈利预测及投资建议：预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.45、1.88 和 2.43 元，对应 25.5 的上市定价区间，2012 年动态 PE 区间在 15.13-17.53 倍。作为男鞋国内龙头，公司运营模式成熟和品牌影响力广泛，上市红利有望强化龙头地位，作为唯一一家上市男鞋品牌，应享有较男装更高的溢价。

#### 朗姿股份（002612）

公司核心战略为多品牌战略，原有三个品牌已形成较强影响力和稳定增长的客户群，商场排名靠前。新品牌玛丽玛丽于 2011 年 9 月 20 日正式运营，定位较原有品牌偏低，目前已经运营直营店 10 家左右。利亚朗姿目前在朗姿店内试运营，等业绩较好之后再独立开店。

公司目前规模尚小，我们简单以宝姿销售规模测算，宝姿在销售规模达到 17 亿左右遭遇增长天花板，公司销售收入规模则应该在 40 亿以上才会遇到，距离目前 4 倍多空间。

公司的终端拓展策略一是通过自营模式在一、二线城市热门商圈通过多品牌进驻加大布点密度；二是通过发展经销商加盟模式在二线以下城市优质商圈中跑马布点。预计公司 2012 年原有三品牌将新增门店 70-80 家、玛丽玛丽新增 80-100 家。一、二线城市高端商场店有 300 余家，目前公司进驻其中的 95 家，其中终端数量总计 147 处，多数商场仅单一品牌进驻。按照公司的多品牌共同推进计划，理论上公司在一、二线城市的终端进驻空间还有 7 倍以上。

预计公司 2012-2014 年净利润分别为 2.96、4.08 和 5.57 亿元，同比增长 41.67%、37.99% 和 36.62%，对应 EPS 分别为 1.48、2.04 和 2.79 元。

公司目前规模尚小，多品牌战略运营良好，持续高增长可期，作为 A 股唯一一家纯粹的女装高端品牌，应该享有估值溢价，当前对应 2012-2014 年 PE 分别为 26.12、18.93 和 13.85 倍，参照同样具有稀缺性及高增长预期的探路者 35 倍市盈率，给予

公司 30 倍动态 PE，对应目标价为 46.2 元，距离当前价格仍有 20% 空间，维持“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

公司后起品牌培育期过长，影响力始终不及朗姿主品牌；

品牌跨区域发展进展不明显。

#### 探路者（300005）

公司的主要战略是快速开店，注重将渠道的广度和深度相结合，在巩固和提高核心和一线城市市场渗透率的同时，加快拓展二级和三级城市市场，持续提升二级和三级市场覆盖率，大幅减少空白市场，集中资源突破华东、西南等地区重点潜力市场，在资源配备和零售培训等方面积极扶持优质加盟商的成长，并优化加盟商结构，在江苏、浙江、安徽等薄弱地区市场引入更有实力的新专业零售商合作拓展业务。

多品牌布局方面，公司有意识拉开主品牌探路者和国际品牌之间定位差距，突出性价比，同时引进合资品牌 Discovery Expedition 填补高端市场空白。公司还与外部渠道商合作成立专门针对线上的 ACANU 新品牌。三个品牌的定位布局合理，品牌承载、目标群体和渠道选择上各自差异、形成互补，有效覆盖更大的目标市场。

维持此前对公司的盈利预测，2012-2014 年净利润分别 1.67、2.39 和 3.35 亿元，同比增长 55.68%、43.06% 和 40.47%，对应 EPS 分别为 0.62、0.89 和 1.25 元。

公司作为唯一一家上市的户外品牌，在享有资本市场给予的高估值之外，还充分受益于上市红利带来的充沛资金和影响力，从而保持先发优势并享有较行业更高的增速。

我们认同公司目前主品牌拉开与国际品牌差距、以二线以下城市为目标市场的基本战略，同时，公司用以填补主品牌空白市场的多品牌布局也契合国内户外消费的市场格局。

公司当前最大问题是估值偏高，按照我们预测的 2012 年 0.62 元的业绩，动态市盈率已经接近 31 倍，较板块溢价 50%，较同样享有高增长预期及稀缺性的女装朗姿股份溢价接近 25%。我们认为这样的溢价水平已经较充分体现户外品牌高于其他品类的增长预期，公司估值水平除与板块同步上浮以外，难以获得更高的溢价空间，暂时维持其“推荐”的投资评级。

#### 风险提示：

对户外的高增长预期下调导致公司的估值溢价收窄；

公司 2012 年战略微调，销售费用超出预期；

渠道库存超出预期。

## 分析师简介



谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

### 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。

## 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。