

## 从 ZARA、优衣库到 SHEIN：存量时代的服装模式进化图鉴

评级：增持（维持）

分析师：张潇

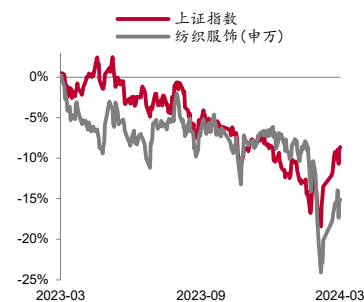
执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxia06@zts.com.cn

### 基本状况

纺服公司数（申万分类）	109
纺服行业总市值（亿元）	5,894
纺服行业流通市值（亿元）	2,240

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

### 重点公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
海澜之家	8.55	0.50	0.64	0.73	0.82	17.13	13.36	11.71	10.43	0.47	买入

备注：股价取自 2024 年 3 月 1 日收盘

### 投资要点

- 本文通过服装需求的维度解构，及供给模式的剖析，进入存量竞争时代后，品牌巨头 ZARA、SHEIN 与优衣库如何以供应链全维度的模式的创新，更高效满足消费者的细分服装需求。
- 服装需求的一大诉求是时尚。在满足千人亿面且不断变化的时尚需求方面，核心变量是“快”，即在时尚需求逃逸变化之前完成截获满足。ZARA 遵守“性价比=时尚/价格”的公式，凭借制造基因，以快速生产、高速迭代的模式，降低了需求的不完美匹配带来的交易成本。正价销售率（约 90%）、折扣率（约 10%）、周转率（每个季度 3 次）指标远优于行业。公司将交易成本下降带来的效率提升让利给消费者，通过高性价比+常逛常新持续吸引消费者到店。
- 在 ZARA 模式的基础上，SHEIN 完成从“快时尚”到“实时时尚”的跨越。SHEIN 通过数字化工具及线上平台，将低价、高频度上新做到极致。核心凭借：1) 线上销售打破线下物理上新天花板；2) 数字化手段整合供应链：珠三角 6000+ 家供应商柔性生产力超过 ZARA 自产为主模式，成本亦更低；3) 瞄准电商平台集中度较低的海外市场，时尚平权化趋势中，积极利用 KOL+KOC “驯化”时尚需求，成功“卷赢”海外市场。
- 优衣库主动放弃表现蛋糕更大的流行时尚款，专注客群最广的基本款产品，满足集中性共性需求。遵守“性价比=质量/价格”的公式。通过每个环节均极致追求规模效应，降低制造成本，并通过强供应链管理构建了品质优势。通过精细的门店销售计划管理来控制交易成本，持续推出品质上乘又经济实惠的产品，建立起消费者心智中的独特壁垒。
- 寻找中国企业的模式创新：“类直营”+“可退货”模式下的海澜之家。海澜之家的可退货模式（滞销库存退回给制造商，由制造商处理），将本由渠道承担的交易成本平移给制造商，并通过渠道的“类直营”实现了渠道的扁平化。渠道层级减少+渠道库存风险下降，使消费者可以享受更低的加价倍率，产品性价比提升。这一模式虽然没有降低供应链的总成本。但由于成衣厂吸纳风险能力强于零售商，因此可退货模式提升了产业链条的反脆弱性及效率，是一种重要的模式创新。
- 服装品牌的供应链优势虽重要，却非坚不可摧。ZARA 曾凭借迅捷的供应链超越了众多传统服装企业，但如今 SHEIN 的速度已超越了 ZARA，展现了供应链的新高度。ZARA 走上了通过多品牌覆盖更多人群的战略新征程。优衣库亦持续不懈地推动基本款面料、设计、功能、时尚元素上的微创新。虽然行业处在存量时代，但我们认为依然有大量需求以目前的供给模式未被充分满足。企业可通过数字化工具、深挖用户需求、细分场景拓展，来持续保持领先地位。
- 风险提示：原料价格波动、宏观经济波动、研报使用信息更新不及时风险等。

## 内容目录

<b>1、服装需求的归纳和供给的推演</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1、服装需求供给模型的归纳及推演 .....	- 5 -
1.2、服装需求的逃逸性，带来服装行业额外的交易成本 .....	- 7 -
1.3、用需求的随机逃逸解释“快”的价值 .....	- 8 -
<b>2、快时尚之王 ZARA 的模式变革：更清晰的静态需求截面图，及更短的风险时间敞口</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>3、从快时尚到实时时尚：销售先于供应的 SHEIN</b> .....	<b>- 15 -</b>
3.1、产品管理：上新频率遥遥领先 .....	- 15 -
3.2、SHEIN 在海外崛起的机遇：电商渗透率提升快，平台集中度低。...	- 16 -
3.3、供应链模式：小船则快 .....	- 18 -
<b>4、优衣库：只做基本款，放弃时尚，服务共性需求</b> .....	<b>- 19 -</b>
4.1、产品管理：只做基本款，服务共性需求 .....	- 19 -
4.2、优衣库性价比来源：降低制造成本 .....	- 20 -
4.3、避免错过销售机会 vs 库存风险的平衡 .....	- 22 -
<b>5、寻找中国企业的模式创新：海澜之家的“类直营”+可退货模式</b> .....	<b>- 25 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>- 30 -</b>
原材料价格大幅上涨风险 .....	- 30 -
宏观经济波动风险 .....	- 30 -
研报使用信息更新不及时风险 .....	- 30 -

## 图表目录

图表 1: 解构消费品需求的八个象限.....	- 5 -
图表 2: 全球服装行业在 2014 年后增长停滞.....	- 6 -
图表 3: 全球及中国人均服装消销售情况.....	- 6 -
图表 4: 中国纺织业产能利用率长期维持在 60%~80%.....	- 6 -
图表 5: 不同类型需求定量预测模型比较.....	- 6 -
图表 6: 布朗运动的样本路径.....	- 7 -
图表 7: 传统零售模式下, 商品的交易成本由卖方或买方承担.....	- 8 -
图表 8: 缩短预测未来需求的时间窗口.....	- 8 -
图表 9: 服装品牌运营商的传统供应链周期.....	- 9 -
图表 10: ZARA 收入、YOY 及利润率.....	- 10 -
图表 11: ZARA 由制造业向 SPA 模式转型.....	- 10 -
图表 12: ZARA 服装风格示例.....	- 11 -
图表 13: ZARA 价格点约为同品质品牌的一半.....	- 11 -
图表 14: ZARA 平均折扣率约 10%, 低于优衣库及行业水准.....	- 12 -
图表 15: ZARA、SHEIN、迅销广告费用率对比.....	- 12 -
图表 16: ZARA 的供应链模式流程图.....	- 12 -
图表 17: ZARA 与优衣库、日本 SPA 等其他零售业生产模式对比.....	- 13 -
图表 18: SHEIN 服装风格示例.....	- 15 -
图表 19: SHEIN 价格点.....	- 15 -
图表 20: SHEIN、ZARA 和传统服装品牌综合对比.....	- 16 -
图表 21: 2022 年全球购物软件下载次数排行 (万次).....	- 16 -
图表 22: 2022 年美国购物软件下载次数排行 (万次).....	- 16 -
图表 23: 2020 年 SHEIN 分地区销售额.....	- 17 -
图表 24: 2022 年美国电商行业集中度.....	- 17 -
图表 25: 2022 年中国电商行业集中度.....	- 17 -
图表 26: SHEIN 飞轮.....	- 18 -
图表 27: 时尚公司商业模式进化.....	- 18 -
图表 28: 2021 年全球快时尚服装品牌业绩.....	- 19 -
图表 29: 2022H1 优衣库品牌全球门店分布.....	- 19 -
图表 30: 优衣库处于消费品需求的第 1~4 象限.....	- 19 -
图表 31: 优衣库和一般服装专卖店的商品分布.....	- 19 -
图表 32: 极低的次品率.....	- 20 -
图表 33: 低加价倍率成为行业价格王者.....	- 20 -

图表 34: 优衣库与 ZARA 价格点对比.....	- 20 -
图表 35: 优衣库集约的供应商网络及规模优势.....	- 21 -
图表 36: 优衣库由零售业向 SPA 转型.....	- 21 -
图表 37: 优衣库在 SPA 模式下对各环节的掌控.....	- 21 -
图表 38: 优衣库 VS.ZARA VS.SHEIN.....	- 22 -
图表 39: Inditex 营收及净利润情况.....	- 24 -
图表 40: 迅销营收及净利润情况.....	- 24 -
图表 41: 海澜之家营收、净利润及盈利水平.....	- 25 -
图表 42: 海澜之家分品牌收入占比.....	- 25 -
图表 43: 海澜之家功能性产品示例.....	- 25 -
图表 44: 公司海澜之家价格点及加价倍率低于同行.....	- 25 -
图表 45: 海澜之家经营模式图.....	- 26 -
图表 46: 公司可退货与不可退货存货 (亿元) 及占比.....	- 27 -
图表 47: 海澜之家存货跌价准备率整体低于同行.....	- 27 -
图表 48: 类直营模式 VS 传统加盟模式.....	- 28 -
图表 49: 海澜之家直营店、加盟店及商场店数量对比.....	- 28 -
图表 50: 海澜之家门店营收及毛利率情况.....	- 28 -
图表 51: 海澜之家主品牌直营店、加盟店数量.....	- 29 -
图表 52: 海澜之家其他品牌直营店、加盟店数量.....	- 29 -

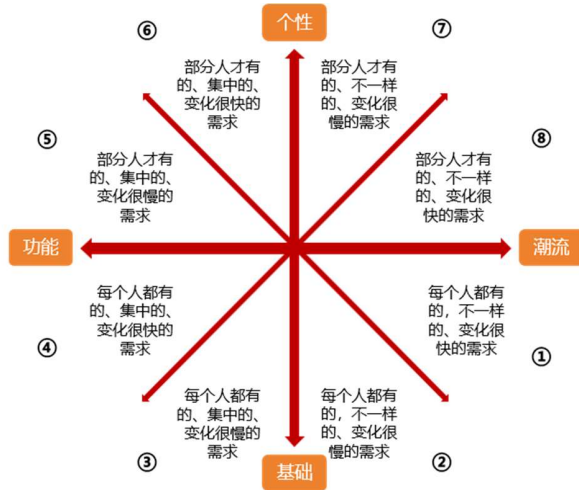
## 1、服装需求的归纳和供给的推演

- **引言：**这是一篇形而上的报告。我们试图用简化模型去看待服装行业的供需演变，归纳品牌公司模式变革、定位及多品牌增长战略的底层逻辑，试图去建立发掘新成长机会的认知框架。

### 1.1、服装需求供给模型的归纳及推演

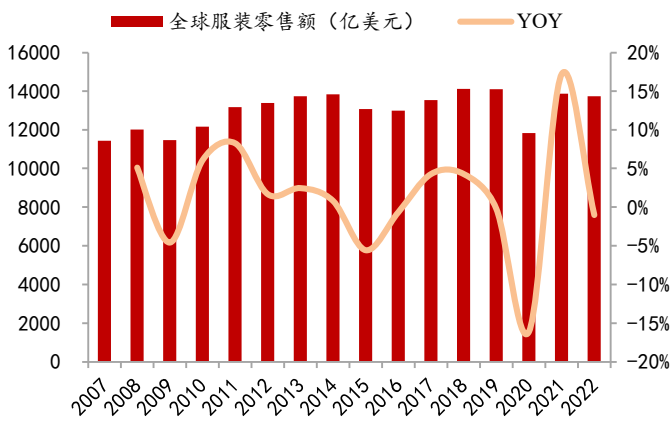
- **服装的动态需求函数：千人亿面的时间序列模型。**
- 服装需求每个人都有，因此催生出一个万亿美金级别的大容量行业。从需求来看：1) 人们的需求有共性：舒适、保暖、轻便等等。2) 同时，服装行业又被称为时尚行业，是每个人都可以完全自主决定的，区别于他人的一种自我呈现方式，也是周期短、频次高、多样化、冲动消费占比高、季节性突出、偏好倾向性明显的消费需求，有着消费品中亦很少见的千人亿面特征。我们解构消费品需求的8个象限：如果以客群范围、个体差异化、变化速度三个维度来看，消费品的需求可以被解构为8个象限：
  - 1) 每个人都有的，不一样的，变化很快/很慢的需求
  - 2) 每个人都有的，集中的，变化很快/很慢的需求
  - 3) 部分人才有的，不一样的，变化很快/很慢的需求
  - 4) 部分人才有的，集中的，变化很快/很慢的需求

**图表 1：解构消费品需求的八个象限**

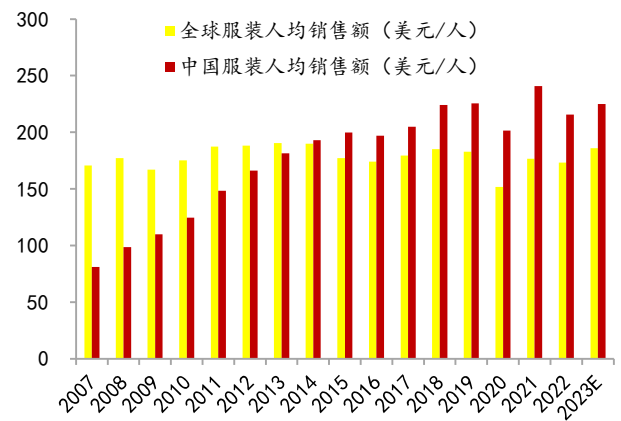


来源：中泰证券研究所绘制，注：图中序号代表8个象限的顺序

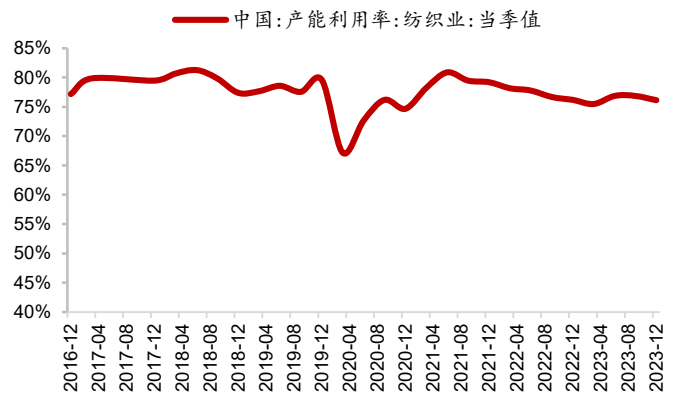
- 在供给匮乏时代，消费者为买到商品而竞争，供给的瓶颈决定了服装企业的增长。而我们所处时代的供给充裕时代，消费者最容易被满足的基本需求充分满足，我们认为依然存在更多的且广泛的需求，这些需求在被满足前从未被发现。企业需要去发现消费者尚未被满足的需求，因而对更细分场景与需求的挖掘与满足，是存量市场竞争的胜负手，也凸显对需求研究的价值。

**图表 2：全球服装行业在 2014 年后增长停滞**


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

**图表 3：全球及中国人均服装销售情况**


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

**图表 4：中国纺织业产能利用率长期维持在 60%~80%**


来源：Wind、中泰证券研究所

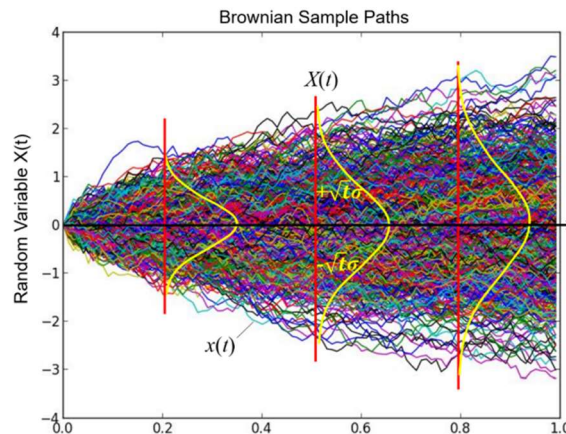
- **服装需求的拟合是一个复杂的函数难题。**透过 Venkitasubramony 在 2023 年所做的文献综述可知,学术界需求定量预测模型从统计学的时间序列模型向 AI/ML 神经网络模型、再到多种方式的混合模型不断迭代。我们发现学术报告的预测方式在产业应用层面难以落地,有些预测函数要求的输入变量本身并无法预测(例如天气)。

**图表 5：不同类型需求定量预测模型比较**

参数	统计学时序模型	AI/ML 神经网络模型	混合模型
计算速度	计算数据较少, 速度快	计算数据较多, 速度较慢	慢于纯 AI/ML 但少于统计方法
精确度	低	中	高
计算时间	更少	多	多于纯 AI/ML 但少于统计方法
可解释性	模型简单, 容易解释	模型复杂, 较难解释	模型复杂, 和其它模型相比最难解释
维度 (线性/非线性)	大多是线性、数据来源较有限	非线性、数据来源较多	非线性、数据来源较多
数据量处理能力	弱	强	非常强

来源：《Demand forecasting for fashion products》、中泰证券研究所

- **服装需求预测的难点是时尚的逃逸性。**如奥斯卡王尔德说：时尚就是一种丑，丑得我们无法忍受，以至于不到六个月就必须换一次。在每一次审美疲劳中，时尚需求逃逸出一个位置，奔向下一个灵感。在线性媒体时代，欧洲一线品牌的创意总监在每一季尝试驯化审美的逃逸方向。进入社交媒体时代，网红崛起，潮流衍射共振，传统时尚中心欧洲顶尖设计师的权威被削弱，流行时尚话语权走向平权化。更多品牌补位参与新舆论场的需求驯化的尝试及探索。各类驯化的效果和投入的关系依然有内生不稳定性，同时大大增加了因子之间的互动及量化不可预测度。从当下产业界玩家看，服装品牌对于流行审美只能紧跟步伐，无法提前预测。
- **我们决定做一个概括但可避免复杂错误叠加的假设。**如果以简化模型去勾勒需求的简笔画，用一个布朗运动时间序列模型，去模拟这种不断逃逸出审美疲倦的需求变化方式，有太过简单的嫌疑，但也足够表现我们当下对服装需求了解的有限程度。

**图表 6：布朗运动的样本路径**


来源：《随机过程》，中泰证券研究所

## 1.2、服装需求的逃逸性，带来服装行业额外的交易成本

- **在传统服装的零售模式下，由于需求无法被精准预测，总有一部分产品卖不出去及另一部分产品供不应求，从而形成服装的交易成本。**服装的交易成本相较于其他消费品，特殊性在于难以预测的千人亿面的动态需求带来的额外摩擦成本，形成为人所诟病的“库存风险”。
- **交易成本有时由买方直接承担：**买不到适合自己且喜欢的衣服，选择减少购买而损失消费的效用。例如一些人愿意额外支付的代购费用，到另外一个城市去购买喜爱的品牌的衣服。在任何时刻，消费者都有尚未被满足的需求，通过产品线去截获更多潜在需求的品牌，提升了消费者效用，并获得销售机会。
- **更直观的交易成本由卖方直接承担：**没有击中消费者需求的产品滞销。服装的在架生命周期短，过季服装保值率越来越底，最后则带来减值损失；没有击中消费者需求还会带来错过销售的机会成本，损失规模效应。库存成本，最终由购买商品的消费者承担，体现为渠道加价倍率的上升，产品性价比下降，也构成了品牌公司及渠道中的库存风险及商业模式脆

弱点。

**图表 7：传统零售模式下，商品的交易成本由卖方或买方承担**

主体	作用	成本类型
D (Design 设计)	创造价值	制造成本
M (Manufacture 制造商/工厂)		
S (Supply Chain 供应链/供应商)	传递价值	交易成本
B (Business 大 B 是商场/超市/大卖场等)		
b (business 小 b, 商店, 微商, 个体户)		
C (Consumer 消费者/终端客户)		

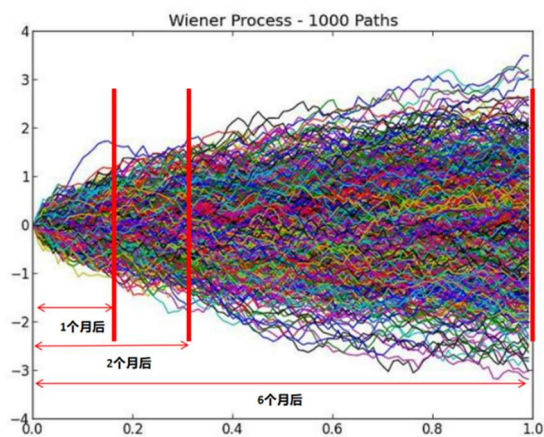
来源：《新零售：低价高效的数据赋能之路》，中泰证券研究所

- 海澜之家的可退货模式（滞销库存退回给制造商，由制造商处理），将本由渠道承担的交易成本平移给制造商，抬升了制造商的成本，降低了渠道的成本，渠道加价倍率伴随下降。可退货模式并没有降低供应链的总成本，但由于成衣厂吸纳风险能力强于零售商，因此可退货模式提升了产业链条的反脆弱性及效率，是一种重要的模式创新。

### 1.3、用需求的随机逃逸解释“快”的价值

- 综上，服装供给的目标是以有限货盘击中更多需求点，而时间在不确定性之下最为关键。假设：1) 需求是一个随机游走的变量，2) 公司提供的货盘作为一个截面在特定时间去截获需求。我们会看到，需求从初始的偏移度是时间的函数，因此如果能够缩短产品策划到触达用户的时间，则用更短的产品线（更少的 SKU 数量），即可满足更多的需求；如果时间更长，则同样的产品线能拦截的需求点减少，而消费者总需求较之前并没有变，增加的只是企业错过销售的概率，带来更高的交易成本。

**图表 8：缩短预测未来需求的时间窗口**

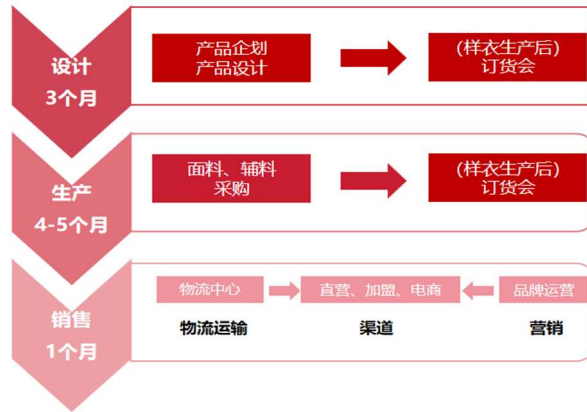


来源：《随机过程》、中泰证券研究所，注：图中红线模拟企业的货盘数量，三条红线的长度相同，1个月、2个月和6个月指产品策划到产品触达用户的时间，图中各色的线条代表随机游走的需求。

- 服装品牌运营商的传统供应链模式为：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，因为服装的供应链长，从各环节加总的生产时间约 4-5 月；④生产完成后入仓分拣和配送，大约需要 1 个月时间。

**图表 9：服装品牌运营商的传统供应链周期**



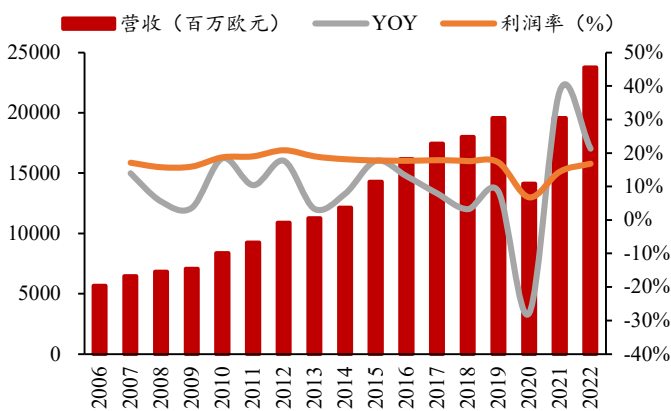
来源：立鼎产业研究网、中泰证券研究所

- 该模式之下，品牌企业在  $t=6$  个月以货盘截面去截获需求。而在上线之后，畅销款脱售罄，而未击中需求的产品滞销。畅销款补库需要更快的交付（因为销售季节很快会结束），无法快速补单则会损失潜在业务，而滞销款积压成为库存。
- 如此长的供应周期，叠加需求内生不可预测性，限制了企业满足需求的胜率，也增加了需求非完美满足的交易成本。在进入存量及微利时代后，压缩供应周期是提升产业效率，击中更多需求的关键。

## 2、快时尚之王 ZARA 的模式变革：更清晰的静态需求截面图，及更短的风险时间敞口

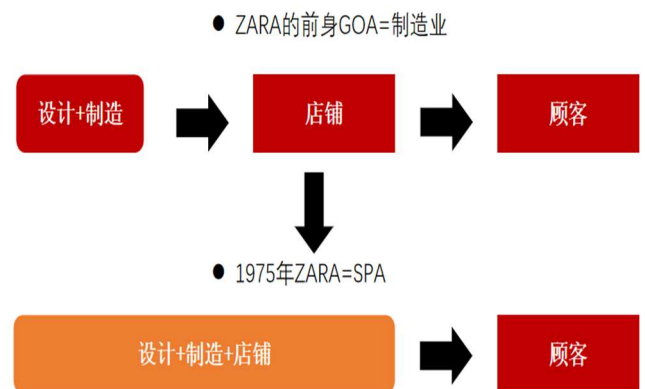
- 虽然业界把 1990-2010 年快速崛起的一系列品牌称为快时尚品牌，如 H&M、Uniqlo、Zara、GAP、Forever 21。但我们认为，这些品牌中，ZARA，对于“快”以降低交易成本的追求最为极致。
- **ZARA 的企业基因：具备用户思维的成衣制造商。**ZARA 品牌隶属于西班牙服装巨头 Inditex，于 1975 年由西班牙人奥特加创立，前身成衣制造商 GOA，负责服装的设计及制造，服务于渠道商。ZARA 的诞生标志着 GOA 将零售环节内化为供应商机能的一部分，直接服务消费者。

图表 10：ZARA 收入、YOY 及利润率



来源：Wind、Inditex 公告，中泰证券研究所，注：2007-2017 年利润率以息税前利润/收入衡量，2018 年后以税前利润/收入衡量

图表 11：ZARA 由制造业向 SPA 模式转型



来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、中泰证券研究所

- 接下来我们对 ZARA 提出三个递进的设问，去剖析其模式的差异化和价值。
- **ZARA 的产品是否具有高“性价比”？**消费者对 ZARA 的产品印象是：质量差穿不了几次，但有点矛盾的是，很多消费者认为 ZARA 的性价比高而高频次购买。两个因素解释了这个矛盾的感受：

**1) ZARA 所遵从的性价比公式是：性价比=时尚/价格，而非质量/价格。**在任何时刻，ZARA 的产品可以大量截获用户的时尚诉求，而时尚本质多变的属性使得衣服耐穿程度并非重点。ZARA 在需求象限中主动选择了千人亿面且快速变化的需求，这类需求的满足中，“快”的价值权重最高。

**2) ZARA 成功的价格点定位。**ZARA 把价格点定在了可比品牌可比品质竞品的一半。为什么是一半？因为大部分品牌服装门店在大减价的时候，一开始会先降价 30%吸引顾客，最后会降价 50%，然后再把断码及不受欢迎的产品降价 70%，但降价 70%的时候，店铺普遍只剩下不受欢迎的滞销品。对于当下最流行的时尚服装，降价 50%顾客会产生不买会后悔的想法。因此，半价是一个会让人感觉到高性价比的价格，是立刻可以

拍板购买的价格，这也是撬动高周转的一个合理定价。

（价格点：即零售商销售最为集中、出现次数最多的商品价格。价格点是一个信号，告诉客户：在这个店花多少钱能买到什么商品，也是一个和顾客的约定。）

**图表 12: ZARA 服装风格示例**



来源：搜狐、中泰证券研究所

**图表 13: ZARA 价格点约为同品质品牌的一半**

品种	ZARA	ZENDRA	汤米·希尔费格
衬衣	29.95	49.95	79.9
毛衣类	29.95	39.95	129.9
连衣裙	39.95	59.95	129.9
长裤	29.95	39.95	99.9
裙子	29.95	39.95	129.9
牛仔褲	29.95	39.95	99.9

来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、中泰证券研究所，注：表中数据为价格点，单位欧元，服装品种为 2014 年秋季系列，ZENDRA 和汤米·希尔费格分别为西班牙和美国品牌

■ **ZARA 如何同时实现时尚度和价格两个维度的优势？因为“快”和“准”**  
ZARA 空前程度降低了时尚服装的交易成本，并且让利给顾客：

**1) 设计端：从更清晰准确的初始需求出发去预测流行趋势。**在 ZARA 之前，传统欧洲服装设计师按照自己的审美和灵感设计服装，然后送到市场中检验。而 ZARA 的设计师，是时尚需求曲线的摄影师，主要工作是：  
①街头观察：观察街头时髦的人和目标客群的着装变化；②服装业流行趋势观察：奔走于时装周收集流行趋势元素；③媒体观察：观察媒体上各界名流人士及 KOL 的着装。这三个成体系的额外信息来源，给 ZARA 带来更清晰的时尚潮流趋势感知，一个更准确的出发点，无疑有利于提升动态需求最终落点的预测的精准度。

**2) 制造端：更短的风险时间敞口。**ZARA 把产品周期从 6 个月+缩短到 2 个月，并且通过 3-4 周的周期进行快速迭代。

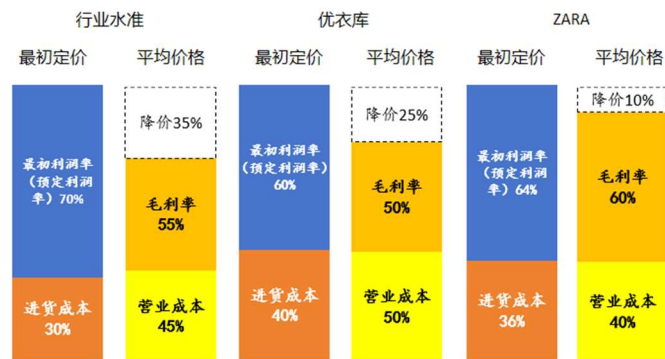
**ZARA 的做法一：缩短最初策划到上架的时间窗口。**凭借 ZARA 成衣制造厂的基因，以及高度的自产占比，ZARA 把最初策划到上架的时间从 6-9 个月缩短到约 2 个月。这对大多数没有自有工厂的品牌公司来说，是难以做到的。如前文所述，离预测时间点时间更近的截面，可以用更少的货盘，截获更多的需求，降低滞销率。

**ZARA 的做法二：先试着卖一卖才知道好不好卖。**ZARA 每个季度生产上架的第一批货盘只占当季销售的 25%。因为商品平均在架时间短，同时价格合理，顾客看上商品会立即购买，因此上架后通过 POS 数据可以很快区分滞销品和畅销品，进行进一步销量预测和补货，追加的补货 3 周可到店。

**ZARA 的做法三：尊重需求的动态性，与其追加当下爆款，不如改良新款。**ZARA 认为此刻的畅销品，不代表 2 周之后依然会好卖。因此设计师在收到前端门店反馈信息后，会直接进行再次开发改良。ZARA 把打样、修改、定稿、生产、送到门店过程缩短到平均 3 周，实现了新品快速推出。每一季改良商品占销售比例为 75%。因此每一季到后期畅销商品越来越多，更能吸引顾客，因此 ZARA 很少打折。

- 因为“快”和“准”，ZARA 的效率指标明显优于同业：ZARA 的最初定价销售率达到约 90%，同行为 30-40%。ZARA 平均折扣率约 10%，一般服装业平均折扣率 35%，优衣库为 25%。

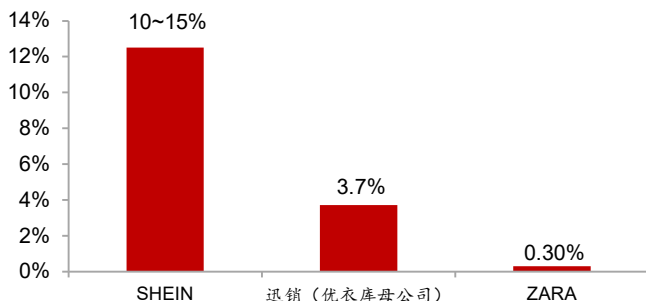
**图表 14：ZARA 平均折扣率约 10%，低于优衣库及行业水准**



来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、中泰证券研究所

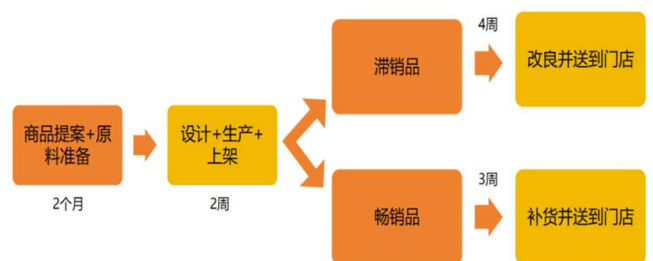
**3) 快速上新：一周两次的高频上新，是对顾客常逛常新的承诺。**区别于其他服装零售商，ZARA 每周上新两次，给消费者留下了清晰的印象：任何时候去 ZARA 门店总能发现最应季的新款，因此 ZARA 不需要通过广告来召回消费者，《共生效应：数字经济的增长动能》一书中提到，ZARA 的顾客年平均来店次数高达 17 次，而其他品牌仅为 4 次。因此 ZARA 很少做广告。

**图表 15：ZARA、SHEIN、迅销广告费用率对比**



来源：迅销公告、Kanoson、创业邦，中泰证券研究所，注：SHEIN 的数据取自 2021 年，迅销的数据取 2023 财年年报，ZARA 的数据取自 2021 年前

**图表 16：ZARA 的供应链模式流程图**



来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、众衣联 UGA，中泰证券研究所

- **如何做到 4 周新品上架？ZARA 的制造业基因让他知道如何做得更快。** ZARA 时尚度更高的产品（占比约 70%）由柔性度更高的西班牙附近的工厂生产，其中约 60% 的商品由自有工厂生产，同时与欧洲一些作坊式家族小工厂密切，这些小工厂为小订单提供了相当的便利与灵活性。基本款产品（占比约 30%）主要由亚洲工厂生产。
- **ZARA 快速供应链的另一个关键是物流：把衣服当作生鲜产品运输。** 1) ZARA 把在全球生产的商品归集到西班牙的三个仓库：拉克鲁尼亚、马德里及纽萨拉克萨，三个仓库都高度自动化且在机场附近。2) 西班牙及附近欧洲国家的门店使用 36 小时内用卡车陆运，东欧、美国、亚洲门店使用 48 小时内空运。从仓库到门店全部采用“门到门”送货方式，不额外增加仓储成本。

**图表 17：ZARA 与优衣库、日本 SPA 等其他零售业生产模式对比**

	商品 策划	原料	纤维	本布	染色	裁切	缝制	完成	仓库	运送	店铺
一般的零售业	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	○
日本 SPA	△	—	—	—	—	—	—	—	○	△	○
优衣库	○	—	△	△	△	△	△	△	△	△	○
ZARA	○	—	△	△	△	○	△	○	○	△	○

注：— 委托给合作公司 △ 由自己管理的外包 ○ 自有化

来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、中泰证券研究所

- 综上，ZARA 建立了一个高度流水化的时尚品供应模式，快而精准地，以高频的固定周期，去满足都市女性的时尚需求。而精准，带来交易成本下降，带来了时尚性价比的优势。
- **ZARA 的模式挑战了数字时代服装业供给的极限。** 但这一模式在千人亿面的巨大需求面前，局限性依然明显。一个重要的局限在于 ZARA 模式能提供的可选商品数量天花板为一年 2.5 万个，2.5 万个在千人亿面的需求面前，依然显得不够：ZARA 在全球门店售卖的产品 70% 是同一盘货，而全球各个地区的消费者体型、文化是如此不同，因而我们会听到亚洲消费者的典型抱怨：ZARA 设计暴露、版型不适合，尺码不稳定。实际上，ZARA 模式的上新速度及数量天花板，由交易成本及制造成本共同决定：
  - 1) ZARA 以线下门店作为销售主战场，物理门店中陈列数量及上新频率具有显著的规模不经济性，线下门店的流水数据反馈也需要等待客户线下访问后才可以沉淀下来。
  - 2) 高度自有的工厂，限制了上新数量。由于 ZARA 有 60% 的产品为自有工厂生产。因此，生产端的规模效应降本诉求，同需求端的小单快

反诉求，成为 ZARA 的内生矛盾。为了降低自有制造成本，ZARA 需要主动放弃一些需求的满足机会。

- 站在 ZARA 模式的肩膀上，以 SHEIN 为代表的实时时尚巨头，借由数字化工具，进一步推动供应链灵活度提升及需求的精准匹配，提升了潮流服装的供给效率。

### 3、从快时尚到实时时尚：销售先于供应的 SHEIN

#### 3.1、产品管理：上新频率遥遥领先

- 如上文所述，ZARA 提前 2 个月预测需求，把 25% 的产品提前准备好上架试销，再以 3-4 周的预测周期去迭代，以 2.5 万件/每年的货盘去截留需求（远高于传统服装行业上新数）。
- **SHEIN 模式通过线上销售的模式，突破了线下门店的商品陈列数量极限。**并撬动及赋能了华南地区小型供应商资源，最快从设计到上架只需要 7 天，以 10 万件/周的货盘去截获服装需求。这一模式把库存率降低到个位数。将交易成本压缩到了传统模式难以望其项背的程度，为客户提供极致性价比产品。

SHEIN 前身跨境婚纱电商企业南京点唯成立于 2008 年，2015 年改名为 SHEIN，2020-2022 年收入分别为 100/157/227 亿美元，公司估值曾一度超过 H&M 和 ZARA 的总和。**2023 年 5 月 SHEIN 估值约为 660 亿美元，已成为全国快时尚跨境电商龙头。**据 Apptopia 数据，2022 年 SHEIN 软件下载次数在全球及美国购物软件中均排名第一。截至 2022 年，SHEIN 拥有 1.42 亿用户。

#### ■ SHEIN 产品的特点一：低廉的价格

公司自营品牌 SHEIN 主打品类女装，各品种价格区间基本在 2-75 美元之间，价格点区间在 6-16 美元，基本低于 ZARA 的一半。**为什么能比 ZARA 进一步降低价格？**SHEIN 的供应链在比西班牙成本更低的珠三角地区，制造成本更低；不需要开设大面积门店，开支更低；线上大数据的效率进一步精准化，库存风险进一步下降，交易成本亦更低。

图表 18：SHEIN 服装风格示例



来源：SHEIN 官网、中泰证券研究所

图表 19：SHEIN 价格点

品种	ZARA	Shein	Shein 价格区间
衬衣	29.95	8.74	5.29-52.49
毛衣类	29.95	6.79	3.60-74.49
连衣裙	39.95	10.75	2.02-54.74
长裤	29.95	11.65	3.60-74.49
裙子	29.95	15.49	5.29-59.09
牛仔裤	29.95	13.71	5.75-21.69

来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、SHEIN 官网，中泰证券研究所，注：ZARA 价格单位为欧元，SHEIN 价格单位为美元。

#### ■ SHEIN 产品特点二：高频度的上新

SHEIN 面向年轻女性群体推出时尚款产品，致力于上新快、款式多，在

2021年一周上新数量达10万款服饰。由于打破了线下上新的规模不经济性，以及强大的柔性供应能力，SHEIN的上新速度和数量均明显高于ZARA。

**图表 20: SHEIN、ZARA 和传统服装品牌综合对比**

对比	SHEIN	ZARA	传统服装品牌
多数价格	5-20 美元	30 美元	50 美元以上
上新周期	每天	1 周 2 次	1 季度
上新数量	10 万件/周	2.5 万件/年	远低于快时尚
从设计到上架速度	7 天	14 天	6 个月
供应链	产研销，都在中国	总部设计，海外代工	总部设计，海外代工
销售渠道	全线上	线上，线下	线下（门店，百货商场）
营销推广	KOC/KOL，数字营销	传统媒体，数字营销	传统媒体

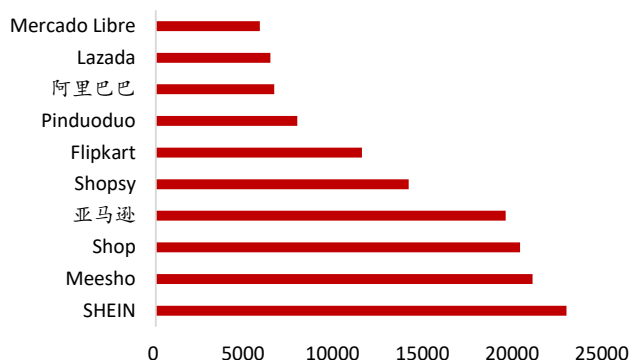
来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、GPLP 等，中泰证券研究所，注：此处传统服装品牌的多数价格以 ZENDRA 和汤米·希尔费格为例

■ **SHEIN 产品的特点三：时尚话语权平权化中，凭借 KOL+KOC 驯化需求逃逸方向朝货盘供给转移**

KOL (Key Opinion Leader) 模式是指邀请具有较大影响力的明星或网红宣传产品、获取流量，KOC (Key Opinion Consumer) 模式是让普通消费者成为品牌推广者，以亲身消费体验来影响消费者的消费决策，相较于仅 KOL 模式下的明星代言更具信服力和吸引力。

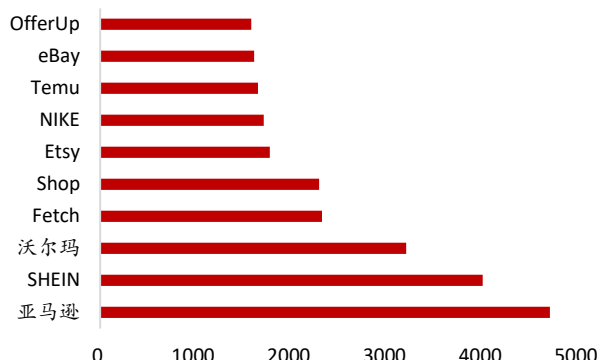
类似 ZARA 的 POS 流水分析，SHEIN 直营独立站模式沉淀的消费者数据发挥了巨大价值，SHEIN 通过大数据管理、计算，以此设计产品提高上新率与爆款率，其爆款率约为 50%，比 ZARA 高出约 30%。

**图表 21: 2022 年全球购物软件下载次数排行 (万次)**



来源：Apptopia、中泰证券研究所

**图表 22: 2022 年美国购物软件下载次数排行 (万次)**



来源：Apptopia、中泰证券研究所

**3.2、SHEIN 在海外崛起的机遇：电商渗透率提升快，平台集中度低。**

■ **SHEIN 为什么目标市场主要在欧美、东南亚、中东等国际市场？**

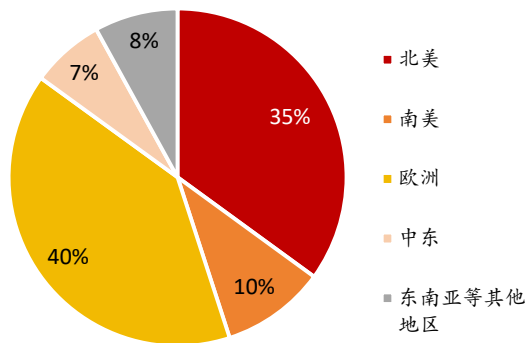
2014 年前，SHEIN 将站点集中于消费能力高的欧洲地区，到 2020 年欧洲和北美市场销售额共占销售总额的 75%；2016 年 SHEIN 进入中东市场，2018 年 SHEIN 在中东市场占销售总额的 20%；而后 SHEIN 逐渐将市场扩展至东南亚、俄罗斯、日本地区，2020 年东南亚等地区销售额占比约 8%。将欧美、中东、东南亚等地区作为目标市场而非中国，主要

是因为：

(1) 中国电商行业集中度较高，2022 年淘系/京东/拼多多市占率分别达 54%/23%/20%，行业基本被 TOP3 所包揽，反观美国电商行业集中度较低，Amazon/Walmart 市占率分别为 38%/6%，其余平台市占率均不足 4%，对 SHEIN 而言发展机遇更多；

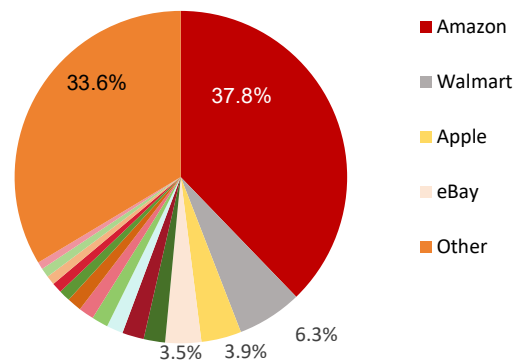
(2) 产品丰富度方面，SHEIN 专注于女性服装，其受众群体少于涵盖数量众多、类型丰富的服装电商的平台（淘系、拼系、京东系），同时性价比方面，SHEIN 相较国内电商平台也缺乏优势。

图表 23：2020 年 SHEIN 分地区销售额



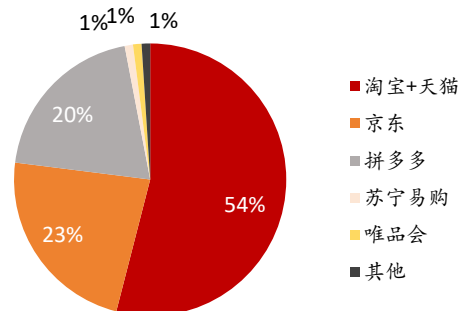
来源：国家统计局、Pipe Sandler 等，中泰证券研究所

图表 24：2022 年美国电商行业集中度



来源：eMarketer、中泰证券研究所

图表 25：2022 年中国电商行业集中度



来源：头豹、中泰证券研究所

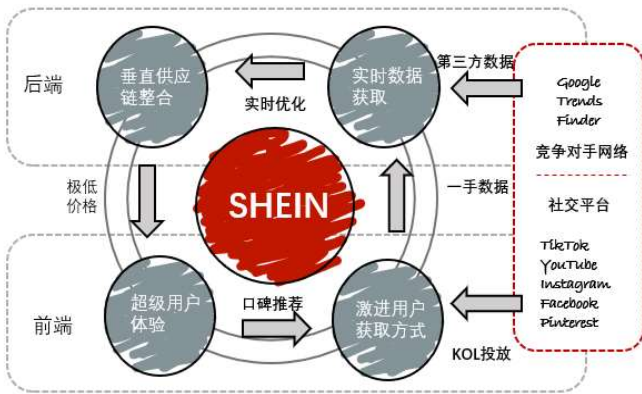
- **SHEIN 模式的一些其他条件：**1) 较高的退货成本，使消费者主动承担部分交易成本。线上销售的信息不对称性高于线下，图片和实物的差异，以及无法试穿体验，使得线上商品的匹配度天然低于线下，退货意愿更高。海外高额的逆向物流成本抑制了退货，驱动用户主动承担部分产品需求不完全匹配的交易成本。而在国内，因开放而低成本的快递物流体系，及平台为促成下单进行不断优化的退货体验，消费者的退货成本极低，卖家更容易承担交易成本；2) 国内的制造成本优势及海外渠道扁平化空间足够充裕，产品性价比突出。SHEIN 的价格点有足够优势，让消

费者可以不考虑品质毫不犹豫地购买。促成条件：跨境电商渠道比传统 2B 模式扁平，更高的效率和更低的成本。

### 3.3、供应链模式：小船则快

- **SHEIN 模式的前提是拥有一个灵活的供应链体系。**不同于 ZARA 的自产为主，SHEIN 用数字化柔性供应链体系撬动了灵活度高的小厂产能。**SHEIN 以广州为中心，基于全链条数字化管理，管理着 6000+ 供应商，打造出了最快 7 天出货的高效数字化供应链。**
- **一方面，SHEIN 严格要求供应商，确保按时交货；另一方面，SHEIN 巨大的流量保证了供应商的产能利用率。**同时，由于 SHEIN 自身预收款模式，现金流充裕，可以为供应商提供账期等相关帮扶政策，由此 SHEIN 与供应商形成供应体系内部的正反馈生态，相互促进共同推动产品上新。

图表 26：SHEIN 飞轮



来源：大数据家、中泰证券研究所

图表 27：时尚公司商业模式进化



来源：新零售商业评论、中泰证券研究所

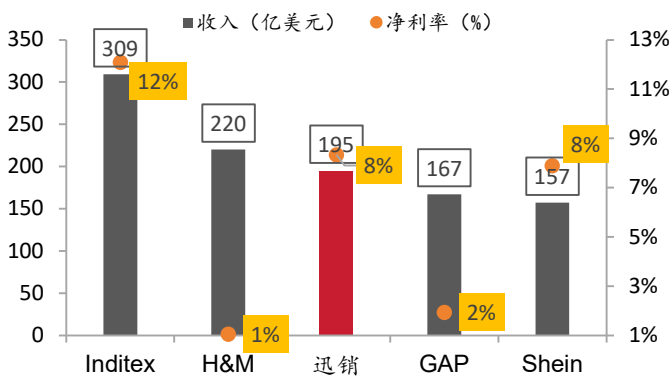
- SHEIN 及 ZARA 利用时代赋予的技术抓手，以创新的方式组织资源，更好地满足了消费者千人亿面的时尚需求。SHEIN 及 ZARA 本质上在服务时尚诉求最强的一部分细分群体的多样性需求，而并非最多群体的共性需求。**SHEIN 和 ZARA 的模式是柔性的朋友，规模的敌人。**服装生产的规模效应是否能和需求形成共振？我们回归到需求的八个象限，服装需求中隐藏的另一个金矿脉，是每个人都有的集中性需求。优衣库通过抓住这部分需求，专注于基本款，撬动了生产端的规模效应，并形成了更庞大消费群体的服务机会。

## 4、优衣库：只做基本款，放弃时尚，服务共性需求

### 4.1、产品管理：只做基本款，服务共性需求

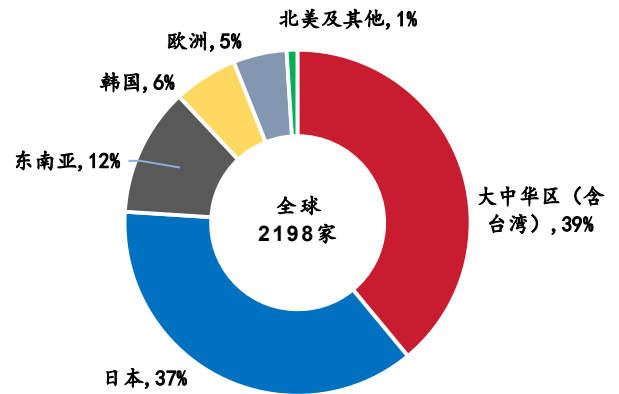
- **优衣库：全球第三大服装供应商。**优衣库于1984年在日本成立，2021年母公司迅销集团收入195亿美元（其中优衣库占比83%），净利率8%，营收排名全球第三。截至2022H1，优衣库全球门店2198家，其中大中华区占比39%，日本占比37%。

图表 28：2021 年全球快时尚服装品牌业绩



来源：Wind、Financial Times、天下网商，中泰证券研究所

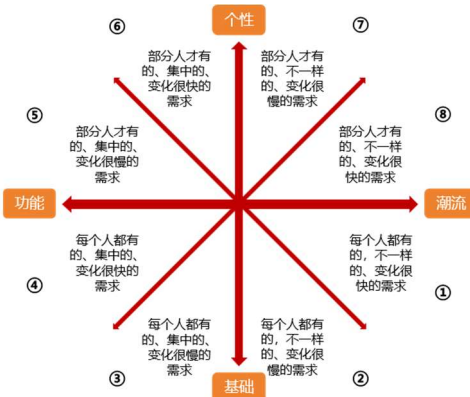
图表 29：2022H1 优衣库品牌全球门店分布



来源：加华资本、中泰证券研究所

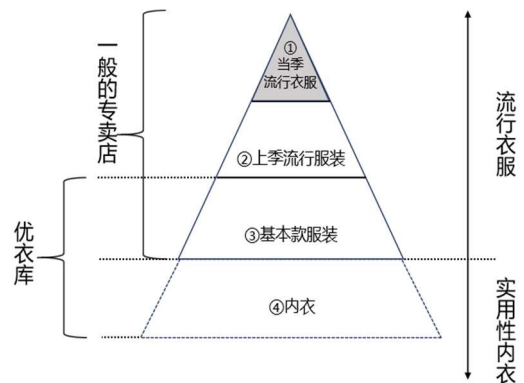
- 回到需求的八个象限，ZARA 和 SHEIN 试图满足千人亿面的多样化需求，而优衣库则选择主动放弃了流行时尚，选择主攻共性最强的基本款产品。产品方面，优衣库基本放弃了①当季流行服装和②上季度流行服装，摒除大规模滞销的风险，布局不受时尚影响的③基本款和④内衣，产品处于本文前述的消费品需求模型的第3、5象限。优衣库产品尺码丰富，涵盖客群广、不区分年龄、性别和职业，将每年上新的SKU保持在1000款左右（是ZARA的1/25），增加每种服装的产量，通过规模效应降低成本，打造极致的性价比。

图表 30：优衣库处于消费品需求的第1~4象限



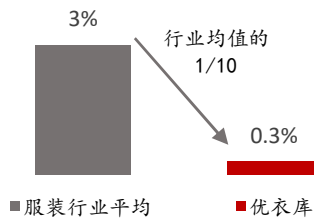
来源：中泰证券研究所

图表 31：优衣库和一般服装专卖店的商品分布



来源：《优衣库和ZARA的经营学》、中泰证券研究所

图表 32：极低的次品率



来源：加华资本、中泰证券研究所

图表 33：低加价倍率成为行业价格王者



来源：加华资本、中泰证券研究所

- 优衣库定义的性价比公式为： $\text{性价比} = \text{质量} / \text{价格}$ 。这个性价比公式有着最大的接受广度。优衣库产品不追求时尚度，但追求面料的高品质。与东丽集团、岛精机制等全球顶尖面料供应商合作开发新面料，提升产品功能性与舒适度，不断增强产品端核心壁垒。基础品质方面，优衣库的产品品质要求是顾客至少可以持续穿着一季，满足功能性需求。

价格方面：因为专注制造端规模效应的释放，优衣库可以把主销价格点定在市场最低价格。所谓“市场最低价格”是指：大多数同类商品的引流最低价，因此大多数顾客不用犹豫就可以购买，实现最大的销量。而在此价格上，优衣库可以持续盈利。

图表 34：优衣库与 ZARA 价格点对比

品种	优衣库			ZARA		
	价格带		价格点	价格带		价格点
	最低	最高		最低	最高	
上衣外套	3990	5990	5990	6990	17990	9990
衬衣	1990	4990	1990	4990	9990	5990
毛衣类	1990	7990	2990	1990	23990	5990
连衣裙	1990	6990	1990	5990	13990	7990
长裤	1990	3990	2990	3990	9990	5990
裙子	1990	3990	1990	3990	13990	5990
牛仔裤	2990	3990	3990	4990	7990	5990

来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、中泰证券研究所，注：以上品种以 2014 年秋季系列为例，优衣库为税前价格，ZARA 为税后价格；数据单位为日元，2014 年日元的年度平均汇率为 100 日元=5.8196 元人民币

#### 4.2、优衣库性价比来源：降低制造成本

- 为什么别人无法盈利的售价，优衣库能盈利？因为规模。专注于基本款，优衣库每个产品生产量远高于其他快时尚品牌，基本在 10 万件起（另一个极端是 SHEIN，以最少 100 件起订），且代工工厂数量少而精，只有 70 家左右（VS. ZARA 约 1800 家，H&M 约 750 家），因而优衣库在代工工厂普遍拥有专用产线，充分发挥规模效应。

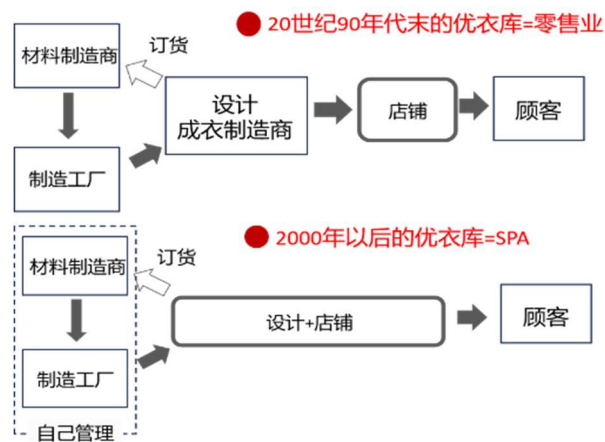
**图表 35：优衣库集约的供应商网络及规模优势**



来源：加华资本、中泰证券研究所

- 优衣库从 2000 年开始，逐渐转为供应链强管理的 SPA 模式。SPA (Specialty retailer of Private label Apparel) 即自有服装品牌专业零售商经营模式，对原料采购、商品企划、生产到零售等各流程实行垂直整合型生产销售模式，尽可能减少中间商环节。生产环节虽然采取委托外包的形式，但优衣库对于供应商的管理精细度高，对工厂的工艺水平、流程改善有持续的督导和要求。被称为“匠”的专员，在制造企业巡视和提升供应商的工艺质量。
- 优衣库的供应链不追求快，追求各个环节尽可能的大量采购：**优衣库提前 1 年开始产品策划，而后分纱线、面料、成品三个阶段订货备料。**在纱线环节，由于库存滞销风险较低，优衣库会直接下单数十万件的纱线量。而在成品环节，优衣库会按照细致的销售计划及完成进度，每周按种类、颜色、号码下单。

**图表 36：优衣库由零售业向 SPA 转型**



来源：《优衣库和 ZARA 的经营学》、中泰证券研究所

**图表 37：优衣库在 SPA 模式下对各环节的掌控**

	商品企划	原料	纤维	坯布	染色	建材	缝制	成衣	仓库	运输	店铺
优衣库	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	强管理式外包	自有
日本其他 SPA 企业	强管理式外包	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	自有
一般服装企业	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	传统委外	自有

来源：加华资本、中泰证券研究所

### 4.3、避免错过销售机会 vs 库存风险的平衡

不同于 ZARA 和 SHEIN “只生产卖得出去的产品”，优衣库以“售完所有生产的商品”为目标。优衣库按 SKU 制定细致的销售计划，每周同实际销售情况做对比。发现销售和目标的差异后，会在各门店之间调配并追加生产。进货总负责人会周度调整总的追加订单数量，指令代工厂生产。如果商品发生滞销，优衣库立刻通过单品限时促销的方式使其重回销售计划。（单品促销可以很针对性的清理滞销库存，全场打折会让畅销品售罄率更高，滞销品依然卖不出去）。如果限时促销后偏离消除，则将产品恢复原价，依然滞销就进一步打折。在销售最后的时间，店长间会互相协调，把货品集中到单品动销最快的门店全部清掉。

- 在服装存量竞争时代，ZARA、优衣库、SHEIN 通过商业模式的创新，降低了交易成本及制造成本，让消费者以更低的价格，满足了核心诉求。从商业模式来看，三者实际上都是坚守能力圈的减法模式，选择了某个细分的需求进行极致的满足：

**ZARA 放弃大量销售机会，以少量、多品种、最新流行为生产策略，宁愿缺货也只生产可售完服装，重视以平稳的节奏实现可持续的销售，保证最终较为稳定的利润率（除疫情期间，近 15 年 Inditex 净利率基本维持在 10% 以上）；几乎放弃了广告宣传，以地理位置优越的线下门店作为吸引顾客的主战场；将目标顾客限定为追求时尚的职业女性，选择更深入挖掘现有客户群的需求。**

**SHEIN 一方面放弃制造端的规模效应，以大量小作坊作为供应链的大后方，来支撑其“实时时尚”模式；另一方面放弃线下门店，采用电商、轻资产模式增加赶超的胜率；同时完全“去中国化”，避免在国内市场内卷，运用网红营销、社交平台运营等方式对海外实现降维打击，一路“卷赢”海外多个市场。**

**优衣库专注于朴素简约的基本款服装，放弃流行款式的销售机会，不受潮流裹挟，强调服装的功能性以及制造端规模效应的释放，从而拥有庞大的消费者群体。**

图表 38：优衣库 VS.ZARA VS.SHEIN

	优衣库	ZARA	SHEIN
目标客户	Made for all 所有人	年轻女性群体	年轻女性群体
产品类型	基本款	时尚款	时尚款
生产策略	单一商品大量生产，均为代工，代工厂数量较少	少量、多品种生产，60%由自有工厂生产，40%由代工厂生产，且代工厂数量众多	少量、多品种生产，均为代工，代工厂数量众多
卖场陈列	零部件式	展示流行趋势	仅线上销售
渠道类型	线上&线下	线上&线下	线上
供应链模式	SPA 模式	SPA 模式	DTC 模式
上新周期	13 天	14 天	7 天
上新 SKU	1000 件/年	2.5 万件/年	10 万件/周

加价率	2X	3X	2X
开店策略	前期主要在日本国内开店，在增加门店数量的同时，使门店大型化，后期主要向亚洲其他地区拓展门店	前期在欧洲稳定开店，后期在亚洲、美国加速开店，在增加门店数量的同时，使门店大型化	B2C 跨境电商，主要向欧美市场销售
门店选址策略	前期门店多位于路旁店及租金便宜的车站大楼高楼层，后期以人口密度高的商圈为主要选址	把大型门店的位置选址在市中心，以获得较大的宣传效果及增加顾客交通便利性	仅线上销售
营销策略	广告费用率 3.7%，坚持每周五投放广告传单	广告费用率只有 0.3% 左右，把门店看成最大的宣传广告	广告费用率 10~15%，主要通过 KOL/KOC、社交媒体宣传带货
物流策略	由代工厂将商品进行组合打包，原封不动地送到各门店，省去进口国的物流加工环节，注重以成本最低的运输方式送达	具备自有的空运物流，各国生产的商品先运回轴心西班牙，按门店整理后再发往世界各地；更注重运输速度，确保 48 小时内将商品送达	供应链中心在广州，广州既是服装制造中心也是国际港口，可以在短时间内将生产的商品运往全球，比 ZARA 物流形式更快捷直接
库存风险管理	售完所有生产的商品	只生产能售完的商品	只生产能售完的商品，利用大数据更准确地预测需求，较 ZARA 库存风险更小
母公司净利率	2006 财年以来（除 2016 及 2020 财年）净利率基本维持在 5%~12%，2022 财年净利率为 12%	2010 财年以来（除 2021 财年）净利率基本维持在 10% 以上，2022 财年净利率为 12%	2021 年、2022 年净利率分别为 7.5%、3.2%

来源：Wind、辛巴达线下闭门茶话会、搜狐网、GPLP、天下网商，中泰证券研究所

- 然而，三者的核心竞争力及成长天花板又明显不同：

**ZARA** 作为“快时尚”之王，成功之处是注重挖掘目标顾客需求、快速生产、快速上架。但如今 ZARA 的“快”已经被 SHEIN 超越，同时长期坚持的“跟随策略”导致其未能成功打造出具备独特品牌特性和核心竞争力的单品。Inditex 转而进入到多品牌覆盖更多细分人群的外延式增展期。

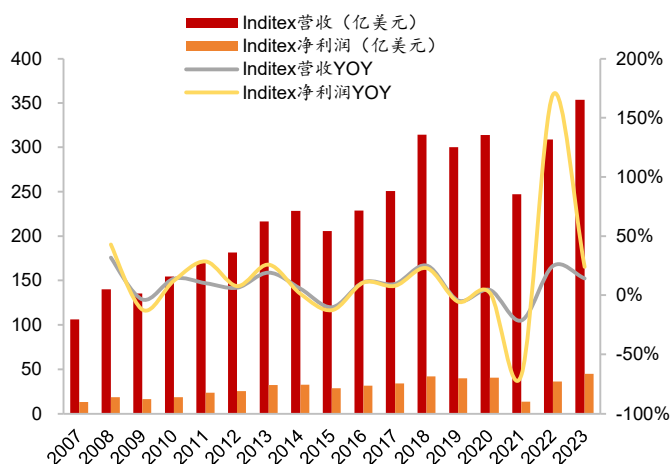
**SHEIN** 作为“实时时尚”代表，成功之处是通过大数据分析精准捕捉时尚趋势，同时将低价、快速更新做到极致。疫情恰好为 SHEIN 提供了反攻的契机，但是 SHEIN 的品牌价值相对 ZARA 比较薄弱，其商业模式也面临一些问题：一方面，SHEIN 以极低价格压缩工厂利润空间，同时自身也容易受到成本波动的反噬（2022 年 SHEIN 受物流及生产成本上升影响，净利率同比下降约 4.3pct 至 3.2%，远低于 Inditex 与迅销的 12%）。另一方面，如今 SHEIN 也在向中高端市场转型升级，但面临着对下沉市场的守卫战，阿里、拼多多及抖音所推出的海外产品正对 SHEIN 进行全方位的围攻，一旦 SHEIN 疏忽大意，其稳固的海外下沉市场便可能遭受对手的侵夺。

**优衣库** 实则为“慢时尚”的典范，它的成功之处是抓住了消费者的共性需求。然而优衣库在欧美市场的扩张并不是很顺利，因为一方面其款式缺乏个性，不符合欧美消费者追求时尚度的需求，另一方面与 ZARA、GAP 等已根深蒂固的品牌竞争难度大。而在亚洲市场缺乏全球性快时尚品牌，性价比高且契合东方简约内敛美学的优衣库则迅速占领了市场。

- 商业模式与产品创新占据至关重要的地位。快时尚品牌的供应链优势并非不可逾越的障碍，ZARA 曾凭借供应链的“快”在传统服装企业中脱颖而出，但如今 SHEIN 的“快”已经超越了它。因此，单纯依赖供应链的快速响应和低价策略所构筑的竞争地位可能并不稳固，品牌必须持续寻求

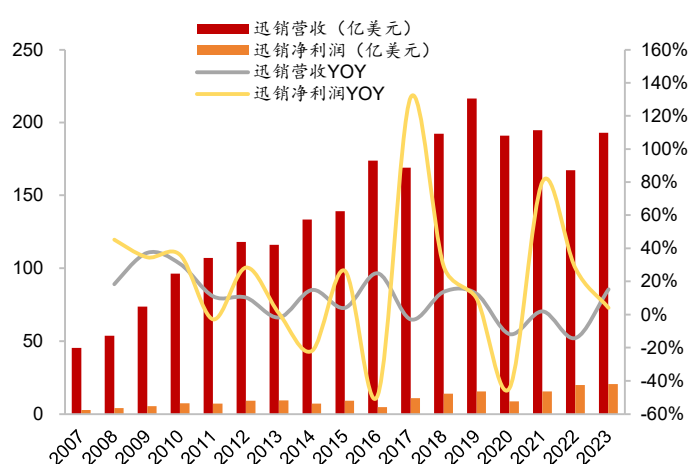
商业模式与产品的创新,建立起用户心智中的独特壁垒。以优衣库为例,优衣库通过对摇粒绒面料的研发、创新及成本优化,于1998年成功推出了经济实惠又品质上乘的摇粒绒产品,赢得了广大消费者的青睐,从而迅速崛起为日本领先的服装制造商。然而,在摇粒绒热潮消退后,优衣库面临销售下滑的挑战,促使其反思并调整过度追求低价的策略,转而重点提升商品的材质,比如采用不同面料织法提升摇粒绒的质感,融入HEATTECH技术以进一步增强其保暖性,加大对功能性内衣等产品的研发与销售力度。这些举措使得优衣库逐渐挽回了失去的客户群体,业绩屡创新高。

图表 39: Inditex 营收及净利润情况



来源: Wind、中泰证券研究所,注:横轴的数据代表财年。

图表 40: 迅销营收及净利润情况

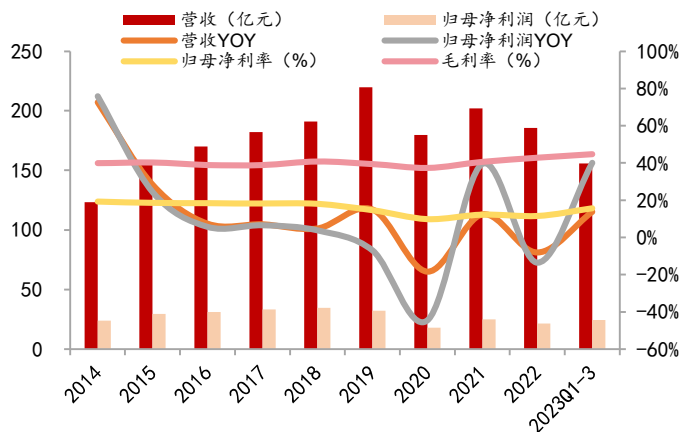


来源: Wind、中泰证券研究所,注:横轴的数据代表财年。

## 5、寻找中国企业的模式创新：海澜之家的“类直营”+可退货模式

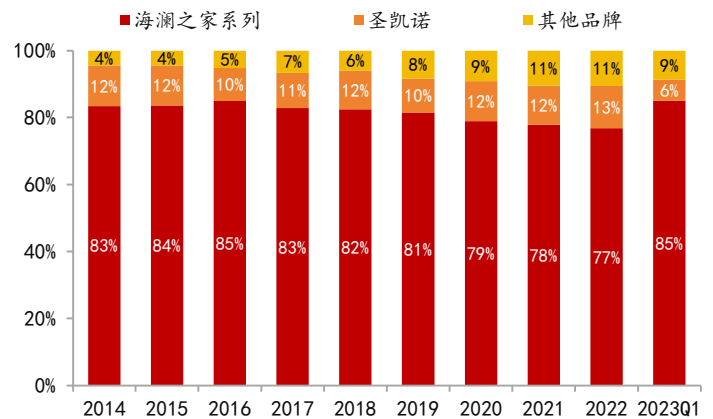
- 公司为国民男装龙头，主品牌定位高性价比。公司于2014年重组上市，上市以来营收及利润规模业内领先；毛利率维持在40%左右，归母净利率常年处于10%~20%区间，盈利水平亮眼。公司于2002年推出主品牌海澜之家系列，目标客群为20-45岁男性。

图表 41：海澜之家营收、净利润及盈利水平



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 42：海澜之家分品牌收入占比



来源：Wind、中泰证券研究所

- 从产品端来看，男装的需求类似优衣库，功能性高，时尚度低。因而海澜通过类似优衣库的性价比公式，去建立产品的口碑和竞争力：

- 1) 以面料功能型产品投入：研发远红外升温材料、科技抑菌纱线及双层石墨烯面料等科技型面料，推出了“充电发热全能夹克”、“凉感牛仔褲”、“六维弹力褲”等功能性单品；
- 2) 独特模式优化建立的性价比优势。定位高性价比，产品加价倍率为3倍左右，T恤、衬衫、裤装价格点为98元、118元、138元，均低于同行。

图表 43：海澜之家功能性产品示例

年份	产品类型	图例	年份	产品类型	图例	年份	产品类型	图例	年份	产品类型	图例
2020	充电发热全能夹克		2021	冰爽棉系列		2022	极光鹅绒羽绒服		2023	四面弹凉感外套	
	凉感牛仔褲			六维弹力褲			桑蚕丝纤维系列			高弹西服	
	吸湿速干T恤			三防系列			索罗娜纤维系列			竹纤维系列	

来源：公司公告、海澜之家天猫旗舰店，中泰证券研究所

图表 44：公司海澜之家价格点及加价倍率低于同行

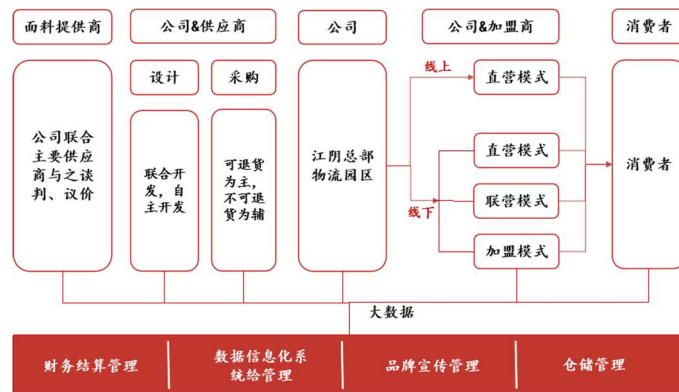
品种		T恤	衬衫	裤装	整体加价倍率
海澜之家	价格区间	98~218	118~298	98~279	3倍左右
	价格点	98	118	138	

七匹狼	价格区间	82~359	89~339	150~459	4.6~4.7 倍
	价格点	171	156	218	
太平鸟	价格区间	84~628	104~898	100~673	4~5 倍
	价格点	138	273	270	
九牧王	价格区间	299~1019	283~1104	319~2379	4.6~4.7 倍左右
	价格点	299	283	339	
报喜鸟	价格区间	344~1570	269~1365	399~1471	4 倍以上
	价格点	403	374	403	

来源：天猫、中国证券报、加华资本，中泰证券研究所，注：统计时间为 2024 年 2 月 23 日，单位为人民币

- **公司如何实现较低的加价倍率？“可退货”+“类直营”的“轻资产”模式的创新。**公司将生产环节和部分销售渠道外包给生产商，再通过下游的加盟店、联营或直营点销售商品，公司重点掌握品牌运营、产品设计及供应链管理的环节。从资金方面看，公司采用了一种 OPM 战略 (Other People's Money)，分为两个模块：1) 供应商端的“可退货”模式：采用赊购购买商品，完成销售后结转账款，滞销商品可退回给供应商；2) 在加盟商端的“类直营”模式：加盟商需承担加盟店的运营费用（约 100 万），并向海澜之家交纳“特许经营保证金”（约 100 万），上下游都几乎不占用自有资金。通过上述方式，公司实现了“轻资产”经营模式。

**图表 45：海澜之家经营模式图**



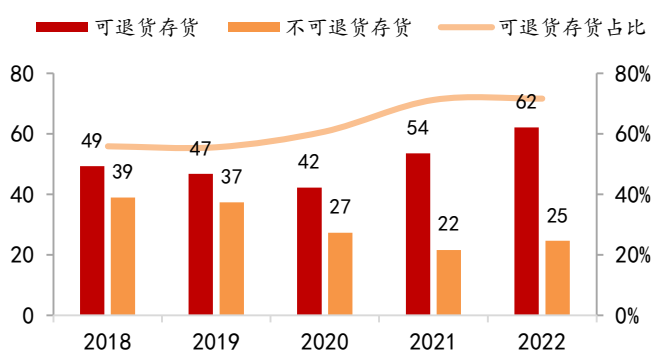
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **在面料采购环节，公司联合供应商共同与上游服装原料商进行谈判和议价，争取到价格优惠后再由供应商同上游原料商签订采购合同，此举有效降低了供应商的生产成本。**同时，公司掌握了原料价格信息后，能更精确地管控供应商的成衣报价，降低采购成本以进一步推动售价下降。
- **在公司与供应商合作环节，采购合作模式为“可退货为主，不可退货为辅”。**可退货模式下，公司与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，产品销售后，公司逐月与供应商进行货款结算，适销季（一般为两年）结束后仍未销售的产品，公司可剪标后以成本价退还给供应商，由其承担滞销风险；相应的，公司需以较高的采购价格进行赊购，对部分供应商预先支付部分货款，作为供应商的风险溢价。不可退货模式下，适销季结束后仍未实现销售的产品不可退还给供应商，由公司承担产品的滞销风险。可退货模式对各方而言的优势：1) 对供应商来说，相较于传统的买断采购模式，公司会为“可退货”供应商提供更多利润空间，

以补偿风险承担的影响。（由于制造端企业体量及现金流普遍好于渠道公司，吸纳风险所索取的风险溢价低于渠道端，因而这一模式降低了消费者需要支付的总交易成本。）而能提供更畅销货品，退货率更低的制造商有望获取更高利润空间。2) 公司层面，可以转嫁存货减值风险，并减少流动资金的占用量。制造端公司链路崩溃的风险，及对品牌影响，也小于渠道商链路崩溃会带来的潜在影响。近5年来，海澜之家可退货存货账面价值由49亿元上升至62亿元，不可退货存货由39亿元下降至25亿元，可退货存货占比由56%上升至72%。

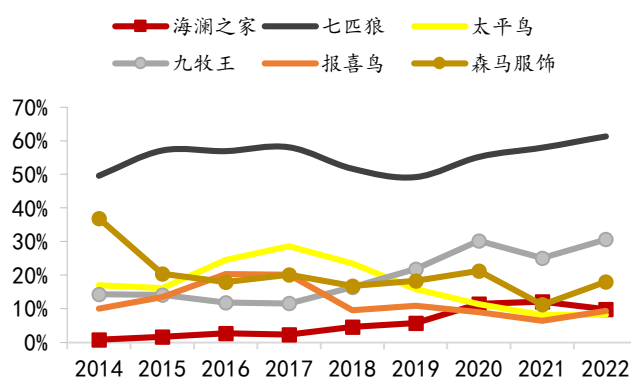
- 这一模式的创新，叠加男装行业潮流更迭周期较长、商品可售时间周期长，促使公司的存货跌价准备率整体低于同行，2014年以来（除2020-2021年）存货跌价准备率不超过10%。

图表 46：公司可退货与不可退货存货（亿元）及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47：海澜之家存货跌价准备率整体低于同行



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在下游销售环节，主品牌海澜之家的销售模式包括线上和线下模式（目前收入占比较大），线上销售采用直营模式，线下销售采用直营、加盟和联营三种模式。线下加盟模式下，公司对加盟店采取“类直营”的管理模式，即加盟商拥有门店的所有权，需承担门店运营费，门店的装修、管理、商品、员工培训等运营活动均由公司负责，门店收益由加盟商和公司分成。
- “类直营”模式对各方的优势：1) 对加盟商更具吸引力。公司为加盟门店提供一体化经营服务，降低了缺乏服装行业经验的加盟商进入门槛，同时库存风险也不由加盟商提供，降低了经销商风险。  
2) 公司对各类门店统一规划，灵活调整销售计划。公司为加盟门店进行员工招聘、培训等活动，提供统一的产品指导价格，根据直营和加盟门店订单数据调整铺货计划，对滞销产品进行门店间调配，从而保证公司门店的高品质经营，避免传统加盟模式中的质量参差不齐，打造优良稳定的品牌形象。同时，这一模式由于对属地经销商能力资质的要求较低，区域成败不再取决于经销商强弱，可更快速可控实现市场覆盖。凭借这一模式，公司已经实现了80%以上的县、市的覆盖。

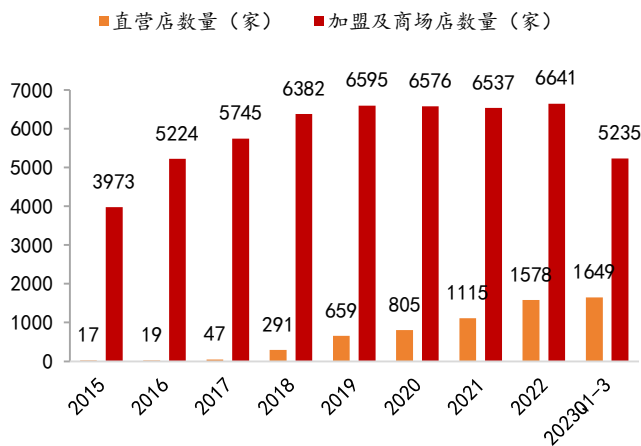
图表 48：类直营模式 VS 传统加盟模式

	类直营模式		传统加盟模式
	公司	加盟商	
权利	具有门店经营权	具有门店所有权	加盟商具有门店所有权与经营权，公司对加盟商有管理权
义务	提供店内全托管服务，包括加盟店的运营管理、货品投放、人员招聘及培训等	承担店铺初始投资以及后续的日常经营开支	公司提供品牌维护、营销活动、员工培训、开店督导及采购配送等支持；加盟商在公司辅导下自主经营门店。
日常经营	由公司统筹加盟店进行定价、铺货、产品调配等经营活动	承担日常经营费用，委托公司对门店经营管理	公司制定指导价，加盟商根据订单铺货。
成本费用	承担租金、水电、员工工资等经营费用	承担员工培训费用和店内铺货费用，由此承担存货滞销风险	加盟商需承担铺货费用和库存风险

来源：商业新知，中泰证券研究所

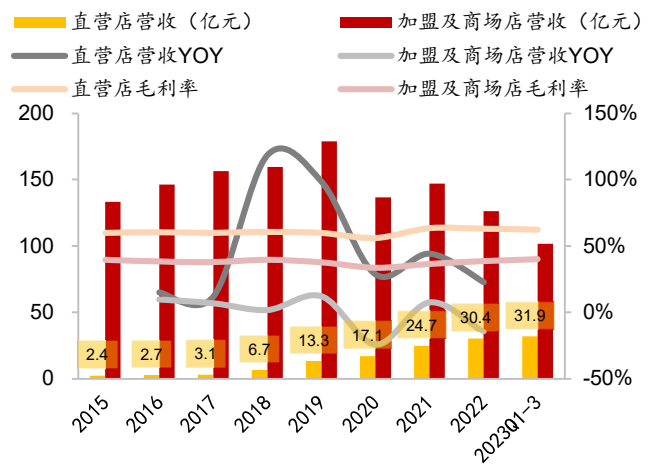
- 公司线下销售渠道以加盟店为主，逐渐推动直营占比提升。截至 2023Q3，加盟及商场店占公司总门店数量的 76%，直营店占 24%；2015-2022 年，加盟及商场店占比均超 80%；直营店数量增长明显，店数从 2015 年的 17 家增长至 2023Q3 的 1649 家，主要由于购物中心门店的占比提升，购物中心商户资质的需求带来了直营占比提升。

图表 49：海澜之家直营店、加盟店及商场店数量对比



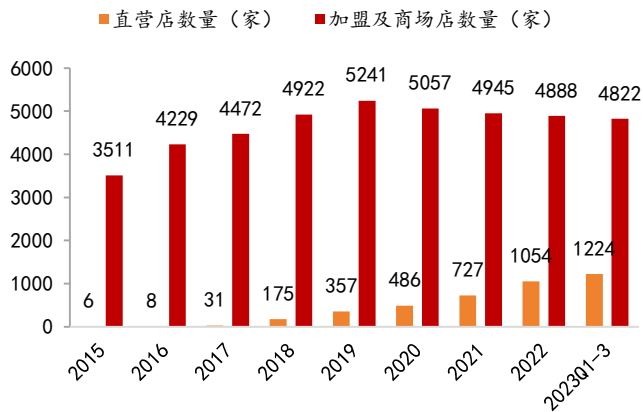
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 50：海澜之家门店营收及毛利率情况



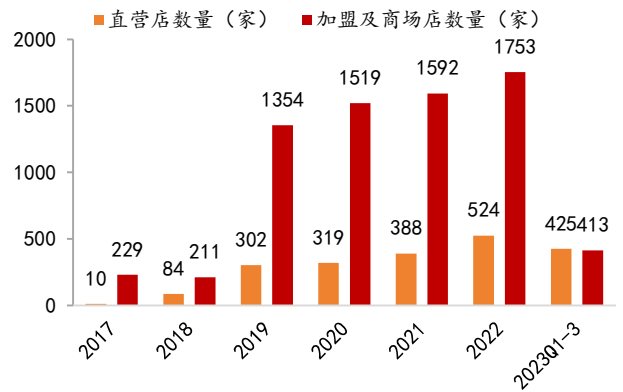
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 51: 海澜之家主品牌直营店、加盟店数量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 52: 海澜之家其他品牌直营店、加盟店数量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 综上所述, 海澜之家亦抓住了品质/价格的性价比公式, 其性价比主要得益于三方面: ①“可退货”模式使得风险转移到更易吸纳风险的环节, 全链路交易成本下降。②穿透到原料商进行精细管理, 帮助供应商降低生产成本, 进一步降低公司的制造成本; ③在销售环节, 公司构成了“供应商-海澜之家-门店-消费者”最扁平化的销售层级, 最短的销售链路意味着最少的逐级加价。此外, “类直营”模式的创新为下沉市场渠道快速覆盖提供了条件, 表现出了较全直营模式更大的穿透力。

通过解析服装需求的八个象限, 以及巨头的选择和蜕变, 我们看到了存量竞争阶段, 品牌竞争的关键点: 1) 制造成本的优势, 核心为供应链的掌控度及规模效应; 2) 交易成本的优势, 核心为提升供给对需求的满足度, 包括需求的营销驯化及预测。我们亦看到了 SHEIN、海澜之家等中国企业在模式创新上的尝试, 及取得的喜人回报。

虽然行业处在存量时代, 但我们认为依然有大量需求以目前的供给模式未被充分满足。企业为消费者带来额外效用的机会也一直存在。企业可通过数字化工具、深挖用户需求、细分场景拓展, 来持续保持领先地位。乘风破浪会有时, 我们期待更多中国企业通过创新, 持续挖掘服装赛道的金矿脉。

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨风险

- 纺服企业盈利能力与上游原材料价格关联较为密切，若原材料价格出现大幅上涨，可能导致企业成本承压并对业绩造成影响。

### 宏观经济波动风险

- 宏观经济与板块子行业需求联动性较高，若宏观经济出现波动，可能影响行业需求。

### 研报使用信息更新不及时风险

- 文中使用信息数据存在未能及时更新的风险，所得出结论基于文中已有数据，仅供投资者参考。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。