

聚焦 FOCUS 新一轮品牌服饰上市热潮

轻资产运营 品牌服饰企业争披资本新装

“你相信吗？未来三五年可能会有近 200 家品牌服饰类公司上市。”3 月 24 日下午，深圳比蓝国际投资有限公司总裁李凯洛接受证券时报记者采访时如是说。

李凯洛表示，自己的预言有待时间的检验，但不可否认的是，自 2008 年以来新一轮的品牌服饰（包括鞋类）上市潮已经来临。据记者粗略统计，自 2008 年以来已经有近 20 余家国内品牌服饰类公司在国内、香港或者新加坡的资本市场上市，而且这种势头还在延续。今年 3 月 11 日森马服饰以 67 元/股的发行价登陆中小板，另一家主要以生产西裤为主的知名品牌九牧王于 3 月 15 日通过证监会的审核，距登陆资本市场仅一步之遥。

这一波品牌服饰上市潮与十多年前杉杉股份、雅戈尔、大杨创世、开开实业等服饰公司形成的上市潮有何不同？新近登陆资本市场的品牌服饰公司价值何在？投资者又该如何看待这轮上市潮中的高估值现象？



搜于特上市之初走势强劲

Phototex/供图 严少娜/制图

证券时报记者 李坤

轻资产模式宣告胜利

这一波品牌服饰公司大规模上市表明轻资产运营模式开始获得更广泛的认可，尤其是获得了资本市场的认可。”李凯洛告诉记者，轻资产运营模式刚开始在国内出现的时候不仅受到行业外人士的普遍质疑，在业内也曾受到嘲笑。

但是七匹狼、报喜鸟、美邦服饰、搜于特的成功证明了该模式的成功。以美邦服饰为例，2007 年该公司的营业收入为 31.57 亿元，净利润 3.64 亿元；到 2010 年公司的收入达到 75.06 亿元，净利润达到 7.50 亿元，实现翻倍。

这种高速增长主要建立在轻资产运营模式之上。”在他看来，这是新上市的服饰公司与之前的杉杉、雅戈尔、开开等老派服饰企业最大的不同，也是资本市场给予这些公司高估值的根本原因。

他向记者解释，杉杉、雅戈尔、开开等老派服饰企业都属于工业时代的产物，他们所拥有的优势主要在加工生产领域。这样的服饰企业在硬件条件方面非常强大，拥有现代化的厂房，媲美意大利等欧美国家的最先进生产线，精益求精的生产加工能力，在面料研发方面很强的创新能力等等。雅戈尔甚至还将服饰产业的产业链延伸到上游的棉花种植领域，在新疆拥有优质的棉花种植基地，打通了从原料种植、纺织、印染、服饰生产、销售等所有的环节。

但是上述类型的公司只能归结为制造类公司，很难表现出快速增长的成长性。原因是这种重资产型公司的盈利能力主要体现在加工生产环节，机器设备的多寡决定了公司的盈利水平，业绩的增长主要靠更大规模的机器设备投资拉动。同时贴牌加工模式决定了它们只能获得产业链的最低端利润，成长性不强，而且业绩容易受制于订单的波动。一旦订单下滑，公司的业绩也会随之出现下降。因此资本市场也不太可能给予高估值。

相比之下，美邦服饰、搜于特、森马服饰等轻资产公司均没有生产环节，公司的资产和管理能力主要集中在产品设计和营销领域。因此这类公司看起来更像一个渠道公司、商业公司，它们的业绩可以随着店铺数量的不断增加、渠道和规模的不断扩张实现业绩增长。因此，一旦有实实在在的业绩做支撑，这样的发展模式对资

本市场将非常具有吸引力和想象空间，资本市场自然会给予高估值。

中国纺织科学研究院教授贾路桥也认为，新一轮品牌服饰企业的上市是中国服饰品牌从无到有、逐渐获得市场认可的必然结果。品牌一旦建立起来，消费者就不再关注服饰的生产者，此时企业向轻资产、虚拟化发展就成为必然趋势。

资本时代刺激不断

从行业内部来看，新一轮品牌服饰企业上市潮与资本市场的不断“刺激”有关。

李凯洛告诉记者，2006 年他们曾向一些服饰企业强调资本市场的作用，劝说一些企业主动接触资本市场，但是绝大多数公司都不以为然。广东省一家非常知名的老牌服饰企业甚至表示：“我们现在有的是钱，根本不需要上市。”但是 2007 年总部位于深圳的百丽国际在香港的上市改变了业内很多人的观念，对整个行业产生了一轮比较大的刺激。原因是在资本市场获得近 90 亿港币资金的百丽上市当年就进行了一系列大手笔收购行动，将多个原来的竞争对手收归名下；同时百丽集团的业务规模在上市之后突飞猛进，迅速拉大与竞争对手的差距。这对不少中国品牌服饰公司，尤其是品牌鞋类公司的经营者产生强烈冲击，让他们领略到了资本市场对轻资产公司运营的巨大推动力。

随后，一大批服饰、鞋类公司激发起空前的上市热情。但是 2007 年未发生的金融危机令整个行业发生了很大变故，同时资本市场也出现大幅下挫，这又让不少品牌服饰公司对资本市场有所排斥。因此，虽然 2008 年福建晋江板块的大规模上市对整个服饰行业产生了第二轮冲击，但是多数企业还是选择了观望。

不过，最近发生的一轮新刺激已经开始“引爆”整个行业，一大批服饰品牌已经在新的刺激之下加快登陆资本市场的步伐。”李凯洛这样描述当前的品牌服饰行业。所谓“新刺激”，指的是近期搜于特和森马服饰的相继高价上市。李凯洛向记者表示，搜于特和森马服饰的上市对整个服饰行业产生了颠覆性影响，尤其是搜于特的上市颠覆了那些历史悠久的老牌服饰企业老总的思维。因为他们谁都没有料到只有五六年历史的后起之秀搜于特会受到资本市场那么热烈的追捧。

招股书显示，搜于特成立于 2005 年，上市前的销售收入仅为 3.4 个亿的水平，净资产仅为 1.57 亿

元。但是上市却为搜于特带来了近 15 亿元的募集资金，公司净资产规模瞬间增长了十倍，公司在行业内的竞争实力和地位迅速提升。这一系列巨变令那些依靠自有资金积累发展的服饰企业望尘莫及。而且搜于特高达 75 元/股的发行价也让公司创始人马鸿家族在短短的五六年时间内创造了东莞首富的神话。公开信息显示，搜于特上市后的股价最高一度达到 106.4 元/股，市值超过 80 亿元。截至 3 月 25 日该公司股价仍高达 84.46 元/股。

搜于特从业绩来看也显示出优异的成长性。2010 年公司实现营业总收入 6.33 亿元，同比增长 67.09%；实现净利润 9080.15 万元，同比增长 67.96%，每股收益 1.47 元。

今年 3 月刚刚上市的森马服饰以超 400 亿的市值继续产生着强烈的刺激作用。深圳比蓝国际投资有限公司近期所做的一个调查显示，目前 84.1% 的品牌服饰类企



日本优衣库在深圳华强北的门店

李坤/摄

老派服饰公司转型思变

除了那些尚未上市的服饰类企业纷纷向轻资产运营转型外，大杨创世、鲁泰 A、黑牡丹、际华集团等已经上市的老派服饰、纺织公司也已经开始向品牌运作转型。

同时担任黑牡丹、际华集团独立董事的贾路桥告诉记者，际华集团已经开始谋划以专门的军服生产商向同时兼顾民用服饰业务的方向转变。该公司拟打造两个新的民用服饰品牌，一个是针对高收入人群的高端品牌际华皇家，一个是针对普通消费者的际华户外。在招股说明书中际华集团表

示，上市后公司将充分利用在军需品研发、技术创新等方面的优势，研发生产具有竞争力的民用产品，建立并完善包括直销、定向销售、专营专卖、样品订货、电子商务平台在内的营销方式和手段，积极拓展民品市场，提高民品的销售收入。

此外，据记者了解，国内知名的牛仔服贴牌生产商黑牡丹也有在国内建立连锁店、发展自有品牌的打算。鲁泰 A 也已经发展出自身的衬衫品牌。不过，目前转型最有成效并且受到资本市场高度关注的是大杨创世。3

“万店时代”即将到来

贾路桥认为，中国品牌服饰近年来大批涌现和上市，一方面也是这些企业品牌意识觉醒、重视品牌建设培育的结果，另一方面也是中国经济进入新的发展阶段的必然结果。中国经济的蓬勃发展和居民收入水平的大幅提高为品牌服饰生存提供了成长的土壤。

李凯洛则向记者描述这样一种变化。他告诉记者，以前一个服饰连锁企业拥有 100 家店铺就非常了不起，拥有 1000 家店铺就足以让很多同行惊讶。而随着中国企业轻资产运营能力的提高，现在拥有数千家连锁店铺的企业已经大批涌现，“万店时代”已经快到来。这将对整个品牌服饰行业和资本市场产生新的冲击。

公开资料显示，2010 年安踏旗下零售店数目达到 7549 家；李宁公司的零售店超过 7900 家；美邦服饰的总店数为 3700 家左右；搜于特为 1166 家。中国庞大的人口基数和社会阶层结构决定了在中国进行轻资产运作的品牌服饰企业拥有巨大的发展空间。李凯洛认为，中国社会并没有形成欧美等发达国家那样的橄榄形阶层结构，而是形成了一个葫芦形的结构，即人口最多的是那些收入水平一般的普通居民，其次为中产阶层、准中产阶层、富豪阶层。这样的社会阶层结构决定了普通消费群体居于绝对地位，也决定了那些定位于这个消费群体的服饰品牌都拥有巨大的成长空间。美邦服饰、七匹狼、搜于特、森马服饰、李宁、安踏等等都归于这一类。所以它们在得到资本市场助推后，都表现出非常好的成长性。最近几年日本的优衣库、西班牙的 ZARA 等大众消费品牌纷纷抢滩中国市场也正是看中了这一点。

不过，李凯洛指出，接下来一轮上市的定位于中端品牌的服饰企业可能不会有这么大的扩张规模，因为消费群体的收入层次要求比较高，它们的市场容量可能只有千家左右。虽然他们还可以通过增加连锁店铺的方式提高自身的规模和成长性，但是它们的成长空间可能更主要在于单店销售额的增长。



高端品牌差距大 国货当自强

证券时报记者 李坤

尽管近年来新的服饰品牌不断涌现、新的服饰品牌公司不断登陆资本市场，但是在纷繁喧嚣背后，一个不容忽视的尴尬是：中国并没有真正意义上的高端服饰品牌，中国所有的自有品牌都集中在中低端领域相互竞争。

中国纺织科学院教授贾路桥告诉记者，中国虽然有很多知名品牌，但是与国际顶级品牌相比差距还是非常明显。同样的面料、同样的做工，贴上国外品牌后，售价一般是国内品牌的 3-5 倍。

贾路桥认为，这是一个客观现象。世界上知名的大品牌基本上都几十年甚至上百年的历史。而中国的服饰品牌大多只有十来年的发展历史。这种时间上的文化积淀造成了品牌价值的差异。

贾路桥认为，中国服饰企业只有沉下心来抓主业才有可能出现真正的中国高端品牌。否则很可能像雅戈尔、杉杉一样，最后形成多元化的发展模式，虽然也很赚钱，但是品牌做不起来。对于当前中国的服饰企业热衷于收购海外品牌的现象，他认为这是一个进入国际市场的好办法，却非长久之计。因为这些买过来的品牌大多是二线品牌，仍然无法做成最高端的品牌。

李凯洛则认为，除了中国富裕

阶层和精英阶层的奢侈品牌、高端品牌服饰消费牢牢地把控在外国品牌手中外，在设计师方面我们与外国品牌相比也存在很大差距，因为中国没有在国际上叫得响的知名设计师。

同时，即使在普通消费品牌，中国品牌服饰企业与 ZARA、优衣库等国际知名品牌也存在很大差距。这种差距除了表现在营业收入规模上，还主要表现在零售市场的响应速度和零售店铺的平效（即平均每平方米销售额）方面。比如 2009 年 ZARA 品牌所属的 INDITEX 公司销售额为 110.84 亿欧元（约合 1023 亿元人民币）；优衣库销售额为 6850 亿日元（约合 561 亿元人民币），而国内做得最好的李宁公司营业额也就在 80 亿元上下。

在响应速度方面，INDITEX 每两周就会向门店提供一次新款服装，其配送中心可以在平均 24 小时的时间里将服装送到欧洲的门店，在 48 小时内送到美国和亚洲的门店……这都是中国很多服饰企业无法做到的。在平效方面，中国企业普遍在万元左右，而优衣库可以达到 6.5 万元人民币，INDITEX 达到 4 万元人民币左右。

不过，李凯洛认为，整体上看，中国品牌服饰仍处于对国外品牌的模仿过程中。而且正因为存在差距，所以中国的品牌服饰行业也存在很大的改进和发展空间。

对此，投资者也给予了积极回应。年报公告当天大杨创世股价开盘不久就迅速涨停，第二天继续以涨停板收盘。自年报披露日到 3 月 25 日收盘，该公司股价累计上涨 3.85 元/股，累计涨幅为 24.35%。

李凯洛认为，大杨创世受追捧确实与其国内连锁发展战略有很大关系，因为这种新战略给公司业绩增长带来了很大的想象空间。不过，他认为，大杨创世内销品牌的发展还只能算小有成效，未来如何还要继续观察。毕竟，从传统的贴牌加工型企业向品牌运作型企业转变过程中还有很多路要走。（李坤）