



定位高端女装品牌，获复星战略投资

中信证券研究部

2016 年 6 月 1 日

薛缘

电话: 021-20262134

邮件: xueyuan@citics.com

执业证书编号: S1010514080007

鞠兴海

电话: 021-20262106

邮件: juxh@citics.com

执业证书编号: S1010510120059

联系人: 邵璟璐

电话: 021-20262108

邮件: shaojinglu@citics.com

事项

5 月 27 日,我们邀请珂莱蒂尔董事会秘书吴总参加了“中信证券 2016 年中期策略会”,就公司经营情况与投资者进行了交流。纪要如下:

经营概况

公司 2007 年由金明先生创立,定位中高端女装。根据中华商业信息中心的数据,2015 年主品牌 Koradior 在高端女装行业销售排名前五。2014 年 6 月,公司在香港主板上市。上市以来也受到了资本市场的认可,2015 年被纳入 MSCI 指数成分股,2016 年 3 月被纳入恒生中小型指数成分股。公司旗下拥有三大品牌系列:

- ✓ Koradior 主品牌: 成立于 2007 年,设计理念追求女人味、个性、优雅及款式年轻,定位 35-45 岁女性; 吊牌价格 1500-5000 元,强势产品是连衣裙。门店覆盖所有一、二线城市以及部分具强购买力的三、四线城市; 截至 2015 年 12 月 31 日共 391 间店。
- ✓ La Koradior: 2012 年 9 月推出,主打社交场合正装及配饰; 门店覆盖主要一、二线城市,截至 2015 年 12 月 21 日共 23 间店。
- ✓ Koradior elsewhere: 2014 年 9 月推出,风格偏简约摩登; 截至 2015 年 12 月 31 日共 44 间店。

外延扩张、收入增长、电商业务爆发。公司创立之初的五年主要打造直营销售体系,真正的快速增长是从 2012 年开始的,2015 年公司收入同增 24%至 12.85 亿元,2012-2015 年收入复合增速 38%。2011-2015 年公司不断开店,门店数从 119 家增至 458 家,平均每年新增 80 家左右。电商方面,公司 2011 年正式开启电商业务,收入规模从不到 300 万元提升到 2015 年的 1 亿元以上(占收入的 8%左右),主要合作平台包括天猫(68%)、唯品会(31%)、当当等。线上销售产品主要包括过季商品、天猫专供款、同步款等。

销售直营为主,生产外包为主。公司坚持直营为主的销售策略,在全国布局比较均衡。截至 2015 年 12 月 31 日,共有 458 家店,其中 410 家为直营店。直营门店中,仍以百货为主(76.59%)、购物中心占比持续提升,此外还有街边店。生产端,公司以外包生产为主。企划端,公司与国际知名设计师合作,获得当季流行色彩、面料的指导,最终由公司的设计团队落地设计,三大品牌都有独立的设计团队(合计 100 多人)。

营销方面,在品牌推广方面公司比较重视门店形象、装修和陈列(每 3 年升级形象)以及机场广告(上海虹桥/上海浦东/深圳宝安/成都双流等)。此外,公司活跃于各大时装秀场,除了国内,也参加海外时装周。2015 年 9 月,米兰时装周 La Koradior 作为中国唯一邀请官方品牌参加米兰时装周,并签约米兰达可儿作为珂莱蒂尔品牌形象代言人。公司也会采用多方式新媒体品牌推广渠道(微信公众号及微博号),赞助影视剧(汤唯电影《命中注定》以及杨幂、黄轩主演电视剧《翻译官》)。目前公司活跃 VIP 数量 5-6 万左右。

财务状况

公司的存货周转天数接近 250 天,虽然高于体育、休闲等行业,但与同行相比优势明显,其他同行都在 1 年以上。这是因为中高端女装的行业特点:一般来说,行业分春夏和秋冬两季,从企划到上市周期较长,类似奢侈品。

资本开支方面,主要来自新开业的装修费用和门店定期升级费用;2015 年的资本开支为 9500 万元,其中 4000 多万元为购买写字楼,余下 5000 万元左右是业务方面开支,主要用于新开的 140 家门店。未来两年预测资本开支为 5000-6000 万元左右。

公司财务杠杆较低,不到 10%;毛利率为 73%左右,行业稳定水平为 70%~75%;净利率接近 16%,行业稳定水平为 15%~20%。经营活动净现金流为接近 2 亿元,大部分模式是商场代收银,每月底对账结算一次,状况良好。

发展战略

现有品牌主要通过新店扩张、同店增长、以及电商发展等因素推动;**未来新品牌将通过创新模式自建,或者通过合作、收购的外延方式建立。**自建:充分利用国内的供应链资源(如智能制造),结合公司强大的品牌运营能力,打造互联网个人定制品牌。合作:利用完善的直营体系、覆盖全国的终端网络及优秀的管理团队,与国内外知名品牌合作,帮助合作品牌打开中国空白市场。收购:风格与公司现有品牌互补;有独立设计团队及一定规模,但经营或发展遇到瓶颈。

2016 年 1 月公司引入复星作为战略投资者。复星拥有丰富的时尚领域业务网络,曾成功投资德国著名快时尚品牌 Tom Tailor、美国高端女装品牌 St. John、希腊时尚品牌 Folli Follie、意大利高端定制男装 Caruso 等诸多国际知名时尚品牌;同时,复星还拥有深厚的投资能力和资源。

Q&A

Q1: 公司与复星合作,请问复星对公司在国内的发展有什么帮助?

A: 当时考虑引入复星,是出于业务和资本市场的双重考虑。业务方面双方有很强的协同效应,复星对全球时尚行业都很了解、资源丰富,能为公司的外延发展提供很多帮助;站在复星的角度,认可公司的经营团队和经营管理经验,未来复星希望将国外的时尚品牌引入中国经营方面有所帮助。从资本市场的角度,复星在资本市场有很强的影响力,希望引入复星后促进资本市场对公司的认可度。

目前与复星展开的第一个合作是公司预计于年内推出的个人定制品牌,将通过复星投资的一家数据驱动的智能工厂生产。男女装都有,以基本款为主,例如男装西装、衬衫、大衣;女装西装、外套、牛仔裤、衬衫和旗袍。牛仔裤和旗袍的个性化需求很多,个人定制需求空间大。

Q2: 公司有没有想过像日本优衣库、国内凡客诚品一样,做平民消费市场?

A: 公司认为每个行业都有核心竞争力所在,中高端女装的存货周转时间很长,和行业特点有关。

首先是供应链前端的设计环节。目前中高端女装的行业特点是跟随国外四大时装周引领的流行趋势,时装周过后会有研究流行趋势的公司出报告,然后纱线厂会根据报告出最新的纱线、染色,布料厂根据纱线生产流行面料,之后公司再根据流行面料做设计。而快时尚行业特点是,同样跟随四大时装周的流行趋势,但是不用等面料,因为不太追求品质,只需在

市场上找已有类似的纱线和面料。所以快时尚跟流行节奏很快，但品质一般要低一些。快时尚与中高端女装的最大区别就是面料区别，而面料也是行业最大的瓶颈。

其次是备料和上新频率。快时尚的上货节奏非常快，类似 Zara 等，一周上好几个系列；而珂莱蒂尔的上新频率较低，每年两季，每季分 A-F 波段，每个波段分系列，现在基本上确保每个月有一个新系列上线。因此快时尚的供应链反应速度很快，主要因为面料周期很短；而公司做中高端女装品牌，必须有面料库存才能翻单；公司有很多面料需要在订货会之前就要准备，尤其是进口面料。

第三，如果要做快时尚，竞争问题不可避免。必须考虑面对早入行的品牌，积累的规模优势与成本优势和壁垒如何才能打破和超越。还有电子商务发展迅速带来的线上竞争。

基于以上分析，公司认为自身没有这方面的优势，所以未来三五年不会考虑进军快时尚，会先聚焦中高端女装。

Q3: 公司对未来业绩展望。

A: 未来三年，公司有信心将收入增速保持在 20% 以上、净利润增速保持在 30% 以上，主要动力来自品牌影响力提升和规模效应以及商品结构的调整。公司目前与商场的结算方式是扣点法，按照销售额的 25%~26% 左右费率提成，随着公司影响力提升，话语权增强，会降低费率，增加净利润。另外，通过调整商品结构、增加高毛利商品的占比，提高净利润。

Q4: 公司每年新开店 70~80 家，开店上限多少？

A: 公司目前的三个品牌，Koradior 和 Koradior elsewhere 价格段定位是一致的，未来的开店瓶颈估算是 600 家左右；而 La Koradior 是针对社交场合的礼服为主，价格更高，开店数量瓶颈更少约为 100-200 家。因此三个品牌估计 1000~1200 家左右开店数量瓶颈，目前已有 458 家门店。

Q5: 未来开店会集中在购物中心还是百货？

A: 从行业发展阶段来看，购物中心处于成长期，保持两位数增长；其次，在美国或者日本，都是以购物中心为主，占业态 70%~80%；而中国零售市场仍以百货为主，占 70%~80%。因此，购物中心是长期趋势，比重会不断提高。中国的购物中心是近年才发展起来，每年新增数量约为 300-400 家。第一，国内购物中心比较新，培育期较短，处于初级阶段。第二，国内购物中心的经营管理水平较低，人才缺乏。

虽然公司在购物中心策略已经投入较多人力，但在选址上仍比较谨慎。鉴于购物中心的不成熟和租金模式的经营压力较大，公司会合作优质系统。公司合作购物中心占比达 15%，未来会不断提高。

百货近年业绩下滑，男装、金银珠宝、化妆品下滑比较厉害，但是户外、母婴和中高端女装品牌等尚可。公司定价较高，核心顾客对价格敏感度不高，更重视门店试穿和导购等服务体验。

Q6: 作为品牌方，如何判断购物中心的优劣？

A: 主要是看档次，购物中心需要契合中高端业态。第一，地产行业的核心是地段，城市的核心商圈是最好的，这是最主要的。第二，看一楼的化妆品品牌；第三，看同业竞争品牌有无进驻。例如万达，虽然有很多购物中心，但它是城郊定位的购物中心，属于定位于城市周边的人群，其消费实力与公司定位有落差；而久光、正大、八佰伴和新世界等公司有进驻，以及杭州银泰等。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与美国和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。