

品牌服饰困境反转系列之一：李维斯如何两度走出困境，重获新生



核心观点

- **李维斯 (Levi's) 是美国消费文化的标签之一。**公司成立于 1853 年，是全球牛仔裤行业的鼻祖。二战后受益于美国文化潮流的兴起一度成为青年人的象征，代表着反叛和颠覆。公司曾于 1971 年上市，但由于业绩低迷于上市 14 年后私有化退市，2019 年 3 月公司再次上市，代表着这一百年企业进入新的发展阶段。
- 复盘公司自 1971 年首次上市至今两落两起的发展历史，我们深入剖析了公司陷入困境和走出困境的缘由，希望对国内的服品牌服饰公司有所启示。**(1) 第一次困境期 (1971-1985)：**“人口结构+消费结构”双变，公司上市后不久业绩开始下滑。**(2) 第一次困境反转 (1986-1996)：**通过“全球化发力+主品牌升级+新品牌推出”，公司销售恢复高增长。**(3) 第二次困境期 (1997-2010)：**由于主渠道百货不景气、叠加品牌老化和人口代际切换下快时尚品牌的崛起，公司业绩再度下滑。**(4) 第二次困境反转 (2011-2018)：**在新 CEO 的带领下，公司通过多品类扩张、直营强化提升同店和营销创新等方式，在市场整体衰退的前提下，实现第二次业绩复苏。
- 通过聚焦公司第二次困境反转期，我们试图探寻其困境反转前的一些先行财务指标，为类似消费类公司的投资提供一定参考。**我们认为 (1) 应收和应付账款周转率的差额是一个重要的先行指标。**2011-2014 年，应收转款周转率持续上升，而应付账款周转率不断下降，表明公司对于渠道上下游的掌控能力开始增强。当 2014 年应收账款周转率超越应付账款周转率时，对应的正是公司业绩爆发的起点。**(2) 经营活动现金流/净利润之比是一个较好的辅助指标。**从 2012 年开始，公司经营活动现金流/净利润比值开始进入相对稳定优良的水平，特别是从 16 年开始持续上升，随之而来的收入和毛利率的快速上升。我们认为，该指标是预判公司向好的辅助信号之一。
- **李维斯两度走出困境的历史对国内品牌主要有以下几点启示：**(1) 单一品类的时尚潮流变动与当地市场的消费人口结构、核心客群的偏好密切相关。(2) 容量足够大的子行业更容易诞生大企业，并给予这部分头部企业经营困境反转的机会与腾挪空间也会更多。(3) 品牌转型需要抓准时机，坚决果断，更要充分了解目标群体消费偏好，有的放矢。(4) 消费品牌持续做大做强的主流途径是全球化、多品牌和多品类的扩张，而抵御经济下行、行业变化、品牌老化等冲击的核心还是产品力、零售运营能力和营销创新等综合能力的提升。

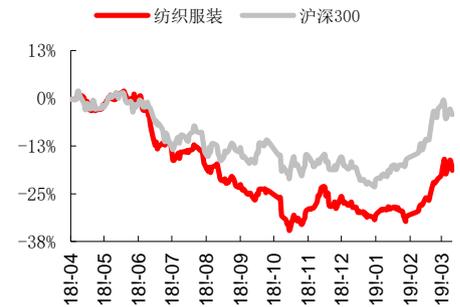
投资建议与投资标的

- 对照李维斯，其实国内品牌服饰行业也有不少困境反转的案例，而且伴随困境反转诞生了不少超级牛股：比如安踏、李宁、波司登等。从行业来看，我们认为体育户外、大众休闲、家纺等市场空间大、更容易诞生多品牌多品类的本土服饰集团，落实到投资标的，中长期看好安踏体育(2020，中性)、李宁(2331，买入)、森马服饰(002563，买入)、海澜之家(600398，买入)，建议关注波司登(3998，未评级)。围绕困境反转之一主题，在 A 股品牌服饰上市公司中，建议关注探路者(300005，未评级)、美邦服饰(002269，未评级)和梦洁股份(002397，未评级)等。

风险提示：经济减速背景下国内品牌服饰零售终端持续低迷的风险、单一品类拓展低于预期的风险、人口代际切换带来的时尚潮流变迁风险等。

| | |
|--------|------------------|
| 行业评级 | 看好 中性 看淡 (维持) |
| 国家/地区 | 中国/A 股 |
| 行业 | 纺织服装 |
| 报告发布日期 | 2019 年 04 月 21 日 |

行业表现



资料来源：WIND

| | |
|-------|---|
| 证券分析师 | 施红梅 |
| | 021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001 |
| 赵越峰 | 021-63325888*7507 |
| | zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001 |

| | |
|-----|--|
| 联系人 | 张维益 |
| | 021-63325888-7535 zhangweiyi@orientsec.com.cn |

相关报告

| | |
|----------------------------------|------------|
| 现金分红比例提升，低估值和基本面环比改善预期下龙头吸引力逐步增强 | 2019-04-15 |
| 3 月部分品牌销售增速回升，板块二季度表现将好于一季度 | 2019-04-08 |
| 本土化妆品龙头延续快速增长，纺服行业有望逐季改善 | 2019-04-01 |

目 录

| | |
|---|----|
| 引言 | 4 |
| 李维斯：美国消费文化的标签之一 | 4 |
| 回眸：公司两度走出经营困境的发展历史 | 6 |
| 第一次困境期（1971-1985）：“人口结构+消费结构”双变 经营出现下滑 | 6 |
| 第一次困境反转（1986-1996）：全球化发力+主品牌升级+新品牌推出 销售恢复高增长 ... | 9 |
| 第二次困境期（1997-2010）：主渠道不景气+品牌老化+人口代际切换 业绩再度下滑 | 11 |
| 第二次困境反转（2011-2018）：品类扩张+直营强化+营销创新 再次走出困境 | 13 |
| 探寻：公司困境反转前的财务信号 | 17 |
| 1、应收和应付账款周转率的差额是一个重要的先行指标 | 18 |
| 2、经营活动现金流/净利润比值是一个较好的辅助指标 | 19 |
| 启示及投资建议 | 20 |
| 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：公司产品分品牌展示 | 4 |
| 图 2：公司 2018 年营业收入拆分 | 5 |
| 图 3：1954 年梦露主演电影《大江东去》剧照 | 5 |
| 图 4：1969 年伍德斯托克音乐节现场 | 5 |
| 图 5：美国 GDP 各项占比变化（1946–1970） | 5 |
| 图 6：公司营业收入对比（1946–1970，百万美元） | 6 |
| 图 7：公司每股收益对比（1966–1970，美元） | 6 |
| 图 8：公司营业收入对比（1946–1984，百万美元） | 7 |
| 图 9：公司净利润对比（1980–1984，百万美元） | 7 |
| 图 10：美国人口出生率（1909–2009） | 7 |
| 图 11：公司股价变化（1971–1985，美元） | 9 |
| 图 12：公司海外收入比例变化（1984–1992） | 10 |
| 图 13：1990 年代经典 501 牛仔裤零售价格对比（美元） | 10 |
| 图 14：公司营业收入及其增速变化（1999–2010，百万美元） | 11 |
| 图 15：公司净利率变化（1999–2010） | 11 |
| 图 16：2004 年公司北美地区收入按渠道拆分 | 12 |
| 图 17：美国百货渠道零售额（2004–2010，十亿美元） | 12 |
| 图 18：主要快时尚品牌营业收入变化（1999–2010，百万美元） | 12 |
| 图 19：美国牛仔裤销售额（2004–2011，十亿美元） | 13 |
| 图 20：公司营业收入及其增速变化（2011–2018，百万美元） | 14 |
| 图 21：公司净利率变化（2011–2018） | 14 |
| 图 22：美国牛仔裤销售额（2011–2018，十亿美元） | 14 |
| 图 23：美国百货渠道零售额（2011–2018，十亿美元） | 14 |
| 图 24：公司直营同店销售额变化（2007–2018，百万美元） | 15 |
| 图 25：公司裤子类产品销售比例（2011–2018） | 16 |
| 图 26：公司男性产品销售比例（2011–2018） | 16 |
| 图 27：Levi's Stadium 图片展示 | 17 |
| 图 28：Live in Levi's 中国区活动海报 | 17 |
| 图 29：公司营收同比增速（1999–2018） | 17 |
| 图 30：公司毛利率变化（1999–2018） | 18 |
| 图 31：公司应收和应付账款周转率变化（2000–2018） | 18 |
| 图 32：公司经营活动现金流/净利润变化（2003–2017） | 19 |
| | |
| 表 1：公司直营门店概况（2007–2018，同店收入单位为百万美元） | 15 |

引言

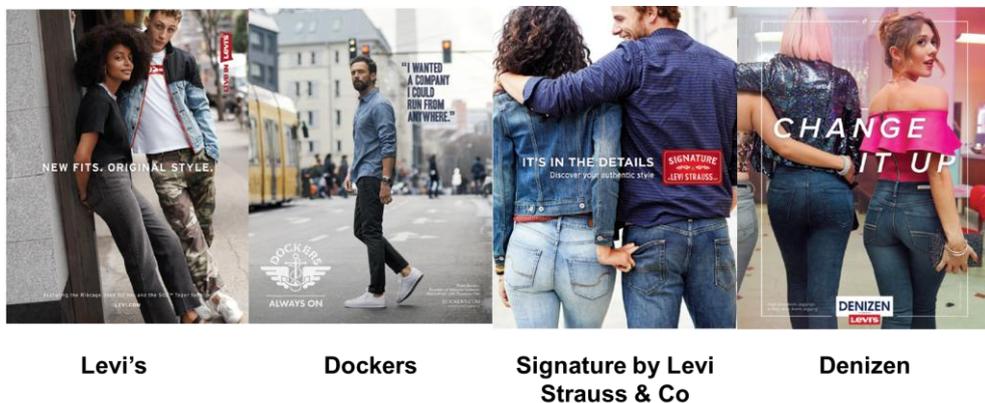
近几十年来，全球时尚消费行业老树发新芽的案例层出不穷：海外有诸如 Coach、Gucci、Levis、Lululemon 等品牌的重新崛起，国内品牌服饰行业也诞生过体育运动、大众休闲等领域头部品牌的困境反转，我们认为曾经的老品牌经历的衰退、调整与之后的复苏，对于我们当前不少正处于调整期、聚焦主业后需要寻找经营突破口的本土品牌企业而言具有良好的借鉴意义。

李维斯：美国消费文化的标签之一

李维斯 (LEVI STRAUSS & CO) 是世界领先的服装公司之一，也是全球牛仔裤行业的鼻祖。公司成立于 1853 年，创始人李维·斯特劳斯利用制作帐幕的粗糙帆布为采矿工人制作了世界上第一条 Levi's 牛仔裤，因为其耐用性迅速获得了采矿工人的欢迎。公司于 1971 年第一次上市，是当时美国历史上规模最大的 IPO 之一，1985 年由于业绩和股价的持续低迷，公司花费 17 亿美元私有化退市。2011 年后，新 CEO Chip Bergh 对公司进行深度改革，效果明显，业绩触底反弹。2019 年 3 月公司在纳斯达克第二次上市，标志着这一百年企业进入了全新的发展阶段。

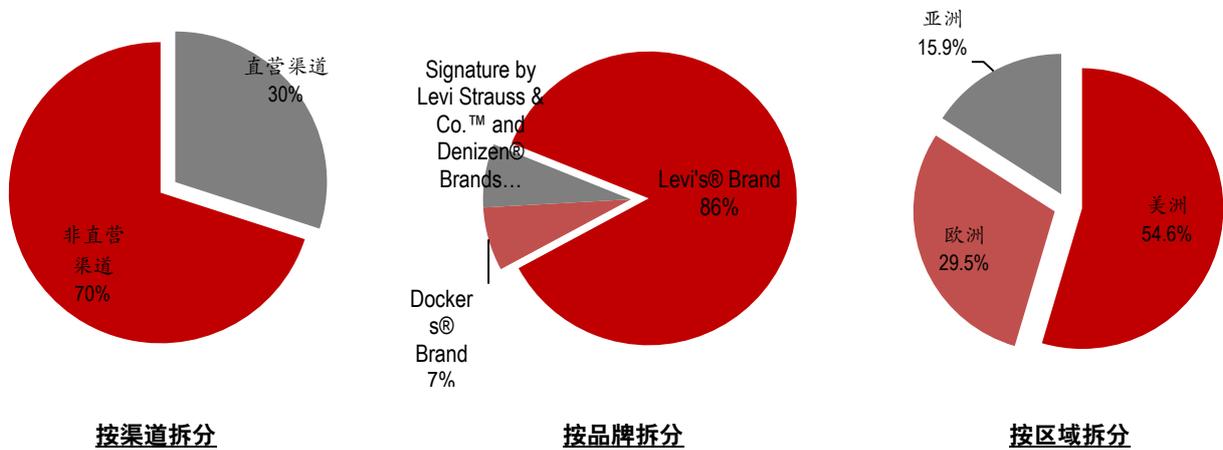
2018 年，公司实现营业收入为 55.8 亿美元，同比增长 13.7%，实现近 20 年最快增速，净利润为 2.83 亿美元，同比增长 0.62%。2019 年至今公司延续了快速增长的趋势，2019Q1 营业收入为 14.3 亿美元，同比增长 7%，净利润大幅上升至 1.47 亿美元（去年同期净亏损 1,900 万美元）。**从销售收入的渠道构成看，公司目前以批发销售为主，直营收入为辅**，2018 年，公司非直营渠道（包括百货商场、加盟店、专业零售商和第三方电商等）占比约为 70%，直营渠道（包括直营店和自有电商）占比约为 30%。**从销售收入的品牌构成看**，2018 年，主品牌 Levi's® Brand 占比达 86%，Dockers® Brand 和 Signature by Levi Strauss & Co.™ and Denizen® Brands 各占 7%，其中 Dockers 品牌成立于 1986 年，主打男性商务休闲着装风格，Signature by Levi Strauss & Co.™ and Denizen® Brands 专注于中低端市场，主要通过沃尔玛、Kmart 等超市卖场渠道销售。**从销售收入的区域构成来看**，美洲地区销售占比最高，达 54.6%，欧洲和亚洲地区分别占 29.5%和 15.9%。

图 1：公司产品分品牌展示



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 2：公司 2018 年营业收入拆分



数据来源：公司年报，东方证券研究所

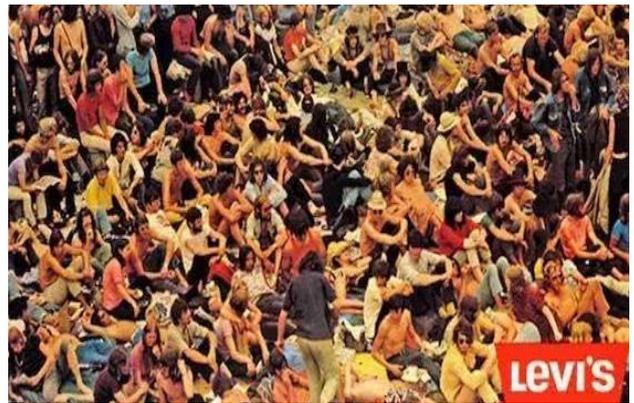
从历史上看，公司的牛仔裤产品是美国消费文化的重要标签之一，历久弥新。二战后，西部电影的流行让西部服饰成为了热门，牛仔裤作为重要的组成部分在全美开始流行。其后的美国青年文化运动中，“垮掉的一代”们更是将牛仔裤视为一种物化的青年精神，代表反叛和颠覆。此外，随着摇滚乐的流行和嬉皮士运动的崛起，牛仔裤大行其道，牢牢地占据了大众的时尚阵地，公司的产品一度成为年轻的象征。1960 年代美国总统尼克松访问俄罗斯时，穿的也是公司的 501 系列产品，影响力可见一斑。

图 3：1954 年梦露主演电影《大江东去》剧照



数据来源：网络图片，东方证券研究所

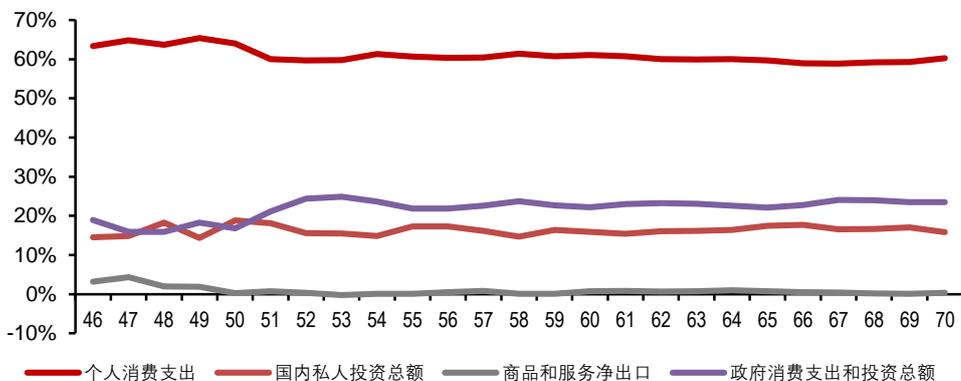
图 4：1969 年伍德斯托克音乐节现场



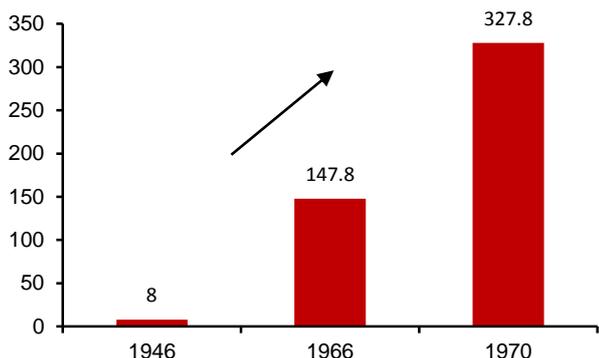
数据来源：公司官网，东方证券研究所

二战后个人消费成为美国经济的主要驱动力，叠加美国文化潮流和婴儿潮等影响，1960 年代公司业绩上涨迅猛。根据美国经济分析局的数据，1946 年后，个人消费支出对美国 GDP 的贡献始终处于高位，维持在 60% 左右。在此期间公司业务高速发展，并且在 1960 年代提速，据统计，1966 年到 1970 年，公司营业收入从 1.48 亿美元上升至 3.28 亿美元，年复合增速达 22%，高于 1946-1966 年的复合增速 15.7%。每股收益（可比）也从 1966 年的 0.81 美元上升至 1.92 美元，年复合增速为 24.1%，高于同期收入增速，代表公司的盈利能力不断改善。

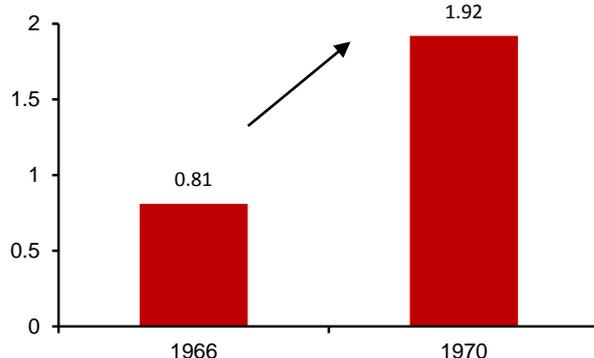
图 5：美国 GDP 各项占比变化（1946-1970）



数据来源：美国经济分析局，东方证券研究所

图 6：公司营业收入对比（1946-1970，百万美元）


数据来源：纽约时报，东方证券研究所

图 7：公司每股收益对比（1966-1970，美元）


数据来源：纽约时报，东方证券研究所

回眸：公司两度走出经营困境的发展历史

1971 年公司第一次成功上市，是公司发展历史上的里程碑事件。因此我们以 1971 年为起点，将公司的近代史划分为四个阶段，分别为 1971-1985 年、1986-1996 年、1997-2010 年和 2011-2018 年。聚焦“困境反转”这一主线，我们详细探讨公司陷入困境和走出困境的缘由，希望对国内的服品牌服饰公司有所启示。

第一次困境期（1971-1985）：“人口结构+消费结构”双变 经营出现下滑

受益于 1960 年代公司业绩的快速增长，1971 年公司成功上市，是当时美国有史以来规模最大的 IPO 之一，上市当天公司的股票受到投资者追捧，收盘价约为 59 美元，涨幅高达 25.5%。但是 1980 年后公司经营逐步陷入困境，业绩持续下滑，最终在 1985 年，Hass 家族花费 17 亿美元将公司私有化并退市。为了对这段困境期有更加深入的了解，我们划分出三个不同的时期做详细阐述，分别为 1971-1979 年，1980-1984 年和 1985 年。

1971-1979 年：外延并购带来粗放增长 管理和治理不足引发危机

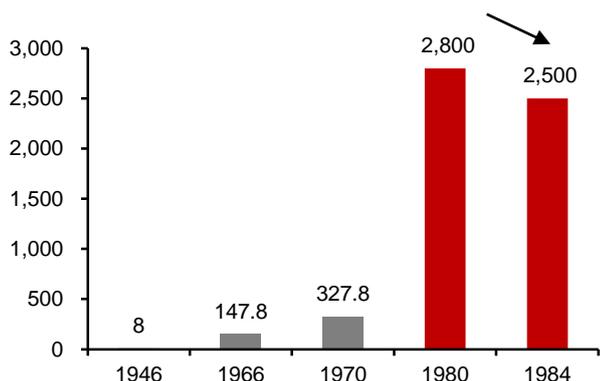
1971 年上市后通过大量外延并购，公司业绩实现爆发性增长。1980 年，公司的营业收入为 28 亿美元，是 1970 年的 8.5 倍。收入的快速增长主要源自于公司积极的并购行为，1979 年公司对 Koracorp 服装企业的收购就是一个典型的例子，该企业 1978 年的收入高达 1.85 亿美元，利润为 780 万美元。

外延并购带来收入的快速增长看似靓丽，但缺乏有效的整合给未来的可持续发展带来了隐患。1973 年公司爆发了史上最严重的库存危机。由于管理上的松散和疏忽，欧洲分公司被查出大量的库存积压，积压的产品大多库龄较长并且难以再次销售。最终，公司付出了 1,200 万美元对库存进行清理，导致了自大萧条以来的第一次季度利润亏损，股价大幅下跌。此外，公司内部的治理和合规也接连出现问题，对日常经营和股价都造成了负面的影响，比如（1）海外方面：1975 年，海外分公司被发现存在行贿行为。（2）国内方面：1976 年，美国联邦贸易委员会指控公司对零售商进行价格限制（即禁止零售商打折销售公司产品），随后几年，公司频繁收到来自于美国各州的诉讼官司。以上这些管理和治理上的深层次问题引发了公司经营的下滑。

1980-1984 年：社会消费结构转变+目标客群下降，公司收入和利润双降

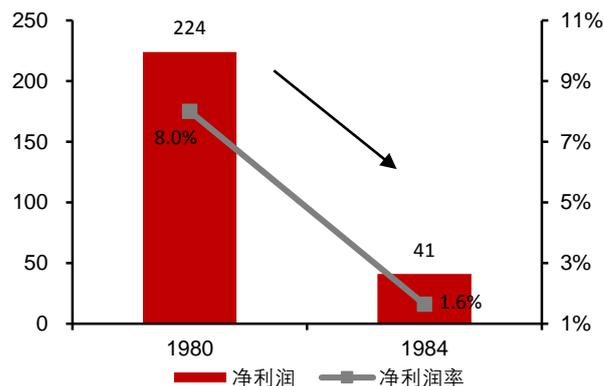
1980 年后公司业绩开始下滑。1984 年，公司营业收入约为 25 亿美元，相比 1980 年下滑 10.7%，净利润更是下滑了 82%，净利润率从 1980 年的 8% 回落至 1984 年的 1.6%。在此期间，公司采取全面收缩策略，关闭了 14 座国内工厂和 8 座海外工厂，并大幅削减广告费用，但是依然无法阻止业绩的下滑趋势。

图 8：公司营业收入对比（1946-1984，百万美元）



数据来源：纽约时报，东方证券研究所

图 9：公司净利润对比（1980-1984，百万美元）



数据来源：纽约时报，东方证券研究所

我们认为，人口结构变化导致目标消费群体下降是业绩下滑的主要原因。

（1）1964 年婴儿潮的结束大大减少了公司新增潜在消费者的数量。1946 至 1964 年，是美国历史上著名的婴儿潮时期，共有 7,590 多万婴儿出生。但是从 1965 年起，出生率跌破 20，并在之后年份快速下滑，这批婴儿到 1980 年代正好成年，成为公司的主力消费群体，由此可得，1980 年起公司新增的目标消费人群开始下滑。

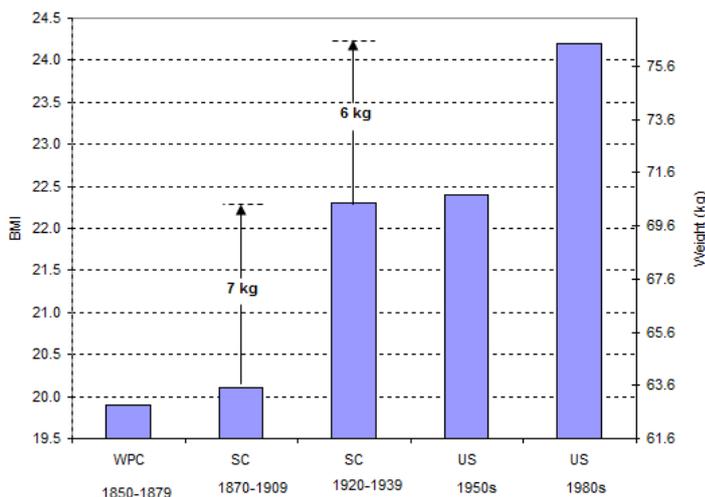
图 10：美国人口出生率（1909-2009）



数据来源：Wikipedia，东方证券研究所，注：标红为婴儿潮时期

(2) 存量消费者由于年龄老化，身材变化等原因，购买欲望降低，也减少了公司目标客群的总量。 1980年起，原有的目标消费群体开始老化，导致牛仔裤消费频率下降，公司也曾尝试推出非牛仔业务进行多元化经营，但最终失败。另外一方面，由于物质条件的改善，美国社会肥胖率攀升，成年男性的腰围不断增大使得原先的牛仔裤不再合身，根据统计，1980年代美国18岁男性的体重超过75公斤，相较于1950年代重了接近6公斤，但是公司的产品在此期间却没有及时做针对性的改变。

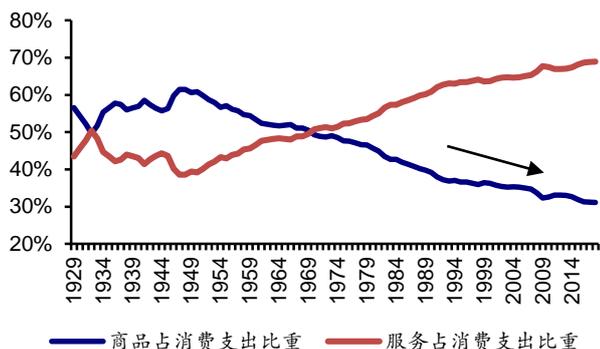
图 11：美国 18 岁男性 BMI 和体重演变（1850—1980s）



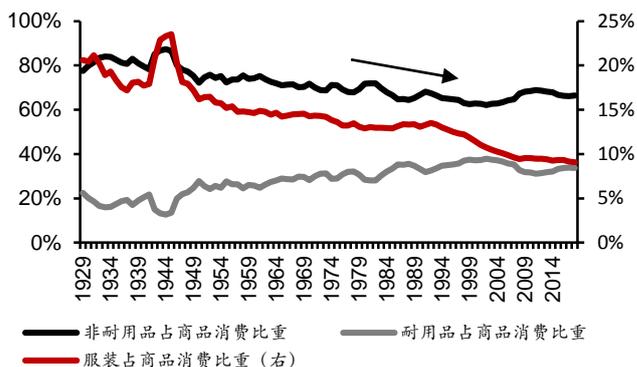
数据来源：《The evolution of BMI values of US adults: 1882—1986》，东方证券研究所，注：各期样本略有不同

此外，当时美国社会整体的消费结构也正在发生重要的改变——服务消费逐步取代商品消费，非耐用品消费取代耐用品消费的趋势明显，这也在一定程度上也影响了服饰消费的景气度。从个人消费支出结构来看，1970年起，服务消费占比首次超过商品消费占比，1980年商品消费占比仅为45.7%，之后差距进一步拉大。进一步细分商品消费支出来看，非耐用品消费占比不断下滑，耐用品消费占

比上升，其中服装消费下滑趋势明显，从1950年的16.2%下滑至1980年的12.9%。消费结构的变化导致美国服装行业整体景气度下降。

图 12：美国商品和服务占消费支出比重（1929–2018）


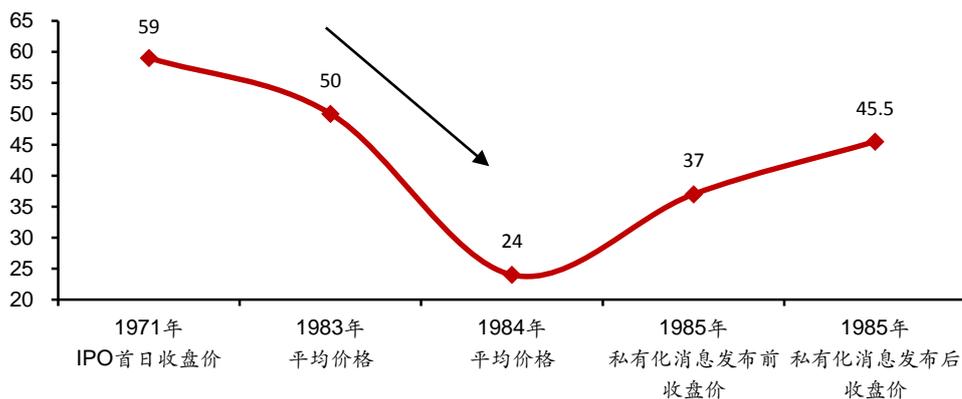
数据来源：美国经济分析局，东方证券研究所

图 13：美国商品消费支出拆分（1929–2018）


数据来源：美国经济分析局，东方证券研究所

1985 年：公司无奈私有化退市 同时背负巨额债务

公司在上市 14 年后，由于业绩和股价持续低迷，1985 年，Haas 家族以 17 亿美元的杠杆收购价格将公司私有化，希望管理层能够更加专注于公司的长期发展目标。在消息发布当日，市场反响热烈，股价即从 37 美元上涨至 45.5 美元，涨幅高达 23%，私有化虽然成功实施，但公司却由此背负了巨额债务。

图 11：公司股价变化（1971–1985，美元）


数据来源：纽约时报，东方证券研究所

第一次困境反转（1986-1996）：全球化发力+主品牌升级+新品牌推出 销售恢复高增长

1985 年公司私有化退市后，消费市场的宏观环境并没有明显改善，美国本土的人口出生率与服装消费支出占比仍然继续下滑。但是在此期间，公司却依靠自身积极的调整和变革使得业绩触底反弹，

并于 1996 年达到收入顶点 71 亿美元，复盘公司历史，我们认为公司实现第一次困境反转主要有以下三点原因：

1. 海外重新发力，全球化扩张加快

全球化是所有品牌服饰企业发展壮大的必经之路。在第一次陷入困境期的时候，公司业务已经在海外布局，但做得并不是很好。考虑到美国本土市场的消费现实，公司从战略上更加重视海外市场。从 1986 年起，公司转变了对海外市场的经营思路，整理了过去混乱的产品线，转而把销售和营销的资源聚焦在主打产品经典 501 牛仔裤上。此举效果明显，公司海外收入迅速上升，1984 到 1992 年，公司海外收入占比从 23% 飙升至 40%，并在当年贡献了超过 50% 的利润。1992 年后，公司在海外的扩张步伐不断加快，相继进入了西欧、印度等市场，进一步扩大了销量。全球化扩张的持续加快成为公司实现第一次困境反转的重要动力之一。

2. “渠道+营销”双线并进 主品牌顺利升级

公司之前的产品销售更多集中在低端渠道，比如在美国国内市场，公司的产品大多在低端百货如 J.C Penney 和 Sears 销售，这在一定程度上限制了公司产品的定位和售价。进入 1990 年代以后，公司将品牌提升作为一项重要的任务，配合 1992 年 2.3 亿的巨额广告投入，越来越多的产品进入到 Macy 百货或公司自营旗舰店等中高端渠道销售。海外市场方面，公司的产品也相继进入了日本和欧洲的中高端渠道销售（如流行女装店）。品牌形象得到提升的同时产品售价也更高，以经典 501 牛仔裤为例，在 J.C Penney 售价为 29.99 美元，Macy 百货售价为 42 美元，旗舰店售价为 47 美元，欧洲市场均价更高达 80 美元。随着销售渠道的升级，产品均价不断上升，公司的利润从 1990 年的 2.5 亿美元上升至 1995 年的 7 亿美元，年复合增长率达 22.9%。

图 12：公司海外收入比例变化（1984-1992）

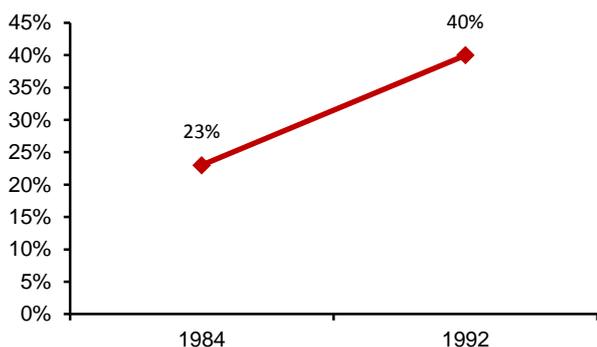
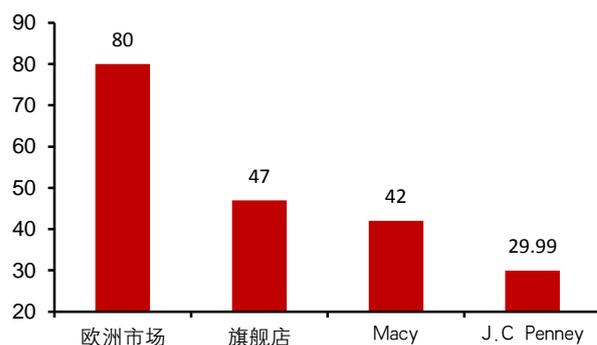


图 13：1990 年代经典 501 牛仔裤零售价格对比（美元）



数据来源：新闻报道整理，东方证券研究所

数据来源：新闻报道整理，东方证券研究所

3. 顺应潮流推出新品牌 Dockers，引爆新的业务增长点

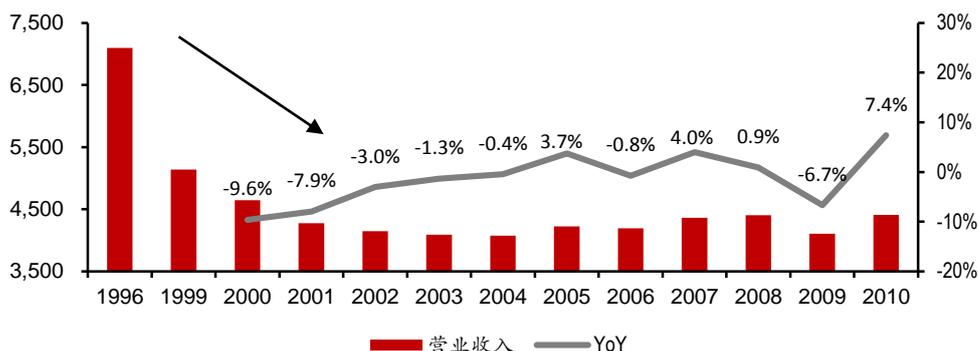
伴随美国本土消费结构和人口结构的变化，服饰消费的潮流也在发生明显的变化。在 1990 年代，公司已经感知到了美国社会商务休闲穿着风潮的流行和便装日（Casual Friday）的兴起，因此顺应潮流推出了 Dockers 品牌，主打拳头产品卡其裤，重新定义了商务休闲这一新品类，产品定位介于正装和休闲之间，此外，Dockers 品牌的产品设计考虑到了美国男性人群体重上升的因素，推出用棉花作为材质的裤子吸引这批本将流失的客户。1994 年，Dockers 品牌销售额突破 10 亿美元，美国本土销售占比达 30%。

从全球服装巨头的成长历史看，多品牌扩张也是必要的策略之一，Dockers 品牌的推出和成功是助力公司走出第一次困境的重要动力之一。

第二次困境期（1997-2010）：主渠道不景气+品牌老化+人口代际切换 业绩再度下滑

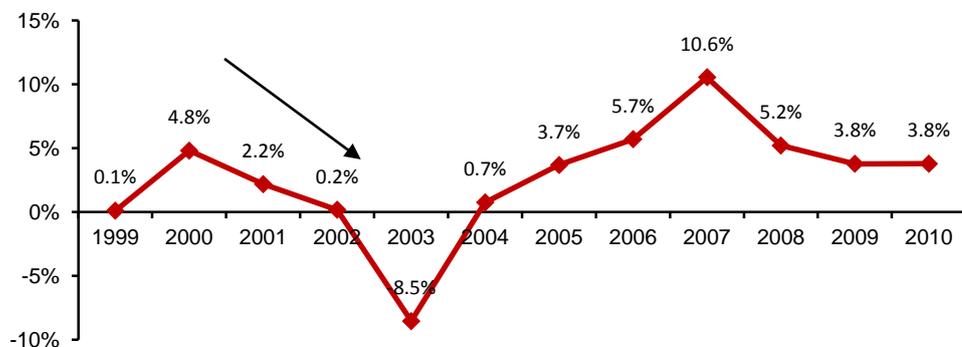
1997 年后公司的收入利润再次迅速下滑。2010 年，公司营业收入为 44.1 亿美元，相对于 1996 年 71 亿美元的高点下滑了 37.9%，经营业绩更是出现亏损，2013 年公司净利润率为-8.5%，创历史新低。公司只能通过不断削减成本费用被动应对。仅在 1997-1999 年，公司在全球范围内就关闭了将近 30 家工厂，削减了超过 16,000 个工作，并在此后不断把美国本土的生产基地向国外转移。截至 2004 年，超过 90% 的公司产品在海外生产，虽然生产成本能够降低一半以上，但是消费者反馈公司产品质量也有了明显下降。

图 14：公司营业收入及其增速变化（1999-2010，百万美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 15：公司净利率变化（1999-2010）

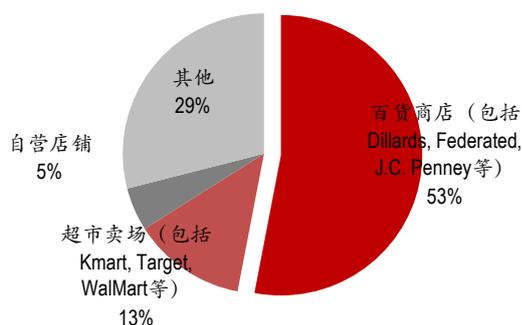


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

我们认为，公司第二次陷入经营困境主要有以下原因：

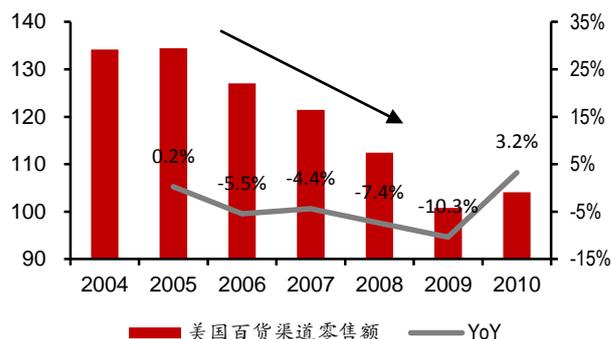
(1) 主渠道百货景气度下降是业绩下滑的首要原因。从公司的销售结构来看，2004年，公司百货商店渠道（包括 Dillards, Federated, J.C. Penney 等）在北美的销售占比高达 53%。据统计，美国百货市场零售额自 2005 年后持续萎缩，2009 年到达最低点 1,008.1 亿美元，相比 2005 年下滑了将近 1/4，作为公司产品主要销售渠道的中低端百货的下滑则更为迅速，严重影响了公司业绩。

图 16：2004 年公司北美地区收入按渠道拆分



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 17：美国百货渠道零售额（2004-2010，十亿美元）

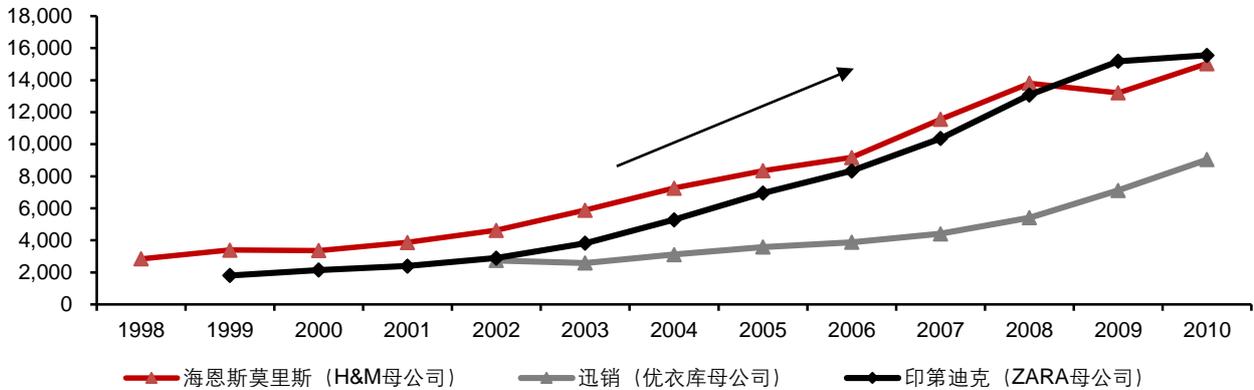


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

(2) 品牌陷入老化，对年轻人吸引力降低也是重要因素。根据品牌顾问公司 BrandIndex 的调查结果，在当时的美国，公司产品对 18-34 岁消费者的吸引力在下降，而 50 岁以上消费者成为了最大购买人群。2004 年，公司时任 CEO Marineau 曾指出：“李维斯过去是摇滚世代的专属牛仔裤，但现在肯定没有成为嘻哈世代的专属牛仔裤。”此外，公司推出的廉价产品系列又拉低了品牌形象。2003 年，公司上市廉价系列 Levi's Strauss Signature，并选择在沃尔玛、Kmart 等超市卖场中销售，价格为 20-30 美元，低廉的价格虽然刺激了销量的增长，但是却拉低了品牌整体形象，2003 年的净利润也创下了历史新低，为 -8.5%。2010 年，公司推出的廉价品牌 dENiZen（单宁镇）在亚洲地区也遭遇了失败，不敌快时尚品牌的竞争，最终在 2012 年退出亚洲市场。

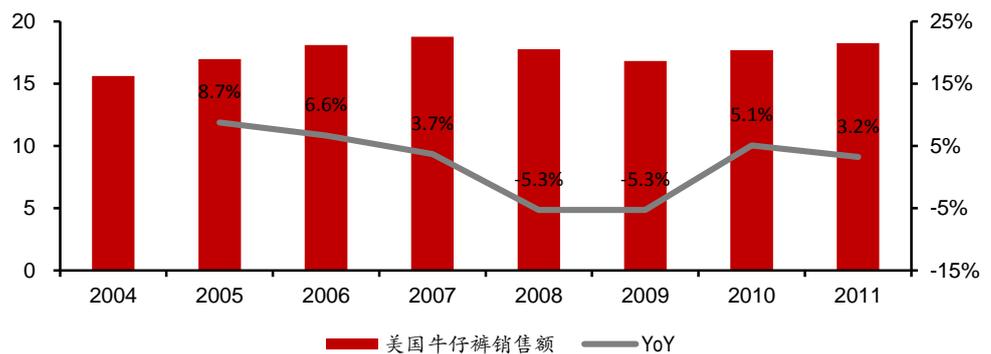
(3) 人口代际切换的大背景下，快时尚品牌的崛起大幅分流了公司的目标市场。2000 年开始，伴随人口的代际切换带来的服饰消费潮流变化，更新更快、潮流度更高的快时尚品牌大量崛起并迅速成长壮大，比如 ZARA、H&M 和优衣库等巨头席卷全球，进一步抢夺了公司的市场份额。2002-2010 年，上述三大快时尚品牌的年均收入增速（母公司口径）分别为 15.9%、16%和 23.4%。而同时期牛仔裤市场整体销售增速则较为缓慢，据统计，2004 年到 2011 年，美国牛仔裤销售额从 156 亿美元增长至 182 亿美元，年复合增速为 2.3%，在存量博弈的竞争中，快时尚品牌由于其紧跟市场潮流，价位适中的特点，迅速抢占了公司的市场份额。在此阶段中，公司并没有拿出有效的应对手段，只能频繁的起诉竞争对手抄袭自己的产品设计，《纽约时报》在 2007 年曾把 Levi's 称为“诉讼领袖”。

图 18：主要快时尚品牌营业收入变化（1999-2010，百万美元）



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 19: 美国牛仔裤销售额 (2004-2011, 十亿美元)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

第二次困境反转 (2011-2018)：品类扩张+直营强化+营销创新 再次走出困境

2011年，公司的董事会邀请在宝洁公司工作了28年的 Chip Bergh 出任 CEO，试图扭转下滑的颓势。Chip Bergh 曾担任宝洁公司(P&G)全球男士美容产品的集团总裁，其在品牌创建、推广和发展方面，拥有出色的能力。伴随新任 CEO 大刀阔斧的改革，公司在整体市场衰退的背景下迎来业绩反转。公司的营业收入经过四年的调整后触底反弹，2018年收入增速创历史新高，达到13.7%，值得一提的是，在收入复苏的情况下，公司的净利率水平也保持稳定上升，2015年后始终维持在5%以上。在此期间，美国整体牛仔裤市场却迎来了衰退，据统计，美国牛仔裤销售额从2012年的187亿美元回落至2018年的167亿美元，年均复合增速仅为-1.9%。

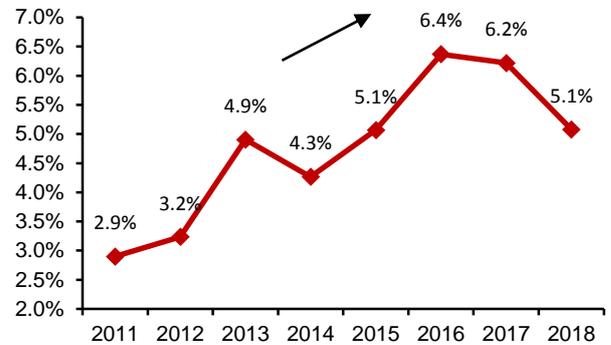
2019年3月21日，公司在纽交所第二次挂牌上市。首次公开发行定价为17美元，上市首日，股价高开30%，收盘涨30%以上，报22.41美元，市值达到86.39亿美元。

图 20：公司营业收入及其增速变化（2011–2018，百万美元）



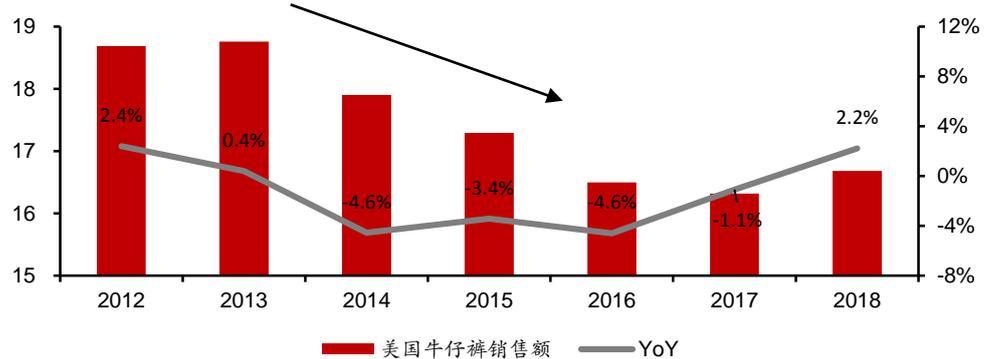
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 21：公司净利率变化（2011–2018）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 22：美国牛仔裤销售额（2011–2018，十亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

我们认为，以下三个举措是公司能够第二次走出困境的关键因素：

1. 强化直营+管理优化，提升运营效率

2011年后美国本土百货渠道仍然持续不景气，据统计，百货渠道零售额从2011年的1,041亿美元下降至2018年的762亿美元，年均复合增长为-4.6%。

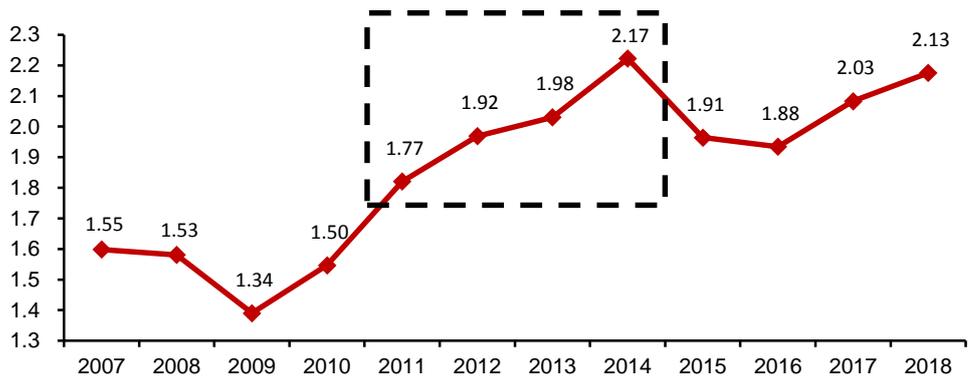
图 23：美国百货渠道零售额（2011–2018，十亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

在主渠道本身较为低迷的背景下，公司通过改善强化直营管理，提升同店销售额来谋求增长。2011 年到 2014 年，公司主动放缓了开店速度，当年净新增门店数量为 28、13、18 和 36 家，显著低于前几年每年净 50 家以上的开店速度，同时通过对终端一系列的调整提升购物体验，例如统一陈列，调整产品组合和开店位置，提供增值服务（允许客户添加补丁、别针、链式刺绣贴片、T 恤印刷等手段迎合千禧一代消费者）等，直营同店收入由此显著提升，从 2011 年的 177 万美元提升至 2014 年的 217 万美元，年复合增速达 7%。直营同店销售的提升一方面能给加盟商起到示范作用，吸引更多的优质加盟商代理公司产品，另一方面，也为日后门店的快速扩张打下坚实基础，2015-2018 年，公司净开店数重新恢复高位，分别为 91、41、53 和 74，但是公司的同店收入却未显著下降，相反 2016 年后再次反弹，保证了门店扩展时期公司收入和盈利的可持续高速增长。此外，直营销对收入的贡献也不断提升，2011-2018 年，公司直营门店销售额占比（包括少量自营电商收入）从 2011 年的 18% 上升至 2018 年的 30%。

图 24：公司直营同店销售额变化（2007-2018，百万美元）



数据来源：公司年报，东方证券研究所。同店收入=直营销额/(年初门店数+年末门店数)*2

表 1：公司直营门店概况（2007-2018，同店收入单位为百万美元）

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 门店数量 | 200 | 260 | 414 | 470 | 498 | 511 | 529 | 565 | 656 | 697 | 750 | 824 |

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|------|------|------|
| 净新增门店 | 62 | 60 | 154 | 56 | 28 | 13 | 18 | 36 | 91 | 41 | 53 | 74 |
| 占销售额比重 | 6% | 8% | 11% | 15% | 18% | 21% | 22% | 25% | 26% | 28% | 30% | 30% |
| 同店收入 | 1.55 | 1.53 | 1.34 | 1.50 | 1.77 | 1.92 | 1.98 | 2.17 | 1.91 | 1.88 | 2.03 | 2.13 |

数据来源：公司年报，东方证券研究所。注：同店收入包含少部分电商收入

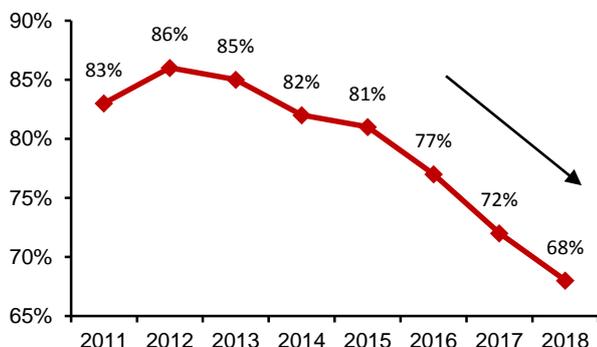
在强化直营管理提升销售的同时，公司通过精简业务削减成本费用。2012年，公司果断砍掉了持续亏损的 dENiZen（单宁镇）在亚洲的业务，中国大陆曾是该品牌的目标市场，但是由于该品牌从设计到陈列都不敌同等价位的快时尚品牌，公司决定止损并将该品牌转入美国的中低端市场。2014年3月，公司开展了“全球生产力改善项目”（Global Productivity Initiative），在不影响零售和制造业务的前提下，公司最终砍掉了300多个冗余的岗位，并将财务、人力、客服、公关等500多个工作岗位外包，提高了公司整体的运营效率并降低了成本和费用。

2. 扩张新品类，发力女装和上衣业务

公司过去对传统男性裤类产品的依赖程度非常高，新CEO上任后，更加重视多品类的扩张。公司通过研发助力女装和上衣业务的拓展，以寻求覆盖更多的消费人群。公司以前对研发重视程度相对较低，原研发中心位于土耳其的一座工厂旁，距离公司总部飞行时间约12小时，过去在做产品研发时，甚至需花费大量的时间邮寄样品。2013年，公司新创立的旧金山 Eureka 研发中心距离总部仅四个街区，反应速度得到大幅度提升。目前实验室内有约30位设计人员，每周可推出约30款样品，截至2018年，实验室已研发出了多款热销产品，例如专供男性自行车骑手穿的牛仔裤、可直接穿去健身房的女性牛仔裤、四向弹力面料（four-way stretch fabric）女式牛仔裤等。

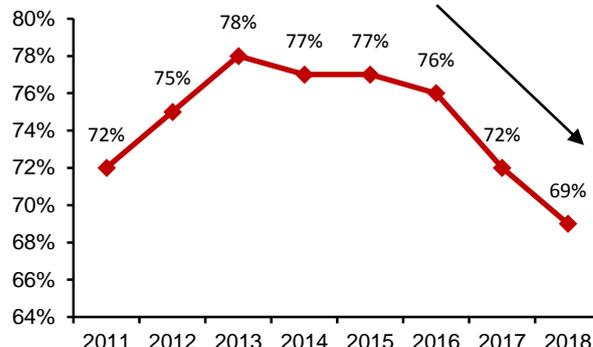
策略上的重视和研发的创新在新品类的销售上得到了正反馈。从2011年开始，裤子类产品销售比例从2012年的最高点86%下降至2018年的68%，男性产品的销售比例从2013年的最高点78%下降至2018年的69%，证明了李维斯在卖牛仔裤之外的业务复制能力。目前印有LEVI logo的T恤衫是其主要的增长来源，未来公司还将在运动衫（fleece）、牛仔外套（trucker jackets）等其他品类加大投入力度。此外，从消费频次来看，相比公司传统产品，上衣类和女性产品属于高频消费品类，这将进一步拉动公司整体收入的增长。

图 25：公司裤子类产品销售比例（2011-2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 26：公司男性产品销售比例（2011-2018）

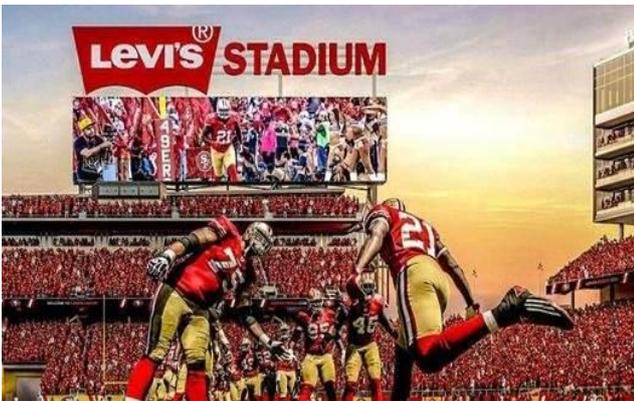


数据来源：公司年报，东方证券研究所

3. 营销创新 重新赢得年轻人

除了强化直营、通过研发创新积极拓展新品类，公司从 2011 年开始在营销方面也是不断创新，以重新获得年轻人的青睐。2013 年，公司花费了 2.2 亿美元买下了旧金山 49 人队新体育场的冠名权，将其更名为 Levi's Stadium，该体育馆是 2016 年超级碗的举办地，公司希望此举能加强与年轻体育迷的联系。同年，公司与供应商 Weiden+Kennedy 解约，重新找回了曾在 1930 年至 1998 年时期合作的 FCB 广告公司，2014 年推出新广告主题“Live in Levi's”，替换旧主题“Go Forth”，并同年推出“Live in Levi's”全球性活动唤醒消费者品牌记忆，活动核心是鼓励消费者分享有关身穿李维斯品牌的故事，通过上传视频等各种形式，激发更多消费者的购买欲望。该活动除了动用电视广告、影院广告、平面、线上、户外以及移动广告等传统方式以外，还积极在 Twitter 和 Facebook 等社交媒体上进行推广，以赢得更多年轻人的青睐。

图 27: Levi's Stadium 图片展示



数据来源：网络图片，东方证券研究所

图 28: Live in Levi's 中国区活动海报



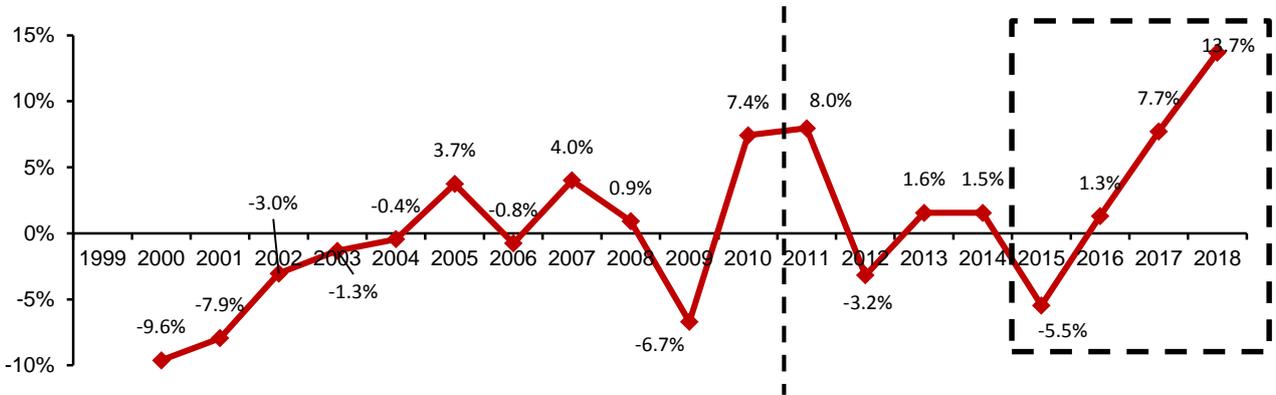
数据来源：公司官网，东方证券研究所

探寻：公司困境反转前的财务信号

上文我们重点复盘了公司从 1971 年第一次上市至今两落两起的发展历史，特别是公司两度走出经营困境的原因和措施。从投资的角度，我们更希望找到公司困境反转前的一些先行指标，为类似消费类公司的投资机会把握提供参考。由于公司在 1999 年之后才披露详细的年报财务数据，因此第二次困境反转时期是我们财务研究的重点。通过复盘财务指标，我们进一步将 2011 年后的公司表现细分为两个阶段：(1)2011-2014 年：复苏酝酿阶段，营收和毛利的表现均保持平稳(2)2015-2018 年：反转爆发阶段，公司的营收增速从-5.5%迅速攀升至 13.7%，毛利率在 2015 年更是突破历史高点，达到 50.5%，随后三年逐步上升至 53.8%。

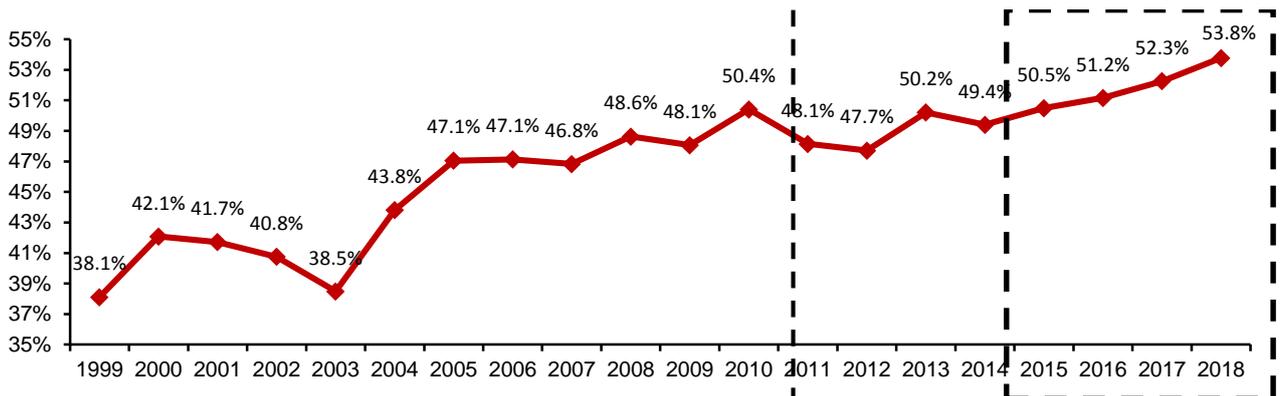
我们将着重从复苏酝酿阶段（2011-2014 年）寻找可能的业绩反转前瞻性指标。但由于美股财报分类指标的差异，以及公司在这一阶段并未公开上市，因此我们只能从所有可获得的公开信息中寻找蛛丝马迹，希望本案例关于前瞻指标的探讨能对机构投资者寻找品牌消费类公司的业绩拐点产生一定的参考。

图 29: 公司营收同比增速（1999-2018）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 30：公司毛利率变化（1999–2018）

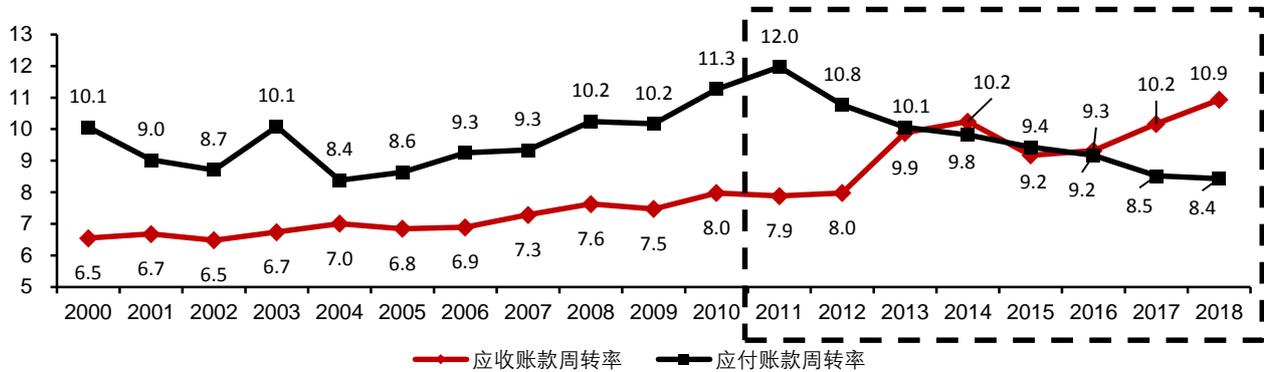


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

1、应收和应付账款周转率的差额是一个重要的先行指标

2011 年公司应付账款周转率达到近十年高点 12，此后逐年下降，到 2018 年，周转率仅为 8.4，表明公司向上游的占款能力增强，议价能力提升。相反应收账款周转率则逐年上升，从 2011 年的 7.9 上升至 2018 年的 10.9，这两个指标的变化直接体现了公司对于渠道上下游的掌控能力开始增强，当 2014 年应收账款周转率超越应付账款周转率时，对应的正是公司业绩爆发的起点。2011-2014 年期间，公司对上下游渠道合作商进行了全面的梳理和整合，虽然此举会牺牲短期的业绩表现，例如公司 2012 年的收入增速下滑至-3.2%，净利润也下滑 0.4%，但是公司一旦困境反转成功后将带来较大的业绩弹性和投资回报。

图 31：公司应收和应付账款周转率变化（2000–2018）

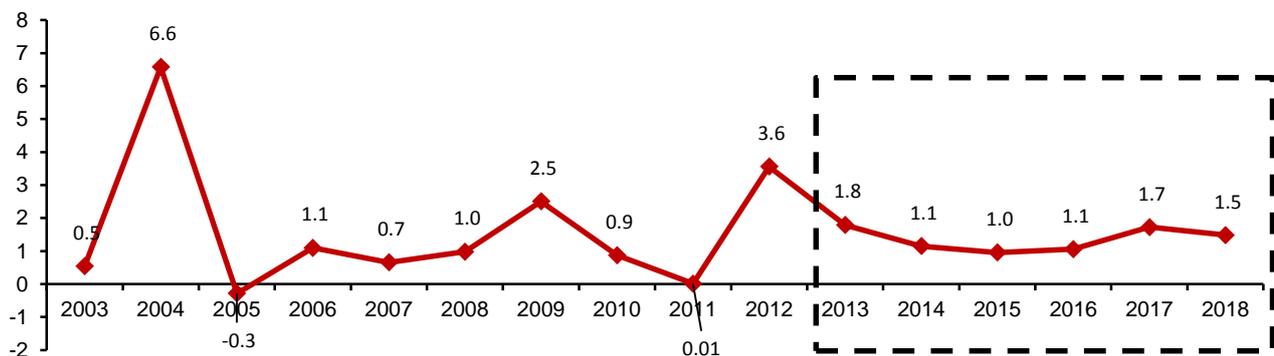


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2、经营活动现金流/净利润比值是一个较好的辅助指标

2013年前，公司经营活动现金流/净利润指标起伏较大，2004和2009年曾经到达过6.6和2.5的高点，但可能有其特殊的原因。以2004年为例，公司在此之前实施了众多削减成本的举措，例如将生产基地向海外转移，生产工序外包等，对当年的经营活动净现金和利润均产生了一定影响。但总体而言，2003-2011年间，公司经营活动现金流/净利润比值的平均水平在1及1以下居多，与公司当时陷入第二次经营困境基本相符。而从2012年开始，公司经营活动现金流/净利润比值开始进入相对稳定优良的水平。2014年，公司在全国范围内开展了全球生产力改善项目”（Global Productivity Initiative），在某种程度上也提升了公司的经营质量，2015年当年公司虽然收入同比小幅下降，但经营活动现金流/净利润仍保持在1的良好水平，从16年开始持续上升，随之而来的收入和毛利率的快速上升。我们认为，该指标从侧面体现出管理层对公司整体经营状况掌控能力强，运营稳健，是判断公司向好的辅助依据之一。

图 32：公司经营活动现金流/净利润变化（2003-2017）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所，注：2003年净利润和经营活动现金流均为负数

启示及投资建议

从李维斯的经营发展历史和在资本市场的表现，我们认为对国内品牌主要有以下几点启示：

(1) 单一品类的时尚潮流变动与当地市场的消费人口结构、经济社会变迁、核心客群的偏好密切相关，李维斯核心品类聚焦的牛仔系列曾经是美国文化的代表之一，这一主打产品受年轻消费者人口数量、穿搭文化、品牌喜好、社会整体消费结构等因素影响较大，行业需求呈现出一定的周期性。

(2) 容量足够大的子行业更容易诞生大企业，并且给予这部分头部企业经营困境反转的机会与腾挪空间也会更多。尽管美国牛仔市场规模从2012年的187亿美元回落至2018年的167亿美元，但其体量始终保持在千亿人民币之上（如果考虑牛仔衣等品类延伸则市场规模更大），这也是李维斯能够两次爬出低谷，实现逆转的一个重要行业基础。

(3) 品牌突破瓶颈或困境需要抓准时机，坚决果断，更要充分了解目标群体消费偏好，有的放矢。李维斯前后两次经营复苏，不管是扩张品牌品类、品牌的多元化年轻化，还是严控成本与渠道，都是针对当时自身经营困局所做决策的果断执行，对后续报表带来了积极的改善效果。

(4) 消费品牌持续做大做强的主流途径是全球化、多品牌和多品类的扩张，而抵御经济下行、行业变化、品牌老化等冲击的关键还是产品力、零售运营能力和营销创新等综合能力的提升。李维斯两度走出困境进入新的发展阶段靠的也是这些举措。

从李维斯的发展历程反观国内品牌服饰行业，其实也有不少困境反转的案例，也诞生了不少超级牛股：不管是12年开始的以安踏、李宁为代表的体育运动品牌的复苏，还是18年以来以波司登为代表的本土休闲服饰品牌的崛起，都代表了国内品牌企业通过渠道与库存的深度调整再到品牌年轻化多元化等一系列策略措施所迸发的经营潜力。从行业来看，我们认为体育户外、大众休闲、家纺等子行业市场空间相对更大、也更容易诞生多品牌多品类的本土服饰集团，落实到投资标的，中长期看好安踏体育、李宁、森马服饰、海澜之家，建议关注波司登。围绕困境反转之一主题，在A股品牌服饰上市公司中，建议关注探路者、美邦服饰和梦洁股份等公司。他们大多经过了2-3年的渠道与库存的清理，基本完成了报表的深度调整，未来也有机会通过自身经营的重新聚焦、品牌与品类的适度延伸等实现业绩上的逆转。

风险提示

- (1) 经济减速背景下国内品牌服饰零售终端持续低迷的风险。
- (2) 单一品类拓展低于预期的风险。
- (3) 人口代际切换带来的时尚潮流变迁风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

