

# 美邦服饰 (002269)

证券研究报告

2019年03月11日

## 底部复苏，2019年有望迎来净利润拐点

### 为什么我们现在时点推荐美邦服饰？

**1、底部复苏逻辑：**2016年以来的三年时间，公司完成了品牌&产品升级、渠道升级、零售升级，发生了较大边际改善，2018年成为营收向上拐点。

**2、预计2019年成为净利润拐点：**预计大力发展加盟渠道，门店费用为主的费用显著下降，经营效率提升，存货减值损失下降，净利率有望提升至5%，据业绩预告，2018年仅0.56%；我们认为公司业绩底已过，净利率有望在3年内恢复到约10%。

**3、对标李宁、波司登，预期差大。**美邦同李宁、波司登类似，曾是细分行业龙头，因战略失误跌入低谷，但其品牌价值仍在，近年来通过自身改革，业绩恢复重获认可。在底部复苏过程中，拐点处预期差较大，体现在股价方面有较大空间，我们认为现在时点是美邦的业绩拐点。

### 复盘：美邦服饰二十年沉浮史（1995-2015）

- **1995年-2005年：**品牌成立期，轻资产虚拟型经营优势显著，公司得到快速发展，并迅速成长为国内休闲服龙头企业。
  - **2006年-2011年：**08年上市后达到巅峰，但危机暗藏；截至2011年底，美邦市值达到261亿元，是品牌服装板块第一大市值公司。
  - **2012年-2015年：**急于转型，未达预期；焦点转移，公司进入调整期。
- 改革：2016-2018年，美邦重新回归聚焦主业，三年从品牌&产品、渠道、零售、供应链等多角度进行升级，2018年迎来营收拐点。**

- **品牌&产品升级：多元化。**1) Meters/bonwe 升级裂变五大风格，未来根据市场需求进行持续动态调整。2) 品牌矩阵梳理：集中资源发展 ME&CITY、Moomoo、ME&CITY KIDS 等高潜力品牌业务。
- **渠道升级：“购物中心”+“百城千店”。**即先多开直营购物中心大门店，树立形象标准后，增强对加盟商吸引力，再大规模向其推广
- **零售升级：**门店管理标准化，单店模型测试完成，迭代加盟政策，引入类直营模式管理，探索品牌授权式轻资产运营模式。
- **拟定增15亿，推进产品品牌升级和供应链升级及偿还银行贷款。**

**拐点：预计2019年有望成为净利润拐点首年，净利率提升至5%；后随改革红利释放，净利率有望在2-3年内恢复到约10%。**原因：大力发展加盟，收入提升，以门店费用为主的销售费用显著下降，经营效率提升，存货跌价等资产减值损失下降，管理财务费用下降。

**首次覆盖，给予买入评级，目标价4.5元。**预计2018-20年净利润为0.43/4.4/6.66亿元，18-20年EPS为0.02/0.18/0.27元，公司休闲服龙头品牌价值犹存，且净利润处于拐点复苏期，给予2019年25X PE，目标价4.5元

**风险提示：加盟渠道推进低于预期，行业竞争加剧，库存、坏账增加**

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,519.19	6,472.36	7,664.73	8,672.64	9,946.05
增长率(%)	3.56	(0.72)	18.42	13.15	14.68
EBITDA(百万元)	379.16	(158.19)	212.06	664.18	948.00
净利润(百万元)	36.16	(304.80)	42.91	440.39	665.89
增长率(%)	(108.37)	(942.95)	(114.08)	926.26	51.20
EPS(元/股)	0.01	(0.12)	0.02	0.18	0.27
市盈率(P/E)	198.73	(23.58)	167.45	16.32	10.79
市净率(P/B)	2.29	2.53	2.49	2.16	1.80
市销率(P/S)	1.10	1.11	0.94	0.83	0.72
EV/EBITDA	33.22	(54.49)	37.38	10.69	6.94

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	2.86元
目标价格	4.5元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,512.50
流通A股股本(百万股)	2,512.50
A股总市值(百万元)	7,185.75
流通A股市值(百万元)	7,185.75
每股净资产(元)	1.15
资产负债率(%)	59.84
一年内最高/最低(元)	3.39/2.13

### 作者

**吕明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518040001  
lvming@tfzq.com

**于健** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518090002  
yujian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《美邦服饰-公司点评:高管变动及股权转让点评:业绩触底,预期改善》  
2016-11-22



## 内容目录

1. 美邦服饰二十年沉浮史.....	5
1.1. 公司发展历程回顾: .....	5
1.2. 1995 年-2005 年品牌成立期: 轻资产虚拟型经营优势显著, 公司得到快速发展。.....	5
1.3. 2006-2011 年: 上市后达到巅峰, 但危机暗藏 .....	6
1.4. 2012-2015 年: 转型低迷时期, 公司持续调整 .....	8
1.4.1. 外部因素: 终端消费疲软, 国外快时尚品牌和电商对国内传统品牌造成冲击 .....	8
1.4.2. 内部因素: 急于转型, 但未达预期; 焦点偏移, 迷失方向。 .....	10
2. 美邦到底做了什么, 使业绩触底反弹.....	15
2.1. 品牌&产品升级: 多元化风格裂变和品牌矩阵梳理 .....	16
2.1.1. 主品牌由单一休闲风格裂变升级为全新五大风格。 .....	17
2.1.2. 品牌矩阵梳理, 重新定位后着力发展.....	18
2.2. 渠道升级: “购物中心” + “百城千店”, 直营先行, 吸引带动加盟 .....	19
2.2.1. 线下渠道: 购物中心+ “百城千店” 策略并行, 直营先行, 吸引带动加盟 .....	19
2.2.1.1. 事件: 2017-2018 年, 两届 7.18 招商会分别对直营和加盟渠道产生深远意义 .....	20
2.2.2. 渠道改革初见成效: 直营门店先行升级, 加盟不断增长, 渠道营业面积总体上升 .....	21
2.3. 零售升级: 地方直营子公司管理输出, 引入类直营模式增强终端掌控力 .....	24
2.4. 拟定增 15 亿, 深入推进品牌、产品、零售及供应链升级 .....	25
3. 为什么我们认为 2019 年迎来净利润拐点? .....	26
3.1. 收入及毛利率: 改革效果明显, 2018 年为营收拐点 .....	26
3.2. 费用端: 发展加盟模式降低销售费用率, 经营效率提升降低管理、财务费用率 .....	27
3.3. 资产减值损失: 供应链管理升级降低存货规模及减值损失 .....	28
4. 对标李宁、波司登: 迎来拐点, 上升空间较大.....	29
4.1. 李宁: 2015 年业绩逐步恢复, 18 年年初至今, 股价涨幅达到 75%.....	29
4.2. 波司登: 2016 财年业绩开始恢复, 18 年年初至今股价涨幅 151%.....	30
5. 盈利预测与估值 .....	31
6. 风险提示.....	33

## 图表目录

图 1: 公司发展历程回顾 (亿元, %) .....	5
图 2: 公司品牌创立之初的经营模式 .....	5
图 3: 2001/2002 年公司代言人: 郭富城.....	6
图 4: 2003 年开始公司携手周杰伦 .....	6
图 5: 公司线下渠道分布情况 (家) .....	7
图 6: 公司 2009-2012 年市占率情况 .....	7

图 7: 公司 2006-2011 年营业总收入得到快速增长 (亿元, %)	7
图 8: 公司 2006-2011 年归母净利润实现快速增长 (亿元, %)	7
图 9: 2010 年末至 2017 年服装类社零数据显示国内消费疲软 (%)	8
图 10: 美邦服饰 2012-2017 年库销比逐年提升 (%)	8
图 11: 纺服行业产成品库存情况 (万)	8
图 12: 2010-2015 年国内服装品牌门店数量呈现下降趋势 (家)	9
图 13: 2010-2015 国外三大快时尚品牌门店数不断增加 (家)	9
图 14: 2010-2015 年美邦营收呈现下降趋势 (亿)	9
图 15: 2009-2017 年美邦市占率下降, 快时尚市占率上升 (%)	9
图 16: 2009-2017 年服装类电商零售规模迅速扩张 (亿, %)	10
图 17: 邦购网	10
图 18: 2013 年公司杭州 O2O 体验店内景	11
图 19: 2013 年公司杭州 O2O 体验店内景	11
图 20: 有范 APP 的品牌回想度最高 (指标: 回想指数)	12
图 21: 15、16 年信息技术投入金额逐年提升 (万元, %)	12
图 22: 有范 APP 推行以来, 公司销售费用率提升幅度较大 (%)	12
图 23: 2012-2016 年公司进入低迷期, 业绩开始进入下滑区间 (亿元, %)	14
图 24: 2013 年美邦服饰丧失服装行业市占率第一的地位 (%)	14
图 25: 公司线下渠道数量持续下滑 (家)	15
图 26: 公司有范 APP 冠名《奇葩说》	15
图 27: 公司在 2012-2016 年存货周转率整体呈下降态势 (次)	15
图 28: 公司自 12 年开始进入清库存之路 (亿元, %)	15
图 29: 2016 年以来公司打造多元化品牌与风格矩阵, 向生活方式品牌升级	16
图 30: 公司 2018 年预计各品牌收入占比	19
图 31: 公司线下渠道布局策略	19
图 32: 产品升级发布会现场	20
图 33: 五位新风格形象代言人亮相	20
图 34: 2018 年“7.18”招商会现场	21
图 35: 2018 年招商会签约规模	21
图 36: 美特斯邦威传统门店形象	21
图 37: 美特斯邦威上海五角场新店形象	21
图 38: 门店总数持续调整	22
图 39: 直营数量不断提升	22
图 40: 2018 年预计渠道结构	23
图 41: 2018 年预计渠道结构占比	23
图 42: 天猫美邦旗舰店	23
图 43: 公司自营电商平台“邦购网”	23
图 44: 线上收入持续上升	24
图 45: 线上收入毛利率较低	24
图 46: 公司零售升级阶段策略	25
图 47: 2018 年公司营收逐步扭亏 (万元, %)	26

图 48: 2018 年公司归母净利润呈正增长 (万元, %)	26
图 49: 2018 年收入拐点来临	27
图 50: 毛利率有提升趋势	27
<b>图 51: 公司净利率与毛利率之间相差较大 (%)</b>	28
<b>图 52: 销售费用率 (万元)</b>	28
图 53: 2017 年公司租金及物业管理费占第二大比重 (%)	28
图 54: 租金及物业管理费合并装修费逐年上升 (亿元, %)	28
图 55: 公司存货规模 (万元, %)	28
图 56: 转为成本的当期存货减值 (万元, %)	28
<b>图 57: 2017 年存货库龄结构</b>	29
<b>图 58: 2018H1 存货库龄结构</b>	29
图 59: 李宁业绩自 2015 年业绩开始恢复, 股价有所上涨 (亿元、%) (收盘价: 港元)	30
图 60: 波司登自 2016 财年业绩开始恢复, 股价有所上涨 (亿元、%) (收盘价: 港元)	31
<b>表 1: 公司主品牌裂变为五大风格</b>	17
表 2: 公司服饰品类表	18
表 3: 2017 年以来直营门店占比提升	22
表 4: 2017 年来直营收入占比提升较快	22
表 5: 增发募集资金用途	25
表 6: 直营加盟拆分收入	31
表 7: PS 估值	32
表 8: PE 估值	32

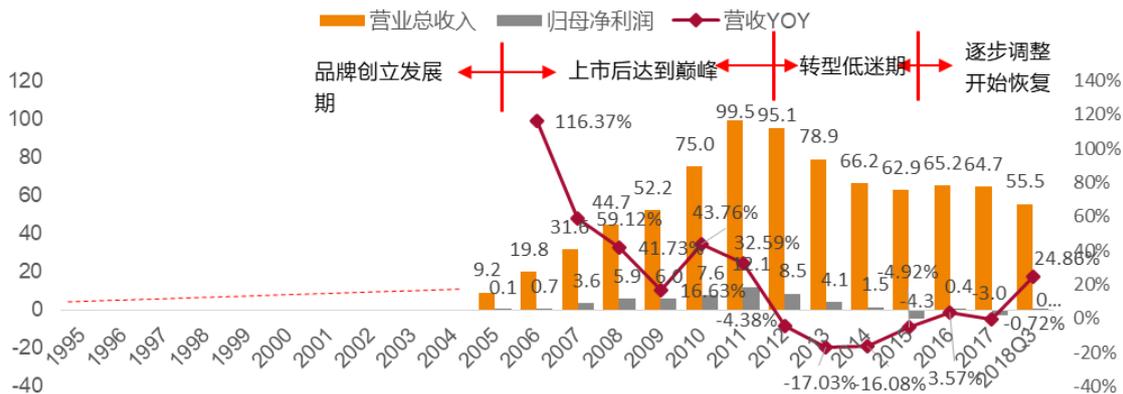
## 1. 美邦服饰二十年沉浮史

### 1.1. 公司发展历程回顾：

纵观美邦服饰的发展历程，我们认为可以分为以下几个阶段：

- 1) 1995年-2005年：品牌成立期，公司得到快速发展，并迅速成长为国内休闲品牌龙头企业。2005年公司实现营收9.17亿元，实现净利润734万元，门店达到1262家；
- 2) 2006年-2011年：08年上市后达到巅峰，但危机暗藏；2011年公司实现营收99.45亿元，归母净利润达到12.06亿元。2006-2011年公司营收的复合增速达到38.05%，归母净利润的复合增速达到77.82%。2011年公司市占率提升至1%，并多年位居首位；门店数量达到4164家；截至2011年底，美邦市值达到261亿元，是品牌服装板块第一大市值公司。
- 3) 2012年-2015年：转型低迷期，公司进入调整期；2012-2016年间公司营收复合增长率为-12.85%，归母净利润复合增长率为-179.8%。同时，美邦在2013年失去市占率第一的地位，15年美邦服饰在中国服装行业的市占率仅为0.4%，门店缩减至3700多家。
- 4) 2016年至今：品牌全面升级，业绩开始恢复。根据公司最新发布的18年业绩快报，美邦服饰18年实现营收76.65亿元，同比增长18.42%，这是公司自2012年以来营收首次实现两位数增长；归母净利润由负转正，实现4291万元，同比增长114%。

图 1：公司发展历程回顾（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

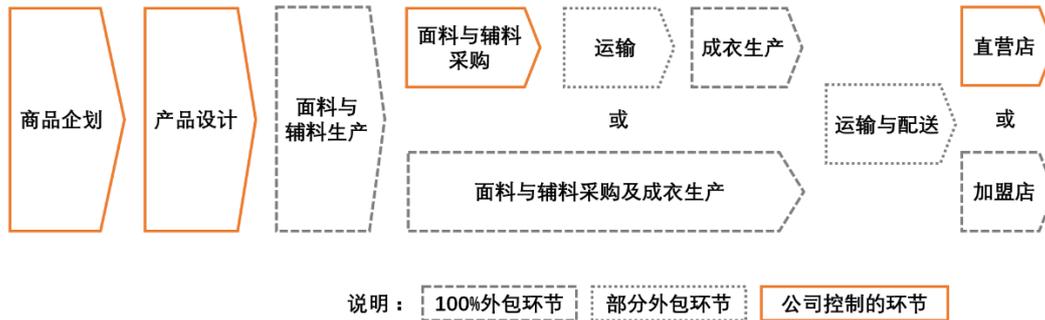
### 1.2. 1995年-2005年品牌成立期：轻资产虚拟型经营优势显著，公司得到快速发展。

**品牌成立之前：实体型经营积累原始资本。**美特斯邦威品牌的前身其实是董事长周建成建立的服装小工厂，其通过“前店后厂”的模式积累了自己的原始资本，这是一种“实体型经营”即集设计、生产和销售于一体。

**品牌成立之后：虚拟型经营，经营美邦品牌。**1995年4月，美特斯邦威品牌诞生，但是周建成先生并没有继续扩大生产，而是选择“生产外包，直营+加盟并举”的虚拟型经营，专心运营品牌。由于美邦服饰节约了大量生产和销售成本，使公司能够集中精力专注于品牌运营，这一“轻资产”的品牌经营战略使得美邦服饰在成立之后能够通过较少的资本开支得到快速的增长。

图 2：公司品牌创立之初的经营模式

公司经营模式简要流程图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**品牌运营方面：**品牌成立之初，公司将目标消费群体定位在 18-25 岁的男女青年，主要包括在校青年学生和部分刚参加工作的都市时尚青年，并将“年轻活力、流行时尚”作为品牌诉求，将“美特斯邦威，不走寻常路”作为品牌口号。由于公司的品牌定位为年轻消费者，这一时期明星偶像盛行，为了提高品牌知名度和影响力，使品牌与时尚、活力等元素相关联，美邦服饰在 2000 年选用红极一时的花儿乐队代言；并在 2001、2002 年与郭富城签约，引起良好的市场反响；2003 年公司携手周杰伦，进一步提升了品牌形象和知名度。

图 3：2001/2002 年公司代言人：郭富城



资料来源：和讯网，天风证券研究所

图 4：2003 年开始公司携手周杰伦



资料来源：和讯网，天风证券研究所

**销售终端模式：**这一时期的品牌服饰行业，仍处于跑马圈地的时代，扩大规模很重要的一点就是不断开店，占领市场。公司在一开始采用加盟模式迅速拓展市场，根据区域不同，每年分别向加盟商收取 5 万-35 万的加盟费。自公司成立之初到了 2001 年，公司门店数量达到 429 家，到 2005 年门店数量实现 1262 家，规模逐年扩大，实现快速发展。2001 年美邦的销售总额达到 8.7 亿元，全系统代理商的盈利率为 95%，新开店盈利率达到 100%，公司整体运营情况优秀，并不断发展。2005 年公司实现营收 9.17 亿元，实现净利润 734 万元。

### 1.3. 2006-2011 年：上市后达到巅峰，但危机暗藏

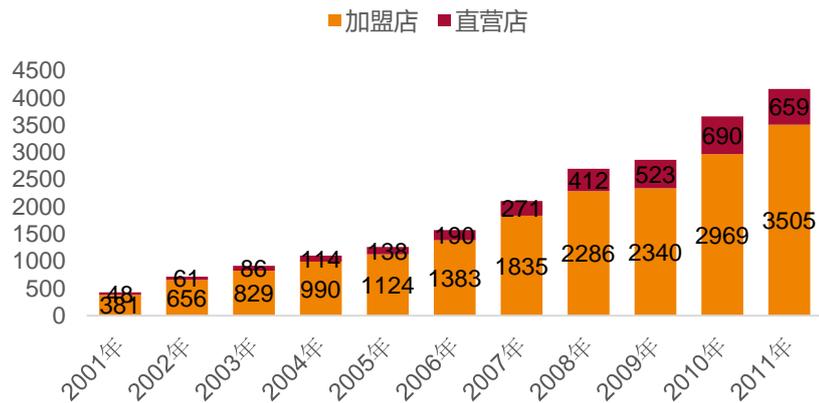
**调整品牌策略，细分产品品类，定位更精准。**2007 年公司对目标消费群体进行了细分，将产品分为“校园”和“都市”两大系列，建立了完全不同的两支设计团队，使得产品定位更加精准。由此，根据 CTR 当年的市场调研结果显示，美邦品牌在 14-35 岁的中国消费者所熟悉的 157 个休闲服装品牌中的第一提及率达到 35.6%，远高于行业竞争对手；另外在品牌忠诚度、知名度和购买率方面，美邦品牌也位于行业前列。在这一时期，公司可以称为休闲服饰行业的优秀龙头企业，07 年美特斯邦威在国内休闲服饰零售业的占有率达到 0.95%，在国内市场主要的 12 大休闲服品牌中位居首位。

在 2008 年公司希望借助资本市场的力量进一步壮大，美邦服饰成功上市。在上市当年，

公司的营收和净利润分别实现 44.74 亿元 (+41.73%) 和 5.88 亿元 (+61.41%)，实现了快速增长。

- **新品牌：**公司于 2008 年推出新品牌 ME&CITY，主要消费群体针对 25-35 岁的白领精英，强调品质、时尚、个性，是美特斯邦威向高端市场延伸的品牌，与主品牌在品牌定位上形成差异互补。
- **渠道：**1) **线下渠道方面：**公司通过“直营+加盟”的模式，在上市当年便实现一线城市 100%、二线城市 66%、三线城市 33%的网点覆盖率；其中直营店铺主要分布在一线城市，加盟店铺主要分布在二、三线及以下城市。公司门店总数在 2011 年达到了 4164 家，其中直营店铺达到 659 家，加盟店铺净增加 536 家，达到 3505 家。

图 5：公司线下渠道分布情况（家）

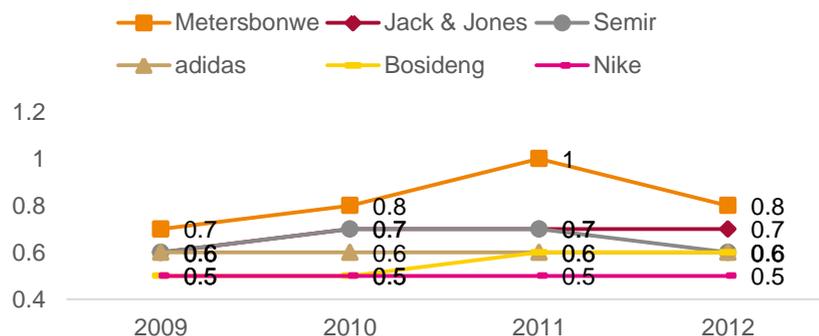


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) **线上渠道方面：**公司在 2008 年就开始试水淘宝店铺，成为最早进入电商领域的企业之一；同时电商平台“邦购网”于 2010 年 12 月上线，率先实现实体店扫码消费，线上线下购物互通等多项功能，与传统渠道形成互补。

- **市占率：**在 2009-2012 年这一时期，公司市占率始终占据服装行业首位，并在 2011 年达到顶峰，实现 1%的市占率，是我国服装行业和休闲服饰细分行业的绝对龙头。

图 6：公司 2009-2012 年市占率情况（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- **业绩：**这一时期，公司的业绩得到快速发展，并在 2011 年达到顶峰。2011 年，公司实现营收 99.45 亿元，归母净利润达到 12.06 亿元。2006-2011 年公司营收的复合增速达到 38.05%，归母净利润的复合增速达到 77.82%。

图 7：公司 2006-2011 年营业总收入得到快速增长（亿元，%）

图 8：公司 2006-2011 年归母净利润实现快速增长（亿元，%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.4. 2012-2015 年：转型低迷时期，公司持续调整

自公司 1995 年成立以来，得到了快速发展，但是粗放式的扩张也让危机暗藏。在 2011 年美邦服饰的业绩达到顶峰之后，公司业绩开始进入逐年下滑区间。这一时期是美邦服饰的艰难时期，如果究其业绩持续低迷的原因，我们认为主要系：

#### 1.4.1. 外部因素：终端消费疲软，国外快时尚品牌和电商对国内传统品牌造成冲击

##### ① 国内需求不足，消费疲软造成服装行业库存高企。

**需求不足：**从社零服装单项的数据来看，2010 年末至 2017 年，我国服装类社会零售额累计同比整体呈下降态势，国内消费动力不足使得这一时期我国服装行业的终端零售疲软，造成纺织企业终端较高的库存压力。

图 9：2010 年末至 2017 年服装类社零数据显示国内消费疲软 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

**服装行业库存高企，存货不断上升：**以森马、海澜之家、美邦、佐丹奴为代表的中国本土服装品牌在这一时期存货逐渐上升，2012-2017 年美邦的库销比从 33% 提升至 74%。这一现象也从同时期服装行业的产成品库存上得到印证。2010 年之后服装行业产成品存货金额呈现上涨态势，显示出服装行业总体面临库存积压问题。

图 10：美邦服饰 2012-2017 年库销比逐年提升 (%)

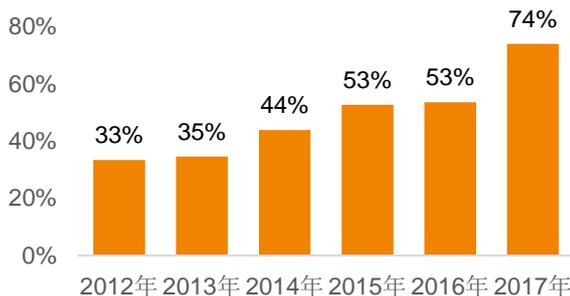
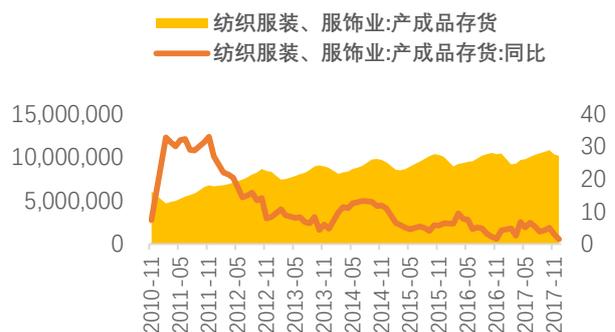


图 11：纺织服装行业产成品库存情况 (万)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

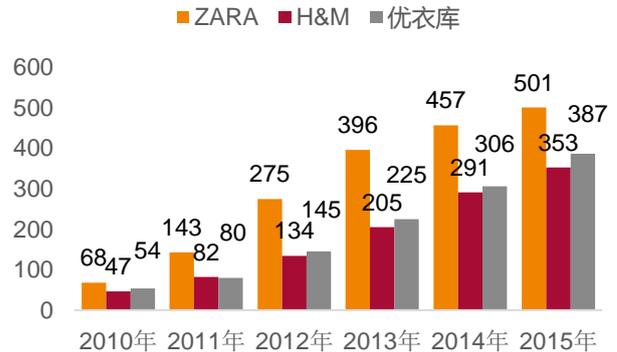
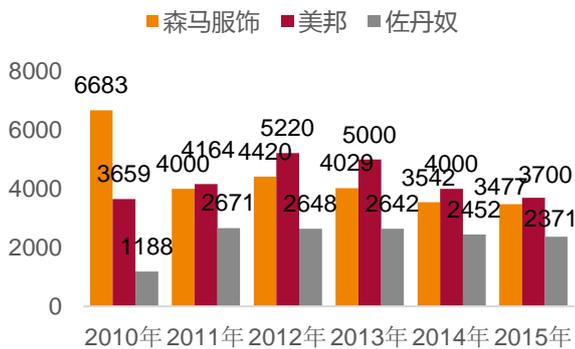
② 国际快时尚品牌涌入，加剧国内市场竞争。

在这一时期，美邦除了要应对来自森马、真维斯等国内品牌的竞争，更受到国外各大快时尚品牌的冲击。快时尚品牌由于产品具有更强的时尚性，同时其特有的快速反应的供应链，能够以更短的供货周期实现快速回单，对于我国国产品牌造成了较大的冲击：

- **渠道方面：国产品牌“出现关店潮”。**2002 年优衣库率先进入中国，2006 年 ZARA 进军中国市场正式拉开了快时尚潮流的大幕，随后的 2007 年和 2010 年 H&M 和 GAP 也先后进入中国市场。受其影响，大量国内品牌被迫关店。2010-2015 年，美邦门店数由 5220 家减少至 3700 家，仅 2013 年一年就关闭了 200 多家门店，同年森马关闭 700 多家门店，佐丹奴关闭 75 家。

图 12：2010-2015 年国内服装品牌门店数量呈现下降趋势（家）

图 13：2010-2015 国外三大快时尚品牌门店数不断增加（家）



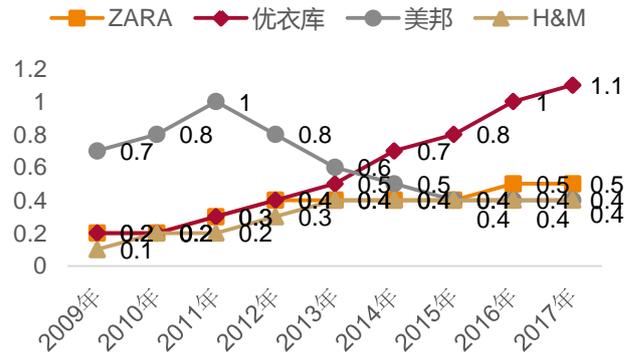
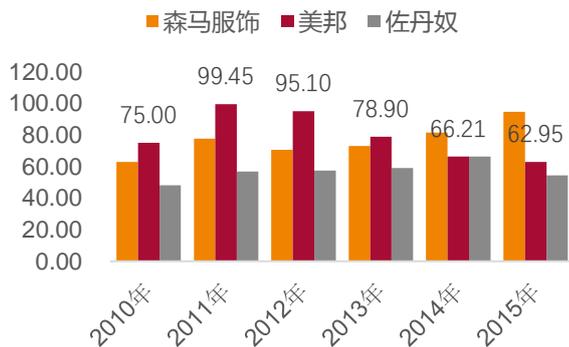
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

- **业绩方面：国内品牌营业收入与市场占有率不断下滑，快时尚品牌市场占有率逐渐上升。**2011 年-2015 年，美邦营业收入由 11 年的 99.45 亿的峰值下降至 15 年的 62.95 亿，同时市占率由 1% 下降至 0.4%。同期 ZARA、H&M、优衣库的市占率均明显上升，据欧睿国际数据库统计，2010-2017 年优衣库市占率由 0.2% 增至 1.1%，排名当年第二位。

图 14：2010-2015 年美邦营收呈现下降趋势（亿）

图 15：2009-2017 年美邦市占率下降，快时尚市占率上升（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

③ 电商兴起，冲击传统线下服装品牌：

2008 年后线上电商的迅速崛起，对以线下渠道为主的传统服装品牌造成较大冲击。据欧睿国际数据库统计，2009-2017 年，服装类电商零售的行业规模由 14.18 亿猛增至 5691.82 亿，复合增速达到 111.57%。服装行业电商的迅速崛起的原因在于：1) 产品性价比较高。这一时期涌现的大量淘品牌，由于没有线下租金、人力、运营等成本，价格竞争力优于传统品牌的线下门店；2) 选择多样化。电商平台为消费者提供多样的产品类型，适应潮流

发展，满足消费者需求；3) 购物体验感好。方便快捷的购物模式更丰富了消费者的体验。

图 16：2009-2017 年服装类电商零售规模迅速扩张（亿，%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

#### 1.4.2. 内部因素：急于转型，但未达预期；焦点偏移，迷失方向。

在这一时期，我们认为美邦出现较大问题的原因除了外部因素的影响之外，主要是其自身存在一定的问题。由于竞争环境加剧，面对国外快时尚品牌的冲击及电商品牌的压力，美邦急于转型。

##### 但是为什么美邦的多次转型都以失败告终呢？

我们认为在这一时期，美邦的整体策略和想法是较为先进的，但是转型方式太过激进，同时运营焦点出现偏移。公司没有聚焦市场需求的改变和产品的升级改善，使得产品品牌定位不清，偏离消费者需求，造成客户大量流失。而面对这样的情况公司希望通过 O2O、布局移动互联网领域等新的经营模式的转型吸引更多的消费者，促进销售数据的攀升；而不是优先利用 O2O 等模式的数据探究消费者的需要，为产品端提供更多的决策。

**公司将焦点过多地投放在提升消费者的消费体验上，希望通过提升购物体验来吸引消费者，提升消费粘性；但却忽略了产品和品牌本身的升级和改革，而这才是提升消费粘性的关键。**这样使美邦连续栽了好几个跟头，也让美邦丧失了原有的线下门店和营销上的优势，错过国内品牌修炼内功的关键时期，失去了国内休闲品牌老大的地位。

#### ● 多次布局互联网领域，向线上转型，均以失败告终。

##### 1) 邦购网上线后一年黯然离场：

前文提到过，公司在 08 年就已经试水淘宝门店，是最早试水电商的品牌之一；而后在 2010 年“邦购网”上线，公司希望实现线下门店与线上运营之间的相互融合。但是邦购网上线一年之后便被剥离美邦服饰，转型失败。我们认为原因主要系以下几点：

- 公司低估了线上平台所需要的运营成本（物流配送、营销费用、信息系统等资源配置的投资较大）；而当时同类型的 B2C 品牌如凡客等专业电商平台也已经初具规模，竞争环境较差；
- 同时，公司在供应链和物流等方面也没有进行完备的规划和建设，无法与邦购网的发展相匹配；
- 由于公司没有很好的协调渠道上相同产品的折扣和价格，使邦购网上的产品由于折扣与实体店比低很多，加深了加盟商与其之间的矛盾，加重了美邦的库存；

图 17：邦购网



资料来源：邦购网，天风证券研究所

## 2) 启动 O2O 战略，但焦点偏移，情景式购物未能赢得消费者欢心

2013 年公司收回邦购网的线上电商业务，向 O2O 发力；2015 年公司拟通过非公开发行股票募集 15.91 亿元建设 O2O 全渠道平台，加码 O2O 的建设。公司希望利用大数据、云计算等进行消费者锁定和精准营销；同时升级线下门店为体验店，打造一个门店一个故事的购物环境，打造情景式购物，优化消费者的购物体验。

在 13 年 O2O 计划刚落地的时期，美邦计划在一年开出 100 家左右的 O2O 体验店，三年内实现千家的规模，但是最终公司的 O2O 战略仍以失败告终，2016 年 12 月公司发布公告终止 2015 年的非公开发行股票方案，预示了公司 O2O 的转型失败。

诚然，我们认为公司的 O2O 战略的想法和思路在当时是较为先进的，但是谈及转型仍旧失败的原因，我们认为是焦点偏移，迷失方向。O2O 的体验店能够带给消费者更好的购物体验，但是我们认为良好的消费体验未必能提高消费粘性和客户的忠诚度。

O2O 能够解决的问题和痛点在于：可以通过线上线下的融合与消费者建立联系，掌握消费者信息，了解市场需求；而通过这些数据可以让公司为产品企划提供决策，也能够有针对性的进行营销。但是美邦在 O2O 转型的这条路上似乎把过多的把重点放在了“优化购物体验”、“情景消费”上面，忽视了对于消费者需求的探究，使产品没有迎合消费者需要，造成客户忠诚度不高，复购率不强。

若美邦能够在了解消费者需求的基础上，对于产品进行升级和创新，那么“情景式购物”会让公司的销售“锦上添花”；但是在基础即产品没有迎合消费者需求的情况下，过多的追求“情景式消费体验”，结果只能是“空中楼阁”。

图 18：2013 年公司杭州 O2O 体验店内景



资料来源：联管网，天风证券研究所

图 19：2013 年公司杭州 O2O 体验店内景



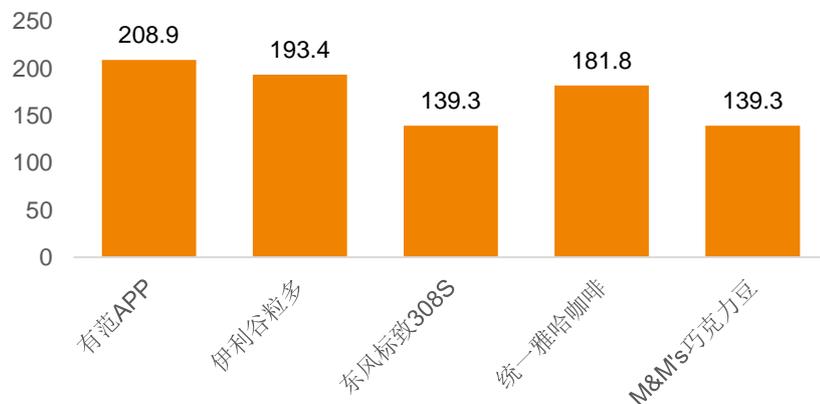
资料来源：联管网，天风证券研究所

## 3) 有范 APP 上线，公司布局移动互联网领域，仍以失败告终

两次向电商转型失败之后，美邦始终没有放弃。2015 年公司开发“有范 APP”希望在移动互联网领域发力。在当时“有范 APP”的定位是一款基于移动端的时尚搭配体验平台，平台上不仅有美邦旗下品牌，也有其他的品牌。

为了迅速提高有范 APP 的知名度，美邦在 2014 年耗资 5000 万元以美特斯邦威主品牌冠名首季《奇葩说》后，在后续的《奇葩说》第二季和第三季均以“有范 APP”为赞助商冠名赞助。第二季和第三季的《奇葩说》点击量超过 11 亿次；而根据 WendaX 的调查，观看《奇葩说》第二季后，有范 APP 的回想度最高，超过一半的观众已经或会考虑下载有范 APP，已下载用户达到 19%。

图 20：有范 APP 的品牌回想度最高（指标：回想指数）



资料来源：WendaX，天风证券研究所

诚然，有范 APP 已经通过赞助网综迅速开了知名度。但是却并没有带来公司预想的效果，反而出现了尴尬的局面。比如：有范 APP 平台上，ADIDAS 品牌的产品仅有 116 件，但是浏览数超过 9 万次；而美邦及旗下 ME&CITY 上架的单品近 4000 件，浏览数仅有 7 万次，这正是美邦产品力和品牌力老化的印证。在 2017 年 8 月有范 APP 停止运营，公司的第三次向互联网转型再次失败。

若究其原因，我们认为主要有以下几点：

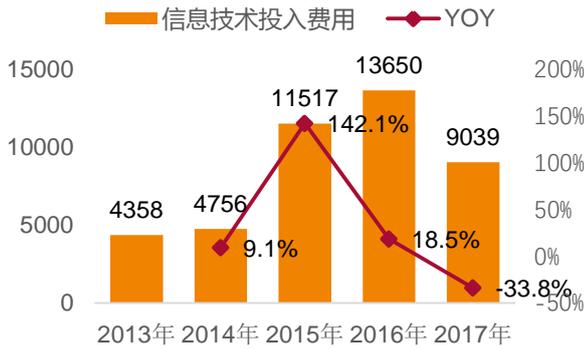
- 首先，O2O 时期存在的产品力弱，没有解决消费者实际需求的问题仍旧存在。无论是有范 APP 所在移动互联网平台本身的定位，还是其赞助的《奇葩说》的观众，受众和潜在消费者多是年轻消费群体；但是公司的产品和品牌并没有很好的迎合这一消费群体的需求，造成定位偏移；
- 同时这一时期，同类型的 APP 如蘑菇街等已经拥有稳定的用户群体；而有范 APP 无论是互动、上新、品类方面都无法跟上消费者需求，竞争力较弱。

由于公司推行有范 APP，公司投入的信息研发及广告营销费用较大。从数据来看，15 年-17 年，公司为开发自有电商平台和 APP 上所投入的信息技术费用合计 3.42 亿元；17 年有范 APP 下线后公司的信息技术投入有所下降。

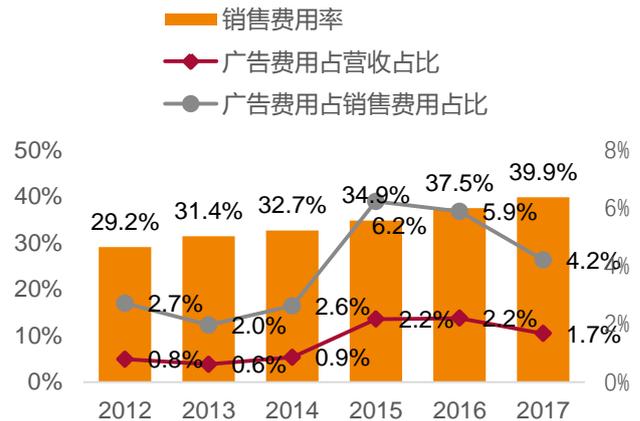
同时公司的销售费用率逐年提升，从 14 年的 32.7%提升 2.2pct 至 15 年的 34.9%，此后公司的销售费用率以每年 2-3pct 的增幅持续提升。细分来看，在 2015 年有范 APP 推广之前，公司广告宣传费用占营收的占比维持在 1%以内，占销售费用率的占比稳定在 3%以内；但 2015 年，公司的广告宣传费用占营收的占比提升至 2.2%，占销售费用的占比则达到 6.2%。过多的费用的投入并没有为公司带来业绩实质性的改善，反而拖累了公司的净利润水平。

图 21：15、16 年信息技术投入金额逐年提升（万元，%）

图 22：有范 APP 推行以来，公司销售费用率提升幅度较大（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

● **模仿 ZARA，未改公司困局。**

美邦服饰其实一直将 ZARA 作为其学习的对象，在经营模式上一直在向其靠拢，但并没有显现出成效。不同于 ZARA 门店低库存，产品快速上新的特点，美邦在向 ZARA 学习转型的过程中反而出现了库存居高，渠道矛盾的问题，我们认为主要是由于：

➢ **首先，我们认为美邦的渠道结构使其无法做到如 ZARA 一般快速上新。**

先从供应链端来看，ZARA 的垂直供应链体系能够使门店实现平均 2 周上新，实现小批量、多批次、低库存的目的。而能够让这种快速反应链充分发挥优势的关键其实在于终端门店的配合。ZARA 在中国仅有直营门店，为快反供应链的带来的快速上新和低库存提供良好的保障，产品上新后，直营店由公司组货无条件销售。

但是美邦服饰以加盟模式为主的渠道结构也让它无法充分发挥供应链的优势。首先美邦服饰的供应链速度较慢，需要 2 个月左右的时间；即使是模仿 ZARA 供应链的 ME&CITY，其供应链周转天数在 70 天左右，无法快速响应市场需求的变化。而美邦服饰虽然希望汲取 ZARA 供应链端的快速反应机制，但其销售模式仍是以加盟模式为主。由于产品的订货权掌握在加盟代理手中，加盟商更希望订购爆款以减少库存风险，这样的需求也导致美邦的供应链是单款产品的大批生产，其他产品分销困难则很容易使公司造成库存积压。

➢ **那么，为了解决这一问题，美邦开始大力推行直营门店，2013 年公司关闭了一些加盟店铺，新增 1000 多家直营门店，但是又造成了线下直营和加盟门店的矛盾加剧。**

由于在 2011 年公司的存货规模达到顶峰的时候，加盟商的库存成为必须解决的问题，美邦在这一时期给予加盟商优惠的补贴，即加盟商可以在指定的十几天的时间内将库存以 8 折的价格促销，公司则给予加盟商 8% 的补贴，其余 12% 的利润亏损由加盟商承担；但是与此同时，美邦的直营门店的折扣却直接低至 5 折，这使得加盟商和直营门店的价格不统一，造成加盟商不满，不利于加盟商的库存清出。

➢ **在线下加盟和直营的矛盾没有解决的时候，公司布局线上使得渠道线上线下的矛盾又凸显出来。由于邦购网是独立的事业部，独立计算营收，所以商品管理部门更希望把货品发给线下门店，以提升自己的 KPI，这会导致线上邦购网经常出现商品短缺的现象；同时，由于线上的折扣甚至比直营门店的折扣还要低，使得当时直营、加盟和线上渠道的价格无法协调统一，造成了美邦线上和线下渠道之间的矛盾。**

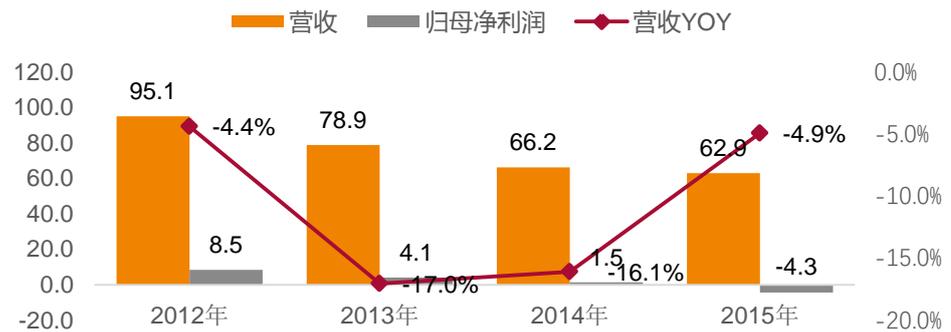
➢ **供应链趋于复杂，沟通成本增加。美邦的销售模式是从“全加盟→加盟+直营→加盟+直营+电商”的转变过程。我们前文提到，在线下直营和加盟的矛盾没有解决的时候，线上渠道就已经开始推进，而独立的电商平台和品牌使公司的渠道变得更复杂；新品牌的加入也使得公司的部门开始增多，信息流沟通成本增加，效率变慢；各渠道之间的价格不统一也降低了库存清出率。**

在这一时期，面对外部环境的迅速变化，美特斯邦威其实是站在了风口上，并且也采取了相对当时较为先进的战略，但是公司看上去稍显焦躁，希望寻求到一个突破口解决目前的困局。使得公司的焦点偏移，迷失方向，在产品和品牌并没有完全升级的时候便急于转型。正是在这种内忧外患的局面下，美邦服饰在 2012-2015 年间，公司营收规模迅速缩减，业绩进入下滑区间。

● **业绩：进入逐年下滑区间。**

2012 年公司实现营收 95.1 亿元，同比下滑 4.38%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比下滑 29.55%。直到 2015 年公司营收规模缩减至 62.9 亿元，归母净利润为-4.3 亿元。2012-2015 年间公司营收复合增长率为-12.8%，归母净利润复合增长率为-179.8%。

图 23：2012-2016 年公司进入低迷期，业绩开始进入下滑区间（亿元，%）

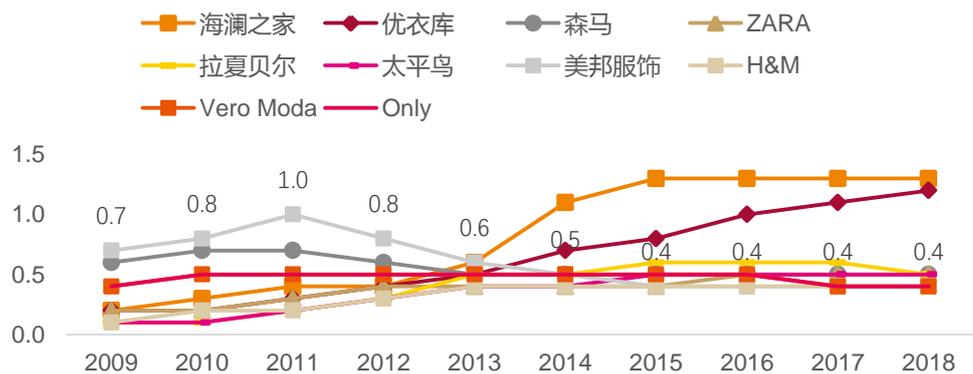


资料来源：公司公告，天风证券研究所

● **市占率：市场份额逐年下降，丧失服装行业市占率第一地位，被其他品牌赶超。**

自 2011 年美邦服饰在中国服装行业的市场占有率达到 1% 的顶峰后，市占率开始下降，并在 2013 年失去市占率第一的地位，被其他休闲品牌优衣库、海澜之家等品牌赶超。2012 年公司的市占率为 0.8%，13 年下降至 0.6%，2015 年美邦服饰在中国服装行业的市占率仅为 0.4%。

图 24：2013 年美邦服饰丧失服装行业市占率第一的地位（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：该数据抽取部分休闲品牌在服装行业的市占率，标注出的数据为美邦服饰的市占率情况。

● **渠道：线下渠道数量持续下降，线上电商渠道发展不及预期。**

1) **线下渠道**：这一时期公司部分门店持续亏损，导致闭店，使线下渠道数量持续下降，也直接影响公司业绩。2012 年公司门店数量为 5220 家，2013 年公司关闭了一些加盟店铺，新增 1000 多家直营门店，但是未见成效；直到 2015 年美邦仅有 3700 多家门店。

2) **线上渠道**：前文提到过，面对电商对于传统行业的冲击的背景下，美邦服饰在 2010 年推出了邦购网，虽然公司积极布局电商渠道，但是公司的线上渠道并没有向着预想

的方向发展，反而在经营 10 个月左右后以亏损 6000 万元宣布告终。公司的有范儿 APP 在连续冠名两季《奇葩说》后，于 2017 年 8 月下线离场。

图 25：公司线下渠道数量持续下滑（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：公司有范 APP 冠名《奇葩说》



资料来源：数极客，天风证券研究所

- **库存：**由于这一时期渠道数量减少，消费疲软等因素，使得公司库存持续走高，存货周转率逐年下降。2011 年公司业绩达到顶峰，同时其存货规模也达到这一时期的历史最高，为 25.60 亿元。随后几年公司开始对于库存进行清理，但存货周转率在这一时期整体仍呈现下滑态势，从 2012 年的 2.31 下降至 2015 年的 2.1。

图 27：公司在 2012-2016 年存货周转率整体呈下降态势（次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：公司自 12 年开始进入清库存之路（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 美邦到底做了什么，使业绩触底反弹

2016 年以来，美邦重新回归聚焦主业，从品牌&产品、渠道、零售、供应链等多角度进行升级，2018 年已初见成效，迎来营收拐点。

- **品牌&产品升级：多元化。**1) 主品牌 Meters/bonwe 升级裂变，全面向风格化及品质化生活方式品牌推进，产品上改变单一休闲风格，细化为五大风格（MTEE 街头潮趣、ASELF 森系、Novachic 都市轻商务、HYSTYL 潮流范、NEWear 休闲风），向多元时尚方向升级，适应当下年轻消费者的多元需求。未来需求更加细分，风格更加多元，在原有基础上增加设计师联名款等，产品风格也会根据市场进行持续动态调整。2) **品牌矩阵梳理**，集中资源发展 ME&CITY、Moomoo、ME&CITY KIDS 等高潜力品牌业务。
- **渠道升级**，提出以“购物中心”+“百城千店”并行发展战略。即首先多开直营购物中心大门店，成功树立直营形象标准店后，增强对加盟商新引力，再大规模向加盟渠道推广。

1) **“购物中心”战略：**2017 年召开“7.18”品牌发布大会，积极与万达、新城、印力等全国知名购物中心形成全面战略合作，新增店铺签约面积超 20 万 m<sup>2</sup>。2017H2 迎来新开店高潮，从 11 月“一日十店”到 12 月“一日百店”。我们认为首先进驻购物中心的门店多为直营模式，分布多位于一二线为主，目的为树立良好的品牌门店形象与提升零售竞争力。

2) “百城千店”战略：我们认为“百城千店”策略多针对三至五线的地县级市场，基于品牌、产品、门店的新升级，一方面对于传统街店进行升级改造后焕发新生，另一方面跟随商业地产下沉进驻新型购物中心等业态。此战略多用于对加盟的改革升级。2018 年召开第二届“7.18”招商大会，针对加盟商首创一站式服务体验，当天签约约 132 个项目，签约面积近 10 万 m<sup>2</sup>；

- **零售升级：门店管理标准化，单店模型测试完成，迭代加盟政策，引入类直营模式管理，探索品牌授权式轻资产运营模式。**

1) **确定新标准门店**：面积 1000 平以上，从门店选址到货陈列展示运营，输出直营标准化零售管理模式，单店盈利模型测试完成，预计大规模复制推广。

2) **预计采用新加盟政策，根据行业经验，我们预计公司将引入海澜之家男装式的类直营模式。**由于过去产品风格较少，加盟店铺偏小，管理难度较低；自从公司对产品进行改革后，直营标准门店面积增大，对于加盟商欠缺管理经验。我们预计公司将对于此采取新加盟政策，根据行业开店模式的经验，海澜之家男装式的类直营模式适合公司，我们预计公司将引入。新加盟商开千平以上标准店铺，负责人员工资和店铺租金，公司直接负责货品门店运营及管理，按收入比例分成。施行此政策后，将增强公司终端管理能力和掌控力。

3) **预计探索品牌授权式轻资产运营方式**：i) 将部分产品生产和设计同时交付拥有自主研发能力的品牌供应商，公司赋能渠道、品牌授权和终端零售管理，不再买断货品（不承担存货压力），合作销售，最终按收入分成，类似南极电商的品牌授权模式。ii) 将设计环节单独外包，与设计师进行合作，打造联名款，公司提供渠道、品牌和零售，类似柏堡龙的衣全球模式。**该模式下公司实现轻资产运营，完成后有望提升经营效率和盈利能力。**

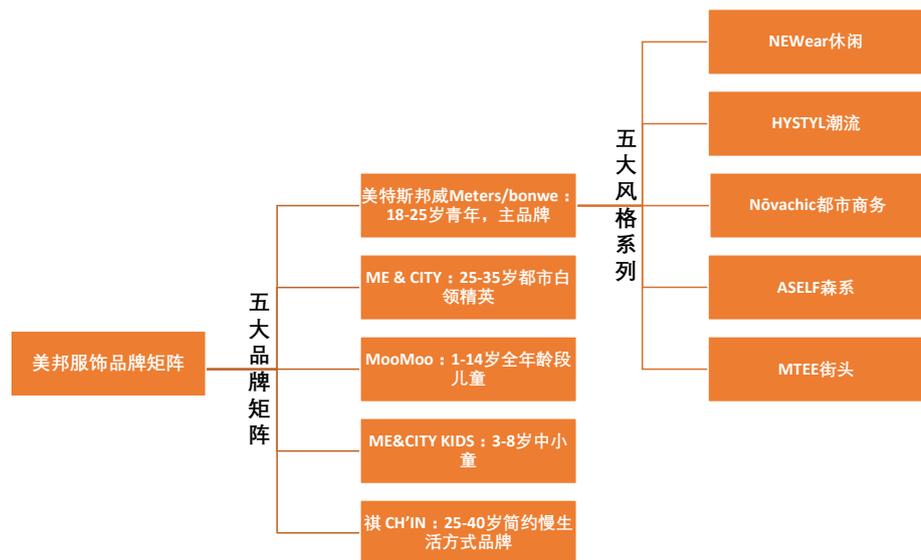
- **拟定增 15 亿，推进产品品牌升级和供应链升级及偿还银行贷款：**

**供应链升级改革：增加产品风格，提升产品性价比，提升经营效率。**i) 平衡风格款和基本款产品结构比例，总体减少 SKU 数目，提升单品采购规模，提升供应商集中度，提升产品性价比。ii) 存货管理精细化，在全国渠道内进行货品重组二次及多次销售，减少货品价值损耗，降低存货规模。综上最终达到供应链管理能力和经营效率提升。

## 2.1. 品牌&产品升级：多元化风格裂变和品牌矩阵梳理

**公司打造（5+5）多元化品牌与风格矩阵，向生活方式品牌升级**：2016 年，公司重新回归聚焦主业，基于对年轻消费者需求细分及多元化趋势的深入了解，将 Meters/bonwe 主品牌从原来传统单一的休闲风格转型裂变为五大风格系列的多元化生活方式品牌；对于品牌矩阵中的 ME&CITY、Moomoo、ME&CITY KIDS 及祺四大品牌，进行了内涵与价值的深度挖掘，明确各自核心目标消费群体，围绕不同生活态度或场景，对品牌定位、产品策略、产品设计等进行再定义。

图 29：2016 年以来公司打造多元化品牌与风格矩阵，向生活方式品牌升级



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.1.1. 主品牌由单一休闲风格裂变升级为全新五大风格。

主品牌裂变为五大风格，力求贴近新生代消费需求，升级为生活方式品牌。公司 2016 年进行品牌产品升级，主品牌美特斯·邦威重新定位 18-25 岁年轻消费者需求，为呈现出千禧一代多元化、个性化、细分化的生活态度，由原有单一休闲风格产品裂变为五大风格：即 ASELF (森系-简约森活)、HYSTYL (潮流范-弄潮为乐)、MTEE (街头潮趣-不趣不型)、NEWear (休闲风-青春不凡)、Nōvachic (都市轻商务-新鲜都市)。同时，在店铺场景设置中，以上五大风格多元融合，给消费者带来一站式时尚购物体验，力图将品牌从原有的单一风格，转变升级为多元生活方式品牌。

表 1：公司主品牌裂变为五大风格

大休闲类	公司由原来 18-25 岁目标客户	NEWear		聚焦年轻人的学院生活和休闲志趣；为正青春、追求青春的年轻人提供舒适放松的服饰；为年轻乐观的人提供追求自有梦想的生活方式。	
		HYSTYL		聚焦于街头文化的探索，通过街头嘻哈及摇滚元素的注入赋予品牌型酷时尚，向个性张扬的你传达一种理念。	
大都市类	逐步淡化年龄定位，以提供多元化穿衣体验，满足不同客户需求	Nōvachic		打破职场穿衣法则，为迎接职场新生活的人带来适应职场任何需求的第一套服饰，做好人生关键准备。	
		ASELF		我们常说“知己莫若己”，ASELF 推崇自然、质朴、文艺的生活概念，提供自然感和舒适感兼备的商品，传递“简约森活”的生活美学。	
跨界类		MTEE		集合多元文化，时刻关注年轻人的文化需求，以跨界合作作为设计元素，为乐于表现自我和有情怀的人，提供“不趣不型”的穿搭行头。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**Meters/bonwe 品牌风格改革后成效显著。**据年报及公告披露，2016 年主品牌直营销售收入同比增长 10%；2017 年前三季度零售收入同比下降 7%，降幅收窄；2017Q4 彻底改变近年来负增长的局面，零售收入同比增长 21%，其中 Meters/bonwe 品牌核心市场一二线城市 2017Q4 收入同店增长近 10%，12 月份单月同店增长 25%；2018Q1 零售收入同比增长 28%，延续良好趋势并加速，改革成效显著。**预计 2018 年美邦主品牌收入约 61 亿（预计同比增长 15%-20%），占比约 80%。**

2019 年预计主品牌在产品上持续改革区分：

- 1) 品牌定位对标优衣库，主打性价比，同时突出风格多样性的优势和差异性。
- 2) 需求更加细分，风格更加多元，以提供年轻时尚产品为导向，产品风格根据市场进行持续动态调整。将多元时尚的内涵强化到品牌内核，在原有五大风格基础上预计增加设计师联名款产品等，强化生活方式态度及场景式购物；
- 3) **SKU 方面：整体减少，优化结构。**平衡风格态度和基本深度款比例，预计为 80%态度款和 20%深度款；以态度款的不同风格用来引流，体现品牌特色；深挖深度款，加强供应链快速反应能力，减少部分供应商，加强产品质量管控，提升销量及收入规模。

### 2.1.2. 品牌矩阵梳理，重新定位后着力发展

**梳理品牌矩阵，品牌内涵再定义。**对于品牌矩阵中的 ME&CITY、Moomoo、ME&CITY KIDS 及祺四大品牌，公司进行了内涵与价值的深度挖掘，明确各自核心目标消费群体，围绕不同生活态度或场景，对品牌定位、产品策略、产品设计等进行再定义。例如：ME&CITY 提倡简洁、耐穿、精致，对标 Zara；祺提倡简约生活方式，对标 Muji 无印良品等。

表 2：公司服饰品类表

品牌名称	品牌梯度	品牌标识	品牌风格	创立时间
Meters/bonwe	核心品牌		18-25 岁青年 校园、街头、简约、职场和跨界	1995
ME&CITY	核心品牌		25-35 岁都市白领精英 极致简约、实用耐穿、精于细节	2008
Moomoo	新兴品牌		1-14 岁儿童 中产阶级父母 注重品质、舒适、多彩、百搭	2011
ME&CITY KIDS	新兴品牌	 米喜迪	3-8 岁儿童 面向中产阶级追求品质的父母	2009
CH'IN	初创品牌		25-40 岁 简约、慢生活、环保意识人群	2011

资料来源：公司官网，天风证券研究所

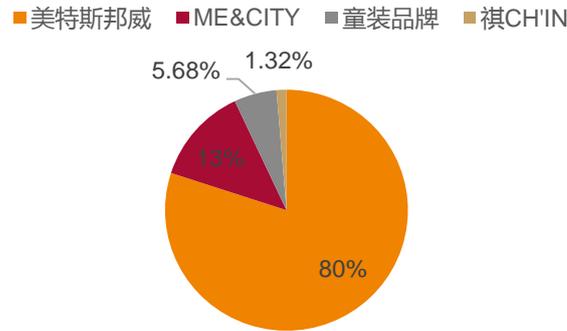
**公司品牌矩阵仍以 Meters/bonwe 为核心，着力发展 ME&CITY、Moomoo、ME&CITY KIDS 等高潜力品牌业务。**对于其他品牌，定位清晰后发展不俗。

- **ME&CITY 品牌精准聚焦以及基于设计与品质的高性价比。**对标 ZARA，相同点在于产品时尚态度多元化，差异性在于 MC 更加高品质，性价比更高。2016 年收入增长 24%，2017 年零售收入同比增长 21%，预计 2018 年收入约 10 亿元（预计增长 25%-30%），占比约 13%。
- **Moomoo 和 ME&CITY KIDS 童装品牌明确互补的差异化定位。**MooMoo 更加大众化，对标巴拉巴拉，为 1-14 岁全年龄段儿童提供一站式（包含鞋服配饰等全品类）服饰；ME&CITY KIDS，定位新中产和中高端，聚焦 3-8 岁学龄前后的中小童，其中，中童风格更加多元化，包含休闲、简约、潮流 IP 等。2016 年童装实现销售收入同比增长 41%，2017 年实现店铺零售收入同比增长 32%，预计 2018 年收入 4 亿元（预计高双位

数增长), 占比约 5%-6%。

- **CH' IN 祺: 生活方式品牌。**创办于 2001 年, 截止 2003 年销售额超过 1 亿, 但由于公司聚焦单品牌战略暂缓拓展。2017 年重启品牌, 风格定位类似 Muji, 但是更具服饰方面的优势, 成衣与鞋履配饰占全产品的 70%。2017 年在上海新天地开设第一家独立门店。未来拓展主要以一二线为主, 三线为辅, 仅直营运营, 重点为购物中心。2018 年收入预计不到 1 亿元。

图 30: 公司 2018 年预计各品牌收入占比



资料来源: 公司年报, 公司公告, 天风证券研究所

## 2.2. 渠道升级: “购物中心” + “百城千店”, 直营先行, 吸引带动加盟

**线下渠道: 提出购物中心+ “百城千店” 策略并行, 紧抓消费升级结构及趋势, 实现渠道结构优化与总量覆盖。我们认为即首先多开直营购物中心大门店, 成功树立直营形象标准店后, 增强对加盟商新引力, 再大规模向加盟渠道推广。**

1) “购物中心” 战略: 2017 年召开 “7.18” 品牌发布会, 积极与万达、新城、印力等全国知名购物中心形成全面战略合作, 新增店铺签约面积超 20 万 m<sup>2</sup>。2017H2 迎来新开店高潮, 从 11 月 “一日十店” 到 12 月 “一日百店”。我们认为首先进驻购物中心的门店多为直营模式, 分布多位于一二线为主, 目的为树立良好的品牌门店形象与提升零售竞争力。

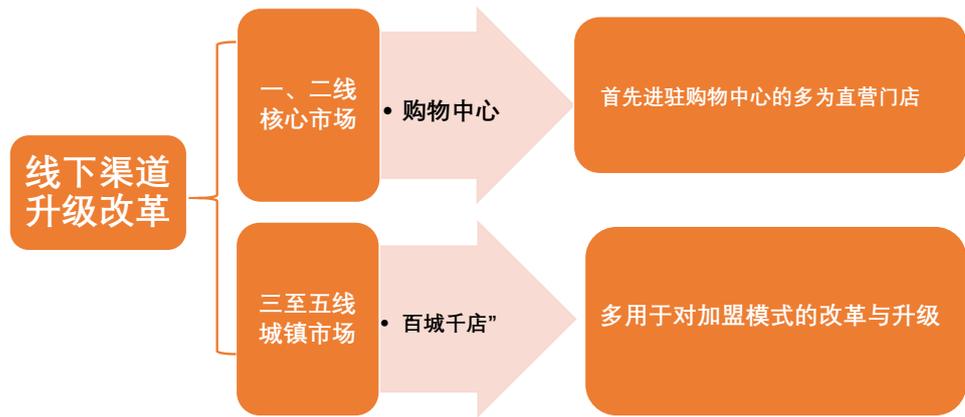
2) “百城千店” 战略: 基于对城镇消费升级较大空间的认知, 与自身品牌、产品、门店的新升级, 公司 “百城千店” 一方面对于传统街边店进行升级改造后焕发新生, 另一方面跟随商业地产下沉进驻新型购物中心等业态。我们认为此策略多针对三至五线的地县级市场, 多用于对加盟模式的改革与升级。2018 年 “7.18” 招商会, 针对加盟商首创一站式服务体验, 当天签约约 132 个项目, 签约面积近 10 万 m<sup>2</sup>。

**线上渠道: 目前多为处理存货, 未来实行 O2O 打通线下。**

### 2.2.1. 线下渠道: 购物中心+ “百城千店” 策略并行, 直营先行, 吸引带动加盟

**线下渠道布局模式: 直营带动吸引加盟, 在一、二线城市首先树立直营标杆购物中心大门店, 树立良好的品牌形象与提升零售竞争力, 测试形成单店模式; 在三至五线城市, 通过招商会推介形式, 吸引带动签约多家加盟商, 打造 “百城千店” 渠道下沉。**

图 31: 公司线下渠道布局策略



资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

公司紧紧抓住城镇消费升级与城镇化崛起带来的增长空间，全面覆盖。以“百城千店”+购物中心并行发展策略，借助近几年聚焦核心市场发展的竞争力优势，进一步以“百城千店”策略深化地县级市场为发展，重新建立全面覆盖从一线城市到县镇级市场的发展空间机会。未来，美邦双管齐下，更注重有质量的发展：在街铺重点开发家庭式全价值链商品生活方式体验店，在购物中心重点开发极致品牌态度生活方式体验店。

#### 2.2.1.1. 事件：2017-2018 年，两届 7.18 招商会分别对直营和加盟渠道产生深远意义

2017 年 7 月 18 日，公司在上海总部举行品牌升级发布会。

- 会上周总宣布品牌升级方向从传统单一休闲风格裂变为表达多种态度和体验的多元生活方式品牌，同时，以创新概念推出综合风格店铺模式，强化全品类的特性。
- 品牌走秀展示，全面展现 MetersBonwe 五大风格主题，同时五位风格代言人齐亮相，深化产品的五大风格形象。
- 参会嘉宾主要有：印力董事长、王府井董事、新城总裁、银泰 CEO、万达副总裁等众多商业大咖。

继 2017 年“7.18”品牌发布会之后，公司与全国知名购物中心战略合作，开出多家直营形象店，17H2 迎来开店潮。此前，公司门店及货品较难进购物中心，但在发布会后，与大多知名购物中心均达成战略合作。如：万达、新城、印力置业、爱琴海、光控安石、鲁能集团等知名商业连锁体系达成协议或战略合作。新增店铺签约面积超 20 万 m<sup>2</sup>。2017H2 迎来新开店高潮，从 11 月“一日十店”到 12 月“一日百店”，截止 2017 年 12 月，预计新开约 160 家购物中心店。

截至 2018 年 6 月，美邦已进驻了诸多大型购物中心。如：上海五角场万达、武汉汉街万达、北京蓝色港湾、成都龙湖金楠天街、上海月星环球港、上海龙湖宝山天街、济南世茂国际、青岛新城吾悦、上海颀桥万达等大型购物中心，为公司以后在购物中心体系的发展奠定了良好的基础。

图 32：产品升级发布会现场

图 33：五位新风格形象代言人亮相



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所



资料来源：第一财经，天风证券研究所

2018年7月18日，公司在总部举办全品牌“一站式”项目招商会。旨在更好的在地级、县级、镇级市场推广美邦全品牌“百城千店”发展策略，公司将考察完毕的数百个黄金铺位一次性推出，加盟商无需东奔西走，可以享受一站式投资体验。

当日签约百个项目以上，反响热烈。在当日的签约仪式之上，约132个项目成功签约，签约面积近10万平米，盛况空前。自2017年“718”招商会至2018年12月，公司开出直营形象店400家以上，营业面积约102万平米。预计公司未来持续加快开店扩张的速度，真正做到以店引店，以资引资。

图 34：2018 年“7.18”招商会现场

图 35：2018 年招商会签约规模



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.2.2. 渠道改革初见成效：直营门店先行升级，加盟不断增长，渠道营业面积总体上升

直营门店形象升级，货品、陈列、广告投放、增加体验等多重改变。我们以上海五角场万达门店为例，该门店为全风格旗舰店，营业面积约970平方米，集合了ASELF、HYSTYL等五大风格产品。除货品齐全外，门店还提供了多种生活场景供消费者体验，如MTEE服饰区放置了三台游戏机和沙发，还有虚拟试衣等。

相比于老店铺，上海五角场万达店明亮舒适的店铺，完整的陈列色彩搭配动线为消费者提供了多元的购物体验，令消费者完全颠覆了以往对于Metersbonwe的印象，新颖货品让人爱不释手，这缘于品牌形象的提升，消费者对产品的认可度提高。

图 36：美特斯邦威传统门店形象

图 37：美特斯邦威上海五角场新店形象



资料来源：搜铺网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

门店数量方面，我们对公司历年门店数目进行梳理（其中 2013-15 年没有公告具体数据，由平滑推测得出）后得出：

- 2016 年经过产品品牌升级后，扭转前几年净关店趋势变为净开店，门店数量同比 2015 年净增 200-250 家至 3972 家。产品品牌改革见效。
- 2017 年门店数目整体小幅减少，但结构开始优化，直营门店数量比例上升至 27%，体现为新开购物中心大店增加。2017 年末公司拥有门店 3791 家（同比净减 181 家），其中直营门店 1022 家（-43 家），加盟门店 2769 家（-138 家），直营：加盟比例约为 7.3:2.7。
- 我们预计 2018 年，总门店数目在 3500-3600 家，直营门店比例约 30%，其中购物中心店共约 600-700 家。
- 通过直营门店的带动吸引，加盟门店数量未来有望进一步提升。

图 38：门店总数持续调整



资料来源：公司公告，天风证券研究所

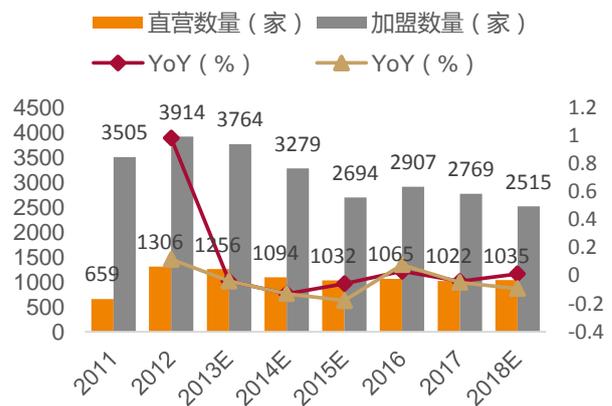
表 3：2017 年以来直营门店占比提升

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总门店	4851	4025	3726	3972	3791	3550	3620	3710
直营门店	901	945	1032	1065	1022	1035	1055	1075
占比	18.6%	23.5%	27.7%	26.8%	27.0%	29.2%	29.1%	29.0%
加盟门店	3950	3080	2694	2907	2769	2515	2565	2635
占比	81.4%	76.5%	72.3%	73.2%	73.0%	70.8%	70.9%	71.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：2017 年来直营业收入占比提升较快

图 39：直营数量不断提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
直营收入	3615.89	2929.06	2867.59	2952.75	2968.99	3265.89	3592.48	3951.73
YOY	-21.6%	-19.0%	-2.1%	3.0%	0.6%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	45.8%	44.2%	45.6%	45.3%	45.9%	42.6%	41.4%	40.4%
加盟收入	3982.00	3399.38	2848.85	2568.78	2264.38	2833.84	3320.16	3841.99
YOY	-17.8%	-14.6%	-16.2%	-9.8%	-11.9%	25.1%	17.2%	15.7%
占比	50.5%	51.3%	45.3%	39.4%	35.0%	37.0%	38.3%	39.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

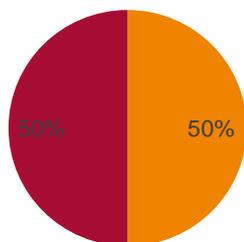
**开店面积：单店面积快速提升。公司在店铺数量下降的同时，营业面积快速提升，大店比例显著上升。**

- 公司公告披露 2018 年 1-6 月新开店面积约 12 万平米，同期店铺数量下降约 250 余家。
- 我们预计 2018 年新增店铺面积约 30 万平米，渠道面积总计约 90 万平米以上，店均 250-300 平。
- 新开店铺大部分面积较大，街店一般在 400-500 平米左右，购物中心及大型商业街标准店在 1000 平米以上。

**渠道结构：2018 年预计一二线核心市场与三至五线城市比例约为 50%：50%，未来随“百城千店”及“完美城镇”的策略不断落实发展，低线城市门店比例有望显著提高；预计 2018 年渠道中购物中心：街边店：其他=18%：75%：7%，未来购物中心比例有望进一步提升。**

图 40：2018 年预计渠道结构

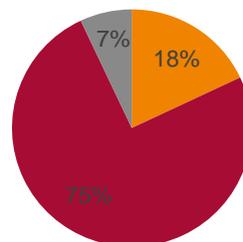
■ 一二线核心城市 ■ 三至五线城市



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：2018 年预计渠道结构占比

■ 购物中心店 ■ 街边店 ■ 其他



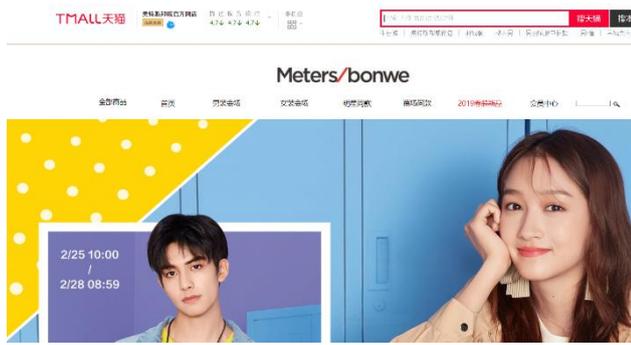
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2.3. 线上渠道：目前以处理存货为主，未来实行 O2O 与线下打通

公司在自营电商及第三方合作平台的持续快速发展。公司线上销售的主要渠道分为自营电商平台与第三方线上平台两类。

图 42：天猫美邦旗舰店

图 43：公司自营电商平台“邦购网”



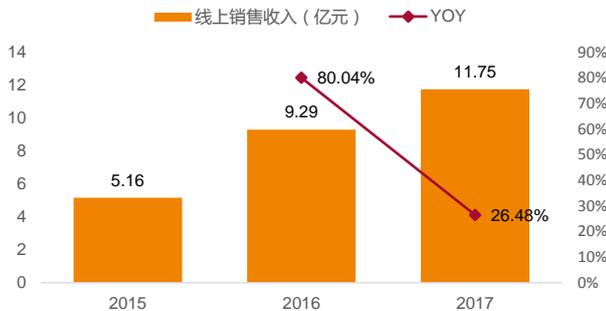
资料来源：天猫商城，天风证券研究所



资料来源：邦购网，天风证券研究所

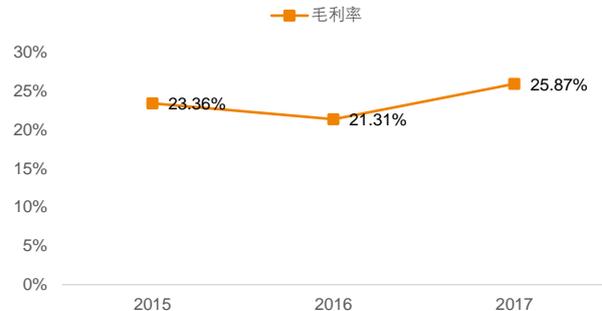
2017 年线上销售合计 11.75 亿元，同比增长 26.49%，占比约 18%。主要系淘宝天猫和唯品会平台营运提升，以及公司积极通过线上平台以最优价格向消费者提供高性价比产品。2017 年毛利率仅为 25.87%，与线下直营 50%和加盟 40%的毛利率有较大差异，我们预计线上主要为过季存货处理。

图 44：线上收入持续上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 45：线上收入毛利率较低



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**线上业务定位：**目前主要为处理存货平台，未来实行 O2O 做线上线下整合打通。公司将电商定位为类似线下的门店渠道，未来将实行货品完全整合流通，同款同价。我们认为线上线下完全整合需要时间过渡，短期看公司线上依然以处理存货为主，同时提供线上专供款和部分的线上线下同款同价。**鉴于存货规模下降，我们预计 2019 年线上收入增长约 15%。**

### 2.3. 零售升级：地方直营子公司管理输出，引入类直营模式增强终端掌控力

**标准单店模型测试完毕，具备大规模复制推广基础。**经过产品渠道两年改革和 1 年的直营运营，我们认为较大面积的店面能够最好的呈现产品品类、风格、服务和管理，同时兼具盈利性。

**加盟渠道复制推广单店模型，公司输出直营管理经验和模式。**针对老加盟商门店的升级改造，公司通过当地直营子公司进行商品运营协助和赋能。在商品流通管理方面，推出“货架包”策略，即标准化的商品组合管理方式。多角度改善管理：如从货品存量、店铺选址、风格搭配等维度匹配商品价格、尺码、品类、陈列展示等要素，形成标准化的货架式结构和框架，完成商品运营层面的升级。

**加盟政策迭代，预计引入海澜之家男装式的类直营模式。**对于新加盟商，预计公司将采用类直营模式，由加盟商做资金投入（店铺租金、人员工资等），其余包含商品流通运营、人员管理招聘等均由公司直接负责，其中存货风险由公司承担，减轻加盟商负担。最终按销售额进行阶梯制的比例分成。

**尝试品牌授权和设计合作，轻资产运营提升盈利能力：**1) 公司将部分产品生产和设计同时交付拥有自主研发能力的品牌供应商，公司赋能渠道、品牌授权和终端零售管理，不再

买断货品（不承担存货压力），合作销售，最终按收入分成，类似南极电商的品牌授权模式。2）将设计环节单独外包，与设计师进行合作，打造联名款，公司提供渠道、品牌和零售，类似柏堡龙的衣全球模式。

图 46：公司零售升级阶段策略



资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 拟定增 15 亿，深入推进品牌、产品、零售及供应链升级

公司于 2019 年 2 月 1 日发布定增预案公告，拟募集 15 亿元，发行数量 5.03 亿股。其中用于品牌升级与产品供应链转型 11.95 亿元，偿还银行贷款 3.05 亿元。

表 5：增发募集资金用途

募集资金用途	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	具体投向
品牌升级与产品供应链转型项目	品牌升级与形象更新	50000		品牌宣传推广
	供应链模式转型	10000		项目实施费用
	信息技术管理系统与零售大数据平台	51940	27800	信息技术管理系统 零售大数据平台
	门店升级改造	74059	41900	多元化品牌与智慧门店升级
	新设门店建设	134026	49800	直营门店
	<b>合计</b>	<b>320025</b>	<b>119500</b>	
偿还银行贷款		30500	30500	
<b>合计</b>		<b>350525</b>	<b>150000</b>	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据定增方案，可以看到公司对于本次主业改革和转型信心和决心重大，总投入资金高达 32 亿元，并已用自有资金先行投入。具体来看：

- **品牌升级与形象更新：对应品牌产品升级。**由传统单一风格升级为多元风格，同时对应产品设计风格改变及形象营销升级（如更换代言人等），拟投入费用约 5 亿元。
- **供应链模式转型：升级后体现为两大方面。**1）产品设计开发：公司将部分产品设计交付拥有自主研发能力的品牌供应商，提高市场需求和设计的匹配度。2）零售：与品牌供应商合作时改为零售合作分成制，公司不需要承担产品的生产成本和库存风险，在销售实现后依据比例进行分成。该模式下公司实现轻资产运营，完成后有望提升经营效率和盈利能力。拟投入资金 1 亿元。

- **信息技术管理系统与零售大数据平台：对应零售升级。**通过信息系统升级，提升了公司整体信息化水平，加强了产业链各部分之间的联系，有利于提升管理决策效率；数据平台建设可以快速获取、分析产品数据、运营数据、产业链数据等，能够全面及时了解运营状况和市场趋势，为公司制定商品计划及精准营销提供数据支撑，是保证动销和零售能力的基础。**该项目总投入资金约 5.2 亿元。**
- **渠道建设：包含门店升级改造和新设门店建设，对应渠道升级。**其中门店升级改造总投入约 7.4 亿，新建门店（直营店）约 13.4 亿。

总项目建设周期 36 个月，项目税后内部收益率约 17.75%。

**偿还银行贷款 3.05 亿元，优化资本结构，降低财务费用。**截止 2018 年 9 月，公司资产负债率达 59.84%，偿还后有望下降至 47.63%，优化资本结构；同时可为公司节省年利息支出约 1,326.75 万元，提升盈利能力。

### 3. 为什么我们认为 2019 年迎来净利润拐点？

我们预计公司 2019 年有望成为净利润拐点首年，净利润有望达到约 4.5 亿，净利率有望提升至 5%；随后随着公司改革红利不断释放，净利率有望在 2-3 年内恢复到 10%左右。

**理由概括为：大力发展加盟模式，收入提升，以门店费用为主的销售费用显著下降，经营效率提升，存货跌价等资产减值损失下降。**

- 1、**营收：**预计 2019 年线下同店 10%增长，新开店方面，加盟为主，直营放缓，整体面积高单位数增长；线上约 10%-15%增长；综合营收预计增长 13%-15%
- 2、**毛利率：**预计 2019 年货品管理精细化，过季库存和折扣率有望降低，提升毛利率；综合我们预计提升 1pct，约为 48%。
- 3、**销售费用率：**有别于 2018 年，我们预计 2019 年公司将以加盟门店扩张为主，直营扩张为辅；销售费用率有望下降 2pct 至 35%。
- 4、**管理费用：**2019 年提升经营管理效率，管理费用率有望下降，我们预计下降约 0.5-0.6pct，约为 3.5%左右。
- 5、**财务费用：**增发后，有望减少利息支出，预计约 1000 万元。
- 6、**存货减值损失：**在供应链管理升级后，存货管理更为精细，存货规模有望同比 2018 年降低 50%。存货减值损失方面我们预计同比 2018 年下降 50%左右，约 1.1 亿。
- 7、**其他减值损失：**直营渠道的调整接近尾声，我们预计长期待摊费用减值损失有望减少，预计同比 2018 年减少计提 50%，约 2000 万；应收账款的坏账损失有待进一步跟踪，暂时维持 2018 年同期水平，约 4800 万。

综上，预计 2019 年毛利率为 48%，费用率约 39%，资产减值损失率约为 2.3%，扣税后预计归母净利率，约为 5%，归母净利润绝对值约为 4.4 亿（+926.3%），成为利润拐点。

#### 3.1. 收入及毛利率：改革效果明显，2018 年为营收拐点

**公司转型效果业绩逐步显现，2018 年成为营收拐点。**2018 年预计实现 76.65 亿（+18.42%）实现正增长；净利润扭亏微利，营业利润 5640 万，归母净利润 4291 万。

图 47：2018 年公司营收逐步扭亏（万元，%）

图 48：2018 年公司归母净利润呈正增长（万元，%）



资料来源: wind, 天风证券研究所



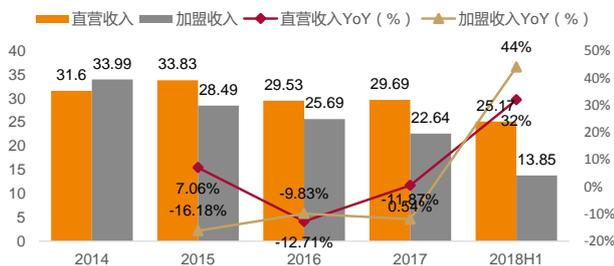
资料来源: wind, 天风证券研究所

从收入模式拆分: 无论直营还是加盟, 在 2017 年“7.18”招商会之后负增长趋势明显收窄, 2018H1 大幅改善。结构看, 加盟收入比例提高, 预计 2019 年大力发展加盟情况下, 趋势得以延续。

- 2017 年改革后, 直营收入当年止跌, 微升 0.54%, 效果明显。
- 2018H1, 直营收入为 25.17 亿元, 同比增长 32%; 加盟收入为 13.85 亿元, 同比增长 44%, 大幅改善, 迎来收入拐点。加盟增速高于直营预计是低基数影响。
- 边际结构看, 2017 年直营: 加盟=65%: 35%, 预计 2018 年直营: 加盟收入约为 63%: 37%, 2019 年预计直营: 加盟=62%: 38%。
- 2019 年营收预计双位数增长, 直营同店贡献较大, 加盟占比提升。直营方面, 预计公司会放缓开店节奏, 主要靠同店和次新店增长, 预计增长 10%; 加盟方面, 由于公司加大支持和投入, 以及基数较低, 预计收入增长较快, 预计增长 17%。

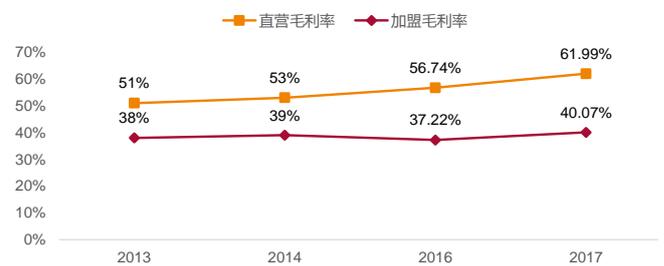
毛利率看, 预计 2019 年较 2018 年有所上升。2016 年改革后, 2017 年直营毛利率呈现快速提升趋势。2018H1 由于产品提升性价比, 产生了部分降价, 且线上存货处理较多, 直营毛利率 50.33% (-4.32pct), 加盟为 40.3% (-3.22pct) 有所降低, 预计 2018 年毛利率约为 47%。2019 年, 随公司对货品精细化管理能力提升, 过季存货和折扣率预计有所下降, 毛利率有望提升 1pct 至 48%。

图 49: 2018 年收入拐点来临



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 50: 毛利率有提升趋势



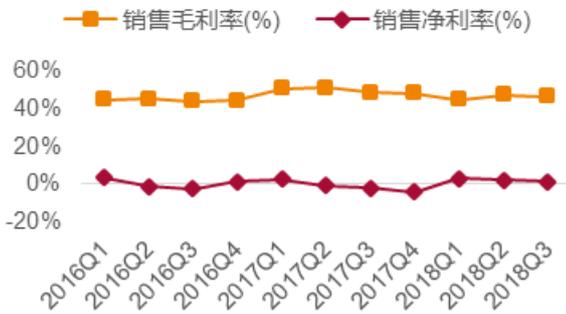
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.2. 费用端: 发展加盟模式降低销售费用率, 经营效率提升降低管理、财务费用率

销售费用率过高侵蚀利润, 直营门店相关费用高昂为主要原因。公司毛利率近三年处于 40% 左右水平, 而净利率近三年在 1% 上下徘徊, 甚至为负。毛利率与净利率相差较大, 主要系由于公司费用支出较高, 其中以销售费用率为主。销售费用率近三年保持在 40% 左右。再拆分发现, 门店相关的租金装修费、员工工资、装修费用合计占销售费用的 75%, 直营门

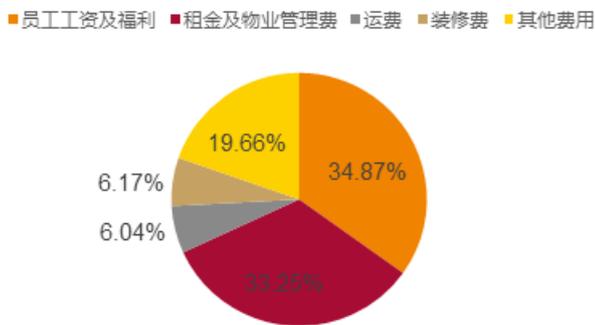
店费用高昂。

图 51: 公司净利率与毛利率之间相差较大 (%)



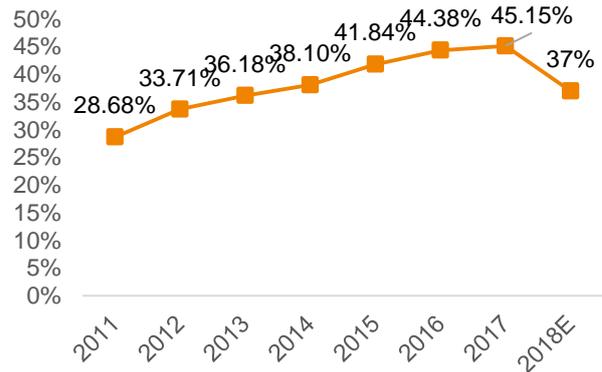
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 53: 2017 年公司租金及物业管理费占第二大比重 (%)



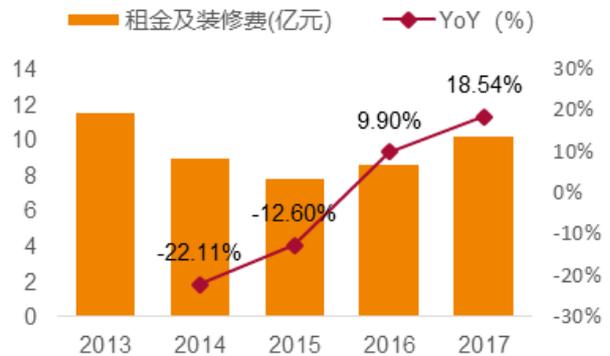
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 52: 销售费用率 (万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 54: 租金及物业管理费合并装修费逐年上升 (亿元, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年加盟门店比例提升, 预计将显著降低销售费用率。加盟模式下, 公司不承担门店租金、装修和员工工资, 费用投入大大降低, 预计 2019 年加盟门店比例上升, 带动整体销售费用率下降 2pct 至 35%。

2019 年预计持续优化组织结构, 提升经营管理效率, 管理费用率有望下降至 3.5%, 同时增发偿还银行贷款后将显著降低利息费用和财务费用, 预计约 1000 万元。

### 3.3. 资产减值损失: 供应链管理升级降低存货规模及减值损失

**总量看: 存货积压逐渐清理, 增长速度降低。**2017 年存货压力较大, 存货规模约为 25.65 亿元, 同比增长 39.59%; 2018Q1-3 存货规模 24.84 亿元, 同比增长 11.97%, 预计 2018 年存货规模约为 23 亿, 增长速度显著降低。

**结构看, 库龄结构相对健康, 减值压力逐渐释放。**2017 年存货规模虽然较大, 但库龄结构相对健康, 1 年内货品占比达到 85%, 预计主要为直营门店备货; 2018H1 依然保持良好结构, 1 年内货品达到 81%, 3 年以上的仅有 2%; 2018 年存货减值计提约 2.2 亿元, 相对充分, 边际看 2019 年减值压力减小。

2019 年库存管理更为精细化, 减少货品价值损失, 提升经营效率。渠道铺设的完善和零售终端管理能力的提升, 使公司有能力将滞销款进行全国范围内流通, 加上风格多样的搭配, 可以进行二次或多次组货销售, 提升产品折扣率和价值; 避免过去单纯通过特卖或线上处理, 减少货品价值损失, 提升经营效率, 降低折扣率, 提升毛利率和降低存货规模。我们预计 2019 年存货减值损失较同期有望降低 50%, 约 1.1 亿元。

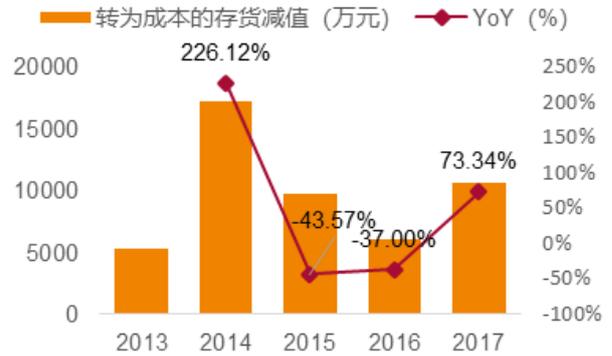
图 55: 公司存货规模 (万元, %)

图 56: 转为成本的当期存货减值 (万元, %)



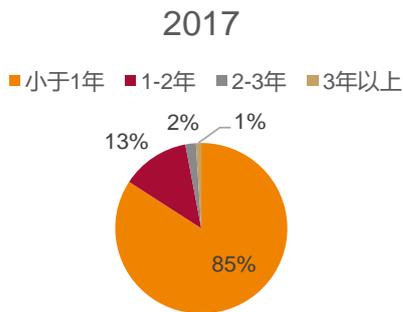
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 57: 2017 年存货库龄结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 58: 2018H1 存货库龄结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**其他资产减值损失:** 直营渠道的调整接近尾声, 我们预计长期待摊费用减值损失有望减少, 预计同比 2018 年减少计提 50%, 约 2000 万; 应收账款的坏账损失有待进一步跟踪, 暂时维持 2018 年同期水平, 约 4800 万。

## 4. 对标李宁、波司登: 迎来拐点, 上升空间较大

美邦服饰通过品牌、产品、渠道和零售的全面升级, 业绩逐步恢复。而近年来我们发现, 一些曾经辉煌而后业绩跌入低谷的一些国产品牌通过自身对于品牌、产品等方面的改革升级, 业绩已经逐步恢复, 并已经明显体现在股价层面; 如李宁和波司登。我们认为目前美邦服饰所处的阶段与业绩复苏和恢复时期的李宁和波司登相似; 随着美邦服饰业绩或 20 迎来向上拐点, 最终有望在股价层面有所体现。

### 4.1. 李宁: 2015 年业绩逐步恢复, 18 年年初至今, 股价涨幅达到 75%

李宁在 2011 年-2014 年期间, 由于外部行业需求动力不足, 竞争愈发激烈; 同时行业内库存积压使行业进入清库存的调整周期; 而李宁自身由于前期渠道的快速扩张, 终端门店能力管理能力较弱, 销售滞后, 加重库存积压; 同时在品牌转型和战略定位上出现失误, 使李宁在这一时期业绩持续低迷, 股价也低迷不振。

但是公司自 2015 年以来, 李宁业绩逐步恢复。

1) **渠道端: 线下:** 公司通过关闭低效门店、翻新店面来提升渠道的整体质量, 从而提升零售运营能力; 另外公司提升直营门店比例提升整体盈利能力, 18H1 李宁直营业务占比达到 34%; **线上:** 李宁大力发展电商渠道业务, 实现线上线下渠道整合和互通, 电商业务占比逐年提升, 18H1 达到 22%, 18 年上半年李宁电商渠道实现 10.21 亿元 (+38%)。直营和电商渠道的占比提升大大提高了公司的盈利能力, 拉动公司毛利率水平。

2) **产品端:** 通过专注五大核心品类, 进行产品升级, 探索运动与时尚、休闲、娱乐的结合, 配合特色营销手段。提升产品力。这使得公司新品销售占比逐步提升, 提升盈利能力,

2018H1 李宁新品销售占比达到 81%，相比 15 年提升 15pct。

3) **费用端**：公司严控费用，缩减广告费用支出，减少不必要的开支。18H1 公司广告及市场推广费占营收比重下降至 10.5%，从而提升公司净利率水平。

4) **精细化管理**：通过供应链、物流、渠道等方面的同步升级，优化管理能力，公司的运营效率得到提升；

5) **开展新的产品线 and 系列**：中国李宁运动时尚高端系列不仅为李宁带来了更多话题讨论度，也促进了公司产品销售的进一步提升；同时中国李宁可以为公司传统运动产品带来更多的流量，提升销售机会。另外李宁 YOUNG 童装也是公司新的发力点，持续贡献公司业绩。

通过公司一系列的措施，公司的业绩在 2015 年开始逐步恢复，2018 年上半年公司实现营收 47.13 亿元，同比增长 18%；实现净利润 2.69 亿元，同比增长 42.33%。在这一时期（15 年 12 月 31 日-2019 年 3 月 9 日），公司的股价涨幅达到 165.55%，从 18 年年初至今，公司股价涨幅达到 75.36%。

图 59：李宁业绩自 2015 年业绩开始恢复，股价有所上涨（亿元、%）（收盘价：港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4.2. 波司登：2016 财年业绩开始恢复，18 年年初至今股价涨幅 151%

与李宁相似，波司登在 2013-2016 财年期间，业绩持续低迷，营收连续三年负增长。主要是由于外部服装行业整体持续低迷，消费疲软，竞争加剧；波司登自身品牌形象老化，产品差异化不足使得波司登的产品和品牌竞争力较弱，形成较大的库存积压；渠道端直营门店增加也使费用端大幅上涨，影响业绩。这一时期，波司登的股价持续低迷。

但自 2016 财年开始，公司的业绩开始改善。

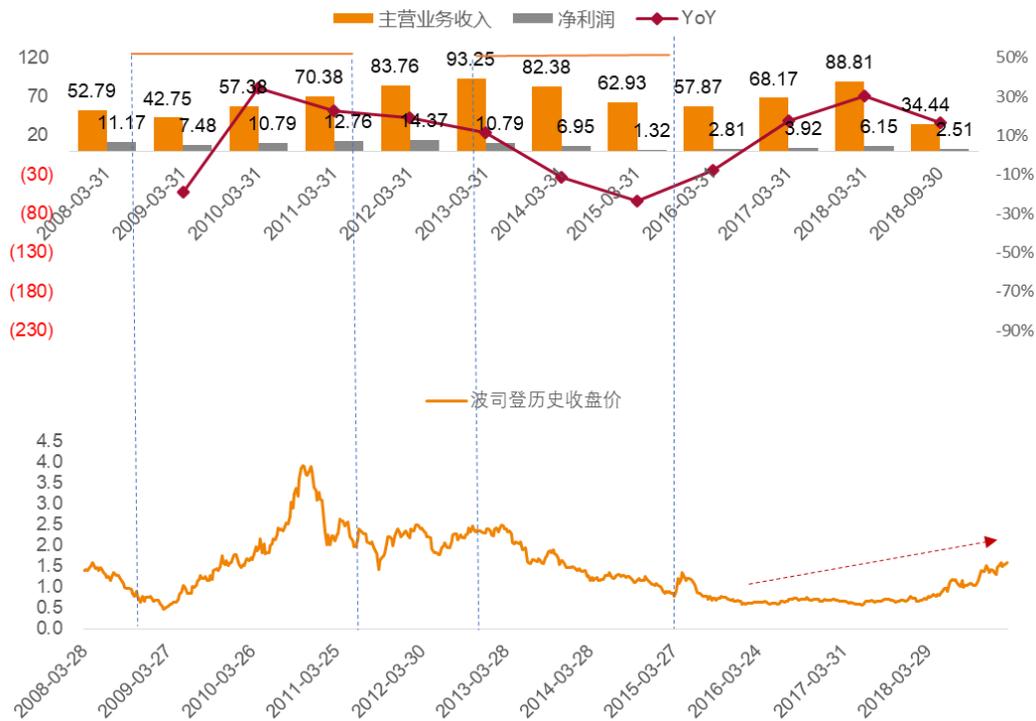
1) **渠道端：线下**：① 优化渠道结构。波司登通过关闭大量低效的百货寄售网点，并升级终端门店形象，开设大型旗舰店，提升直营门店比例，以提升品牌形象和渠道质量，公司渠道数量由 13/14 财年的 11652 家门店减少至目前的 4559 家。② 利用 POS 信息系统提升对于终端渠道的掌控能力。**线上**：以往公司的线上渠道主要是以清理存货为主，16 财年开始，公司专设电商团队，发展线上渠道，18 财年线上销售占比超过 20%。

2) **产品端**: 加强与海外知名设计师合作, 推出系列合作款和高端系列, 进行产品升级, 提升产品能力, 配合特色营销手段, 提升产品的购买潜力。

3) **提升运营效率**: 打造优质快反供应链, 提升整体运营效率。公司通过国内 6 大工厂和 O2O 全渠道的基础, 实现精细化管理和智能的生产安排; 同时通过升级物流仓储系统能够实现智能补货, 提升整体供应链反应速度, 提升运营效率。

由此, 波司登在 2016 财年开始业绩逐步恢复, 截至 2019 年上半财年, 公司实现营收 34.44 亿元, 同比增长 16.4%; 归母净利润 2.51 亿元, 同比增长 43.9%。在这一时期 (16 年 3 月 31 日-2019 年 3 月 9 日), 公司的股价涨幅达到 190.1%, 从 18 年年初至今, 公司股价涨幅达到 151.72%。

图 60: 波司登自 2016 财年开始业绩恢复, 股价有所上涨 (亿元、%) (收盘价: 港元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

公司 2016 年以来对于品牌&产品、渠道、零售升级已显现成效, 2018 年为营收拐点, 我们预计 2019 年或将迎来利润拐点, 且未来 2-3 年内有望逐渐恢复至行业平均净利率水平。

表 6: 直营加盟拆分收入

单位 (百万元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	6294.78	6519.19	6472.36	7664.73	8672.64	9946.05
YOY	-4.9%	3.6%	-0.7%	18.4%	13.2%	14.7%
线下收入	5716.44	5521.53	5233.37	6099.73	6912.64	7904.85
YOY	-9.7%	-3.4%	-5.2%	16.6%	13.3%	14.4%
直营收入	2867.59	2952.75	2968.99	3265.89	3592.48	4023.58
YOY	-2.10%	2.97%	0.55%	10.00%	10.00%	12.00%
加盟收入	2848.85	2568.78	2264.38	2833.84	3320.16	3881.27
YOY	-16.2%	-9.8%	-11.9%	25.1%	17.2%	16.9%
线上收入	515.53	929.40	1175.60	1500.00	1695.00	1966.20
YOY	0.5%	80.3%	26.5%	27.6%	13.0%	16.0%
其他收入	62.8	68.3	63.4	65.0	65.0	75.0

主营业务成本	3523.82	3667.92	3401.18	4062.31	4509.77	5122.21
YOY	-2.9%	4.1%	-7.3%	19.4%	11.0%	13.6%
毛利	2770.96	2851.27	3071.17	3602.42	4162.87	4823.83
毛利率	44.0%	43.7%	47.5%	47.0%	48.0%	48.5%
销售费用	2194.49	2445.98	2580.65	2835.95	3035.42	3431.39
销售费用率	34.9%	37.5%	39.9%	37.0%	35.0%	34.5%
管理费用	322.35	333.04	276.84	314.68	303.54	338.17
管理费用率	5.1%	5.1%	4.3%	4.1%	3.5%	3.4%
财务费用	116.58	114.07	64.97	65.97	47.81	11.20
财务费用率	1.9%	1.7%	1.0%	0.9%	0.6%	0.1%
资产减值损失	236.57	326.15	453.43	310.10	200.00	150.00
占比营业收入	3.8%	5.0%	7.0%	4.0%	2.3%	1.5%
投资收益	-0.64	571.50	38.65	37.00	10.00	20.00
营业利润	36.16	-304.80	-305.55	56.40	523.11	837.36
归母净利润	-431.92	36.16	-304.80	42.91	440.39	665.89
归母净利率	-6.9%	0.6%	-4.7%	0.6%	5.1%	6.7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们按照 PE 及 PS 两种相对估值纺服进行估值。PE 法：选取同样处在复苏阶段的李宁、波司登；PS 法：选取 A 股中休闲服饰龙头森马服饰、海澜之家、太平鸟。

表 7：PS 估值

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600398.SH	海澜之家	432.65	182.00	192.65	207.35	224.27	2.49	2.35	2.19	2.02
603877.SH	太平鸟	90.91	71.42	81.30	93.73	106.84	1.35	1.19	1.03	0.90
002563.SZ	森马服饰	275.11	120.26	157.16	183.95	211.43	2.38	1.82	1.56	1.36
	平均		-	-	-		2.08	1.79	1.59	1.43
002269.SZ	美邦服饰	71.86	64.72	76.65	86.73	99.46	1.22	1.03	0.91	0.79

资料来源：wind，天风证券研究所，取 wind 一致预期

PS 法：以 2018 年可比公司为例，海澜之家、太平鸟、森马服饰 PS 均为 1 以上，太平鸟最低为 1.12X，海澜之家最高为 2.25X，平均值为 1.79X；基于行业平均，我们对 2018 年营收给予公司 1.8X PS，即目标价为 5.5 元。

表 8：PE 估值

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
2331.HK	李宁	243.33	515.15	688.61	917.48	1157.40	48.7	36.4	27.3	21.7
3998.HK	波司登	171.02	615.48	825.76	1030.86	1281.74	27.4	20.5	16.4	13.2
	平均		-	-	-		38.1	28.4	21.9	17.4
002269.SZ	美邦服饰	71.86	(304.80)	42.91	440.39	665.89	--	183.8	17.9	11.8

资料来源：wind，天风证券研究所，取 wind 一致预期

PE 法：以 2019 年可比公司为例，波司登为 16.6X，李宁为 27.3X，平均值为 21.9X；考虑到美邦服饰处于 A 股，估值中枢略高于港股市场，且美邦作为曾经的休闲服龙头刚迎来净利润拐点，预期差较大，估值修复空间较大，我们对 2019 年净利润给予公司 25X PE，即目标价为 4.5 元。

首次覆盖，给予买入评级，目标价 4.5 元。预计 2018-20 年净利润为 0.43/4.4/6.66 亿元，18-20 年 EPS 为 0.02/0.18/0.27 元，公司休闲服龙头品牌价值犹存，且净利润处于拐点复

苏期，鉴于保守原则，选取 PS 和 PE 两者估值较低的 PE 法，给予 25X PE，目标价 4.5 元。

## 6. 风险提示

**加盟渠道转型低于预期。**转型改革期，公司战略变化较大，且加盟商容易受到宏观环境影响，如果未来消费环境低迷，加盟商可能会放缓开店节奏，影响公司在加盟渠道的升级转型节奏，进而影响盈利水平。

**行业竞争加剧。**休闲服行业已经进入存量争夺时代，其他品牌可能会出现相互抢夺下游市场情况，则将会对企业当前战略、策略及盈利能力造成重大影响

**库存堆积，坏账增加。**公司库存目前占比较高，如果库存管理低于预期，有可能会造成存货积压，计提大量减值；而且目前公司对于加盟商信用支持力度较大，增加赊购比例，如果加盟商资金受到影响，公司可能会有较大的坏账损失，影响盈利水平。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	907.71	540.42	613.18	693.81	795.68
应收账款	471.19	632.29	408.01	366.69	521.76
预付账款	212.05	283.65	229.14	357.34	329.07
存货	1,837.35	2,564.68	1,830.29	3,263.06	2,327.29
其他	218.22	56.68	514.40	277.79	248.35
<b>流动资产合计</b>	<b>3,646.52</b>	<b>4,077.72</b>	<b>3,595.01</b>	<b>4,958.69</b>	<b>4,222.15</b>
长期股权投资	470.64	509.49	509.49	509.49	509.49
固定资产	1,453.98	1,424.67	1,375.37	1,345.88	1,315.27
在建工程	6.11	1.57	36.94	70.17	72.10
无形资产	85.28	67.91	52.14	36.38	20.62
其他	524.67	534.26	385.83	294.32	298.46
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,540.68</b>	<b>2,537.90</b>	<b>2,359.78</b>	<b>2,256.24</b>	<b>2,215.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,187.20</b>	<b>6,615.62</b>	<b>5,954.79</b>	<b>7,214.93</b>	<b>6,438.08</b>
短期借款	1,115.49	1,172.00	1,251.76	586.67	153.76
应付账款	1,301.16	1,841.64	700.33	2,473.57	1,374.16
其他	372.67	764.64	702.79	625.43	730.73
<b>流动负债合计</b>	<b>2,789.32</b>	<b>3,778.28</b>	<b>2,654.89</b>	<b>3,685.67</b>	<b>2,258.65</b>
长期借款	0.00	0.00	49.36	0.00	0.00
应付债券	255.93	0.00	354.20	203.38	185.86
其他	0.00	0.00	16.28	5.43	7.24
<b>非流动负债合计</b>	<b>255.93</b>	<b>0.00</b>	<b>419.84</b>	<b>208.80</b>	<b>193.10</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,045.25</b>	<b>3,778.28</b>	<b>3,074.73</b>	<b>3,894.47</b>	<b>2,451.74</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,526.00	2,512.50	2,512.50	2,512.50	2,512.50
资本公积	210.78	161.47	161.47	161.47	161.47
留存收益	678.75	324.65	367.56	807.95	1,473.84
其他	(273.58)	(161.28)	(161.47)	(161.47)	(161.47)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,141.95</b>	<b>2,837.34</b>	<b>2,880.06</b>	<b>3,320.45</b>	<b>3,986.34</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,187.20</b>	<b>6,615.62</b>	<b>5,954.79</b>	<b>7,214.93</b>	<b>6,438.08</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	36.16	(304.80)	42.91	440.39	665.89
折旧摊销	235.57	257.81	89.69	92.03	94.43
财务费用	115.21	64.32	65.97	49.04	16.21
投资损失	(571.50)	(38.65)	(37.00)	(10.00)	(20.00)
营运资金变动	(361.97)	(409.96)	(312.60)	465.35	(196.05)
其它	874.19	111.91	0.00	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>327.66</b>	<b>(319.38)</b>	<b>(151.02)</b>	<b>1,036.81</b>	<b>560.48</b>
资本支出	(241.18)	74.90	43.72	90.85	48.19
长期投资	21.28	38.84	0.00	0.00	0.00
其他	752.46	(194.03)	(66.72)	(160.85)	(78.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>532.57</b>	<b>(80.28)</b>	<b>(23.00)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(30.00)</b>
债权融资	1,371.42	1,428.36	1,740.78	903.99	491.53
股权融资	(112.48)	(64.78)	(65.63)	(48.86)	(15.98)
其他	(2,520.06)	(1,317.30)	(1,428.36)	(1,741.31)	(904.17)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,261.12)</b>	<b>46.29</b>	<b>246.79</b>	<b>(886.18)</b>	<b>(428.61)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(400.89)</b>	<b>(353.37)</b>	<b>72.76</b>	<b>80.63</b>	<b>101.87</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>6,519.19</b>	<b>6,472.36</b>	<b>7,664.73</b>	<b>8,672.64</b>	<b>9,946.05</b>
营业成本	3,667.92	3,401.18	4,062.31	4,509.77	5,122.21
营业税金及附加	46.64	44.38	56.34	61.76	70.71
营业费用	2,445.98	2,580.65	2,835.95	3,035.42	3,431.39
管理费用	333.04	276.84	314.68	303.54	338.17
财务费用	114.07	64.97	65.97	49.04	16.21
资产减值损失	326.15	453.43	310.10	200.00	150.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	571.50	38.65	37.00	10.00	20.00
其他	(1,142.99)	(82.20)	(74.00)	(20.00)	(40.00)
<b>营业利润</b>	<b>156.88</b>	<b>(305.55)</b>	<b>56.40</b>	<b>523.11</b>	<b>837.36</b>
营业外收入	44.59	12.02	12.70	10.00	10.00
营业外支出	38.13	5.27	18.73	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>163.35</b>	<b>(298.80)</b>	<b>50.37</b>	<b>518.11</b>	<b>832.36</b>
所得税	127.19	6.00	7.45	77.72	166.47
<b>净利润</b>	<b>36.16</b>	<b>(304.80)</b>	<b>42.91</b>	<b>440.39</b>	<b>665.89</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>36.16</b>	<b>(304.80)</b>	<b>42.91</b>	<b>440.39</b>	<b>665.89</b>
每股收益(元)	0.01	(0.12)	0.02	0.18	0.27

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.56%	-0.72%	18.42%	13.15%	14.68%
营业利润	-204.19%	-294.77%	-118.46%	827.56%	60.07%
归属于母公司净利润	-108.37%	-942.95%	-114.08%	926.26%	51.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.74%	47.45%	47.00%	48.00%	48.50%
净利率	0.55%	-4.71%	0.56%	5.08%	6.69%
ROE	1.15%	-10.74%	1.49%	13.26%	16.70%
ROIC	1.72%	-7.97%	3.27%	13.43%	21.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.22%	57.11%	51.63%	53.98%	38.08%
净负债率	18.28%	27.00%	62.83%	21.71%	57.61%
流动比率	1.31	1.08	1.35	1.35	1.87
速动比率	0.65	0.40	0.66	0.46	0.84
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	15.57	11.73	14.74	22.39	22.39
存货周转率	3.51	2.94	3.49	3.41	3.56
总资产周转率	0.99	1.01	1.22	1.32	1.46
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.01	-0.12	0.02	0.18	0.27
每股经营现金流	0.13	-0.13	-0.06	0.41	0.22
每股净资产	1.25	1.13	1.15	1.32	1.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	198.73	-23.58	167.45	16.32	10.79
市净率	2.29	2.53	2.49	2.16	1.80
EV/EBITDA	33.22	-54.49	37.38	10.69	6.94
EV/EBIT	46.48	-35.11	64.79	12.41	7.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com