

动态报告/公司快评

纺织服装

服装

美邦服饰 (002269)

推荐

股东大会及调研纪要

(维持评级)

2009年9月21日

模式率先转型奠定最优增长根基

分析师: 方军平 fangjp@guosen.com.cn 021-68866202

事项:

2009-9-17, 参加美邦服饰交流会。

评论:

■ 公司是品牌服装模式转型的领导者: 模式升级是品牌商迈向持续成长的必由之路

品牌服装销售模式大致经过代理、特许加盟和直营三个阶段, 本轮金融危机加大了单一模式的风险暴露, 品牌服装企业纷纷在经营模式上寻求升级突破。借助金融危机下的商业地产调整契机, 美邦服饰积极加大直营店比例建设, 寻求特许加盟向特许加盟和直营比例协调的方向迈进。危机来也匆匆, 高频率的直营大店拓展大幅增加了公司短期的装修、财务和人力成本, 公司上半年经常性业绩增速在品牌服装中相比偏低。我们综合评估我国区域经济的发展演变、商业人文环境和财富集聚的马太效应, 我们认为未来 5-10 年一线城市为主的服饰消费在整体服装消费中的比重仍将继续上行, 服装零售领域的专业化分工将诞生品牌商和渠道商两个阵营, 品牌服装的发展之路将集中向两个方向突破: 一线城市的渠道资源更趋稀缺, 一线城市渠道商议价能力上升, 在一线城市将以加大直营店为主要突破口; 乘国际品牌进军三、四线城市尚浅之际, 品牌商在三、四线城市发展、巩固区域代理商和特许加盟商, 建立规模效应, 提高渠道商的退出综合比较成本。参考国内品牌服饰企业如七匹狼、报喜鸟、安踏, 我们认为, 相较于从代理为主向加盟转型, 加盟为主向直营/加盟合理搭配型转型的过程短期对业绩稀释效应可能较大, 但行业长期成长的路径是唯一的、必须的和不可逆的。美邦服饰借助金融危机在上海、北京等一线城市加快直营辐射, 在三、四线城市 33% 的低覆盖率, 双向突破符合品牌服装转型升级之路, 为未来 5-10 年公司的持续成长打下良好根基。

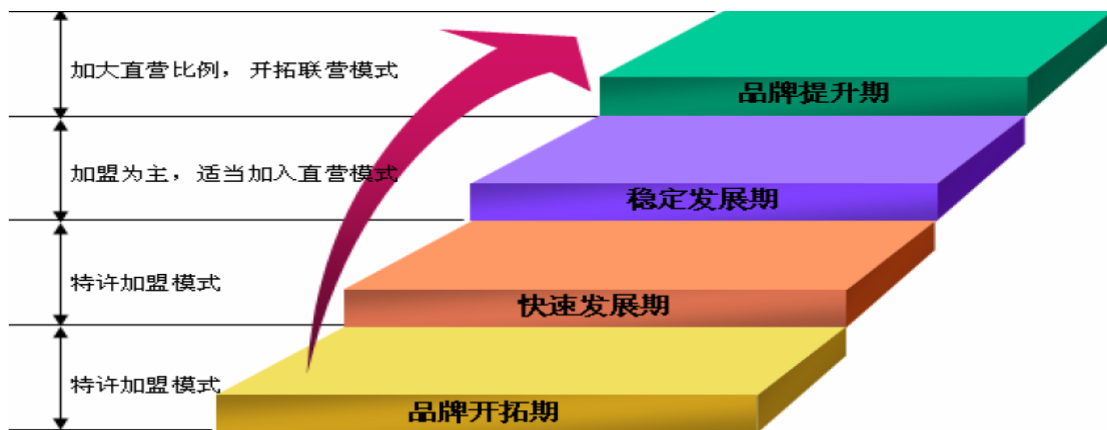
■ 下半年加盟同比上升可期, 2010 年加盟直营高增长确立

随着国内消费信心恢复, 5 月份以来加盟商信心逐步恢复, 8 月份公司加盟收入已出现正增长。公司持续的直营投入奠定前 8 月直营收入同比增长 45%。考虑公司 2009 年直营面积扩张速度和 2010 年公司产品提价、加盟店的自然增长等, 我们测算公司 2010 年高增长的基础十分牢固。

■ 维持 2009-2011 年 EPS0.75 元、0.99 元和 1.23 元, 合理价值 25 元, 维持“推荐”评级

我们认为公司是国内品牌服饰转型的领导者, 依托中华服饰文化, 其模式探索前无古人, 资本市场应对其探索期的业绩稀释有一定的估值溢价方可有效激励创新和产业升级, 我们维持 2009-2011 年公司 EPS 0.75 元、0.99 元和 1.23 元预测, 公司未来一年内合理价值为 25 元, 维持“推荐”评级。

图 1：品牌服装发展模式进阶



数据来源：国信证券经济研究所

表 1：品牌服装销售模式优劣对比

销售模式	特点	优势	不足	代表公司
直营模式	品牌服装企业自己选择合适的店铺经营并管理店铺	较好地体现品牌形象、容易实现垂直管理和精细化营销，市场计划执行力强，能够最准确的掌握市场信息	初始投资成本较高，终端管理能力要求较高	雅戈尔
代理商模式	将全国划分为若干区域，每个区域设立代理商，企业授权代理商全权负责该区域内的产品销售，由代理商发展和管理下属终端商	节约品牌销售渠道拓展成本和管理成本，发挥代理商的积极性和主动性	在品牌推广和货品管理上不易控制	七匹狼
特许加盟模式	以特许经营权为核心，由公司总部直接发展终端加盟商，或由特许区域商发展终端加盟商，按照统一的模式进行销售	品牌管理标准化、系统更新及时	对加盟双方协调要求较高，加盟商的自由度受到很大限制	美特斯邦威

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。