

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年12月29日

美邦服饰(002269.SZ)/22.58元

沉思后的超越 期待2010年的增长回归

纺织服装·品牌服饰

目标估值: 25-26元

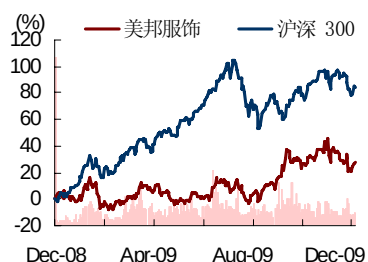
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	100500
已上市流通股(万股)	10500
总市值(亿元)	227
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	53.3%
主要股东	上海华服投资公司
主要股东持股比例	80.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	26	33
相对表现	-2	16	-50



相关报告

- 1、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01
- 2、《美邦服饰—渠道扩张与毛利提升并举 新品牌曙光初现》2008/10/21
- 3、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2
- 4、《美邦服饰—深谙本质发展的企业》2009/4/27
- 5、《美邦服饰--费用大增拉低主业利润, 税收优惠提升净利增速》2009/7/29
- 6、《美邦服饰—反思与超越 长短期发展的关键磨合年》2009/9/17
- 7、《服饰品牌研究第四卷: 迎风起舞: 结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6

公司 09 年集中精力在危机中以低成本积聚发展资源的策略, 使得其今年的费用大大上升, 加盟商开拓的积极性降低。但是公司及时采取措施改进, 近期调研发现公司运营出现了积极的迹象, 未来的发展有望重新步入良性增长的轨道。

- **积极拓展加盟店。**2009 年, 公司加盟商的销售与开店状况都不太理想, 主要由于去年的存货问题、加盟商在危机中普遍是保现金而不是保门店业绩、以及没有订货指标等问题。还有公司耗费了大量时间发展直营大店, 而分散了对加盟体系拓展的原因。公司近期采取了很多方式刺激加盟商, 引导其多开店。从四季度看, 加盟体系的销售已经开始有所增长了, 并且还有不少加盟商开始缺货。10 年部分加盟商的开店意向也出现了积极状态。
- **专注于提高门店效率。**公司 09 年在直营门店的效率提升上, 持续下了不少功夫, 10 年将继续通过产品丰满、提升门店形象、加大培养有能力的店长级一线人员、加强门店的绩效管理等方式提高单店平效。
- **努力实现 Me&City 的突破。**09 年是 Me&City 正式推广的第一年, 公司也在摸索中前行, 战略上有不少失误的地方。但由于拥有很好的营销网络与运作平台的支持, Me&City 还是积累了一定的发展基础。有公司优秀的品牌运营、渠道管理和供应链管理做支撑, 同时重点强调下公司在高超的营销宣传能力的配合下, 加上设计能力的不断提升, 10 年有望实现盈亏平衡的突破。
- **盈利预测与投资建议:** 由于四季度天气较冷, 以及终端零售比预想的好一些, 09 年的净利润将有约 2.48% 的小幅增长。10 年, 在加盟门店拓展提速, 门店效率持续提升, Me&City 有望实现盈亏平衡的背景下, 其收入增速可恢复到较快的增长水平, 同时由于直营门店的待摊费用较为固定, Me&City 的推广费用将较第一年有所降低, 整体费用率将会有所下降。我们预计 10、11 年 EPS 可分别达到 0.82、1.14 元/股。虽然可能存在人才问题等一些风险因素, 但是公司整体的发展实力较强我们维持“强烈推荐”的评级。
- **风险因素:** 加盟商信心恢复低于预期; 新品牌推广; 管理团队不稳定。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3157	4474	5023	6290	8040
同比增长	59%	42%	12%	25%	28%
营业利润(百万元)	429	833	712	1051	1500
同比增长	371%	94%	-15%	48%	43%
净利润(百万元)	364	588	602	827	1152
同比增长	437%	61%	2%	37%	39%
每股收益(元)	0.91	0.88	0.60	0.82	1.14
PE	24.8	25.8	37.9	27.6	19.8
PB	13.6	5.8	6.8	5.7	4.7

资料来源: 招商证券

我们在 9 月 17 日《美邦服饰—反思与超越 长短期发展的关键磨合年》中提出，09 年对于国内有规模和知名度基础的品牌来说，业绩增长的高低很大成分是战略的区别。公司致力于成为百亿品牌打牢基础，集中精力在危机中以低成本积聚发展的资源的策略，使得公司今年的费用大大上升，加盟商开拓的积极性降低。但是公司也在这个过程中反思了自身的问题，并及时采取措施改进，近期我们调研了公司，发现公司已经开始出现了积极的迹象，未来的发展有望重新步入良性增长的轨道。

总体看，2010 年公司的主要发展思路包括：集中精力做好加盟门店的拓展，专注于门店效率的提升，以及努力实现 Me&City 的突破。

一、积极拓展加盟店

2009 年，加盟商的销售与开店状况都不太理想，截至中期，加盟商的门店几乎没有新的拓展，加盟门店实现的收入同比还下降了 7.39%。分析原因主要有以下几点：

去年订货会大量的加盟商以最乐观情况订货，7 月之前公司基本都在消化存货；

加盟商在危机中普遍是宁愿保现金而不是保门店业绩；

公司在危机阶段各次订货会都没有给加盟商订货指标压力，彻底让所有加盟商放松，不承担任何责任。

当然我们认为这其中也有公司耗费了大量时间发展直营大店，而分散了对加盟体系拓展的原因。公司逐步认识到加盟商的提货积极性一直不高，而加盟门店的零售增长却高于提货增长的情况，因此近几月大力采取措施改变这种状态。

公司采取了很多方式刺激加盟商，引导其多开店。比如道具优惠、新开店支持、信用支持等等。从四季度看，加盟体系的销售已经开始有所增长了，并且还有不少加盟商开始缺货。

加盟商的积极迹象反映到订货会上，公司夏 1 的订货会增长情况较前期大为改善。并且从公司目前与加盟商谈的开店意向看，10 年预计初步已有超过 100 家的门店，较之 09 年的开店状况大有改变。我们认为加盟体系的恢复，将有效带动 10 年公司门店的拓展，以及收入的持续增长。

二、专注于提高门店效率

国内品牌服饰行业整体发展时间不长，门店的效率较之国外成熟门店尚有很大空间可挖。任何时候都要注重门店的精耕，提升零售的效益。公司 09 年在直营门店的效率提升上，持续下了不少功夫，10 年将继续努力提高单店平效，主要工作包括四方面：

从产品入手，继续通过细化产品系列与类别，使产品更丰满化，加强主题故事产品推广，以及实现产品的场合定位更清晰全面；

全面提升门店形象，完善货品布局、强化产品组合，提高陈列搭配组织能力，并且更好的考虑消费者行为来构建门店形象；

加大培养有能力的店长级一线人员。推行门店的经理制，使店长的职权加大，以及帮助他们提升能力，以提高快速反应和决策能力；

重视门店的绩效管理。建立了财务经营绩效管理部，每月召开经理级会议，使对销售的

过程控制和预见性方面大大改进，对门店经营提出建议并及时改进。

我们认为通过这些努力，公司门店的效率在 10 年可以更上一层楼。

三、努力实现 Me&City 的突破

我们一直强调，所有新品牌的运作都不可能是一蹴而就的。09 年是 Me&City 正式推广的第一年，公司也在摸索中前行，战略上其实还是有不少失误的地方。比如一次性铺开了上百家店，规划上不太合理，成本收益时间没有匹配好；门店建设也不符合预期，形象设计等沟通不到位，建设速度被大大拖后。虽然如此，由于公司拥有很好的营销网络与运作平台的支持，Me&City 在 09 年还是积累了一定的发展基础。到年底门店数基本达到 100 家左右，规模预计可到 3-4 亿的水平。

总体来说，我们对于 Me&City 的长远发展前景持肯定态度。我们认为品牌公司最核心的是管理能力，这是一种将产品、品牌、渠道和供应链有效配合的综合能力。公司是国内管理能力第一梯队的公司，这是品牌能否成功的关键因素之一。

在美特斯邦威品牌的基础上，Me&City 有公司优秀的品牌运营、渠道管理和供应链管理做支撑。此次我们想重点强调下公司两个突出的方面，我们认为从这些表现中可看出新品牌的潜质。

1、国内首屈一指的营销宣传能力

营销宣传能力对于新品牌来说，无疑是非常关键的。公司对于整合营销手段已经驾轻就熟，营销宣传能力在国内品牌服饰中可谓首屈一指。公司已经摆脱了依靠央视广告的传统方式，陆续创新出眼花缭乱的推广攻势。我们列举如下：

（1）代言人的选择颇为大胆。美特斯邦威品牌在 2001 年邀请天王郭富城代言，2003 年，又相继邀请周杰伦、潘玮柏、张韶涵成为其时尚顾问。这些具有超强人气的代言人对消费者的影响力，被顺利地借用到了美特斯邦威的品牌身上。Me&City 从创立初始就采用《越狱》男主角米勒等大牌国际明星为代言人，创造的声势非一般品牌可比。

（2）善于采用一系列公关活动造势。比如赞助周杰伦的个人演唱会，并利用演唱会进行互动活动。Me&City 新品发布更是在浦东举办了盛大的晚会，利用米勒中国行赚足了关注。

（3）创新采用网游等全新方式宣传。美特斯邦威率先选择了年轻时尚人群主体的平台“劲舞”这款游戏，游戏中所展示的是立体服装，消费者能够想象出自己穿上好会是什么效果。告知的内容就是实体的广告，把美特斯邦威出的服装做成功舞中的服装即可，在实际市场运作中可以买美特斯邦威衣服，送劲舞服装，然后给劲舞所属的游戏公司返利。这是一项双赢的合作，在劲舞商城里添加一个美特斯邦威专区就可以让玩劲舞的玩家知道这一活动。创新的营销能力相信日后在 Me&City 的推广中也会出现。

（4）善于打造门店主题宣传。发展产品故事、丰富门店推广；经常性推出主题产品推广活动。

（5）大胆领先的采用国际时尚杂志宣传。美邦最近上了《VOGUE》一整版的广告，夹在“香奈儿”、“兰蔻”的缝隙里面。而在《瑞丽》中，Me&City 与 ZARA、H&M 等国际品牌一起，提供时尚搭配的穿着建议。此类宣传模式在国内品牌中远远走在了前面。

(6) 置入式广告的先驱者。除了在大牌时尚杂志上的出现,还会在好莱坞电影大片中看见他,在《变形金刚》中的广告令人耳目一新。在湖南卫视的《一起去看流星雨》中,更是赚足了出镜率。

以上例举的种种,都可以看出公司创新领先的营销能力,对于宣传,公司做的很到位,这为新品牌的推广将产生很好的推动作用。

2、设计能力日益提高

虽然与国际知名快销品牌的设计能力差距仍很大,但是我们认为公司在国内品牌的设计开发能力上也颇为领先。公司拥有 100 多人的设计师和工艺师团队,并与法国、意大利、香港等地的知名设计师开展长期合作。在建立强大的设计师队伍的同时,还每年组织设计师队伍去法、日、韩和香港等地考察。而自己的服饰博物馆则为服装设计师们提供了很多的灵感来源。

公司在上市时,美特斯邦威品牌已经具备年设计 3000 款的能力,经过这一年的努力与经验积累,Me&City 也大概具备了近 3000 款的设计能力,比之 08 年翻了近一倍。虽然 Me&City 的很多门店还不成熟,但是从上海阳光旗舰店等主要门店来看,通过较强的产品组合、与门店陈列,Me&City 门店所体现出的品位在国内品牌中还是很领先的。近期开发的限量系列更是为产品增色不少。

总体来看,通过 09 年的运作,虽然也有不少失误,Me&City 初步具备了一定基础,在高超的营销宣传能力的配合下,加上设计能力的不断提升,以及公司本已有的强大的渠道和供应链平台支撑,我们认为 Me&City 长远将在国内休闲服品牌中获得重要的一席之地。

而 2010 年,作为 Me&City 重要的突破之年,公司和渠道供应商的磨合将会越来越好,也会开始借助加盟商力量拓展市场。整体看明年有望实现盈亏平衡的突破。但是我们还是强调新品牌不能一蹴而就,未来在运营中还会不断有新问题出现,对于新品牌的短中期发展,还是要比较稳健的进行。

四、其他关注问题

1、直营店的费用问题

总体看,公司直营店今年发展状况是不错的,一直维持了 30%以上的增长,表明公司的精细化管理水平一直比较高。

但是由于新开了很多大店,给公司带来了费用增长过高的问题,虽然这是为公司长期发展奠定基础,但其中也有缺乏经验、管理不到位的原因。比如:

一次性铺开上百家店,规划上不太合理,成本收益时间没有匹配好;

新品牌的门店建设不符合预期,比如形象设计等沟通不到位,建设速度被大大拖后。

同时,门店和总部建设需要增加很多人才,人工成本也大大增加。

这些问题给公司增加了很多成本支出。伴随公司对此问题的认识与解决,未来在门店的扩张规划上将更合理些,减少费用集中体现的状况。由于 10 年此部分费用较为固定,伴随收入的提高,费用率将会有所下降。

表 1: 公司使用募集资金购买和租赁门店列表

商业用房	建筑面积 (平方米)	使用资金	购买价格 (元/平方米)	用途
江西省南昌市东湖区胜利路时代广场中段一至四层的商业用房	11810	募集资金约 1.44 亿元, 公司自有资金 2000 万元	13866	购置
辽宁省丹东市元宝区新安步行街 13 号平和百货 (共三层) 商业用房	1287	募集资金 1960 万元	15223	购置
杭州庆春路店	1544	3000 万, 使用募集资金 306.16 万	19421.5	购置
兰州张掖路店	745			
兰州永昌路店	115			
长春重庆路店	2100			
石家庄桥东店	9554			
杭州延安路百信店	6583			租赁
哈尔滨学府路店	300	募集资金 3830.97 万元		租赁
厦门市思明南路与中山路交汇东南侧的商业用房	2897	16880.4365 万, 目前已使用募集资金支付第一笔和第二笔款项共计人民币 1588.04 万元	58261.04	购置
平顶山市和平路西段路南部分商业用房	798	2588.38 万	32407.86	购置
济南华典大厦店	1800			
番禺大北路店	1236			
深圳南新路店	1170			
宁波天一广场店	1078			
武汉新佳丽广场店	883			
郑州亚细亚店	2200			租赁
成都财富中心店	75	募集资金 2439.45 万		租赁
天津环渤海店	4738			
天津滨江道 GOGO 街店	7435			
哈尔滨西十四道街店	1500			
哈尔滨果戈里大街店	1800			
番禺大北路店	767			
上海周浦中大街二店	736			
西安电子正街店	370			
北京前门大街一店	1583			
北京前门大街二店	3897	募集资金 4521.50 万, 已经支付		租赁
北京来福士店	839	3047.26 万		租赁
上海市中鸿百货店	697			
上海市淮海路店	712			
上海市金山朱泾店	3470			
南京市江宁步行街店	766			
楚雄市鹿城南路店	1180			
济南市洪楼花园店	1500			
上海市新梅广场店	538			
上海市南汇万达店	546			
上海市金山蓝色海岸店	969	募集资金人民币 3880.72 万元, 已经支付 1956.71 万元		租赁
苏州市木渎店	1450	募集资金约人民币 7519 万元		租赁
天津市和平路店	1124			租赁
沈阳市中街店	862			

大连市罗斯福店	1121
成都市磨子桥店	950
沪太路东方国贸店	898
王府井穆斯林大厦店	6132
深圳市花园城中心店	840
太原市雅秀店	3940
厦门市演武路大学城店	448
济南市泉城路二店	1500
成都“京都大厦”	37700 万元
平均	2072

购置

资料来源：公司公告、招商证券

2、人才与股权激励问题

虽然公司人才流失问题不断，前期副总受贿被抓的事情也引起市场担心。但是总体看董事长对于人才问题还是有改进的。近期公司也引进了大量的高管，目前看磨合的还可以。

而未来公司将推进股权激励，做好适合公司持续发展的激励手段。慢慢构建一个更高效稳定的管理层队伍，用制度和流程来决策。

但是公司管理风格的改变是个渐进的过程，我们可以持续对此问题进行观察。

六、盈利预测与投资建议

公司此前公告 09 年净利润将可能下降 0 到 30%，由于四季度天气较冷，以及直营、加盟的终端零售情况都比预想的要好一些，因此 09 年的业绩可能高于此前的预期。我们预计 09 年 EPS 为 0.60 元/股，净利润有约 2.48% 的小幅增长。

2010 年，公司将集中精力做好加盟门店的拓展，专注于门店效率的提升，以及努力实现 Me&City 的盈亏平衡突破。我们预计其收入增速可恢复到较快的增长水平，同时由于直营门店的待摊费用较为固定，Me&City 的推广费用将较第一年有所降低，伴随收入的提高，整体费用率将会有所下降。我们预计 10、11 年公司都可维持快速增长，EPS 可分别达到 0.82、1.14 元/股。

我们在《纺织服饰行业 2010 年度投资策略（服饰品牌研究第四卷）：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》中，将公司列为管理能力第一梯队的公司，我们认为这种核心竞争力将使得公司保持较好的发展前景。虽然可能存在人才问题等一些风险因素，但是公司整体的发展实力较强，在业绩有望重回快速增长轨道的背景下，我们维持“强烈推荐”的评级。

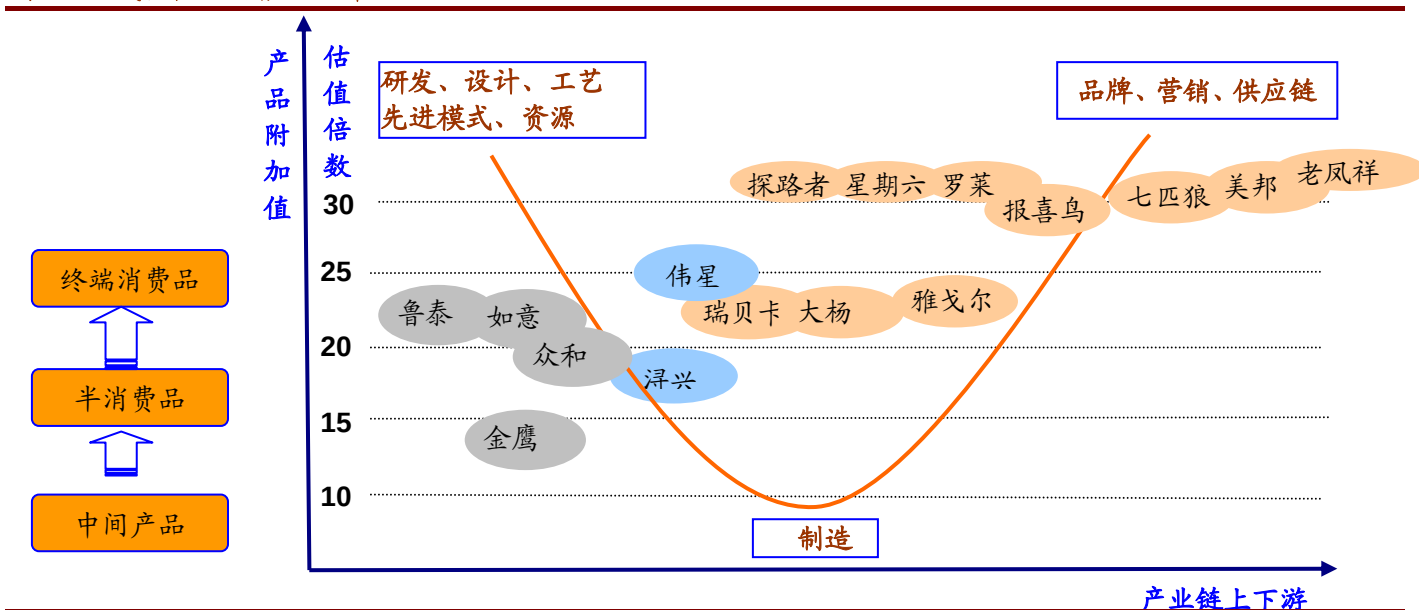
目前公司 09、10 年的动态市盈率为 37.9、27.6 倍左右，根据市场估值水平以及公司的底质，我们认为给予公司 10 年 30-35 倍的估值较为合理。估值中枢在 25-26 元，目前尚有一定空间。如果后续公司的业绩有超预期的表现，则可持续关注。

表 2、主营收入预测表

单位: 百万元	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E
合计收入	917	1984	3157	4474	5023	6290	8040
直营店	54	594	1052	1500	1757	2072	2445
加盟店	862	1380	2085	2849	2885	3363	3923
收入增长率		116%	59%	42%	12%	25%	28%
直营店收入增长率		1000%	77%	43%	17%	18%	18%
其中: 门店数量(个)	22	183	271	412	420	483	555
增长率		732%	48%	52%	2%	15%	15%
加盟店收入增长率		60%	51%	37%	1%	17%	17%
其中: 门店数量(个)	999	1258	1835	2286	2290	2634	3029
增长率		26%	46%	25%	0%	15%	15%
毛利率	16%	28%	39%	46%	47%	47%	46%
直营店	42%	38%	53%	58%	59%	60%	59%
加盟店	15%	24%	31%	37%	39%	38%	38%

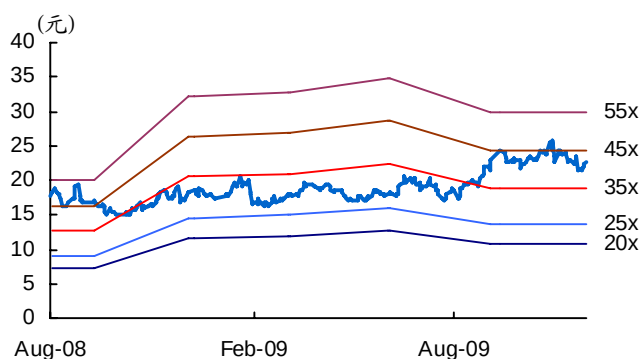
资料来源: 招商证券

图 1: V式估值法 (根据10年EPS)



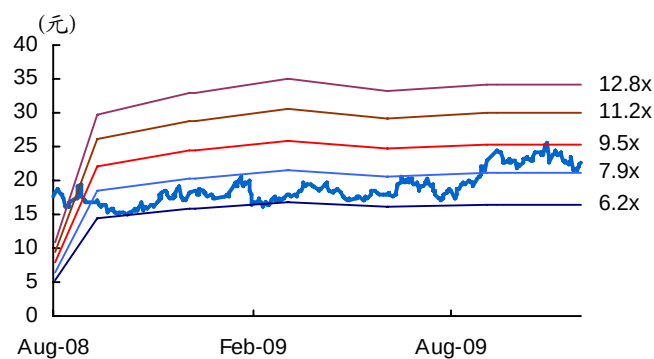
资料来源: 招商证券

图 2: 美邦服饰历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 美邦服饰历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

2、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01:

将公司在时尚产业图谱中定位为时尚性偏高的中低档品牌，根据自建的品牌评价系统详细分析其品牌模式，并通过与国际、香港和国内休闲服品牌从模式和运营数据对比，详细分析公司的发展优势与空间。

3、《美邦服饰—渠道扩张与毛利提升并举 新品牌曙光初现》2008/10/21

4、《纺织服饰行业 09 年投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

5、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2

公司最主要的目标是与国内品牌拉开差距，与国际品牌缩小差距。通过详细分析其与国际快速反应最领先品牌的差距，剖析公司未来发展思路。通过这些提升和改进，有望成为国内品牌中真正占据领导地位的一代“才人”。

6、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13

7、《美邦服饰—业绩符合预期 提高优势抢占市场份额的品种》2009/02/27

8、《美邦服饰—品牌系统多管发力 维持高速增长势头》2009/03/27

9、《美邦服饰—深谙本质发展的企业》2009/4/27:

就公司选择的渠道模式以及 ME&CITY 的主要问题进行了深入探讨。

10、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

11、《美邦服饰—反思与超越 长短期发展的关键磨合年》2009/9/17

12、《美邦服饰—业绩低于预期 辩证看待短长期发展问题》2009/10/27

13、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1100	3314	3369	3703	3752
现金	242	1852	1947	2024	1730
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	60	0	85	101	121
应收款项	175	414	382	422	468
其它应收款	76	230	121	145	177
存货	420	664	726	876	1085
其他	127	153	107	135	173
非流动资产	759	1263	2302	2916	3014
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	289	590	1803	2449	2586
无形资产	103	122	120	118	115
其他	367	550	379	350	312
资产总计	1858	4577	5671	6619	6766
流动负债	1191	1789	2121	2450	1733
短期借款	647	1051	1479	1621	712
应付账款	311	417	449	565	726
预收账款	28	24	54	74	108
其他	204	297	140	190	186
长期负债	0	200	200	200	200
长期借款	0	200	200	200	200
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1191	1989	2321	2650	1933
股本	400	670	1010	1010	1010
资本公积金	13	1278	1278	1278	1278
留存收益	252	639	1061	1681	2545
少数股东权益	3	0	0	0	0
母公司所有者权益	665	2588	3349	3969	4833
负债及权益合计	1858	4577	5671	6619	6766

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	218	470	991	1237	1449
净利润		588	602	827	1152
折旧摊销		0	293	375	387
财务费用		0	72	95	47
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(121)	(81)	(165)
其它		(118)	144	21	28
投资活动现金流	(338)	(715)	(1411)	(1000)	(500)
资本支出		0	(1500)	(1000)	(500)
其他投资		(715)	89	0	0
筹资活动现金流	142	1793	516	(160)	(1244)
借款变动		0	428	142	(909)
普通股增加		0	340	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(181)	(207)	(288)
其他		1793	(72)	(95)	(47)
现金净增加额	21	1547	95	77	(295)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3157	4474	5023	6290	8040
营业成本	1930	2434	2687	3364	4322
营业税金及附加	14	21	20	31	40
营业费用	603	944	1306	1459	1769
管理费用	155	189	226	289	362
财务费用	22	48	72	95	47
资产减值损失	3	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	429	833	712	1051	1500
营业外收入	9	17	45	12	20
营业外支出	5	10	4	3	4
利润总额	433	841	753	1060	1516
所得税	69	254	151	233	364
净利润	364	587	602	827	1152
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	364	588	602	827	1152
EPS (元)	0.91	0.88	0.60	0.82	1.14

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	59%	42%	12%	25%	28%
营业利润	371%	94%	-15%	48%	43%
净利润	437%	61%	2%	37%	39%
获利能力					
毛利率	38.8%	45.6%	46.5%	46.5%	46.2%
净利率	11.5%	13.1%	12.0%	13.1%	14.3%
ROE	54.8%	22.7%	18.0%	20.8%	23.8%
ROIC	28.8%	16.0%	12.5%	15.4%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	43.5%	40.9%	40.0%	28.6%
净负债比率	34.8%	27.3%	29.6%	27.5%	13.5%
流动比率	0.9	1.9	1.6	1.5	2.2
速动比率	0.6	1.5	1.2	1.2	1.5
营运能力					
资产周转率	1.7	1.0	0.9	1.0	1.2
存货周转率	5.2	4.5	3.9	4.2	4.4
应收帐款周转率	29.6	15.2	12.6	15.6	18.1
应付帐款周转率	7.5	6.7	6.2	6.6	6.7
每股资料(元)					
每股收益	0.91	0.88	0.60	0.82	1.14
每股经营现金	0.54	0.70	0.98	1.22	1.44
每股净资产	1.66	3.86	3.32	3.93	4.79
每股股利	0.25	0.30	0.18	0.20	0.29
估值比率					
PE	24.8	25.8	37.9	27.6	19.8
PB	13.6	5.8	6.8	5.7	4.7
EV/EBITDA	40.8	21.2	18.1	12.8	10.0

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008、2009 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的对国际服饰行业与优秀公司进行实证研究，在此基础上将时尚产业图谱提升为财务量化版，深化了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。并结合时势，形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架，根据弹性框架清晰把握公司的投资主线与发展路径。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。