

强烈推荐-A (维持)

美邦服饰 002269.SZ

目标估值: 26.50-30.00 元

当前股价: 24.60 元

2010 年 8 月 22 日

MB 良性增长是坚实基础 价值回归日益明朗

基础数据

上证综指	2642
总股本 (万股)	100500
已上市流通股 (万股)	10500
总市值 (亿元)	257
流通市值 (亿元)	27
每股净资产 (MRQ)	2.6
ROE (TTM)	15.9
资产负债率	58.0%
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	37	4	49
相对表现	25	13	56



相关报告

- 1、《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
- 2、《美邦服饰—反思与超越 长短期发展的关键磨合年》2009/9/17
- 3、《美邦服饰—毛利率和费用率问题是净利大幅下降的主因》2010/4/15
- 4、《美邦服饰—收入延续快速增长的势头 毛利率改善趋势明显》2010/8/17

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090208070223

公司在经历了痛苦的利润阵痛之后，二季度开始走出改善的步伐。通过系列措施大力提高平效，并积极促进加盟业务的改善，MB 获得了持续的良性增长，成为业绩重回快速增长轨道的坚实保证。预计三季度开始业绩将出现明显的改善趋势，由于前期股价上涨较多，短期内或有盘整的压力，但持续的改善曙光将为公司带来更广阔的发展空间，尤其是公司在单店效率提升上所做的创新的领先的举措，实为可圈可点，将为公司长期的发展开辟新的增长路径。

美邦上市以后，由于重拳推出 ME&CITY 的战略有点操之过急，费用等一系列问题困扰了 09 年和 10 年上半年的业绩表现。作为国内最具有创新思想的领头品牌，公司在上半年积极采取了一系列改进的措施，通过重点专注管理改善和效益改善，逐步消化费用等压力。预计这一系列措施可持续带来收入的快速增长，毛利率回归并维持在较好水平，从而缓解了费用的压力。预计三季度利润改善趋势将较为明显。

市场主要关注的是公司利润状况的改善，公司在短期内利润增长改善主要可以通过两个途径，一是收入持续快速增长，基数高从而可摊平费用压力，二是通过费用的降低。目前情况看，费用本身的降低尚需要时间，但公司上半年的改进措施使得收入的持续快速增长有保证，因此在三季度将迎来利润的改善。

一、MB 的良性增长是业绩重回快速增长轨道的坚实保证

2009 年，MB 品牌在危机中也受到一定的影响，特别是加盟收入还略微下降了 4%。但是作为国内最大的休闲服品牌，其具备的基础比较扎实。通过 09 年以及今年上半年一系列改进措施的努力，今年以来持续实现了收入的快速增长。总结来说，主要是从挖掘单店效率的提高和改善加盟业务两方面入手。

1、挖掘单店效率的提高

我们在《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》中提出，目前国内大部分的品牌都是以外延扩张为主要增长引擎的，但是到今天不少细分子行业已经走过了单纯的依靠圈地占领市场的春秋战国时期，不能够完全依靠简单的外延扩张获得更大的生存与发展空间了。对于发展进入相对成熟阶段的行业，必须重视单店质量的提高，才能形成核心竞争力。

公司在现阶段清晰的认识到这一点，积极的通过外延式增长向内生式增长的管理转型，为公司可持续发展打下坚实基础。实现了现有平效的不断提升，主要措施包括：更丰富的品类产品策略，升华门店布局与陈列，更丰满的整合营销策略，更细致的周计划推广。预计公司通过这些措施的实施，下半年将获得持续快速增长的动力。

A、更丰富的品类产品策略

公司创新并积极推广季节产品和拳头品类产品等更丰富的品类策略。品类的做法形成了新的增长点，使得产品更显丰富，对单店平效的提升起到了非常积极的作用。

公司今年陆续推出夏季的 MTEE 系列、春秋季的 Mjeans 系列、冬季的 Mpolar 系列，以及 MTEE T 恤产品，Mjeans 牛仔裤，Mpolar 羽绒服等拳头产品。同时公司的宣传重点由整体品牌形象的宣传逐步细化至对主打产品系列的宣传，这些拳头产品的推出很好的促进了公司收入的快速增长。

MTEE，其实就是美特斯邦威(Meters Bonwe)T 恤的简称，是美特斯邦威与美国梦工场、日本三丽鸥公司和上海美术电影制片厂合作推出的卡通印花 T 恤。MTEE 是 2010 年 Meters bonwe 推出的旗下最具创意的产品系列，以最强大的跨界合作，联手美国梦工厂等旗下最受欢迎的近 20 个卡通形象，推出动漫潮流 TEE，这在中国时尚品牌中可说是最大的一次跨界授权合作。

MTEE 第一季与梦工厂动漫形象的合作，主打 Kidult 文化与潮流的结合。Kidult 是 Kid 与 Adult 的合并，Kid 代表小孩；Adult 即成人，组合起来特指有着小孩特质心态、心境、个性、趣味的成年人。Kidult 如今已经成为一种时尚现象，是一种保持年轻心态的时尚手段。第二季、第三季 MTEE 继续与上海美术电影制片厂合作《黑猫警长》、《大闹天宫》、《哪吒闹海》系列，并与日本三丽鸥合作 Hello Kitty 系列。

图1: MTEE系列产品



资料来源：公司公告，招商证券

图2: 周杰伦代言 MTEE 系列



资料来源：公司公告，招商证券

MTEE 系列的诞生是个里程碑，不仅是公司今年夏季的一个促销新“噱头”，更重要的是，成为了品牌进行内涵提升的新“工具”。MTEE 系列在 4、5 月陆续上市，总计超过百个以上的经典动漫形象和上千种款 MTEE 在 Meters bonwe 覆盖全国的门店店里同时销售，对于单店收入与效率的提升起到了非常重要的作用。

继 MTEE 后，公司将在秋季推出最潮流、最具酷感的 MJeans。并聘期全球顶级模特 Sean O'Pray(肖恩·奥普瑞)来演绎，在造型中展现了风格各异的 MJeans，从基本的牛仔 look，到都市牛仔感，同时还有 Rock 街头风，强调了在牛仔造型上的创新，更体现了 MJeans 所提倡的都市青年的自我态度。

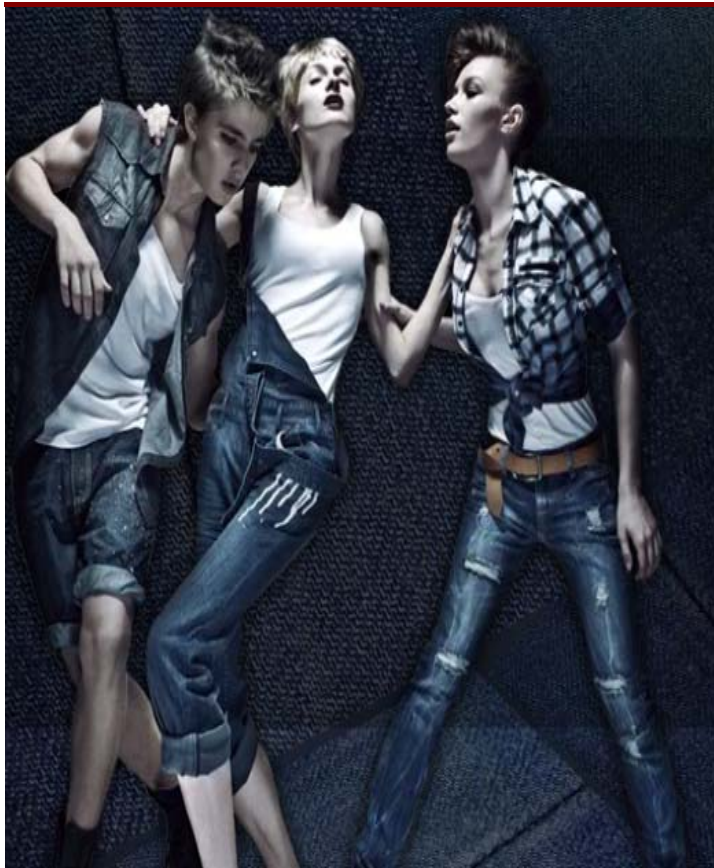
公司以往牛仔裤装的销售可占 30%以上的比重，秋冬季甚至可以到 50-60%的比例。因此公司提出了将牛仔单独出一个系列的想法，以每年上百款的姿态进入都市牛仔行列，用各种牛仔来丰富都市感的活力，从不同的版型，到各种工艺的质地，再到细节处的点睛，每一款都体现出最新鲜的牛仔品质。

图3: MJEANS系列广告



资料来源：公司公告，招商证券

图4: MJEANS 系列广告



资料来源：公司公告，招商证券

公司的品类产品的策略意义重大，不仅可较好的提高单店销售，在店铺布局上，M 系列还可以部分地从原先统一的美邦店铺中独立出来，用以销售不同季节推出的 M 系列产品。通过这样的方式，品牌也寻找到新的销售提升的路径，增长空间将获得更大的支撑。

B、深入挖掘门店布局与陈列的潜力

公司以往为了加快对市场的反应速度，学习 ZARA 等品牌款多量少，增加上货频率的方式，但是这对于公司目前供应链的能力，以及品牌所定位的顾客群的消费习惯来说，并不是非常适用。因此公司在春季的销售中，形成了店里根本没有货卖，同时成本又很高的局面。

夏季开始，公司转变了销售策略。从单纯的追求款多量少，到深入挖掘货品陈列的潜力，结合了 UNIQLO 的某些货品方式，讲求一个风格配套产品的陈列，生产更多适销对路的产品。店铺根据不同的主题式陈列，分为不同的主题分区，每个分区中不同的款式，每个款式中不同颜色，每个颜色不同的尺码，这样从陈列上大做文章，给予更多搭配的选择与指导，从而寻找到了更适合自身品牌的门店布局与陈列风格。这对于门店效率的提升效果起到了非常明显的作用。

C、更丰满的整合营销推广手段

公司在国内品牌当中，属于营销水平最领先的品牌，创新力十足。在借势形象代言人提高知名度方面得心应手，同时整合营销手段层出不穷。

上半年，公司与美国动漫电影巨头梦工厂、日本“Hello Kitty”和上海美术电影制片厂合作，在国内率先与国内外领先的动漫、电影品牌企业进行深度异业合作，充分借助电影的影响力，和动漫在青年人中的巨大号召力，积极对公司品牌营销和经营模式进行升级，并进一步巩固和提升公司品牌在青年人群中的地位，起到成功的拉动销售的效果。

公司去年与美国派拉蒙和孩之宝公司合作开发的“变形金刚”系列服装取得了不错的成绩，启发了公司今年跨界合作营销模式的提升。这对于公司品牌的宣传效果明显，借助具有极高关注度和话题性的电影事件进行品牌娱乐化营销是成功的关键。首先电影大片具有极高的媒体关注度和曝光率，公司服装品牌宣传与电影宣传相结合，使得公司品牌宣传也具有话题性和娱乐性，这使得公司宣传将获得更多强势媒体的支持，并大大提升品牌宣传的覆盖度；另外公司通过娱乐化的方式对消费者进行营销，是抓住了目标消费者的个性特征和消费心理，让公司品牌与电影内容相结合，通过创新的方式使公司品牌更具活力和魅力，突破了传统品牌推广的束缚，不仅让公司品牌迅速传递到目标消费者，更重要的是更易获得消费者对品牌的好感，从而有效的打开目标消费者市场并扩大市场份额。

公司此次与梦工厂达成三年战略合作协议，将排他性的获得梦工厂旗下所有动漫形象的服装开发权。梦工厂旗下目前已成功开发出了三大系列动漫电影，分别是“怪物史莱克”、“功夫熊猫”、“马达加斯加”系列，通过系列电影的推出，这些经典动漫形象在全球都具有极高的知名度和人气，深受青年人的喜爱；梦工厂今年计划推出的动漫电影有《驯龙记》、《怪物史莱克 4》，明后两年将分别推出《功夫熊猫 2》和《马达加斯加 3》。伴随这些电影的推出，预计对公司的销售和品牌推广将起到非常好的促进作用。

D、控制好每个环节的流程管理，积极推广周计划

休闲服饰行业由于产品生命周期在各个地区不同，每周每个区域、城市销售的服饰是不一样的，每周产品的上市和销售计划因而显得尤为关键，公司整体的库存，区域、城市、店铺的库存每周都要做相应的调整。公司在上半年积极推广周计划的实施，预先做好每周产品的上市主题，将产品开发和生产计划、物流配送计划、渠道建设计划、整合营销手段与每周的上市主题彻底结合起来，从而最有效把握住产品销售的最佳时机，充分挖掘和满足消费者需求，缩短库存的周转天数。通过周计划的挖掘，公司门店实现了更好的销售效率。

综上所述，公司通过上述一系列措施的实施，有效的推动了门店平效的提升。上半年直营业务实现了 13.21 亿的收入，较去年同期增长了 53%，其中门店的扩张预计在几十家的规模，体现出收入高速增长主要是门店效率的提升所带来的。公司在单店效率提升上所做的创新的领先的举措，体现出公司的强大竞争力，实为可圈可点。

2、积极对加盟业务进行改善

公司 09 年的直营业务发展势头较猛，而加盟业务在危机中则受到了一定的冲击，加盟商信心一直没有很好的恢复。公司今年将精力重点放在加盟市场潜力的挖掘。

为了更好的调动加盟商的积极性，公司采取了一系列的支持政策。包括道具支持、广告支持，适度的返点等，同时在一季度还通过加价率的降低让利消费者，更好的性价比优势对于加盟商的销售拉动起到了较好的作用。

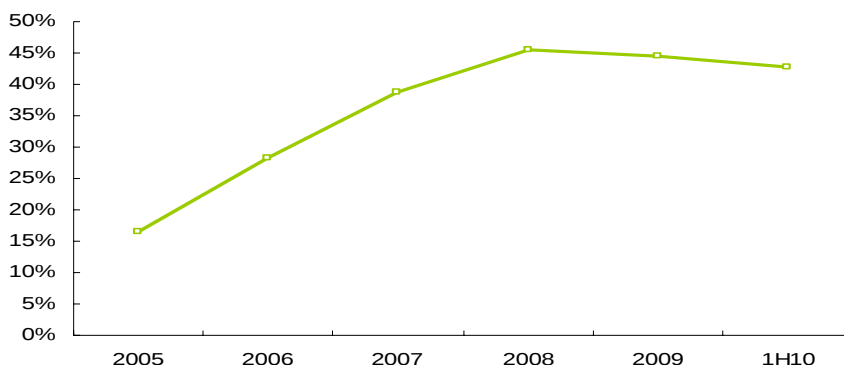
上半年，公司加盟门店拓展达到了 300 多家，这与去年加盟门店几乎没有拓展的状况比较，表现出良好的改善趋势，二季度加盟业务的收入也比一季度继续改善，上半年同比获得了 28% 的增长。这体现出公司对加盟商的扶持逐步产生了效果，加盟业务的改善对于公司快速的发展将起到重要的推动作用。

3、毛利率强劲回升对于业绩的改善起到关键的作用

公司一季度的毛利率受让利消费者的策略影响太大，下降到 37.99% 的历史低位水平。

二季度公司通过多种方式积极推动毛利率的回升。加价率不是简单的加价和减价，公司努力通过产品结构调整和创新带来加价率的提高。MTEE 等创新产品的加价率比传统产品高出许多，公司通过 MTEE 等系列产品的推广，产品结构的调整，实现了加价率的回升；公司对于终端的价格管理，折扣力度的管理也更加重视，二季度以来的折扣情况明显比一季度大为改善；同时公司的产品开发设计能力不断提升，终端零售服务不断完善，从而品牌认同度获得了持续提高。这些措施都极大的促进了毛利率的回升，从二季度单季的情况看，毛利率已经回升到了 48.78% 的高位，预计下半年毛利率的回升趋势可持续，从而对公司利润的改善起到坚实的支撑作用。

图5：公司近年来毛利率情况

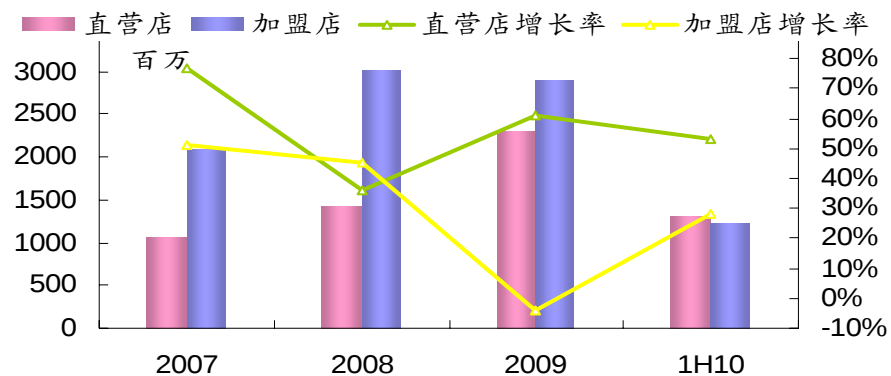


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

总体来看，公司二季度的经营已经体现出业绩改善的趋势。更丰富的品类产品策略、升华门店布局与陈列、更丰满的整合营销策略以及更细致的周计划推广等系列措施的实施，有效推动了门店效率的提高。同时加盟业务也实现了明显的收入与拓展改善，这些进展对于 MB 收入持续快速的的增长起到了较好的推动作用，而毛利率也获得了强劲的回升，收入与毛利率的趋势使得 MB 实现了良性的增长，上半年 MB 收入的同比增幅达到了 35%。

从公司目前的经营情况看，这些措施的实施也将使得下半年获得持续增长的动力。MB 品牌通过收入持续快速增长与毛利率的回升并维持良好的水平，将获得持续良性的发展，这也将成为公司利润改善的坚实保证。

图6: 公司直营与加盟业务增长情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

二、MC 运营尚待继续摸索，预计 11 年将较为成熟

公司自 09 年将 Meters bonwe 和 ME&CITY 两大品牌通过两个事业部进行操作，共享管理平台、供应链平台、风险控制系统，但拥有独立的店铺系统和不同的品牌战略、业务战略。

在服装行业，一个新品牌的诞生通常需要 3-5 年的成熟期，而产品一般要经过连续四季的开发才逐步适合市场，并通过过程中与消费者的互动反馈，产品才能找到正确的定位。MC 品牌刚推出，在几个系列上相互有交叉，定位不清晰，尤其是女装和国际同类品牌的差距还是很大的。在产品尚不完善的情况下，大力推广大面积门店，门店的款式丰满度是明显不足的，不足以支撑大面积门店的销售。公司在 MC 的发展战略上的失误带来了费用集中释放的巨大压力。

2010 年是 MC 品牌发展运营模式的磨合年，吸取了 09 年的经验教训，将逐渐摸索最适合自身的发展定位。

1、通过产品的逐季改进与提升，实现收入规模的提高

公司最重要的任务之一是深入挖掘产品系列，通过产品的逐季改进，并通过过程中与消费者的互动反馈，找到产品正确的定位。公司目前针对 MC 开发的产品系列，对于目前的门店规模来看是还不足够的，但是可以看到，公司的产品每季都在改进与成熟。

上半年 MC 的收入达到了 2.43 亿元，由于基数很小，去年同期很多门店还没有正式运营，同时去年下半年新开店逐渐产生收入，因此同比实现了 112% 的大幅增长。MC 品牌在总收入中的占比也由上期的 6% 提升至目前的 10%。

从上半年的销售情况推测，预计 10 年 MC 品牌的收入规模可达到 7-8 亿的水平。由于门店销售基数小，公司的产品也在逐季提升，今年同店的效率提高将非常明显。

2、门店仍以直营为主，以 KIDS 试水加盟市场

MC 今年仍将采用直营模式发展，深化直营市场开发，直营店的平效增长为首要任务，挖掘可比同店的增长。由于去年门店的数量与面积已经有了较大的基础，公司今年对于门店的扩张并没有大规模的计划，而在直营门店的经营摸索出成功有效的定位之前，公司也不会放开加盟业务，这样更有利于品牌长远的发展。只有当公司把直营系统的品牌塑造起来，让加盟商看到价值，才有利益驱动加入。

同时，公司以童装为切入点，逐步发展加盟市场，KIDS 系列通过几个月的运营，产品

逐步得到加盟市场认可，门店达到了几十家，而已经签约了的加盟客户超过 100 家。预计 KIDS 系列加盟的发展也将对 MC 品牌起到促进作用。

3、费用本身的降低是个持续的过程

公司上半年计划对 MC 的大店进行渠道精简与优化，以减轻费用的压力，但这些措施产生效果是个逐步的过程。公司未来将配合品牌的定位与产品的调整，建立适合自身发展的渠道体系。

总体来看，MC 今年还处于摸索期，今年的主要任务是通过产品的系列化逐步成熟，实现规模的提高，从而减轻费用的压力。而在此过程中摸索出适合自身的，成熟运作的定位方向与渠道体系是当务之急。预计通过 2010 年的经验积累，2011 年 MC 将较为成熟，发展方向将更正确，发展模式也将更完善。

三、盈利预测与投资建议

我们一直坚持认为，公司是国内发展模式最领先、最具创新能力的休闲服领头品牌。虽然 MC 新品牌的推广过程波折不断，尤其是一季度，公司的利润增长经受了非常大的考验，但是可以紧抓改善时点进行投资。从目前的经营情况看，二季度已经体现出业绩改善的趋势。上半年一系列措施的实施也将使得下半年获得持续增长的动力。我们预计公司三季度开始将出现较为明显的改善趋势，前三季度的净利润预计可实现小幅的增长。

综合来看，公司下半年的经营有三个最关键的方面：

1、收入水平将延续至少 30% 以上的快速发展的势头，从而为摊平费用压力起到关键的作用。MB 品牌恢复快速增长的趋势明显，MC 品牌的收入由于基数低、产品逐季改善等原因也可以实现大幅增长，持续快速增长的收入规模将对费用率的下降至关重要。

2、毛利率水平将恢复到去年的高位。折扣力度减小、加价率逐渐回升以及品牌认同度持续提高已经使得二季度的毛利率恢复到正常水平，预计三季度的综合毛利率水平可基本回复到去年的高位。

3、绝对费用额水平估计下半年仍将维持在较高位，但费用率预计可逐步有所下降，全年销售与管理费用率我们预计在 30.5% 左右的水平。预计一系列费用控制的措施产生效果需要逐步的过程，因此绝对费用额水平预计仍较高，但收入基数的持续快速增长，将可起到摊平费用压力的作用。

综上所述，由于收入持续快速增长以及毛利率改善回升的趋势，使得 MB 获得了良性增长，这将是业绩重回快速增长轨道的坚实保证。预计公司三季度开始将出现明显的改善趋势。而增加较多直营门店带来的费用问题还需要一个持续的过程去消化。维持 10-12 年的 EPS 为 0.75、1.00 和 1.40 元/股。公司是国内运作模式最为领先、基础最为扎实的休闲服龙头，虽然在发展策略上有过一些失误，但是在改善逐步明确的阶段可积极关注。

目前估值分别为 10、11 年的 33 和 24.6 倍，在 A 股品牌公司中仍有一定的估值优势，但由于前期股价上涨较多，预计短期内可能有盘整的压力，半年目标价可给予 30 元，对应 11 年 30 倍 PE。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

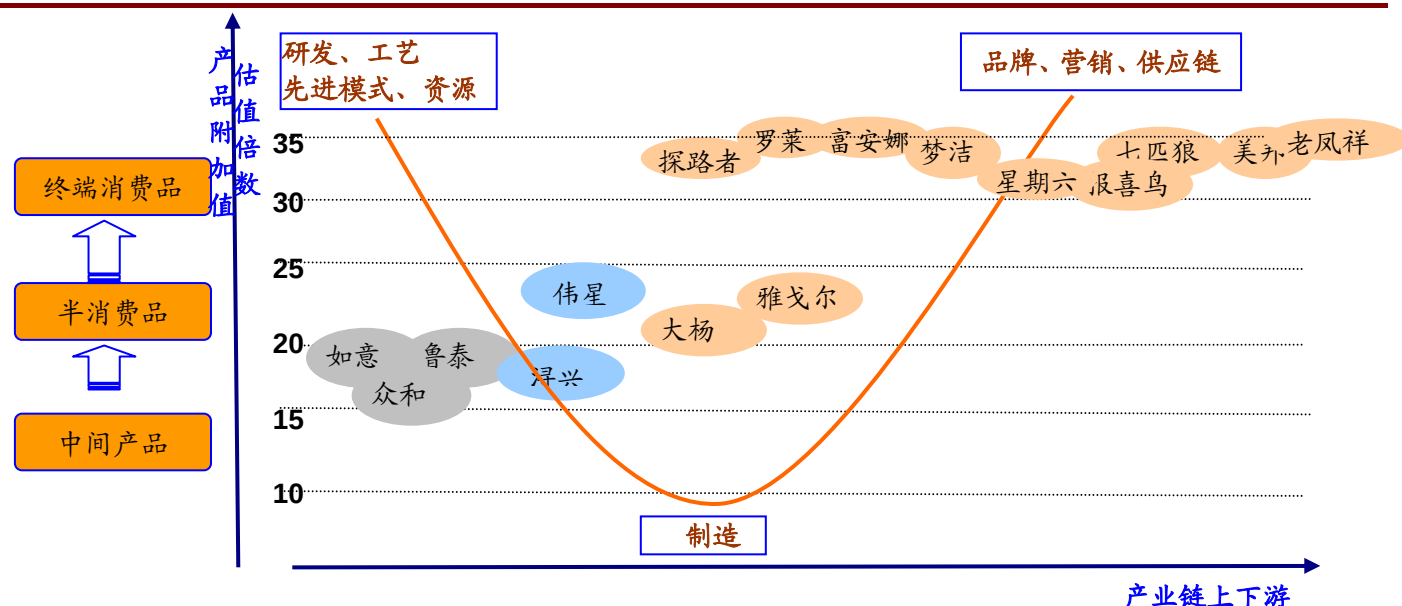
风险因素：经济复苏对消费的影响低于预期；MC 品牌发展低于预期；费用率控制情况低于预期。

表 1: 主营预测拆分表

单位: 百万元	2005 年	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
合计收入	917	1984	3157	4474	5218	6999	8699	10764
直营店	54	594	1052	1430	1953	2374	2825	3388
加盟店	862	1380	2085	3026	2905	3824	4762	5995
收入增长率		116%	59%	42%	17%	34%	24%	24%
直营店收入增长率		1000%	77%	36%	37%	22%	19%	20%
其中: 门店数量 (个)	22	183	271	412	438	498	558	625
增长率		732%	48%	52%	6%	14%	12%	12%
加盟店收入增长率		60%	51%	45%	-4%	32%	25%	26%
其中: 门店数量 (个)	999	1258	1835	2286	2340	2761	3313	3976
增长率		26%	46%	25%	2%	18%	20%	20%
毛利率	16%	28%	39%	45%	45%	44%	45%	46%
直营店	42%	38%	53%	56%	48%	48%	48%	48%
加盟店	15%	24%	31%	40%	42%	42%	42%	43%

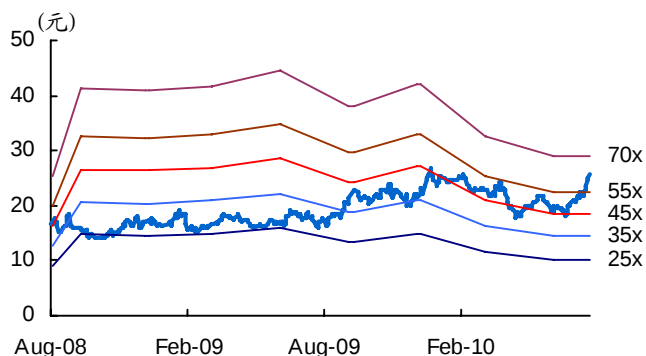
资料来源: 招商证券

图 7: V 式估值法 (根据 10 年 EPS)



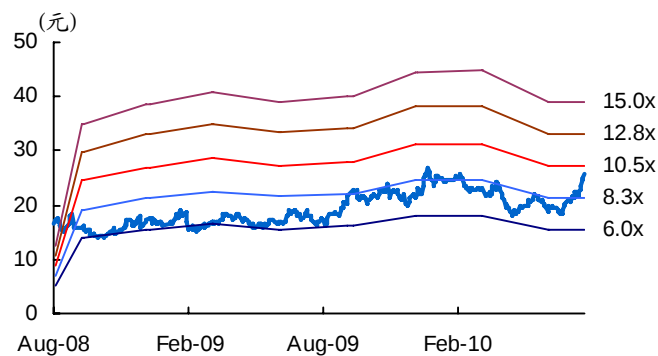
资料来源: 招商证券

图 8: 美邦服饰历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 9: 美邦服饰历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

表 2: 香港同类可比公司估值表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
女装	思捷环球	45.3	58357	3.4	31.3	4.02	3.56	3.96	11.3	12.7	11.4	11.3%
	宝姿	20.55	11637	7.5	37.9	0.70	1.10	1.31	29.3	18.7	15.7	19.2%
	安莉芳	4.43	1792	1.8	12.0	0.30	0.37	0.49	14.6	12.0	9.0	32.4%
休闲装	利丰	37.7	143756	8.0	21.6	0.80	1.31	1.68	47.0	28.7	22.5	27.7%
	波斯登	2.36	18343	2.4	16.1	0.08	0.18	0.21	29.7	13.0	11.3	15.8%
	班尼路	7.8	10412	2.3	23.1	0.47	0.87	1.01	16.7	9.0	7.7	16.0%
	真维斯	2.92	3093	1.5	13.3	0.49	0.29	0.32	6.0	10.1	9.1	10.3%
	佐丹奴	4.13	6146	2.9	14.5	0.20	0.22	0.25	20.9	18.5	16.5	11.7%
运动装	李宁	25	26268	8.5	41.3	0.45	1.25	1.52	55.5	19.9	16.4	21.3%
	中国动向	4.32	24479	2.9	20.7	0.13	0.34	0.39	33.4	12.8	11.0	15.9%
	安踏体育	14.5	36155	6.2	26.2	0.22	0.67	0.81	67.2	21.6	18.0	20.5%
	特步	5.6	12178	3.6	23.0	0.10	0.42	0.50	54.9	13.4	11.2	20.3%
	鸿星尔克	0.145	406	0.5	3.2	0.15	0.01	0.01	1.0	19.0	14.4	31.6%
	宝胜国际	1.04	4462	0.8	-0.5	0.01	0.07	0.09	139.8	14.9	12.2	22.2%
女鞋	百丽国际	12.38	104416	5.9	17.7	0.23	0.43	0.50	52.8	28.9	24.7	17.1%
	永恩国际	7.34	12022	5.5	19.4	0.23	0.41	0.53	31.3	17.7	14.0	27.1%
	盈进集团	1.42	884	1.2	0.4	0.13	0.01	0.01	10.6	236.7	177.5	33.3%
	九兴控股	14.6	11598	1.9	13.4	0.14	1.13	1.29	101.1	12.9	11.3	13.7%
配饰/ 化妆品	周生生	15.82	10709	2.4	16.1	0.76	-	-	20.7	-	-	-
	霸王	4.36	12707	5.4	31.0	0.06	0.20	0.26	69.9	22.2	16.9	31.4%
	莎莎	6.02	8378	7.0	32.9	0.16	0.32	0.39	37.8	18.7	15.6	19.6%
	新宇亨得利	3.7	15055	4.6	14.7	0.10	0.17	0.21	36.1	22.3	17.9	24.1%
生产	魏桥	5.4	6450	0.4	6.5	4.52	0.74	0.82	1.2	7.3	6.5	10.8%
	裕元	25.05	41223	1.7	16.0	0.22	2.14	2.47	114.9	11.7	10.2	15.3%

资料来源: 招商证券

表 3：国际同类可比公司估值表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	EPS			PE			10-11 增长率
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
运动	NIKE	72.08	34662	3.6	20.7	3.80	4.23	4.77	19.0	17.0	15.1	11.32%
	ADS	41.605	8704	1.8	6.8	1.17	2.58	3.14	35.5	16.1	13.3	21.32%
	Puma	217.91	3287	2.2	10.6	8.50	15.48	18.03	25.6	14.1	12.1	16.46%
奢侈品 /高档 品	LVMH	93.18	45672	3.0	13.1	3.58	4.98	5.72	26.0	18.7	16.3	14.71%
	HERMES	136	14357	8.0	17.1	2.74	3.51	3.94	49.7	38.7	34.5	12.18%
	COACH	37.71	11506	7.5	45.9	2.04	2.64	2.94	18.5	14.3	12.8	11.54%
	POLO	81.77	7839	2.6	16.4	6.24	4.86	5.60	13.1	16.8	14.6	15.26%
	TOD'S	57.34	1755	2.7	13.7	2.80	3.20	3.58	20.5	17.9	16.0	12.08%
	BOSS	28.26	2201	9.1	51.8	2.90	2.20	2.45	9.7	12.9	11.5	11.75%
	BURBERRY	832.5	3624	6.1	14.4	-0.01	40.80	48.60	-	20.4	17.1	19.12%
	Perry Ellis	20.12	284	1.2	5.1	-0.91	1.59	1.88	-22.0	12.7	10.7	18.61%
	Phillips-Van	50.24	3332	1.9	14.9	1.38	3.62	4.58	36.3	13.9	11.0	26.27%
	PPR	103.1	13058	1.3	10.2	7.77	7.39	8.63	13.3	14.0	12.0	16.71%
	UNIQLO	12620	1337589	4.2	19.1	469.46	636.90	617.99	26.9	19.8	20.4	-2.97%
大众品	H&M	50.24	3332	1.9	14.9	1.38	3.62	4.58	36.3	13.9	11.0	26.27%
	INDITEX	5.33	974	0.6	8.7	0.67	0.63	0.67	8.0	8.5	7.9	7.34%
	GAP	77.86	8573	2.3	12.5	5.47	6.16	6.70	14.2	12.6	11.6	8.72%
	VF	17.87	11626	2.4	23.8	1.49	1.79	1.89	12.0	10.0	9.5	5.47%
	LTD US	25.12	8169	4.1	22.1	0.68	1.80	2.03	37.1	13.9	12.4	12.37%
	NEXT	1950	3589	27.9	265.6	1.64	209.40	225.40	1186.8	9.3	8.7	7.64%
	GUESS	36.6	3412	3.2	27.1	2.29	2.89	3.30	16.0	12.6	11.1	13.93%
	Benetton	5.33	974	0.6	8.7	0.67	0.63	0.67	8.0	8.5	7.9	7.34%
	Abercrombie&	37.6	3317	1.8	0.0	3.09	1.80	2.53	12.2	20.9	14.8	40.57%
	American Eagle	12.29	2525	1.7	11.3	0.87	0.97	1.12	14.1	12.6	10.9	15.53%
	Aeropostale	23.99	2244	5.0	58.1	1.60	2.76	2.96	15.0	8.7	8.1	7.27%
配饰/ 化妆品	Bulgari	233	362984	10.1	42.2	11.22	11.68	12.85	-	19.9	18.1	10.02%
	RICHEMONT	12620	1337589	4.2	19.1	469.46	636.90	617.99	26.9	19.8	20.4	-2.97%
	Fossil	50.08	31216	5.8	26.2	2.01	2.59	2.88	24.9	19.3	17.4	11.11%
	Tiffany	37.6	3317	1.8	0.0	3.09	1.80	2.53	12.2	20.9	14.8	40.57%
	Estee Lauder	48.63	14974	1.8	13.6	2.87	3.76	4.26	16.9	12.9	11.4	13.16%
	Swatch	12.29	2525	1.7	11.3	0.87	0.97	1.12	14.10	12.64	10.94	15.53%

资料来源：招商证券

参考报告:

1、《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、《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。

4、《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”。

5、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13

6、《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

7、《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。

8、《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。

9、《美邦服饰—反思与超越 长短期发展的关键磨合年》2009/9/17

11、《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。

10、《美邦服饰—毛利率和费用率问题是净利大幅下降的主因》2010/4/15

11、《美邦服饰—收入增长趋势延续 利润下降问题值得深思》2010/4/29

12、《服饰品牌研究第五卷-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端, 从价值链的角度切入, 将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心, 并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键, 从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

13、《美邦服饰—收入延续快速增长的势头 毛利率改善趋势明显》2010/8/17

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3314	3211	2739	3216	4407
现金	1852	1315	681	301	547
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	87	161
应收款项	414	479	593	867	1180
其它应收款	230	88	105	261	431
存货	664	902	1204	1459	1796
其他	153	428	156	240	291
非流动资产	1263	2240	2694	2855	2925
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	590	885	1626	1862	1984
无形资产	122	130	127	125	122
其他	550	1225	940	867	819
资产总计	4577	5451	5433	6071	7333
流动负债	1789	2260	1680	1564	1769
短期借款	1051	459	450	550	650
应付账款	417	507	672	794	874
预收账款	24	27	39	48	58
其他	297	1267	519	172	187
长期负债	200	200	200	200	200
长期借款	200	200	200	200	200
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1989	2460	1880	1764	1969
股本	670	1005	1005	1005	1005
资本公积金	1278	943	943	943	943
留存收益	639	1043	1605	2359	3415
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2588	2991	3553	4307	5363
负债及权益合计	4577	5451	5433	6071	7333

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	470	856	458	318	952
净利润	588	604	749	1005	1409
折旧摊销	0	0	304	322	327
财务费用	0	0	32	46	53
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(733)	(1075)	(842)
其它	(118)	252	105	19	5
投资活动现金流	(715)	(1039)	(864)	(500)	(400)
资本支出	0	0	(1000)	(500)	(400)
其他投资	(715)	(1039)	136	0	0
筹资活动现金流	1793	(404)	(228)	(197)	(306)
借款变动	0	0	(9)	100	100
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(187)	(251)	(352)
其他	1793	(404)	(32)	(46)	(53)
现金净增加额	1547	(586)	(634)	(380)	246

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4474	5218	6999	8699	10764
营业成本	2434	2895	3904	4809	5823
营业税金及附加	21	28	28	39	54
营业费用	944	1451	1848	2131	2519
管理费用	189	217	294	374	452
财务费用	48	53	32	46	53
资产减值损失	4	14	4	4	4
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	833	562	889	1295	1858
营业外收入	17	83	50	30	20
营业外支出	10	12	2	3	0
利润总额	841	633	937	1323	1878
所得税	254	29	187	317	470
净利润	587	604	749	1005	1409
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	588	604	749	1005	1409
EPS (元)	0.88	0.60	0.75	1.00	1.40

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	42%	17%	34%	24%	24%
营业利润	94%	-33%	58%	46%	43%
净利润	61%	3%	24%	34%	40%
获利能力					
毛利率	45.6%	44.52%	44.2%	44.7%	45.9%
净利率	13.1%	11.6%	10.7%	11.6%	13.1%
ROE	22.7%	20.2%	21.1%	23.3%	26.3%
ROIC	16.0%	16.1%	17.5%	20.2%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	43.5%	45.1%	34.6%	29.1%	26.9%
净负债比率	27.3%	12.1%	12.0%	12.4%	11.6%
流动比率	1.9	1.4	1.6	2.1	2.5
速动比率	1.5	1.0	0.9	1.1	1.5
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.3	1.4	1.5
存货周转率	4.5	3.7	3.7	3.6	3.6
应收帐款周转率	15.2	11.7	13.1	11.9	10.5
应付帐款周转率	6.7	6.3	6.6	6.6	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.88	0.60	0.75	1.00	1.40
每股经营现金	0.70	0.85	0.46	0.32	0.95
每股净资产	3.86	2.98	3.54	4.29	5.34
每股股利	0.30	1.30	0.19	0.25	0.35
估值比率					
PE	28.1	40.9	33.0	24.6	17.6
PB	6.4	8.3	7.0	5.7	4.6
EV/EBITDA	24.0	32.5	17.9	13.2	9.8

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。

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 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依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队图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

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±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。