

强烈推荐-A (维持)

美邦服饰 002269.SZ

目标估值: 41.00 元

当前股价: 33.10 元

2010 年 11 月 18 日

基础数据

上证综指	2839
总股本 (万股)	100500
已上市流通股 (万股)	10500
总市值 (亿元)	319
流通市值 (亿元)	33
每股净资产 (MRQ)	2.9
ROE (TTM)	21.7
资产负债率	62.8%
主要股东	上海华服投资有限公司
主要股东持股比例	80.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	66	33
相对表现	26	52	48



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—收入增长趋势延续 利润下降问题值得深思》2010/4/29
- 3、《美邦服饰—MB 良性增长是坚实基础 价值回归日益明朗》2010/8/22
- 4、《美邦服饰—收入表现大超预期 积极关注龙头回归》2010/10/27

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090208070223

挫折促使成长 更稳健的发展心态成就时尚休闲服龙头

公司近日召开了股东大会,就未来的发展思路进行了沟通。公司过去两年虽然在发展策略上有些失误,但是这些失误成为了宝贵的经验,使得公司的发展心态更趋成熟。及时的纠错与改变,从而获得了新的发展机会。公司对于未来 MB、MC 的运作都有了更完善的发展思路,对于邦购的推出也做了充足的准备。前期我们一直坚持认为公司基于基本面的机会才刚开始,未来持续值得关注。

公司在发展策略上经历了一些失误之后,10 年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。从而使得二、第三季度的业绩持续出现了改善,尤其是第三季度的增长非常迅速。

市场关注的是快速增长的趋势是否可持续,我们通过沟通认为这样的趋势是有保证的。

一、MB: 继续深挖单店效率,大力扶持优质加盟商

公司 09 年由于 MC 的过大投入,对 MB 的投入精力与资源都不足够,而今年以来,投入精力与资源的加大,公司二、第三季度的经营已经持续体现出业绩改善的趋势。MB 收入实现高速增长,主要通过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。同时加盟业务在有效支持下,恢复势头迅猛,前三季新开加盟门店达到 500 家左右,加盟收入也伴随扩张重启而实现快速增长。

MB 今年良好的恢复发展,给予了市场信心。未来公司将通过继续深挖单店平效、大力扶持优质加盟商,以及做好三四线市场的协同发展等措施,以获得持续的快速增长。

1、继续挖掘单店效率的提高

公司上半年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。冬季继续主推 Mpolar 系列,预计将为寒冬的销售提供有力支持。

同时,除了产品以外,秋冬开始,公司在终端管理上实行了系列的措施和改变,推行 16 字方针,产品体验、服务标准、服务概念都发生了变化。公司希望通过 2-3 年把 16 字体验和产品方针做到位,将使得平效的提升空间很大。目前有部分直营店铺已经做到了,比如上海南京东路的旗舰店,秋冬的形象、以及服务改变,使得业绩提升很快;沈阳的旗舰店也采用了最新的形象,也获得了很大的认可。

图1: 公司的MPOLAR系列



资料来源: 公司网站, 招商证券

2、大力扶持优质加盟商, 有效推广新的货品结构

公司近两年, 由于经济危机以及发展策略的问题, 没有给加盟商创造很多价值, 因此今年投入了很多精力挖掘加盟市场。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。

前三季度新开加盟门店达到 500 家左右, 加盟收入也伴随扩张重启而实现快速增长。加盟业务的发展终于一改 09 年的颓势。

未来公司将通过资源的整合继续加大对优质加盟商的扶持, 使得新的货品结构得以有效推广, 虽然这也会带来一定的存货与资金风险, 但针对优质加盟商的扶持还是相对有保证的。

由于租金等上涨的问题, 加盟商的压力很大, 且加盟商通常发展资金也并不充沛, 而公司拥有上市公司的平台, 以及与银行的良好信贷关系, 通过将自身的资金资源充分发挥, 自三季度开始明显给予了加盟商更多的授信以支持他们的发展。

11 年春夏的产品结构和以往完全发生了很多变化, 公司加大了资金支持, 使得新的货品结构得以顺利推广, 同时鼓励加盟商多新开店铺。

公司选择加大授信的多为合作了很多年、资信情况非常好的加盟商, 因此回收货款相对有保证; 同时门店产品的丰富性更强, 从 2011 年春、夏季订货会的情况看, 加盟商订货的结果都比较满意。

3、做好三四线市场的协同发展

MB 品牌以往在一二线市场的发展更强, 三四线市场的发展并不很充足。

公司认为三四线市场纯粹靠低价策略, 并不能长期竞争, 而那个市场杂牌的市场份额更大, 真正的游戏规则还没有定, 逐渐在完善市场机制的过程中, 公司的竞争力会越来越强; 同时虽然三四线市场的产品和时尚需求与一二线市场有一定的差异性, 但不是绝对的差异性, 公司未来的设计将会使得产品的适应面越来越好, 以更有效的拓展三四线市场。

4、应对原材料上涨和劳工荒的问题, 加大了提前采购和生产, 以更有效的保障销售

原材料上涨使得供应商的压力加大，公司也充分利用了自身的资金资源，给予优质供应商支持。提前采购原材料，以保证成本的可控性，目前为止 2011 年秋冬产品的部分原材料都锁定了。

面对劳工荒的问题，公司也以提前生产的方式应对。11 年春夏的很多产品目前都已经生产好了，虽然会带来提前生产的风险，这要求商品预测和管控能力大大加强。公司三季度业绩的高速增长也与提前预测准确有很大的关系，9 月下旬北方部分地区下雪，公司的冬装基本都出货了，及时的拉动了销售的增长。

二、MC：将以更稳健的心态发展，这对于公司更难能可贵

公司在 MC 新品牌推出时，太过乐观了些。追求在 09 年当年达到平衡，短期内的销售没有实现预定的目标和业绩，而前期的费用投资很大。我们也一直强调公司的这个失误，而失误的根源在于冒进的发展心态，通过此次沟通，公司对于未来 MC 的发展心态已经更趋稳健，这样的转变是值得重视的。

1、继续产品的摸索，以稳定品牌的定位

MC 产品的定位问题，与 MB 有同质化，同时自身的风格也未得到稳定，这个是 MC 发展不达预期比较关键的问题。MC 品牌的定位本身是清晰的，但落实到产品定位上就错位了，需要继续调整到符合品牌定位的需求，这样才能持续发展。

公司一直在摸索产品定位的改善，今年还是有些改进的，但今年秋冬产品和去年比，质的突破尚未形成。公司 11 年的产品还将做大幅度的调整，调整是有风险的，只有调整对了以后慢慢将风格稳定和持续下来，才能复制以形成有效的品牌发展。公司希望 11 年能基本稳定 MC 产品的定位。

2、成人装暂不发展加盟，我们非常赞同这样稳健的态度

对于 MC 的成人装，公司感觉自己还没有真正找到灵魂，目前还不会大规模进入加盟市场，这样的态度我们非常赞同。如果在定位本身未稳定，产品本身未丰富之前，盲目的发展加盟只会带来更多的混乱。

目前 MC 本身的门店数已达到 100 多家，单店的平效还比较低，未来首要的目标是通过定位的清晰、产品的丰满度增加等提高单店的销售，扎实的把现有门店业绩做好，再考虑发展加盟是正确的策略。

童装目前是独立店铺达到了约 70%，定位于中高档，未来的市场空间还是很大的。由于目前童装的发展势头不错，公司以童装为切入点，逐步发展加盟市场，产品逐步得到加盟市场认可，预计 KIDS 系列加盟的发展将对 MC 品牌起到促进作用。

通过未来更扎实的运作，预计 2011 年 MC 可以达到盈亏平衡，但未来的发展速度如何，建议用稳健的心态对待。

三、邦购新尝试，力求成为垂直整合的有价值平台

伴随目前消费需求的改变，电子商务成为服装业的一大趋势。公司目前已经开始了电子商务的探索，打造了一个全新的、集合了网络购物、时尚资讯和互动社区等多板块的时尚平台——邦购。平台要在 12 月才正式运行，目前已经形成了基础平台。

有了 MC 的经验，公司不会看到目前电子商务火，就盲目投入，现在做电子商务的，一般不是真正懂服装的，而懂服装的还没有大规模做电子商务的，公司希望比不懂服装的人做的好，也希望有意识的做到投入产出的匹配。

公司以前试水电子商务，主要是通过和淘宝的合作，在淘宝商城的销售一直排名靠前。邦购平台与淘宝、凡客等电子商务的诉求不一样，希望成为一个垂直整合的有价值的平台，形成差异化，要考虑如何与 MB、MC 品牌的实体销售嫁接，也有专线的网络品牌-AMPM。

对于电子商务业务的考虑，公司有自己的认识。认为电子商务不能只是个便宜的符号，便宜会带来低质量，目前网络支付安全和物流问题基本可以解决了，需要做到的是如何品牌化。电子商务也要高品质和高体验化，才能品牌化，这也是如何与凡客、麦网等形成差异化的地方。

公司电子商务的商品不比门店的商品质量差和价格便宜，才能做的持续，这样才能与现有的 3000 多家门店互动。拥有完整的商品陈列，所有系列通过电子商务可以全部展示出来，店里陈列不够，可以上线购买，门店也可以做物流支持。网络品牌、实体门店品牌、以及时尚资讯平台连成一体，成为一个垂直整合的有价值的平台。

四、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，但是公司及时的纠错改善，获得了新的发展机会。从目前的经营情况看，MB 直营获得了平效的提升、加盟的恢复快速发展；MC 的发展心态更为稳健，可以期待 2011 年盈亏平衡；邦购的尝试打开了新的发展空间。我们预计公司三季度快速发展的势头可以延续。

综合来看，四季度以及明年的经营有两个最关键的方面：

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 的直营可以实现平效的持续提升，加盟业务恢复后，快速拓展的势头可以持续；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单店的大幅增长，持续快速增长的收入规模将对费用率的下降至关重要。

2、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，11 年的投入相对以往可控，费用率可伴随收入增长进一步降低。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。全年销售与管理费用率我们预计在 30.5%左右的水平。

进入三季度以来，自从公司的业绩体现出改善后，我们一直认为公司基于基本面的投资机会才刚刚开始，从而对公司进行了持续的推荐。我们坚持认为公司通过系列措施提高平效，并积极促进加盟的恢复，MB 获得了持续的良性增长，成为业绩持续快速增长的坚实保证。对 MC 发展实施稳定的投入策略是快速发展进一步的保证。继续上调 10-12 年的 EPS 由 0.75、1.04 和 1.42 元/股到 0.76、1.15 和 1.55 元/股。目前估值为 10、11 年的 43 和 28 倍，半年目标价可以 11 年 35 倍 PE 为中枢。在前期改善逐步明确的阶段我们一直建议积极关注，维持“强烈推荐-A”。

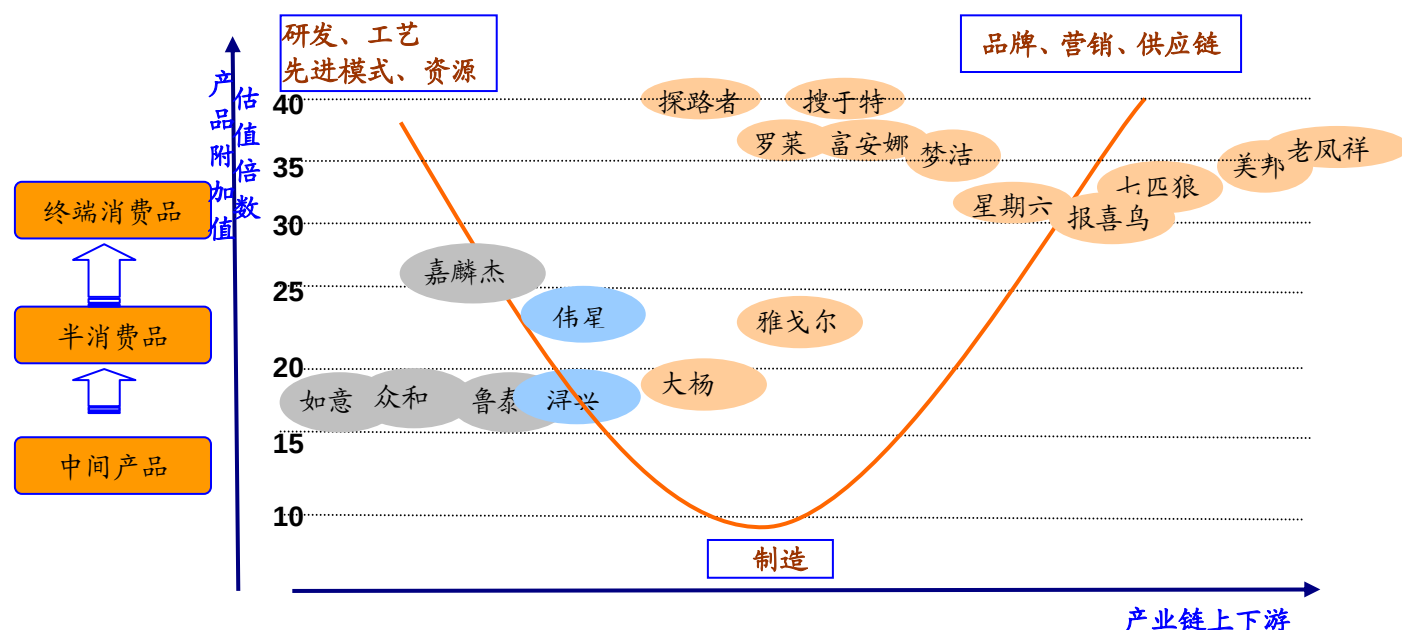
风险因素：经济复苏对消费的影响低于预期；加盟拓展低于预期；MC 品牌发展低于预期；费用率控制情况低于预期。

表 1: 主营业务预测分拆表

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	7252	9835	12308
直营店	54	594	1052	1430	1953	2650	3453	4283
加盟店	862	1380	2085	3026	2905	3846	5164	6394
收入增长率		116%	59%	42%	17%	39%	36%	25%
直营店收入增长率		1000%	77%	36%	37%	36%	30%	24%
其中: 门店数量 (个)	22	183	271	412	438	498	558	614
增长率		732%	48%	52%	6%	14%	12%	10%
加盟店收入增长率		60%	51%	45%	-4%	32%	34%	24%
其中: 门店数量 (个)	999	1258	1835	2286	2340	2878	3396	3736
增长率		26%	46%	25%	2%	23%	18%	10%
毛利率	16%	28%	39%	45%	45%	45%	45%	46%
直营店	42%	38%	53%	56%	48%	48%	48%	48%
加盟店	15%	24%	31%	40%	42%	42%	42%	43%

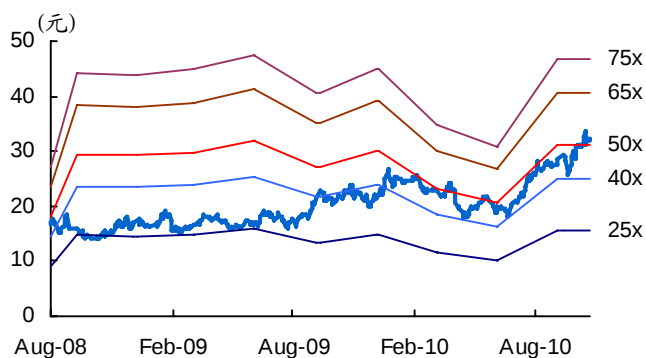
资料来源: 招商证券

图 2: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



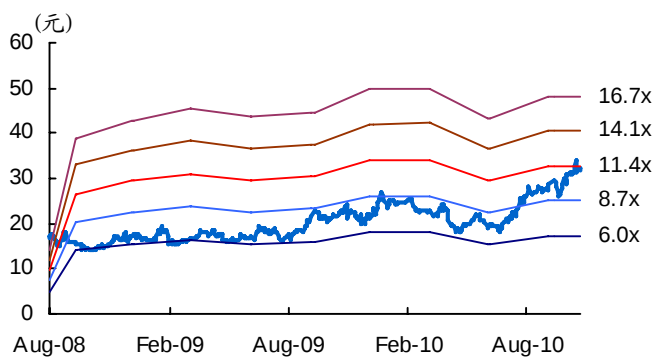
资料来源: 招商证券

图 3: 美邦服饰历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 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—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”。

4、《美邦服饰—短融推进渠道拓展 外延内生同时出牌》2009/2/13

5、《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。

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:

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。

8、《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

9、《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

10、《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》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。

11、《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

12、《美邦服饰—MB 良性增长是坚实基础 价值回归日益明朗》2010/8/22

13、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

14、《纺织服饰行业 2010 年四季度投资策略-品牌制造冰火两重天 品牌行业布局的黄金时期》2010/10/17

15、《美邦服饰—收入表现大超预期 积极关注龙头回归》2010/10/27

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	2775	3582	4777
现金	1852	1315	656	300	374
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	98	185
应收款项	414	479	615	981	1350
其它应收款	230	88	109	295	492
存货	664	902	1236	1639	2045
其他	153	428	160	270	331
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	5469	6437	7702
流动负债	1789	2260	1709	1814	1910
短期借款	1051	459	450	688	650
应付账款	417	507	689	891	994
预收账款	24	27	40	54	66
其他	297	1267	530	181	199
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	1909	2014	2110
股本	670	1005	1005	1005	1005
资本公积金	1278	943	943	943	943
留存收益	639	1043	1612	2475	3644
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2588	2991	3560	4424	5592
负债及权益合计	4577	5451	5469	6437	7702

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	470	856	435	250	956
净利润	588	604	759	1151	1558
折旧摊销	0	0	304	322	327
财务费用	0	0	32	56	54
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(765)	(1299)	(989)
其它	(118)	252	105	20	6
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)	(230)	(106)	(481)
借款变动	0	0	(9)	238	(38)
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	(190)	(288)	(390)
其他	1793	(404)	(32)	(56)	(54)
现金净增加额	1547	(586)	(659)	(356)	74

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	7252	9835	12308
营业成本	2434	2895	4006	5400	6629
营业税金及附加	21	28	29	44	62
营业费用	944	1451	1914	2439	2978
管理费用	189	217	312	413	517
财务费用	48	53	32	56	54
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	955	1479	2064
营业外收入	17	83	51	40	20
营业外支出	10	12	33	4	6
利润总额	841	633	973	1515	2078
所得税	254	29	214	364	519
净利润	587	604	759	1151	1558
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	588	604	759	1151	1558
EPS (元)	0.88	0.60	0.76	1.15	1.55

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	42%	17%	39%	36%	25%
营业利润	94%	-33%	70%	55%	40%
净利润	61%	3%	26%	52%	35%
获利能力					
毛利率	45.6%	44.52%	44.8%	45.1%	46.1%
净利率	13.1%	11.6%	10.5%	11.7%	12.7%
ROE	22.7%	20.2%	21.3%	26.0%	27.9%
ROIC	16.0%	16.1%	18.3%	22.0%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	43.5%	45.1%	34.9%	31.3%	27.4%
净负债比率	27.3%	12.1%	11.9%	13.8%	11.0%
流动比率	1.9	1.4	1.6	2.0	2.5
速动比率	1.5	1.0	0.9	1.1	1.4
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.3	1.5	1.6
存货周转率	4.5	3.7	3.7	3.8	3.6
应收帐款周转率	15.2	11.7	13.3	12.3	10.6
应付帐款周转率	6.7	6.3	6.7	6.8	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.88	0.60	0.76	1.15	1.55
每股经营现金	0.70	0.85	0.43	0.25	0.95
每股净资产	3.86	2.98	3.54	4.40	5.56
每股股利	0.30	1.30	0.19	0.29	0.39
估值比率					
PE	37.7	55.1	43.8	28.9	21.3
PB	8.6	11.1	9.3	7.5	5.9
EV/EBITDA	27.0	36.6	19.1	13.3	10.1

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。