

强烈推荐-A (维持)

美邦服饰 002269.SZ

目标估值: 42.18 元

当前股价: 34.00 元

2010 年 12 月 20 日

资源整合者 给力2011年

基础数据

上证综指	2894
总股本(万股)	100500
已上市流通股(万股)	10500
总市值(亿元)	351
流通市值(亿元)	37
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	21.7
资产负债率	62.8%
主要股东	上海华服投资公司
主要股东持股比例	80.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	62	54
相对表现	4	44	61



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—MB 良性增长是坚实基础 价值回归日益明朗》2010/8/22
- 3、《美邦服饰—收入表现大超预期 积极关注龙头回归》2010/10/27
- 4、《美邦服饰—挫折促使成长 更稳健的发展心态成就时尚休闲服龙头》2010/11/18

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090208070223

事件:

我们于招商证券 2011 年度策略会上与公司进行了详细的交流,同时公司的邦购网于 12 月 18 日正式上线,我们在此篇报告中主要总结了会议沟通的情况,以及邦购网的一些亮点,尤其强调在租金、原材料、劳动力等成本均面临上涨的时代,公司整合资源加大对上游供应商以及下游加盟商支持的策略,将为公司明年的业绩增长带来更大的弹性。

评论:

1、整合资金优势加大对供应商的支持,加大提前采购和生产

近年来原材料和劳动力成本的上涨大大增加了上游供应商的压力,劳工荒问题更加大了生产的不确定性,公司认为在这样的时期,充分利用自身的资金资源,给予优质供应商支持,是共同发展的需要。

服装销售的季节性很强,错过货期对于销售会造成很大的麻烦。公司 09 年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,尝试了缩短提前生产的周期的方式,但是这对于公司目前供应链的能力并不是非常适用。造成了店里没有货卖,同时成本又很高的局面。

根据自身所熟悉的供应链的方式,公司及时调整,利用自己所擅长的方式带来效益的更大化。公司利用自身的资金优势,加大了对供应商的支持,以提高自己的备货周期,提前锁定生产。目前 11 年春夏的很多产品都已经生产好了,但这也要求公司的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。公司希望提前的生产备货能为明年的销售提供更有效的保证。

同时,公司也提前采购了原材料,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。这也是造成公司存货增长较快的原因之一。

2、整合资金优势大力扶持优质加盟商，加盟业务恢复发展势头强劲

为了更好的调动加盟商的积极性，弥补前两年没有给加盟商创造更多价值的问题，公司今年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。

但是由于租金、劳动力成本等上涨的问题，加盟商继续发展的资金压力很大，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。

同时，公司针对未来的产品结构调整下了很多功夫，为了得新的货品结构得以顺利推广，公司对加盟商的资金支持也非常必要，新的货品结构推广可以使得公司的品牌形象日益提升，对于时尚度高的产品的销售也更为有保证。

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，因此目前看回收货款的情况都比较良好；同时在资金等支持下，公司 2011 年春、夏季订货会的结果都比较令人满意。目前为止公司的加盟门店已经拓展了 500 多家，大量新开的门店预计将为明年加盟业务的发展提供有效保证，我们相信公司明年的加盟收入将伴随扩张重启而实现快速增长。

3、邦购正式上线，与大部分的电子商务平台不同，将成为公司垂直整合的平台

伴随目前消费需求的改变，尤其是年轻一代的消费习惯，电子商务成为服装业的一大趋势。根据 CNNIC 发布的《第 26 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2010 年 6 月 30 日：

网络购物用户规模达到 1.42 亿，使用率提升至 33.8%，上浮了 5.7 个百分点，半年用户增幅达 31.4%；

网络购物在主要网络应用中排名提升为第一位，使用率超过了论坛/BBS；

网上支付、网络购物和网上银行半年用户增长率均在 30%左右，远远超过其他类网络应用；

中国电子商务 B2C 网购交易额达到了 2000 亿元，2010 年 B2C 交易额有望突破全年 4300 亿元。

公司顺应这一趋势，全新的邦购网于 12 月 18 日正式上线，打造了国内首家潮流资讯购物网站。尤其值得注意的是，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，网站的 MB、MC 品牌力求实现与实体门店的销售嫁接，也有专线的网络品牌-AMPM。网站的设计与运作非常符合年轻人的潮流，秒杀，抽奖，丰厚赠品……每天都惊喜不断，给力给到爆！

图 1: 邦购网丰厚赠品



邦购公告 Information MORE

- 邦购商城全新上线!
- 邦购IPAD天天送活动说明
- 红包领取帮助指南
- 邦购网第一期中奖名单揭晓!
- 12月19日10时至12月20日10时衬衫特惠

极速秒杀
10:00 15:00 21:00
每天三场 爆给力!

赠 16G

邦购网全新上线 IPAD天天抽

单笔订单满388元(实际付款 不包含优惠券), 并在当日完成付款的顾客, 即可参加抽奖送价值3988元(16G)的IPAD一台。 每天送出一台。

活动时间:12.18日-12.31日

资料来源: 公司网站, 招商证券

图 2: 邦购网图示



Metersbonwe

IIIIP M.Polar

时尚没有冬眠期

- ▼ M.POLAR时尚没有冬眠期
- ▼ 人人都爱MTEE
- ▼ 新世代的潮流酷

资料来源: 公司网站, 招商证券

图 3: 邦购网图示



ME&CITY

WOOL COATS

精致呢大衣

最高立减 [800元]

- ▼ 精致呢大衣
- ▼ 英式羽绒

资料来源: 公司网站, 招商证券

图 4: AMPM 品牌展示



热卖 | 新品 | 男装 | 女装 | 所有分类

曼哈顿情缘
百搭双排扣大衣

- 百搭双排扣大衣
- 毛衣推荐
- lopapeysa 毛衣
- 温婉成熟尽显优雅

商品名称	售价
AMPM 女净色绞花连帽毛衣开衫	¥299.00
AMPM 女净色翻领牛角扣外套	¥699.00
AMPM 女净色大翻领双排扣大衣	¥599.00
AMPM 女满身提花宽松高翻领长袖毛衣	原价: ¥159.00 售价: ¥127.00
AMPM 女净色肩部细节高翻领长袖毛衣	原价: ¥199.00 售价: ¥159.00
AMPM 女领部提花短袖毛衣	¥159.00
AMPM 女基本收腿小脚牛仔裤	原价: ¥159.00 售价: ¥80.00
AMPM 女连帽短款大衣	¥699.00
AMPM 女净色连帽长款棉服	¥699.00
AMPM 女前胸提花长袖毛衣	原价: ¥179.00 售价: ¥143.00

资料来源: 公司公告, 招商证券

我们非常赞同公司对于自己电子商务业务的想法, 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, 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。

有了之前 MC 投入与产出不匹配的经验, 相信公司对于邦购网的运作会更有意识的做到投入产出的匹配。

4、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。

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。

2011 年, 公司将积极扮演资源整合者的角色, 积极促进加盟业务的快速增长, 并通过系列措施持续提高平效, MB 获得持续的良性增长, 是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; 同时邦购网的开拓将为公司发展打开全新的空间, 成为整合线上线下的平台。我们继续上调 10-12 年的 EPS 由 0.76、1.15 和 1.55 元/股到 0.76、1.21 和 1.62 元/股。目前估值为 10、11 年的 45 和 28 倍, 半年目标价可以 11 年 35 倍 PE 为中枢, 半年的合理价值为 42.18 元, 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”。

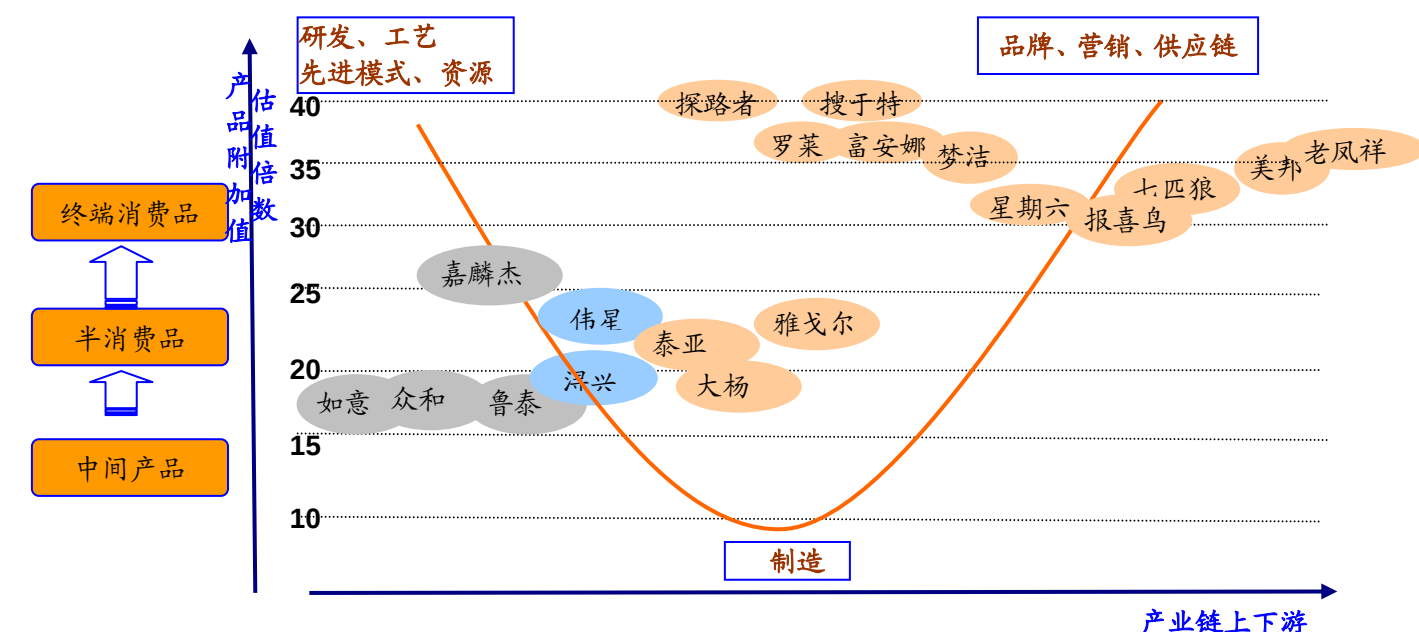
风险因素: 经济复苏对消费的影响低于预期; 加盟拓展低于预期; MC 品牌发展低于预期; 费用率控制情况低于预期。

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	9978	12607
直营店	54	594	1052	1430	1953	2650	3453	4283
加盟店	862	1380	2085	3026	2905	3846	5308	6694
收入增长率		116%	59%	42%	17%	39%	38%	26%
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%	38%	26%
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%

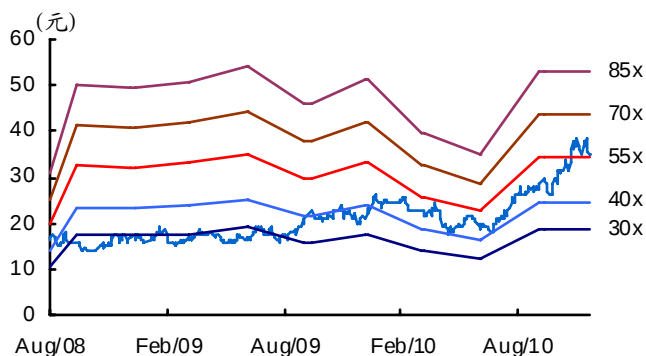
资料来源: 招商证券

图 5: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



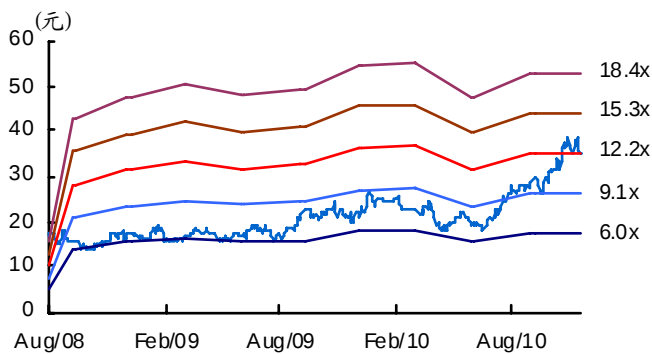
资料来源: 招商证券

图 6: 美邦服饰历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 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队图，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、《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。

10、《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

11、《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

12、《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，并据此总结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

13、《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

14、《美邦服饰—收入表现大超预期 积极关注龙头回归》2010/10/27

15、《美邦服饰—挫折促使成长 更稳健的发展心态成就时尚休闲服龙头》2010/11/18

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	3632	4901
现金	1852	1315	656	300	387
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	100	189
应收款项	414	479	615	995	1383
其它应收款	230	88	109	299	504
存货	664	902	1236	1664	2098
其他	153	428	160	274	340
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	6487	7827
流动负债	1789	2260	1709	1818	1940
短期借款	1051	459	450	677	650
应付账款	417	507	689	905	1020
预收账款	24	27	40	55	68
其他	297	1267	530	182	202
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	2018	2140
股本	670	1005	1005	1005	1005
资本公积金	1278	943	943	943	943
留存收益	639	1043	1612	2520	3738
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2588	2991	3560	4468	5686
负债及权益合计	4577	5451	5469	6487	7827

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	275	974
净利润	588	604	759	1211	1624
折旧摊销	0	0	304	322	327
财务费用	0	0	32	55	54
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(765)	(1333)	(1037)
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)	(131)	(487)
借款变动	0	0	(9)	227	(27)
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)	(303)	(406)
其他	1793	(404)	(32)	(55)	(54)
现金净增加额	1547	(586)	(659)	(356)	87

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	9978	12607
营业成本	2434	2895	4006	5483	6801
营业税金及附加	21	28	29	45	63
营业费用	944	1451	1914	2415	3026
管理费用	189	217	312	419	511
财务费用	48	53	32	55	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	1558	2149
营业外收入	17	83	51	40	20
营业外支出	10	12	33	4	4
利润总额	841	633	973	1593	2165
所得税	254	29	214	382	541
净利润	587	604	759	1211	1624
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	588	604	759	1211	1624
EPS (元)	0.88	0.60	0.76	1.21	1.62

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	42%	17%	39%	38%	26%
营业利润	94%	-33%	70%	63%	38%
净利润	61%	3%	26%	60%	34%
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%	12.1%	12.9%
ROE	22.7%	20.2%	21.3%	27.1%	28.6%
ROIC	16.0%	16.1%	18.3%	22.9%	25.3%
偿债能力					
资产负债率	43.5%	45.1%	34.9%	31.1%	27.3%
净负债比率	27.3%	12.1%	11.9%	13.5%	10.9%
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	12.4	10.6
应付帐款周转率	6.7	6.3	6.7	6.9	7.1
每股资料(元)					
每股收益	0.88	0.60	0.76	1.21	1.62
每股经营现金	0.70	0.85	0.43	0.27	0.97
每股净资产	3.86	2.98	3.54	4.45	5.66
每股股利	0.30	1.30	0.19	0.30	0.40
估值比率					
PE	38.8	56.6	45.0	28.2	21.0
PB	8.8	11.4	9.6	7.6	6.0
EV/EBITDA	27.6	37.4	19.6	13.1	10.0

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，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 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级图”，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。