

服装 II

美邦服饰(002269.SZ)/33.19 元

存货压力依然持续，MC 扭亏期待明年

事项

近期，我们调研了美邦服饰，并就公司的规划与高管进行了沟通。

主要观点

1、对大众休闲装行业的重新审视。

自 2010 年之后，我们注意到大众休闲装行业正在发生两点新变化：（1）行业由发展初期逐渐向中期过渡，跑马圈地的做量空间在缩小。（2）行业面临整体性的成本上涨压力。我们判断：一方面，中国市场消费升级的差异性使得“百花齐放”的格局仍将维持；另一方面，在行业成本上涨的背景下，16-25 岁的休闲装行业竞争在加剧，“平效提升”成了题中之意；未来先行企业的优势会逐渐显现，而地方性品牌、渠道品牌等成为全国性品牌的难度在加大。

2、MC 系列扭亏期待明年。

（1）相比国际品牌，美邦在“快时尚”的设计和供应链方面仍显不足，但其优势在于：1）掌握最全面的中国人身材的版型数据；2）掌握核心商圈的门店资源；3）平效超过国内品牌；4）布局直营，在行业成本稳定时期会落后于依靠加盟扩张的企业，但其侧重平效提升的思路会在行业成本大幅上涨时体现出提前覆盖成本上涨的优势。（2）目前 MC 的增长更多来自平效提升，平效增速维持在 50-60%，我们估计 MC 平效已达到 2 万元以上。目前 MC 店铺中 60% 已盈利，预计明年 MC 将迎来扭亏，盈利约为 5000 万。

3、存货压力持续存在。

（1）一方面，由于收入规模的持续扩张、直营比例较高、秋装到仓等原因，我们预计中期和全年存货的绝对额下降空间不大；另一方面，我们预计“存货/收入”这一比例将逐渐回落。（2）我们估计，公司今年毛利率可能会持平：一方面由于目前存货高企、特卖店加大折扣处理；而随着棉价下跌，公司提价幅度有所下降；另一方面，公司终端折扣力度却比往年要小，我们估计上半年综合来看约在 7.5-8 折。

4、盈利预测和建议。

基于公司存货消化低于预期、MC 今年仍然微亏，我们估计公司中报超预期的可能不大。我们维持对公司 2011-2013 年 EPS1.15、1.63 和 2.11 元，3 年 CAGR41%，给予公司 2011 年 30 倍 PE，目标价 34.5 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）大股东即将解禁带来的潜在抛售风险；（2）渠道扩张带来的费用高企风险。（3）商业物业租金价格上升风险。（4）人工成本上涨风险。

证券分析师： 区志航
执业编号： S0850209050634
Tel： 0755-82828559
Email： ouzhihang@hczq.com
联系人： 唐爽爽
Tel： 021-50157562
Email： tangshuang@hczq.com

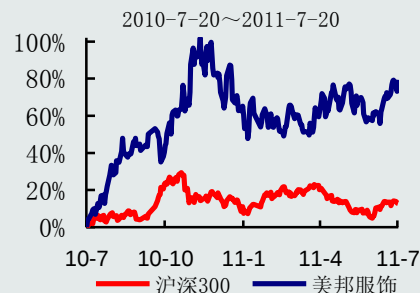
投资评级

投资评级： 推荐
评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	100500
流通 A 股/B 股(万股)	10500/0
资产负债率(%)	60.42
每股净资产(元)	3.53
市盈率(倍)	164.33
市净率(倍)	9.40
12 个月内最高/最低价	39.57/18.9

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《MB 收入平稳增长，MC 有望 2012 释放业绩》
2011-02-15

一、 对大众休闲装行业的重新审视

我们之前认为，在大众休闲装行业处于“发展初期、尚未饱和”的背景下，企业可以通过加盟模式和买手制度快速做量，抢占市场空白，提高市场占有率；在这一时期对“直营”的关注不一定要在其数量或比例，而是直营管理能力的储备；短期内这一市场竞争格局尚难定夺。但自 2010 年之后，我们注意到大众休闲装行业正在发生两点新的变化：（1）行业由发展初期逐渐向中期过渡，跑马圈地的做量空间在逐渐缩小。（2）行业面临整体性的成本上涨压力。

我们判断：一方面，中国市场消费升级的差异化使得“百花齐放”的格局仍将维持；另一方面，在行业成本上涨的背景下，休闲装、特别是 16-25 岁的休闲装企业竞争在加剧，未来先行企业的优势会逐渐显现，而地方性品牌、渠道品牌等成为全国性品牌的难度在加大。我们认为，先行企业的积累优势主要体现在以下方面：（1）提前消化成本上涨；（2）全球采购的资源整合能力；（3）信息系统与企业需要一定时间的适应性。

1. 中国市场的特殊性保证了需求的稳定性

我们始终认为，中国市场的特殊性在于：总量庞大与结构性差异并存。具体到大众休闲装这一覆盖人群最广的行业来说，尽管会有国际品牌的进入，但由于休闲装市场 90% 没有品牌化，且休闲装本身的品牌忠诚度不高，即使是单独针对某一细分消费群、针对某一渠道、针对某一细分产品的品牌都具备其生存空间。

2. 成本上升、行业竞争加剧背景下，平效提升是关键

在需求得以保证的前提下，我们认为，决定行业竞争程度和竞争格局的主要因素就来自成本，包括行业成本的上涨幅度、企业对成本的承受和转嫁能力；其中尤为关键的是，成本压力会在多久得以显现。在成本压力、特别是渠道成本压力不大的情况下，可能会同时出现多个依靠快速扩张渠道和广告效应的强势品牌，前期的运动装品牌即是如此。

目前整个行业普遍面临租金成本和人力成本的大幅上升，这就对店铺平效提出了更高的门槛要求。目前业内上市公司的普遍平效在 1-2 万，而国际品牌 ZARA、Uniqlo 等均在 4 万以上。我们认为，平效的提升速度如果不能在 3-5 年超过成本的增幅，企业将面临淘汰，现有“百家争鸣”的格局将被打破；而提升平效的关键，则在于通过产品升级塑造品牌。

二、 MC 系列扭亏期待明年

1. 美邦的优势所在

一方面，和其他休闲品牌不同，美邦主要布局在一二线城市，直面国际品牌的竞争。我们认为，“快时尚”的核心是设计团队和供应链管理，国内品牌在这两个方面较 ZARA 仍有较大差距，“快时尚”模式暂时不适宜作为企业的主打风格；而 H&M 这种一部分“快时尚”、一部分基本款的模式更适宜作为国内品牌的标杆企业。另一方面，我们认为，美邦具有自己的“本土优势”，主要表现在：

（1）对中国消费者最清楚，中国人身材各种版型的数据最全；

（2）渠道资源最多；国际品牌的优势是进驻商场，美邦的优势则在于核心商圈的临街店铺；

(3) 平效已经超过国内同类品牌，这对卫星城、地级县级的加盟商有很好的辐射作用。我们估计，一季度公司有 50%来自平效增长，直营 80%以上来自平效增长，只有 20%来自新店。

(4) 创新试验的先行者。我们认为，美邦的发展思想是符合国际主流趋势的，但在某些时间阶段没有掌握好扩张节奏；美邦布局直营，在行业成本稳定时期会落后于依靠加盟扩张的企业，但其侧重平效提升的思路会在行业成本大幅上涨时体现出先发企业的优势，较其他企业提前覆盖了成本的上涨。

2. MC 经营逐渐向好

美邦目前的业务分为三大部分：MB、MC 和邦购电子商务。其中，MB 目前稳定增长，公司计划明年将推出童装业务；邦购平台目前仍在投入期，增长迅猛（是 MC 在淘宝销售规模的 2 倍），但占比仍较小；目前市场最为关注的就是 MC 何时能够扭亏。

由于 MC 去年的低基数效应，今年上半年持续快速增长，在开店整体速度谨慎放缓后（MC 成人装共 200 家店，童装 150 家店），MC 的增长更多来自于平效提升，2010 年 MC 平效增速约为 60%，我们估计今年上半年在行业量增放缓的背景下，MC 平效仍然保持 50-60%的增速，平效达 2 万以上。目前国际品牌平效约为 4 万，我们预计，未来 3 年内 MC 品牌可以做到国际标杆企业平效的 70-80%，即 2.8-3.2 万元。

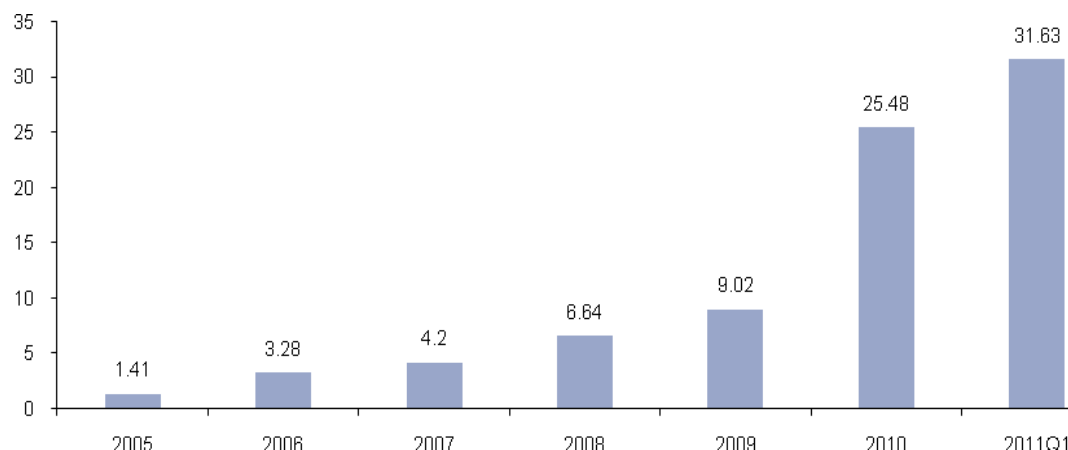
去年 MC 的加盟方面已在试点，约 10 家左右，今年年底仍将持续，在区域上和 MB 有差异性。目前公司总体开店速度维持在 20-30%，大部分来源于加盟拓展，直营门店新开不多，总数已突破 4000 家。目前公司加盟渠道较为扁平化，不会设二级代理，每个城市一个加盟商，每个加盟商开 2-3 家店。我们估计，MC 在 2009 年亏损约 2 亿，2010 年亏损 1 亿；我们判断，目前 MC 的直营店中，有 60%的店已经扭亏，但今年仍然微亏，预计明年将扭亏为盈，盈利大约 5000 万。

三、 存货压力持续存在

2010 年公司存货为 25 亿，其中 MB 约为 18 亿（包括 09 年 2 亿、10 年 10 亿、11 年 6.3 亿）；2011 年一季度，存货持续升高到 31 亿；造成公司库存高企的原因主要有 3 个方面：

（1）公司战略调整：撤掉大店的特卖楼层转作正卖，使产品分类清晰化；（2）气候异常：去年 9 月有 80-90%的增长，公司希望年底能做到 100%，所以加大进货；但由于四季度天气没配合，直到 12 月下旬才真正进入冬季，今年春天也来得晚。（3）“民工荒”影响补单速度，因此公司春装赶在了去年 12 月提前到仓。

图表 1 公司历年存货数量（亿元）

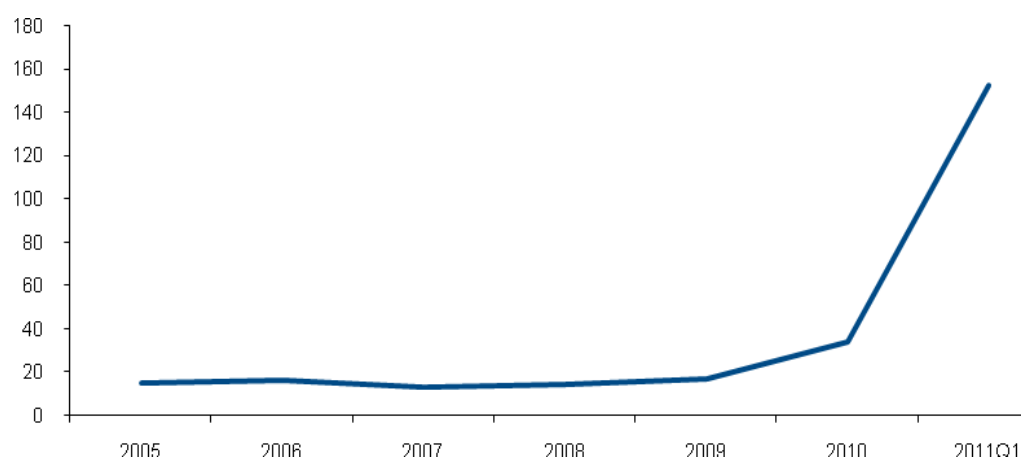


资料来源：公司公告，华创证券

针对库存问题，公司主要采取了 2 点措施：（1）融入新品滚动销售；（2）建立特卖品折扣店。从一季度开始公司召开“特卖品订货会”，将直营和加盟商的库存整合起来形成独立渠道，在价格敏感度较高的商圈的超市和特卖场开店，形成与新品差异化竞争，而新品正卖里则不要做过多的折扣。此举得到了加盟商的高度认可，我们估计，一季度特卖订货会来了 508 加盟商，订货 3 亿（成本价约为 1.3 亿）。公司计划开出 300-500 家折扣店，我们预计，目前折扣店已经开出约 100 家，折扣约在 3-3.5 折，毛利率仍在 10% 以上。

一方面，我们预计中期和全年存货的绝对额下降空间不大，主要因为：（1）预计今年公司销售额可突破 100 亿，则存货将相应地成比例增加；（2）目前秋装已在陆续到仓，我们估计如果冬装提前在 8、9 月到仓，存货又会高企；而如果气候再次出现“暖冬”，又将增加存货压力。（3）公司渠道中直营店占比较高也是存货高企的一个重要因素。另一方面，我们预计“存货/收入”这一比例将逐渐回落至正常水平。参考图表 2，2005-2009 年间，存货/收入一直维持在 15-18% 之间，2010 年上升至 34%，2011 年一季度继续高企，高达 152%。

图表 2 美邦服饰存货/收入比例（%）



资料来源：公司公告，华创证券

我们估计，公司今年毛利率可能会持平：一方面是由于目前存货高企、特卖店加大折扣处理；而随着棉价下跌，公司提价幅度有所下降，我们估计 5 月订货会公司提价幅度在 10% 以内。另一方面，公司终端折扣力度比往年要小，一般来看，公司直营终端折扣约在 7-7.5 折，加盟终端折扣约在 8.5 折，我们估计上半年综合来看约在 7.5-8 折。

盈利预测

基于公司存货消化低于预期、MC 今年仍然微亏，我们估计公司中报超预期的可能不大。我们维持对公司 2011-2013 年 EPS1.15、1.63 和 2.11 元，3 年 CAGR41%，给予公司 2011 年 30 倍 PE，目标价 34.5 元，维持“推荐”评级。

风险提示

- （一）大股东即将解禁带来的潜在抛售风险；
- （二）渠道扩张带来的费用高企风险；
- （三）商业物业租金价格上升风险；
- （四）人工成本上涨风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5625	6018	8843	12025
现金	1107	3393	5830	8640
应收账款	933	609	673	738
其它应收款	327	215	210	251
预付账款	710	430	523	554
存货	2548	1371	1607	1842
其他	0	0	0	0
非流动资产	2962	2635	2479	2258
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1727	1635	1544	1451
无形资产	128	131	129	126
其他	1107	869	806	681
资产总计	8587	8654	11322	14284
流动负债	5156	3069	3498	3911
短期借款	2576	1362	1466	1801
应付账款	1244	723	825	931
其他	1335	985	1207	1179
非流动负债	100	1100	2100	3100
长期借款	100	1100	2100	3100
其他	0	0	0	0
负债合计	5256	4169	5598	7011
少数股东权益	0	-0	-0	-0
股本	1005	1005	1005	1005
资本公积金	947	947	947	947
留存收益	1378	2532	3772	5320
归属母公司股东权益	3331	4485	5724	7273
负债和股东权益	8587	8654	11322	14284

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1054	2882	1993	2333
净利润	758	1154	1640	2120
折旧摊销	376	258	293	315
财务费用	88	115	80	87
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-2150	1247	23	-135
其它	-125	108	-43	-54
投资活动现金流	-851	-139	-203	-227
资本支出	820	5	5	5
长期投资	0	-30	4	7
其他	-32	-164	-194	-215
筹资活动现金流	1744	-457	647	703
短期借款	2118	-1214	104	336
长期借款	-100	1000	1000	1000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	-278	-242	-456	-632
现金净增加额	-161	2286	2437	2810

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7500	10500	14710	20137
营业成本	4095	5670	7870	10672
营业税金及附加	34	51	72	96
营业费用	1989	2803	4045	5598
管理费用	325	462	735	1067
财务费用	88	115	80	87
资产减值损失	8	9	10	9
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	963	1400	1917	2637
营业外收入	104	68	85	86
营业外支出	34	18	21	24
利润总额	1034	1450	1981	2699
所得税	276	297	341	579
净利润	758	1154	1640	2120
少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	758	1154	1640	2120
EBITDA	1427	1773	2290	3040
EPS（元）	0.75	1.15	1.63	2.11

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	43.8%	40.0%	40.1%	36.9%
营业利润	71.4%	45.4%	36.9%	37.6%
归属母公司净利润	25.4%	52.2%	42.2%	29.2%
获利能力				
毛利率	45.4%	46.0%	46.5%	47.0%
净利率	10.1%	11.0%	11.1%	10.5%
ROE	22.8%	25.7%	28.7%	29.1%
ROIC	15.1%	32.7%	48.0%	64.7%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	48.2%	49.4%	49.1%
净负债比率	54.73%	60.65%	65.28%	71.60%
流动比率	1.09	1.96	2.53	3.07
速动比率	0.60	1.51	2.07	2.60
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.22	1.47	1.57
应收帐款周转率	11	14	23	29
应付帐款周转率	4.67	5.76	10.17	12.16
每股指标(元)				
每股收益	0.75	1.15	1.63	2.11
每股经营现金	-1.05	2.87	1.98	2.32
每股净资产	3.31	4.46	5.70	7.24
估值比率				
P/E	40.29	26.47	18.62	14.40
P/B	9.17	6.81	5.33	4.20
EV/EBITDA	23	18	14	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801