

美邦服饰 (002269)

纺织/服装

发布时间: 2012-05-23

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

存货情况持续好转, 公司未来将重视精细化管理

报告摘要:

- 5月16日, 我们参加了公司年度股东大会, 投资者普遍关心的公司存货情况持续好转。公司2012年一季度存货金额为23.2亿元, 较2011年年末的25.6亿元下降了2.4亿元, 同时存货结构也呈好转趋势, 其中2011年的冬装和春装有4个亿左右, 夏装4个亿左右; 2012年的夏装7个亿, 面辅料包括道具有1.5个亿左右; 2010年及以前的存货2.5个亿左右。预计2012年中报存货在18-20亿之间。去年推出的折扣店策略, 是为了解决存货问题的应急策略, 今后折扣店的占比会越来越来少。
- 公司今后的工作思路是卧薪尝胆, 苦练内功, 做好精细化管理工作。由于一线城市和二三线城市的消费者消费习惯差异, 国际品牌的渠道下沉对公司的影响小, 公司应对的关键是要做好精细化管理工作; 平效提升是应对成本上升的王道, 而平效提升需要靠终端的精细化管理和高效的供应链支持; 精细化管理是要建立针对各类门店的标准化体系, 加强门店管理的计划性; 构建高效供应链, 依托信息化平台实施期货和现货并重的发展模式。
- 渠道规划。公司将加大对加盟市场的资源投入, 重视加盟市场的深度挖掘, 而对直营则重视平效的提升, 以实现直营和加盟的平衡发展; 今后渠道发展的重心放在提升门店质量上, 拓展的增速会适当放缓; 公司将加大购物中心店比重, 与街边店形成互补。
- 品牌定位。旗下品牌定位更加清晰化, MB 聚焦休闲时尚, MC 聚焦商务时尚, 年龄段跨度延伸至30-45岁; 公司看好童装市场, 推双品牌策略和差异化定位, MooMoo 活泼童趣, MCKIDS 潮童。
- 盈利预测。根据我们预计公司2012-2014年EPS分别为1.55元、2.13元和2.63元, 目前股价对应14.7倍、10.7倍和8.7倍, 维持“推荐”评级。
- 风险提示。存货消化不及预期的风险; 单店盈利能力提升不及预期; 渠道拓展不及预期。

股票数据

收盘价(元)	22.84
12个月股价区间(元)	21.99-34.80
总市值(百万元)	22,954
总股本(百万股)	1,005
A股(百万股)	1,005
B股/H股(百万股)	0
日均成交量(百万股)	0.92

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1	M	12M
绝对收益	.0%	-8.6%	-29.2%
相对收益	1.7%	-9.6%	-14.8%

相关报告

- 1、美邦服饰深度研究报告: 存货问题预计年内解决, 转型深化有望形成增长新动力
- 2、美邦服饰2011年报点评: 存货问题如期改善, 经营性现金流净额大幅增加
- 3、美邦服饰2012年一季报点评: 经营性现金流净流入9.86亿元

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003

研究助理: 周煜斌

Email: zhouyb@nesc.cn

TEL: (8621)2036 1154

FAX: (8621)2036 1159

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7,500	9,945	12,612	16,383	19,660
(+/-)%	44%	33%	27%	30%	20%
净利润	758	1,206	1,563	2,142	2,646
(+/-)	25%	59%	30%	37%	24%
每股收益(元)	0.75	1.20	1.55	2.13	2.63
市盈率	30.3	19.0	14.7	10.7	8.7
市净率	6.89	5.56	4.74	3.88	3.17
净资产收益率(%)	22.8%	29.2%	32.3%	36.2%	36.6%
股息收益率(%)	1.8%	2.3%	3.7%	4.7%	5.8%
总股本(百万股)	1005	1005	1005	1005	1005

一、我们参加了公司于5月16日在上海召开的股东大会，公司董事长就公司存货情况、经营近况和未来发展规划与投资者作了详尽沟通，以下为会议的主要观点：

（1）存货问题

● 存货情况持续好转，结构不断优化，折扣店占比会逐渐减小

由于公司收入有45%来自于直营，因此公司的直营库存要统计到门店里面的陈列铺场数。这个与一些全加盟式的企业库存结构在账面上显示是不同的，每家直营门店需要准备10-15天的存货以应对正常的销售，这在一定程度上导致公司存货规模要比全加盟式的企业来的大。公司目前的存货周转天数是166天，而存货周转天数在60-80天是中国目标，国际水平则是存货周转天数达到50天，公司首先要先达中国目标，再冲刺国际水平。

公司2012年一季度末存货金额为23.2亿元较2011年年末的25.6亿元下降了2.4亿元，同时存货结构也已经好转，其中2011年的冬装和春装有4亿左右，夏装4个亿左右；2012年的夏装7个亿，面辅料包括道具有1.5个亿左右；2010年及以前的存货有2.5个亿左右。预计2012年中报存货金额在18-20亿之间。

折扣店策略不是公司长期策略，只是解决存货问题的应急策略，今后折扣店占比只会越来越少。折扣店是在特定的背景产生的，历史库存消化是为解决现金流的问题，而新品的销售才是利润的来源，今后公司会以新品销售为主。

（2）精细化管理

● 国际品牌的渠道下沉对公司的影响小，公司关键是要做好精细化管理工作

竞争加剧是毫无疑问的，国际品牌做渠道下沉，延伸到三四线市场，它也是有空间的，但是它也同样要面对一个挑战——产品和终端的精细化管理问题。国际品牌之所以在一线城市能获得消费者认可，一方面是知名度高，另一方面是一线市场消费者对国外消费习惯有认同性，但是二三四线市场消费者的消费习惯与一线城市差异性就很大，国际品牌就不一定有优势。

公司的应对策略是：卧薪尝胆，苦练内功，做好精细化基础管理工作。公司01-04年的供应链管理效益比较好，季中补单60%。季末库存3%左右，7折以上销售80%，而如今规模增长了5-6倍，但各类效益出现了动态下滑，公司今后要思考如何重回01-04年高效率高效益的时代。最后公司要实现终端精细化管理到位和建立围绕终端的标准化，从而能提供一个高效的供应链和好的产品，形成真正可持续的竞争力。

● 提升终端平效，要靠终端的精细化管理和高效的供应链支持

公司目前直营体系保持20%可比增长，加盟15%左右，MB直营可比平效达到2.2万，MB加盟为1.8万左右。加盟商过去1.5万左右时保本点，现在是1.8万左右，未来平效可能要达到3万才能盈利。公司所有的管理、精细化、标准化的目的就是让平效变得更高，让它可以持续。未来租金成本、人工成本肯定是上涨的，从企业成本角度来看，这个问题是回避不了的，解决只能靠平效提升。各项成本上涨对于加盟市场带来的挑战也是越来越大，这同样要靠平效提升来解决，而其根本是要靠终端的精细化管理和高效的供应链支持。

- **精细化管理：建立针对各类门店的标准化体系，加强门店的计划性**

公司和国际品牌的差距主要就是标准化——标准化不够。Zara 在全球门店中最大门店和最小门店的面积差异不超过 20%，主要分 A、B 两类店铺。而公司有 100 平方米到 10000 平方米的门店，差异性非常大，管理难度非常高，这就需要公司做好精细化管理工作，最终公司会形成 ABCD 四个标准的店铺，同时针对不同店铺的供应链支持也是不一样，接下来要进的购物中心和商场所需要的供应链支持也是不一样的。公司的精细化管理就是把这些差异性的标准建立起来，围绕不同区位、不同区域，根据它的差异性面积和差异性区位的店铺，形成差异性的商品选择标准，并使这些标准更加系统和一致性，从公司上游到下游形成完全同步的思考。

标准化最核心是门店的计划性，公司以前门店是缺乏计划的，货品计划是没有的，这就面临随意性的进货、随意性的配货。根本性解决问题方向是加强门店商品的计划，还有门店商品配置结构比的计划，还有商品在店的铺场计划。根据不同面积的店铺形成差异性的计划量构成了标准化的基础，然后再变成需求，并对需求进行匹配，未来的需求是设计中心匹配的，当下的需求是生产和物流给的，同时这些部门怎么去匹配是公司需要思考的。有了标准，问题就能被发现，就是能去解决，如果没有标准，管理就会无序，有了标准就是统一评判依据，过程就能被监督和被判。

- **高效供应链：依托信息化平台，实施期货和现货平衡模式**

如果没有高效的供应链支持，它的平效是上不去的。公司 04 年之前加盟商是不订期货的，也是现货配发的，季中补单的；而 05-11 年实施了 100%期货制，这对二三市场挑战更大，一个季节从季初到季末一盘货，消费者都看疲了，不会持续购买；所以公司现在对加盟和直营的改变是不做 100%期货，必须留有足够底数做现货，季中快速补单，只有这样才能提高平效，创造价值。同时公司的信息化做的是不错的，信息管理的比较到位，公司 98%以上的店铺的信息是及时专递。

(3) 渠道规划

- **重视加盟市场的深度挖掘，平衡发展直营和加盟体系**

过去 3-5 年，公司的主要精力聚焦在直营的发展上，80-90%的各类资源都集中在直营门店，对加盟市场的投入是不够的。现在公司也开始高度重视加盟市场，从 2011 年开始在组织上进行了资源匹配，在区域管理上将直营和加盟分开，一个区域负责人匹配一个副手专门管理加盟市场，这有利于加盟门店的终端形象改善和管理效率的提升。

今后公司会平衡发展直营和加盟，一方面公司会通过直营进一步巩固一线市场，工作重心放在提高平效上，让供应链速度更快上，要让每家直营店都变成盈利点；而对加盟市场，公司通过区域负责人下沉式管理，实现对二三四线加盟市场的深度挖掘，升级现有门店和拓展新加盟渠道。

- **渠道拓展重视门店质量，拓展增速会适当放缓**

公司今后加强精细化管理，将重视门店质量，原则上以改进现有营运能力和平效为前提，更加精准的和更好的方式去发展。公司未来的增长，肯定有相当的比重是新店发展，相当的比重是靠平效提升，但平效上升是根本，规模上升是自然而然的。企业内控健康和品质是需要很长一段时间去积累，这些标准化基础不是一开始

就形成的，它们是漫长的过程，要付诸很长的精力。

由于公司门店基数较大，即使以每年 5% 的新店拓展速度，新开门店数也是很多的。接下去的外延扩张再像原来每年 10%-20% 的新店增速，对企业来说要求比较高（公司 2011 年拥有 4793 家门店），公司会适当的放缓拓展的增速。公司的观点是只要将平效提高和基础做扎实，开店就会一个自然而然的过程。标杆企业的平效是 4-5 万，美邦的平效才 2 万。最终平效是决定这个企业的品质，开店是决定这个企业的规模。美邦现在策略是先有品质，再做规模。

● 公司今后会加大购物中心店比重，与街边店形成互补

商场店的商业生态需要高加价率，对于公司来说不是理想的渠道。而购物中心是公司需要的渠道。购物中心业态是未来商业的主流业态之一，未来五年会建成 3000-5000 个购物中心，公司之前很认真地思考了这个问题，这也是公司独立店铺购买欲望下降的重要原因，中国购物中心起来的太多，再去购买独立店铺风险太大。公司今后会逐步加大购物中心店的比重。街边店也是未来渠道之一，它与购物中心店不是取代的关系，是互补的关系。

（4）品牌定位

● 品牌定位清晰化，MB 聚焦休闲，MC 聚焦商务

公司推出 MC 之后，一直没有找到差异化定位，之前提的年龄化差异（MB16-25，MC25-35），但两者同样是休闲，同样是都市时尚，这就造成 MB 和 MC 中间很多产品及结构重叠，这也是 MC 近几年发展不太顺的重要原因，所以公司醒悟用年龄层划分是划不清的。MB 的核心竞争力是休闲，让 MC 再做休闲是没有意义的，所以今后 MB 将聚焦休闲，定位户外休闲、运动休闲和都市休闲；MC 未来要走商务时尚路线，不再走休闲路线，目前 MC 门店里还有 50%-60% 的货品是休闲，这些商品今后由 MB 来做，MC 未来就定位为商务时尚的大众化品牌，年龄定位可以跨度更大一点，可以到 30-45 岁。

过去 MB 和 MC 是重叠的，只是 MB 更年轻一点，MC 更成熟一点，但这是不对的，这是先开枪后瞄准的结果，所以今后公司会先瞄准在开枪。同时这对于 MooMoo 和 MCKIDS 也是一样的，不同品牌之间不能重叠，这样就会资源浪费，出现冲突。今后 MB 聚焦休闲，充分挖掘消费者休闲产品需求的结构，满足消费者不同场合穿着休闲的需求；MC 则做到不同消费者在不同场合穿着商务的需求。

今后公司旗下品牌要更加定位清晰，让消费者一进店一睁眼就知道你谁，这就是品牌的 DNA，即如何做到将商标全拿掉，消费者也知道这就是 MB，这就是成功的；如果放上其他商标，就像其他的，这就是不成功。过去公司在商品结构上做的不够完善，连 MB 也有做商务系列，这就占了很多资源，但是销售比却不是最高的。今后要更好地聚焦，每个品牌有自己的使命，这是公司接下去发展的趋势。

● 童装市场潜力巨大，公司推双品牌策略和差异化定位

中国的童装市场潜力很大，目前还没有形成绝对强势的品牌。公司通过 MCKIDS 和 MooMoo 双品牌推进童装业务，其中 MCKIDS 今年销售目标 2 亿元，MooMoo 则将达到几千万的规模。公司之所以推童装双品牌发展策略，是想让各品牌更聚焦在产品风格定位上，MooMoo 定位更加活泼、更加童趣，MCKIDS 定位偏重成人装概念，打造潮童，注重“酷”与“潮”的定位。现阶段几乎所有的成人装

品牌都在做童装，这会让消费者重新认识童装，同时也说明所有人都开始重视童装，这既是机会也是挑战。此外，作为独生子女的下一代，今后的新增人口可能没有过去这么快，但是小孩子的消费习惯却发生了变化了，童装的更新率会越来越快。

二、盈利预测和投资建议

我们看好公司 2012 年解决存货问题;精细化管理和清晰化的品牌定位对公司平效的提升;重视加盟市场的深度挖掘和购物中心门店拓展。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.55 元、2.13 元和 2.63 元，目前股价对应 14.7 倍、10.7 倍和 8.7 倍，维持“推荐”评级。

三、风险提示

1、存货消化不及预期的风险。2012 年服装行业整体存在不确定性，公司新老融合的存货消化策略可能受制于行业景气度。

2、单店盈利能力提升不及预期。公司通过精细化管理和清晰化的品牌定位来提高单店盈利能力，但也存在终端门店管理及供应链提速不及预期的风险。

2、渠道拓展不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,088	2,522	2,785	2,949	净利润	1,206	1,563	2,142	2,646
交易性金融资产	0	2,522	2,785	2,949	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	1,162	1,494	1,956	2,185	折旧及摊销	316	106	117	127
存货	2,608	2,573	3,008	3,280	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	207	167	157	128
流动资产合计	5,632	7,656	9,063	10,014	投资损失	8	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-672	-384	-1,340	-169
长期投资净额	257	257	257	257	其他	47	-1,038	-524	0
固定资产	1,923	2,119	2,316	2,512	经营活动净现金流量	977	1,877	1,140	2,796
无形资产	188	248	308	367	投资活动净现金流量	-438	-127	-186	-242
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-525	-315	-690	-2,390
非流动资产合计	3,251	2,886	2,956	3,071	企业自由现金流	475	2,322	857	2,461
资产总计	8,882	10,542	12,019	13,085					
短期借款	2,369	2,259	2,625	1,493	财务与估值指标				
应付款项	606	1,685	1,260	1,676		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	27	34	45	54	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.20	1.55	2.13	2.63
流动负债合计	4,657	5,598	6,003	5,747	每股净资产 (元)	4.11	4.82	5.89	7.20
长期借款	100	100	100	100	每股经营性现金流量 (元)	0.97	1.87	1.13	2.78
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	32.6%	26.8%	29.9%	20.0%
负债合计	4,757	5,698	6,103	5,847	净利润增长率	59.1%	29.6%	37.1%	23.5%
归属于母公司股东权益合计	4,126	4,844	5,915	7,238	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	44.2%	44.7%	45.3%	45.5%
负债和股东权益总计	8,882	10,542	12,019	13,085	净利率	12.1%	12.4%	13.1%	13.5%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	38	38	38	38
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	168	133	111	105
营业收入	9,945	12,612	16,383	19,660	偿债能力指标				
营业成本	5,552	6,969	8,958	10,715	资产负债率	53.5%	54.0%	50.8%	44.7%
营业税金及附加	55	60	78	94	流动比率	1.21	1.37	1.51	1.74
资产减值损失	31.09	2.45	8.53	5.34	速动比率	0.66	0.92	1.02	1.18
销售费用	2,305	2,913	3,785	4,541	费用率指标				
管理费用	341	416	541	649	销售费用率	23.2%	23.1%	23.1%	23.1%
财务费用	207	167	157	128	管理费用率	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	2.1%	1.3%	1.0%	0.7%
投资净收益	-8	0	0	0	分红指标				
营业利润	1,446	2,083	2,856	3,528	分红比例				
营业外收支净额	130.47	0.00	0.00	0.00	股息收益率	2.3%	3.7%	4.7%	5.8%
利润总额	1,576	2,083	2,856	3,528	估值指标				
所得税	370	521	714	882	P/E (倍)	19.03	14.69	10.72	8.68
净利润	1,206	1,563	2,142	2,646	P/B (倍)	5.56	4.74	3.88	3.17
归属于母公司净利润	1,206	1,563	2,142	2,646	P/S (倍)	2.31	1.82	1.40	1.17
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	29.2%	32.3%	36.2%	36.6%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760