

内外兼修稳增长，凤凰涅槃待重生

报告摘要:

● 我国消费已经进入大众消费时代,休闲服行业增速仍能保持 13% 以上。在国家促进就业规划的推动下,国民收入增速将保持在 13% 以上,结合以往经验,我们判断未来服饰消费行业的增速将与居民收入增速相持平;同时随着我国步入大众消费时代,大众休闲服行业将大有可为,且考虑到休闲服市场占服饰消费总市场比例较高,其增速将趋同于服饰消费的整体增速,即维持在 13% 以上的增速。

● 公司内外兼修确保营收稳步增长。为了分享中国城镇化红利,外延式扩张仍将是公司重要的增长策略,并结合多品牌战略,预计公司今后门店增速会维持在 15% 左右: 1) 覆盖率和渗透率都有提升空间,其中美邦品牌的镇级市场拓展潜力达 3800 家以上; 2) 拓展新门店是提升市场占有率的重要手段。精细化管理潜修内功,力求缩短与国际领先品牌之间差距: 1) 完善品牌树建设,明晰各品牌定位; 2) 精细化管理从建立各类门店标准化体系入手,提升平效为最终目的; 3) 实施期货和现货平衡模式,加快后台供应链建设。

● 存货问题基本解决,中报存货预计降至 17-18 亿。由于直营门店备货和加盟配发的原因,公司需要准备一定的存货,而且 17-18 亿存货对应的存销比为 14.6%,已和公司 05-09 年存货健康时期的存销比持平,说明公司存货已恢复到合理水平。同时随着存货问题的解决,公司将轻装上阵,重回健康发展轨道,公司的经营质量也将持续向好。

● 盈利预测。我们看好公司摆脱存货枷锁后,在内外兼修战略下的稳健增长,不过考虑到公司战略上放缓门店增速以及前期存货消化对毛利率的影响,我们略微下调公司盈利预测,预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.44 元、1.86 元和 2.39 元(原预测为 1.55 元、2.13 元和 2.63 元),目前股价对应 PE 为 14 倍、11 倍和 9 倍,维持“推荐”评级。

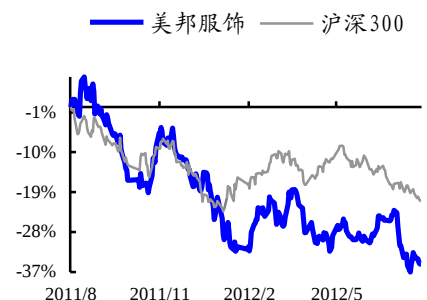
● 风险提示。单店盈利能力提升不及预期;渠道拓展不及预期;经济下滑影响终端销售。

股票数据

2012/7/31

收盘价(元)	20.54
12个月股价区间(元)	19.66 ~ 35.82
总市值(百万元)	20,261
总股本(百万股)	1,005
A股(百万股)	1,005
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	0

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-16%	-10%	-35%
相对收益	-11%	1%	-13%

相关报告

《002269-美邦服饰调研简报: 存货情况持续好转, 公司未来将重视精细化管理》

2012-5-22

美邦服饰年报点评: 存货问题如期改善, 经营性现金流净额大幅增加

2012-4-26

美邦服饰一季报点评: 经营性现金流净流入 9.86 亿元

2012-4-27

美邦服饰深度研究报告: 存货问题预计年内解决, 转型深化 望形成增长新动力

2012-3-27

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7500	9945	12308	15104	18288
(+/-)%	43.76%	32.59%	23.76%	22.71%	21.08%
净利润	758	1206	1447	1872	2399
(+/-)%	25.42%	59.13%	19.98%	29.35%	28.19%
每股收益(元)	0.75	1.20	1.44	1.86	2.39
市盈率	27	17	14	11	9
市净率	6	5	4	3	3
净资产收益率(%)	22.75%	29.23%	28.16%	29.02%	29.52%
股息收益率(%)	1.52%	3.23%	2.10%	2.72%	3.49%
总股本(百万股)	1005	1005	1005	1005	1005

证券分析师: 叶长青

执业证书编号: S0550512050002

(021)20361174 yecq@nesc.cn

研究助理: 周煜斌

(021)20361154 zhoub@nesc.cn

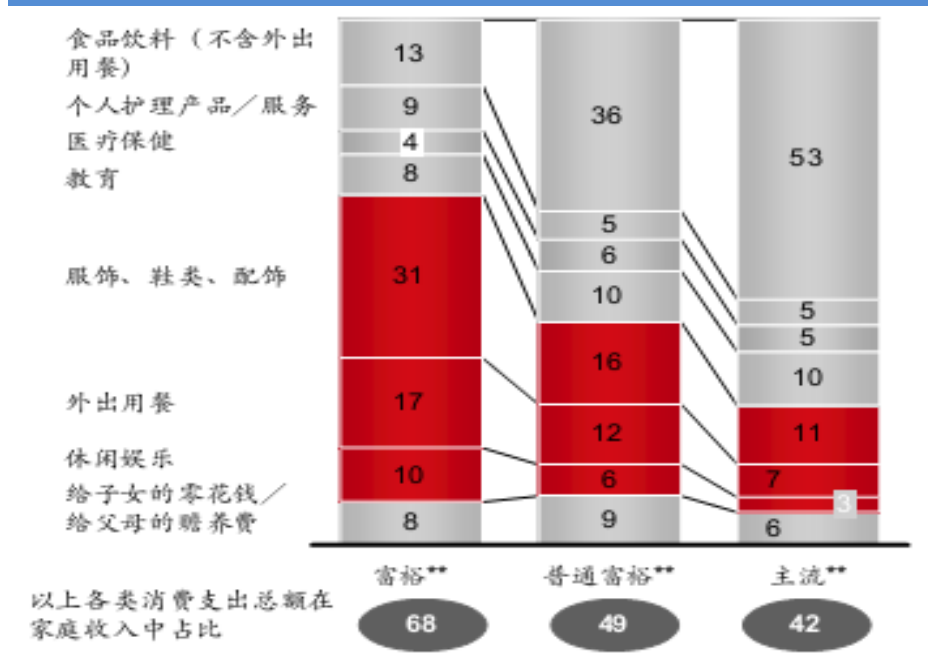
目 录

1. 大众休闲服行业增速仍能保持 13%以上.....	3
2. 公司内外兼修确保营收稳步增长.....	4
2.1. 外延式扩张不放松，分享中国城镇化红利.....	4
2.2. 精细化管理潜修内功，力求缩短与国际领先品牌之间差距.....	6
3. 存货问题基本解决，中报存货金额预计降至 17-18 亿.....	9
4. 盈利预测和估值比较	10
4.1. 盈利预测.....	10
4.2. 估值比较.....	11
4.3. 风险提示.....	12

1. 大众休闲服行业增速仍能保持 13%以上

未来服饰消费行业整体增速仍能保持在 13%以上。国务院颁布的《促进就业规划（2011-2015）》称：“十二五期间，最低工资标准将年均增长达 13%以上”。麦肯锡的报告曾指出，服饰、鞋类和配饰的消费在富裕家庭中占比达 31%，在普通富裕家庭中占 16%，在主流家庭中占 11%，这说明家庭收入增加后，服饰等衣着类消费占比会增加。所以我们预计在促进就业规划的推动下，并结合 2005-2011 年城镇居民和农村居民的人均衣着消费的复合增长率情况（分别为 13.1%和 14.9%），我们判断未来几年服饰消费行业的增速能够与国民收入增速相持平，保持在 13%以上的增速。同时根据国家统计局数据，2012 年 1-6 月限额以上批发和零售业服装类零售额达 3244 亿元，同比增长了 16.4%，这也从侧面印证了我们的判断。

图表 1：不同收入情况的家庭消费分配占比



资料来源：麦肯锡报告，东北证券

我国消费已经步入大众消费时代，大众休闲服行业大有可为。根据美国英克尔斯教授提出：人均 GDP 超过 3000 美元将加速城市化和现代化进程，城镇化、工业化进程会加快，居民消费类型和行为也会发生重大转变。国际经验也表明，当人均收入超过 3000 美元后，社会消费将步入大众消费时代。我国人均 GDP 于 2008 年首次突破 3000 美元，随后国际著名的大众休闲服品牌 ZARA、H&M 和优衣库在中国进入了高速发展期，纷纷加速布局中国市场。2010 年，我国城镇居民可支配收入达到 19109 元，首次超过 3000 美元，这也标志着我国消费正式步入大众消费时代。大众消费时代，大众会重点关注有两个重要产品特质：品牌和性价比。正因为如此，大众休闲服，凭借品牌化的运作和高性价比成为大众衣着类消费的主要选择，同时由于人口基数庞大，所以我国大众休闲服市场的容量也是巨大。根据国家统计局显示，2011 年我国休闲服行业规模以上企业有 6271 家，实现销售收入 7485.90 亿元，同比增长 27.33%，前瞻产业研究院更是预测 2012 年休闲服行业市场规模将接近 9000 亿元。我们判断在大众消费时代，随着经济发展和国民收入的提升，休闲服行业大有可为；考虑到休闲服市场占服饰消费市场的比例较高，这将使得休闲服行业增速趋同于服饰消费行业整体增速，即维持在 13%以上。

2. 公司内外兼修确保营收稳步增长

公司发展战略重心已从早期跑马圈地式的外延式拓展，逐渐转移至内外兼修式的平衡发展，确保公司今后能实现稳步增长。通过外延和内生这两条腿走路，我们预计公司在 2012 年上半年有望录得 20% 左右的营收增长和 15% 左右的净利增长。

2.1. 外延式扩张不放松，分享中国城镇化红利

为了分享中国城镇化红利，外延式扩张仍将是公司重要的增长策略。2011 年我国的城镇化率已达到了 51.3%，发改委也预计 2012 年全国的城镇化率会进一步提升至 52.1%，未来我国的城镇化率将会持续提高，不断向发达国家的城镇化水平靠拢，而在这进程中将不断释放乡镇和农村居民的消费需求，不断地形成消费增量和新兴商业区，这对公司未来发展是重要的机遇。因此，我们预计公司全年新增门店近 700 家（公司 2012 年上半年新增门店预计会超过 300 家），门店增速有望维持 15% 左右，增速上较往年有所放缓，但新增门店的绝对量在行业内还是数一数二的；同时考虑到今后随着 ME&CITY、MCKIDS 和 MooMoo 等品牌的发展，尤其是这些品牌开放加盟后，将确保公司今后每年能以 15% 左右的速度拓展门店。

对于公司来说，旗下各个品牌的外延拓展仍有较大的空间，同时新拓门店也是提升公司市场占有率的重要手段，具体理由如下：

（1）覆盖率和渗透率都有提升空间

由于国内市场复员辽阔且城镇化持续上升，公司市场的覆盖率和渗透率都有提升的空间。

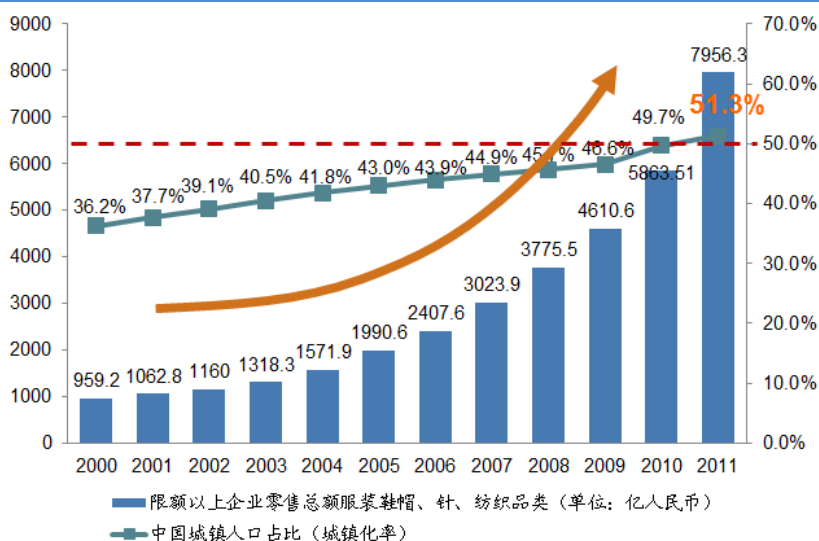
- 从覆盖率的角度考虑，公司门店布点已经覆盖了全部的直辖市和省会城市，基本覆盖了地级市城市，但尚未覆盖全部的县级城市以及公司此前一直未开发的镇级市场（全国有 19369 个镇），今后这些空白城镇市场将会成为公司门店拓展的可选目标。我们估计美特斯邦威品牌门店在各级城市的占比分别为直辖市 10%、省会 15%、地级市 25%、县级市 50%。
- 从渗透率的角度考虑，2011 年公司各级城市渗透率（每个城市的门店数）为 104、22、3、0.7，我们认为该数据还有提升空间，理性的渗透率分别为 120、30、5、1.5。

因此，从覆盖率和渗透率两个维度考虑，我们判断美特斯邦威品牌在县级及以上市场门店拓展空间为 7275 家，如果考虑到五线城镇市场，则门店拓展空间可以提升至 11149 家。

所以对美特斯邦威品牌来说，中国市场还有很多拓展空间值得公司去挖掘和拓展。对此，公司表示今后将重视加盟市场的深度挖掘，通过加大资源支持力度和实施区域负责人下沉式管理，以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。

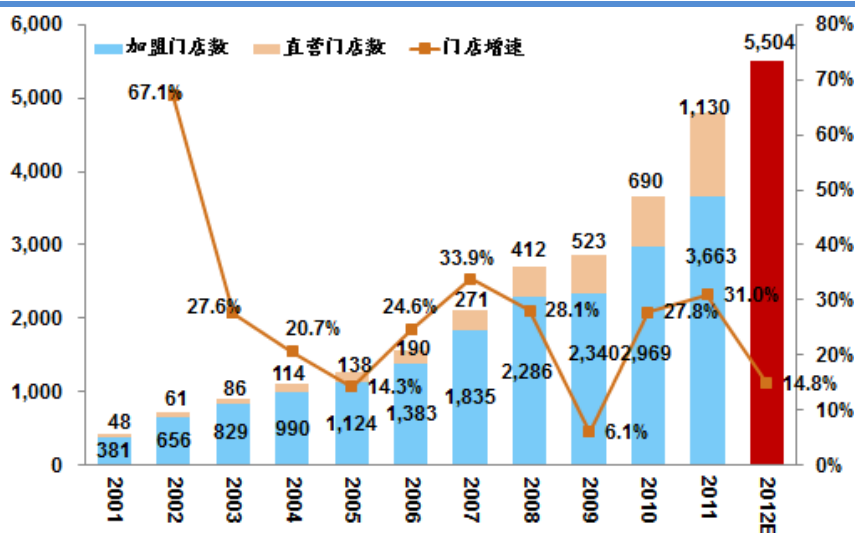
同时公司可以通过巩固一二线市场、深耕三四线市场、甚至深入五线镇级市场等策略，依托公司独特的竞争力（“直营+加盟”并举渠道模式——一二线直营化和三四线加盟化、全国物流体系、熟悉国内多级市场等），短期内可以应对国际大众休闲服品牌所带来的竞争压力（外资品牌主要直营为主，在国内重点拓展一二线市场），从而为公司缩短与国际大众休闲服品牌差距，赢得了宝贵时间。

图表 2: 城镇化进程助推服装鞋帽销售



资料来源: 国家统计局, 东北证券

图表 3: 美邦服饰历年门店数量和增速



资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 4: 美特斯邦威品牌各级市场拓展空间分析 (2011 年)

各级市场占比	城市数量	门店占比	现有门店数	目前渗透率	理想渗透率	理想门店数
直辖市	4	10%	416	104.1	120	480
省会	28	15%	625	22.3	30	840
地级	333	25%	1,041	3.1	5	1,665
县级	2,860	50%	2,082	0.7	1.5	4,290
合计	3,225	100%	4,164	1.3	2.3	7,275
五线城镇	19,369	0%	-	0.0	0.2	3,874
合计	22,594	100%	4,164	0.2	0.5	11,149

注: 门店占比为估计值; 资料来源: 公司年报, 行政区域网, 东北证券

(2) 拓展新门店是提升市场占有率的重要手段

考虑到美邦服饰已经将品牌线和产品线拓展到了都市成人装和中大龄童装，因此我们预测美邦服饰的市场占有率取了 6-35 岁年龄段人口消费，2012-2015 年衣着类消费增速取 13%。根据预测结果显示，美邦服饰到 2011 年的市场占有率为 2.7%，较 2005 年的 0.6% 有大幅提高，这主要得益于期间公司的门店拓展实现的。但作为行业龙头来说，2.7% 的市场份额略低。因此，抢占市场份额仍是公司今后重要的发展目标，通过拓展新门店、拓展新品类和多品牌运作等来实现，而其中拓展新门店是现阶段抢占市场份额手段最有效的手段之一，毕竟优质门店对于各级市场来说都是稀缺资源。我们预计到 2015 年美邦服饰的市场占有率能提升至 3.6%。

图表 5: 美邦服饰市场份额测算

年份	6-35 岁 (万人)	城镇化率	6-35 岁 城镇人口 (万人)	城镇人均 衣着消费 (元)	城镇 服装市场 (亿元)	6-35 岁 农村人口 (万人)	农村 衣着消费 (元)	农村 服装市场 (亿元)	6-35 岁 段服装市场 (亿元)	美邦服饰 零售额 (含税) (亿元)	市场 份额
2005	58515.3	43.0%	25156	801	2014	33360	148	494	2507	15	0.6%
2006	57050.3	43.9%	25045	902	2259	32005	168	538	2796	30	1.1%
2007	55789.4	44.9%	25072	1042	2612	30718	194	594	3207	48	1.5%
2008	54571.6	45.7%	24928	1166	2906	29643	212	628	3534	68	1.9%
2009	53579.9	46.6%	24963	1284	3206	28617	233	665	3871	76	2.0%
2010	52876.1	49.7%	26269	1444	3794	26607	264	702	4497	110	2.4%
2011	52319.0	51.3%	26824	1675	4492	25495	341	870	5362	145	2.7%
2012E	51775.5	52.1%	26960	1892	5102	24816	386	957	6059	177	2.9%
2013E	51368.3	52.6%	27004	2138	5775	24364	436	1062	6836	216	3.2%
2014E	51174.4	53.1%	27158	2416	6563	24016	492	1183	7745	260	3.4%
2015E	51031.9	53.6%	27338	2731	7465	23694	556	1319	8783	313	3.6%

资料来源：国家统计局，公司年报，东北证券

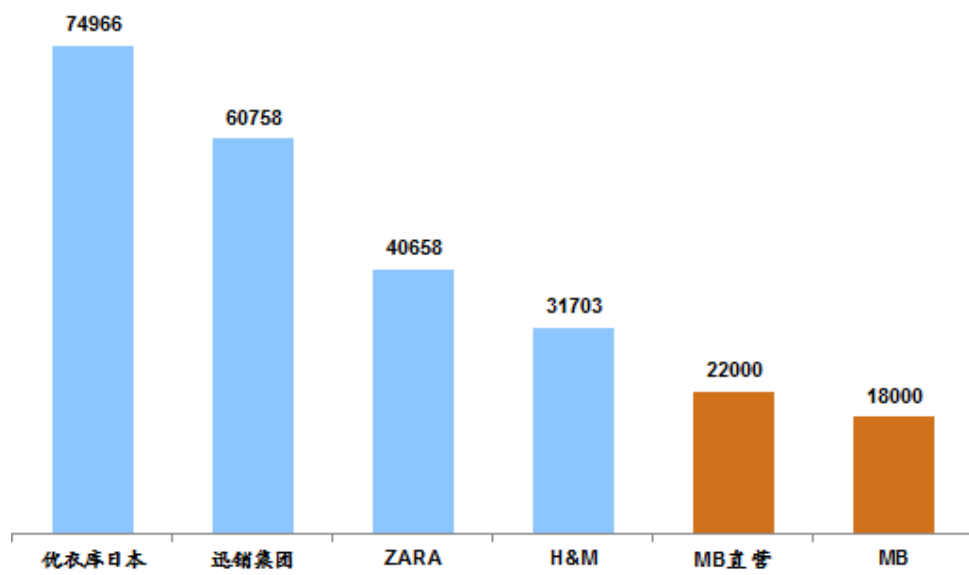
2.2. 精细化管理潜修内功，力求缩短与国际领先品牌之间差距

随着公司渠道规模的扩大和国际大众休闲服品牌在国内市场的发力，公司也意识到过去那种单靠外延式扩展就能维持高增长的时代已经过去。从公司与国际大众休闲服品牌的平效对比分析来看，国际大众休闲服品牌的平效基本都在每平方米 3 万元以上，优衣库日本的平效更是达到了每平方米 7.5 万元，而公司美特斯邦威品牌直营平效为每平方米 2.2 万元，两者差距较大，另一方面也说明公司的平效提升是有空间的。

同时，我们通过分析发现：ZARA 的核心竞争力是速度优先的快速时尚（以快速反应为核心，一切业务围绕快速反应进行），H&M 为成本优先的快速时尚（追求最优的成本优势，适度的快速反应），优衣库则是品质优先的平价时尚（以产品品质为核心，追求品质制胜），都体现在后台供应链和产品力上。公司也很清楚自己与国际品牌之间在后台供应链和运营能力上的差距，因此公司在 2012 年股东大会上明确提出：今后要卧薪尝胆，苦练内功，做好精细化基础管理工作，最终成果要体现在终端平效提升上，从而缩短与外资品牌之间的差距，实现内生式增长，并使其成为支持公司今后发展的重要力量。

图表 6: MB 与国际大众休闲品牌的平效对比 (2011 财年)

主要休闲服品牌的平效 (人民币/㎡)



注: H&M 的平效为估计值; 资料来源: 公司公告, 公司调研, 东北证券

图表 7: ZARA、H&M 和优衣库的核心竞争力对比

	ZARA	H&M	优衣库
成功模式和盈利能力	极致快速反应 = 高速产品更新, 吸引客流 (时尚、高速)	全球外包+适度快速反应+持续发展 = 快速产品更新及成本优势 (时尚、低价、高利润率)	生产集中式外包+面辅料的控制(质量)+里贩式销售 = 销售成本的优势(低价高质量)
具体表现	1. 周期短(仅15天); 趁“热”销售 2. 80%的生产分布在欧洲 3. 拥有自己的工厂 4. 使用空运缩短周期 5. 准备原材料以缩短周期, 但最小化面料里以减少库存风险 6. 当季生产85%	1. 生产全部外包, 60%在亚洲, 成本优先 2. 运输外包, 节省成本 3. 快速收集设计元素, 模仿 4. 采用先进的IT系统实现快速反应, 降低库存成本	1. 生产全部外包, 80%在中国, 供应商里仅为70家 2. 面辅料参与研发, 保证面辅料的品质, 从源头控制产品质量 3. 里贩式销售, 单款拥有丰富的颜色选择, 采用超市化的产品展示方式
核心竞争力	以快速反应为核心, 一切业务围绕快速反应进行	追求最优的成本优势, 适度的快速反应	以产品品质为核心, 追求品质制胜

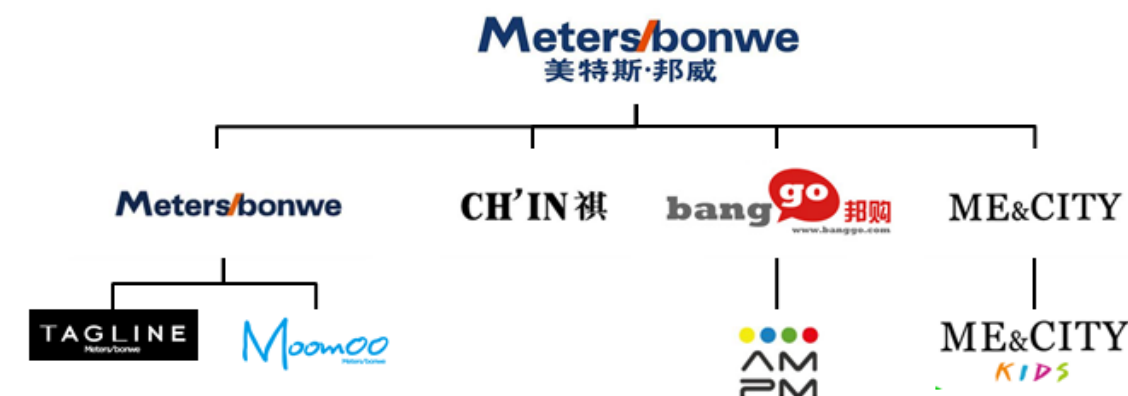
资料来源: 东北证券

公司具体的应对之道: 明晰各品牌定位, 实施终端精细化管理, 建立针对各类门店的标准化体系, 加强门店计划性, 进一步优化供应链体系, 实施期货和现货平衡模式, 以提升公司平效。具体内容如下:

(1) **完善品牌树建设, 明晰各品牌定位。** 成人装方面: 今后 MB 品牌聚焦休闲时尚, 其中 MB 品牌为青春休闲, 而 TAGLINE 则是都市休闲; MC 品牌聚焦商务时尚, 突出商务概念, 不再走休闲路线。童装方面: 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。而“祺 CH'IN”则是公司的一种尝试, 定位为强烈设计感和中国元素的鞋配饰品牌, 属于单

品类门店，设有少量独立门店，这种尝试主要为今后 MTEE、M.Jeans、M.polar 等单品类门店的拓展进行先期经验积累。对于邦购网，虽然已经剥离出上市公司体系，但仍作为公司品牌的网上经销商，由控股公司在负责经营。

图表 8: 美邦服饰品牌树



资料来源：公司网站，东北证券

(2) 公司精细化管理从建立各类门店标准化体系入手，以平效提升为最终目的。例如 Zara 在全球门店间的面积差异不超过 20%，主要分 A、B 两类店铺，而公司则大小门店面积差异性很大，这增加了管理难度，因此公司将 ABCD 四个标准的店铺，并配备相应的后台支持，做到精细化管理，建立差异化标准，即围绕根据门店区域、区位和面积等特点，选择相适应的商品选择标准，使得公司上下游形成同步的运作体系。同时加强门店管理的计划性，尤其是商品计划性，具体包括门店商品结构计划、商品铺场计划等，有了计划后，再由生产和物流等后端供应链系统去配合。

(3) 实施期货和现货平衡模式，加快后台供应链建设。公司从今年 4 月份举行的 2012 年秋季订货会开始，对加盟和直营不再要求 100% 的期货，而是将期货占比降至 70%，现货占比提升至 30%，今后会继续提升现货占比。公司计划通过留足现货，实现季中快速补单，从而加快门店货品的快速更新，从而刺激消费者购买，进而实现门店平效的提升。

图表 9: 美邦服饰期货模式和现货模式的区别

各环节	期货模式	现货模式
订货途径	1.主要通过每年六季大型订货会向公司总部订货 2.订货会一般在新一季产品推出前半年之前召开	通过公司网上的信息管理系统订货
适用情况	1.主要用于满足每年六个销售季节中相对固定的货品种类需求 2.不需要快速反应机制的配合	主要用于满足市场在夏季、冬季以及农历新年对新款服饰的需求，以及不时发生的重大公众事件所产生对新款服饰的市场需求
适用单位	1.加盟商 2.销售子公司	1.加盟商 2.销售子公司
订货量	每年平均远期订货量约占全年销售额的 70%左右	每年平均现货订货量约占公司全年销售额 30%
订货满足情况	除生产过程中造成的细微产量误差以外，基本不存在无法满足订单量需求的情况	主要用于满足直营店的订货需求，后期也满足加盟商一定的补货需求
退货	除出现次品、残次品的情况外，一般不允许退货	除出现次品、残次品外，还给予 10%的退货率

商品企划	提前 10 个月左右进行相应的商品企划工作	提前 2 个月左右进行商品企划工作
产品设计	提前 8 个月左右进行产品设计，一般需 1-2 个月时间	提前 1.5-2 个月开始产品设计，一般需 1 周左右时间
产品生产	1.商品企划阶段就开始准备面料 2.订货会结束后进行正式生产	主要利用之前在供应商处已预留的面料和产能进行生产
物流运输	成衣生产完毕后运输至公司的配送中心或销售子公司的仓库	成衣生产完毕后可能直接运输至店铺，且使用较为昂贵但快捷的运输工具
产品销售	通过直营店和加盟店销售	通过直营店和加盟店销售

资料来源：公司年报，东北证券

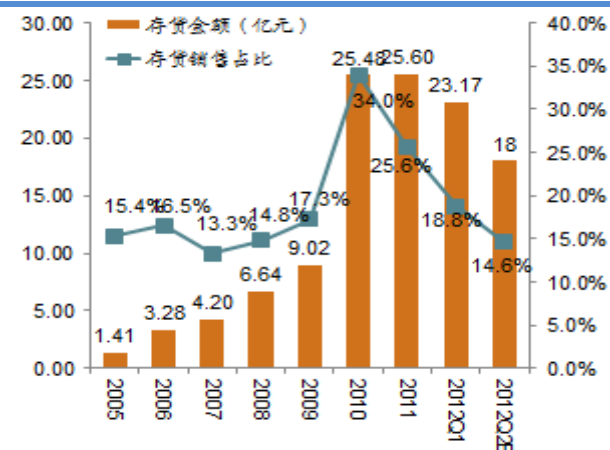
3. 存货问题基本解决，中报存货金额预计降至 17-18 亿

美邦服饰的存货问题从 2011 年初开始一直困扰着市场。存货问题产生的原因是公司对 2011 年春夏装的高预期，造成了做货过多，但销售不及预期。经过公司一年多的努力，从 2011 年年末开始，公司的存货金额呈现逐季改善的趋势，公司也在 2012 年股东大会上预计 2012 年中报存货金额在 18-20 亿之间。考虑到 2012 年 Q1 末存货结构中 2011 款和 2012 款夏装的总存货超过 11 个亿，我们由此判断公司全渠道（尤其是 2011 年下半年新开的 300 家折扣店）会在这个夏季全力消化存货，预计今年中报存货金额会降至 17-18 亿。由于公司存货中常备 1 个多亿的面辅料和道具，预计实际成衣存货金额约为 16-17 亿。

对于公司来说必要的存货准备是必须的，一方面是由于公司收入有 50% 来源于直营店，而直营店必须准备 10-15 天的存货用于日常销售；另一方面向加盟商配发产品也需要事先备货。同时，我们预计公司 2012 年全年销售收入为 123 亿左右，18 亿存货金额对应的存销比在 14.6%，这不仅低于市场平均水平（2010 年主要服饰品牌存销比均值为 20%，且当时存货水平都相对健康），而且也和公司 05-09 年存货健康时期的存销比持平，这说明公司的存货问题已基本得到解决。

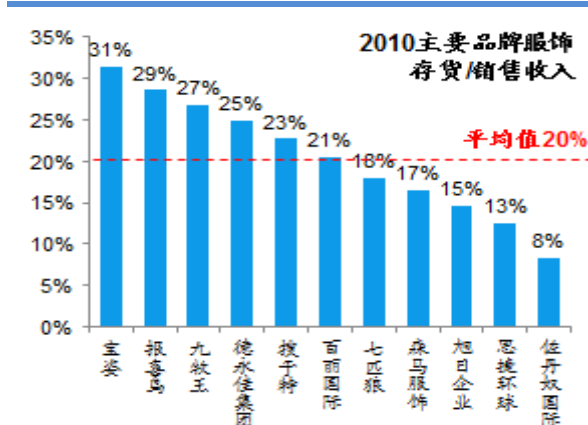
在摆脱存货枷锁后，公司将轻装上阵，精力聚焦到公司未来发展上，从而促使公司重回健康发展轨道，经营质量得以持续向好，具体表现为：1）通过消化存货和控制做货支出，我们预计二季度的经营性现金流量将延续前三个季度的净流入趋势；2）随着新品销售的增加，公司整体毛利率会呈现回升趋势。同时，我们也预计 2012 年的资产负债表和现金流量表会有大幅改善。

图表 10：美邦服饰历年存货金额和销售占比



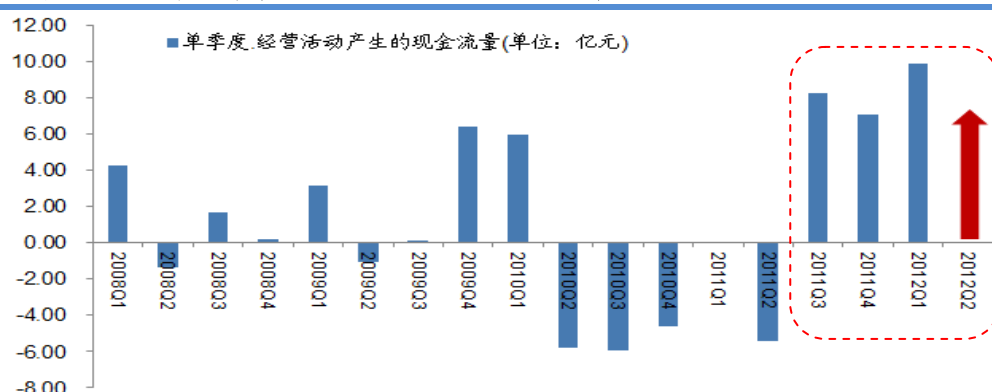
资料来源：公司年报，东北证券

图表 11：2010 年主要服饰品牌存货销售占比



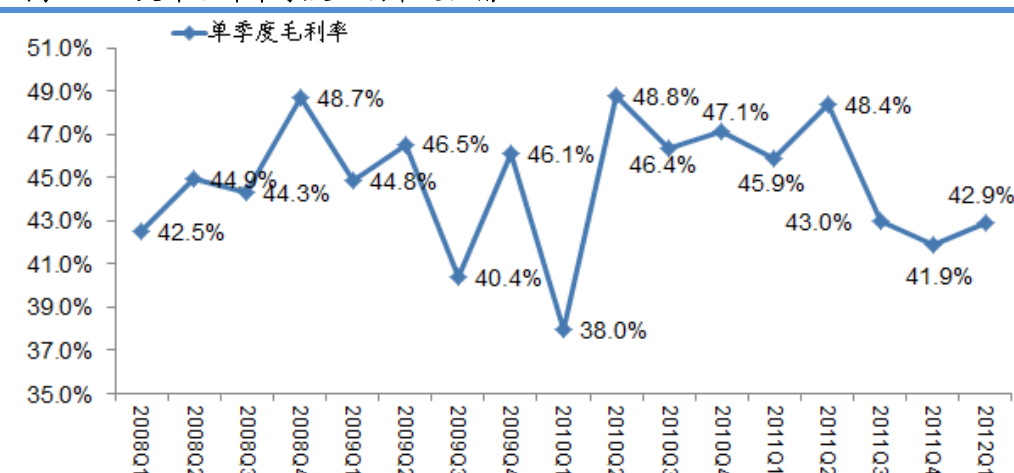
资料来源：公司年报，东北证券

图表 12: 美邦服饰单季度经营性现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 13: 美邦服饰单季度毛利率变化情况



资料来源: 公司年报, 东北证券

4. 盈利预测和估值比较

4.1. 盈利预测

我们看好公司存货问题解决后, 内外兼修下的业绩稳定增长, 尤其是通过清晰化的品牌定位、精细化管理和加快后台供应链建设等措施对公司平效的提升。考虑到公司主动放缓门店增速以及存货消化对毛利率的影响, 我们略微下调了公司盈利预测, 预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.44 元、1.86 元和 2.39 元 (原预测为 1.55 元、2.13 元和 2.63 元), 目前股价对应 PE 为 14 倍、11 倍和 9 倍, 维持“推荐”评级。

图表 14: 利润表预测

利润表 (单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	9,945	12,308	15,104	18,288
YOY (%)	32.6%	23.8%	22.7%	21.1%
营业成本	5,552	6,892	8,382	10,058
毛利	4,393	5,415	6,721	8,229
毛利率 (%)	44.17%	44.00%	44.50%	45.00%
营业税金及附加	55	59	72	88
销售费用	2,305	2,843	3,489	4,224
管理费用	341	406	498	603

财务费用	207	160	151	110
资产减值损失	31	18	15	5
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-8	0	0	0
营业利润	1,446	1,929	2,495	3,199
加：营业外收入	159	0	0	0
减：营业外支出	29	0	0	0
利润总额	1,576	1,929	2,495	3,199
减：所得税	370	482	624	800
净利润	1,206	1,447	1,872	2,399
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,206	1,447	1,872	2,399
EPS（元）	1.20	1.44	1.86	2.39

资料来源：公司招股说明书，东北证券

4.2. 估值比较

我们对比了与公司业务相类似的 A 股和海外上市公司估值情况，A 股可比公司 2012 年 PE 均值为 19 倍，海外可比公司 2012 年 PE 均值 19 倍，而美邦服饰 2012 年 PE 为 14 倍，公司的估值有一定的修复空间。

图表 15：A 股可比公司的相关估值（2012 年 07 月 31 日）

公司	股票代码	子行业	主要品牌	价格 (当地 货币)	市值 (当地 货币， 亿元)	EPS			PE		
						2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
美邦服饰	002269	ch 时尚休闲	美特斯邦威	20.54	206	1.2	1.4	1.9	17	14	11
森马服饰	002563	ch 时尚休闲	森马	22.12	148	1.9	2.0	2.4	12	11	9
搜于特	002503	ch 时尚休闲	潮流前线	23.45	68	1.1	0.9	1.2	22	28	19
七匹狼	002029	ch 品牌男装	七匹狼	23.5	118	1.5	1.2	1.6	16	19	15
报喜鸟	002154	ch 品牌男装	报喜鸟	12.7	75	0.6	0.8	1.1	20	15	12
希努尔	002485	ch 品牌男装	希努尔	9.28	30	1.0	0.8	1.0	9	11	9
九牧王	601566	ch 品牌男装	九牧王	24.9	143	1.0	1.2	1.4	25	21	17
朗姿	002612	ch 品牌女装	朗姿	34.5	69	1.3	1.5	2.2	28	23	16
探路者	300005	ch 户外用品	探路者	18.78	50	0.4	0.5	0.8	47	36	24
星期六	002291	ch 品牌女鞋	星期六	5.97	22	0.3	0.3	0.4	22	18	15
雅戈尔	600177	ch 品牌男装	雅戈尔	8.61	192	0.8	1.1	1.4	11	8	6
平均值									21	19	14
中值									20	18	15
美邦服饰	002269	ch 时尚休闲	美特斯邦威	20.54	206	1.2	1.4	1.9	17	14	11

资料来源：彭博，东北证券

图表 16: 海外可比公司的相关估值 (2012 年 07 月 31 日)

公司	股票代码	子行业	主要品牌	价格 (当地 货币)	市值 (当地 货币, 亿元)	EPS			PE		
						2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
Hennes & Mauritz	hmb ss	时尚休闲	H&M	251.7	4166	9.6	11.0	12.3	26	23	20
Inditex	itx sm	时尚休闲	ZARA	83.83	523	2.8	3.1	3.6	30	27	23
Gap Inc	gps us	时尚休闲	GAP	29.49	144	1.9	1.5	1.9	16	19	15
American Eagle	AEO us	时尚休闲	AE	20.82	41	0.7	0.9	1.3	30	24	17
Abercrombie & Fitch	ANF us	时尚休闲	A&F	33.8	28	1.7	2.3	3.4	20	15	10
Fast Retailing	9983 jt	时尚休闲	优衣库	16070	17046	533.9	764.9	854.7	30	21	19
Honeys	2792 jt	时尚休闲	Honeys	1450	405	47.2	94.9	110.3	31	15	13
Nike, Inc.	nke us	体育用品	Nike	93.35	428	4.5	4.9	5.1	21	19	18
adidas	ads gr	体育用品	adidas	61.03	128	3.2	3.8	4.5	19	16	14
Puma	pum gr	体育用品	Puma	227.75	34	15.4	15.5	16.4	15	15	14
Columbia	colm us	户外用品	Columbia	50.59	17	3.1	3.0	3.4	17	17	15
Polo Ralph Lauren	RL us	品牌男装	POLO	144.34	134	5.9	7.0	7.9	24	21	18
VF corporation	VFC us	时尚休闲	LEE	149.3	164	8.1	9.5	11.0	18	16	14
平均值									23	19	16
中值									21	19	15
美邦服饰	002269 ch	时尚休闲	美特斯邦威	20.54	206	1.2	1.4	1.9	17	14	11

资料来源: 彭博, 东北证券

4.3. 风险提示

1、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。

3、经济下滑影响终端销售。

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