

美邦服饰 (002269)

买入/维持评级

股价: RMB28.8

分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

# 精细化管理实现品牌力提升 存货改善预期明确

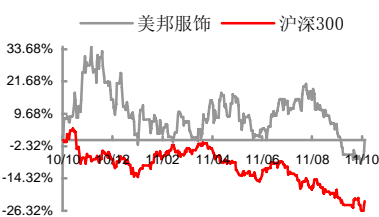
- **剥离电子商务业务意在保证上市公司业绩。**公司将电子商务业务剥离给大股东运作。我们认为,本次剥离的主要目的就是为了避免在电子商务业务培育期对上市公司业绩造成负面影响,同时能使电子商务有较宽松的成长环境。
- **产品不断提升、延展,产品系列化将进一步推进。**公司经过多年的努力,在产品的设计感、品牌丰富度方面不断提升,并在所覆盖的人群范围上不断扩大,所覆盖的细分市场不断加大。未来,公司将继续加大产品的提升和延展力度,并积极推进产品的主体化、系列化,逐步完善、丰富品牌、系列结构,力争适应更广大的消费人群,并为不同类型的消费人群和不同类型的消费需求推出个性化、差异化的产品系列。
- **渠道扩展、管理将更加精细化。**随着公司品牌影响力的提升和产品品类的丰富,目前已经形成了多系列、多主题组合的大店与差异化策略开设的小店并行互补的开店模式。未来公司开店将大中小结合,根据不同的商圈背景、地域文化、消费水平开设不同类型的门店,设置与之适应的品牌和系列主题。我们认为,公司目前已经从一个依靠简单的渠道扩张、品牌宣传、产品丰富而成长的服装企业逐渐演变成一家具有较高的市场洞察分析能力和叫精细化的管理能力的具有类国际化水准的品牌运营商,未来在国内时尚服装行业的市场地位将更加凸显。
- **存货处理将有效推进。**针对高存货的问题,公司专门开始的折扣店目前已经开店 200 家左右,预计年末达 300 家,另外在信息系统、物流、仓储效率提升方面做了较大的努力。预计今年三季报存货结构有明显好转,年报存货绝对额有显著下降,明年中期历史存货问题彻底解决。
- **风险提示:**经济下滑影响终端消费情绪
- **盈利预测与评级。**我们预计,公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.27、1.70、2.21 元,目前股价对应 11-13 年的 PE 分别为 22.7、16.9、13 倍,给予“买入”的投资评级。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1,005
流通 A 股(百万股)	1,005
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	28,944

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7500.5	11075.0	14281.0	18133.0
(+/-%)	43.8	47.7	28.9	27.0
归属母公司净利润(百万元)	757.9	1280.0	1708.0	2223.0
(+/-%)	25.4	68.9	33.4	30.2
EPS(元)	0.75	1.27	1.70	2.21
P/E(倍)	38.2	22.7	16.9	13.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

剥离电子商务业务意在保证上市公司业绩 .....	4
MB 品牌产品不断提升、延展，产品系列化将进一步推进.....	4
渠道管理将更加精细化.....	5
存货处理将有效推进 .....	6
盈利预测与投资评级 .....	6
风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 目标客户年龄段的跨度越来越广 .....	4
图 2: 产品品类日趋丰富 .....	5
图 3: 单店规模、功能趋于多元化 .....	5
表格 1: MB 品牌渠道扩张及收入预测表 .....	6
表格 2: MC 品牌渠道扩张及收入预测表 .....	6

近日，我们对美邦服饰进行了调研，就公司的经营近况、经营战略等问题进行了了解，得出观点如下：

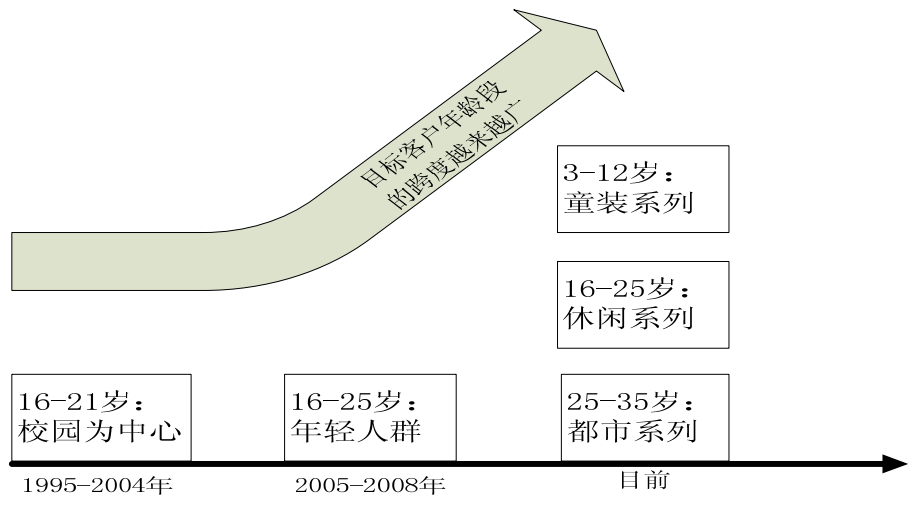
## 剥离电子商务业务意在保证上市公司业绩

公司近日召开了临时股东大会，审议并通过了《关于爱裳邦购与本公司之日常关联交易的议案》。电子商务业务目前在国内处在爆发式成长的阶段，但市场发展趋势存在较大的不确定性，且资本涌入的势头迅猛。该阶段发展电子商务首先要投入较大规模的资金，且风险、不确定性较大，但未来的想象空间巨大。因此，公司认为该阶段应将电子商务剥离出上市公司转而由大股东培养，待未来业务模式和发展战略相对稳定、清晰，再考虑将电子商务重新注入公司，从而即能保证上市公司不承担电子商务培育期的风险，又能使电子商务有较宽松的成长环境。

## MB 品牌产品不断提升、延展，产品系列化将进一步推进

MB 品牌在目标客户年龄段的覆盖跨度方面，从原先 95-04 年的 16-21 岁以校园为中心的消费群体，再到 05-08 年的 16-25 岁的年轻人群，如今已经发展到童装系列覆盖 3-12 岁；休闲系列覆盖 16-25 岁；都市系列覆盖 25-35 岁的多系列的年龄跨度覆盖较广的品牌。

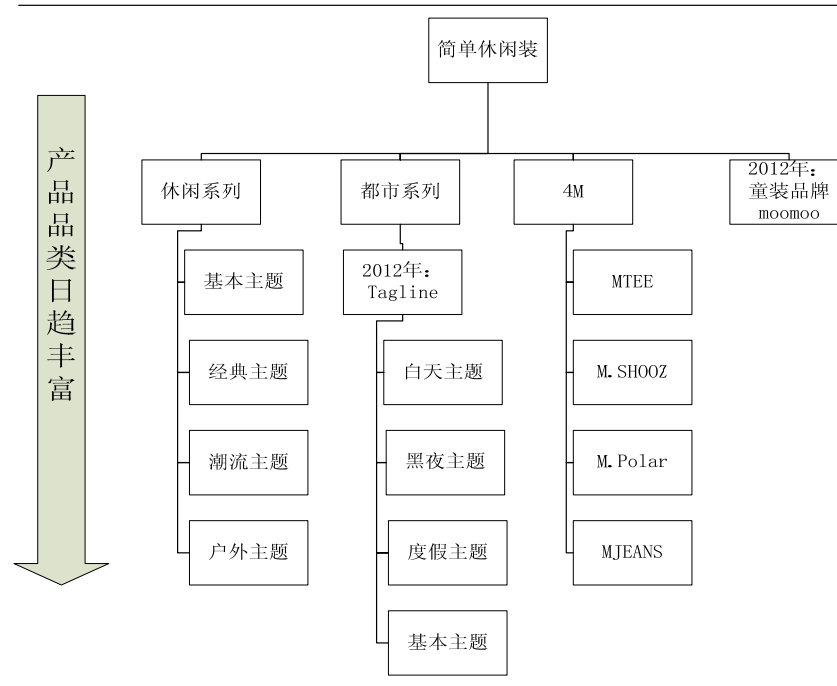
图 1：目标客户年龄段的跨度越来越广



资料来源：华泰联合证券研究所

在产品的品类丰富度方面，从原先的单系列的简单的休闲装，目前已经发展到休闲、都市、4M 三个系列并行的较为丰富地多样化地产品供给。其中休闲系列又分为基本、经典、潮流、户外四个主题，4M 系列包括 MTEE、M.SHOOZ、M.Polar、MJEANS 四个主题。公司未来计划重点提升都市系列的产品价值、时尚度，并争取在明年将都市系列升级为从属于 MB 之下的品牌—Tagline，打造由白天、黑夜、度假、基本四个主题构成的独立的产品结构和独立的产品形象，争取进入主流的商圈。公司还计划在未来推出从属于 MB 之下的童装品牌—moomoo，初步计划在 2012 年推出。

图 2：产品品类日趋丰富

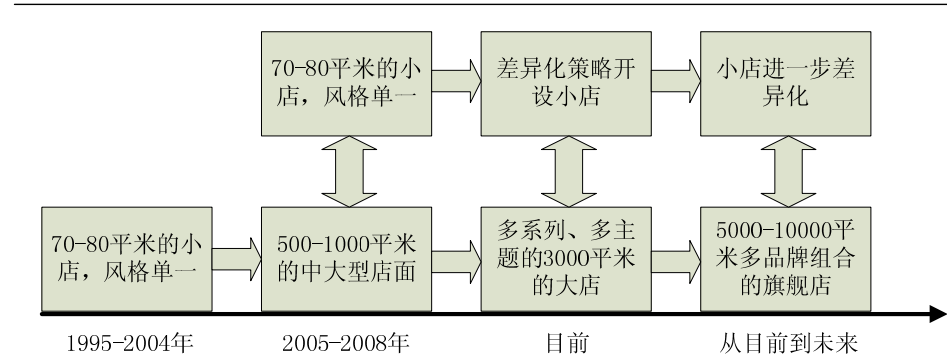


资料来源：华泰联合证券研究所

### 渠道管理将更加精细化

在单店规模方面，MB 品牌从 95-04 年以 70-80 平米的风格单一的小店为主，到 05-08 年款式逐渐增多后开设 500-1000 平米的中大型店面，目前已经形成了开设多系列、多主题的 3000 平米的大店与差异化策略开设小店并行互补的开店模式。未来公司还计划开设多品牌组合的旗舰店，分不同楼层、销售区域展示不同的风格、主题，预计面积将在 5000-10000 平米的水平。而小店将进一步差异化，将 Tagline、4M 等主题独立开设专门的店面。

图 3：单店规模、功能趋于多元化



资料来源：华泰联合证券研究所

在开店的商圈选择上公司也在不断提升，从原先的一次商圈为主战场发展到如今的核心商圈、主商圈、次商圈通吃，核心商圈开设系统综合店，主商圈开设精品店，次商圈开设折扣店。随着商圈可选择范围的增加，公司未来的市场将更加宽广。

## 存货处理将有效推进

针对高存货的问题，公司在 2011 年推出折扣店，并计划今年开至 300 家，目前已经开出 200 家左右。折扣店选址一般在县城或二、三线城市的郊区，这样一方面不影响市区内正价销售的品牌形象，另一方面也培育更多消费能力较低人群对公司品牌的感知。折扣店中一半为直营店，一半为加盟店，加盟商进货特卖品的成本一般为 3 折，终端售价为 4-5 折。另外，公司还在物流、仓储方面做了提升，从源头上避免产生过量的存货，主要包括改进仓储存储状态、升级信息系统、自建配送中心等内容。

按照公司的计划，今年秋冬季将解决去年秋冬的存货，而今年春夏装的存货将在明年春夏解决，到明年中期公司的历时存货问题将彻底解决完毕。由于三季度冬装到货，因此三季报向来是品牌服装企业存货全年最高的时点，我们预计三季报公司的存货总量将在今年一季报和半年报之间的水平，这意味着存货的结构将有明显改善，预计今年年报存货绝对数额将有显著下降。

## 盈利预测与投资评级

我们预计，公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.27、1.70、2.21 元，目前股价对应 11-13 年的 PE 分别为 21.5、16.1、12.4 倍，给予“买入”的投资评级。

表格 1：MB 品牌渠道扩张及收入预测表

年份	加盟店数量	加盟店收入	直营店数量	直营店收入	终端店面合计	终端销售收入
2009	2340	275,000	438	206,955	2778	481,955
2010	2769	357,500	517	313,882	3286	671,382
2011	3461	520,098	595	417,221	4056	937,319
2012	3980	677,790	666	500,920	4646	1,178,710
2013	4458	868,760	746	596,073	5204	1,464,832
2014	4904	1,064,447	820	708,134	5724	1,772,581

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：MC 品牌渠道扩张及收入预测表

年份	加盟店数量	加盟店收入	直营店数量	直营店收入	终端店面合计	终端销售收入
2009	0.00	0	85	35,700	85	35700
2010	100	3000	125	61,838	225	64838
2011	300	12000	200	106,142	500	118142
2012	600	30000	260	146,987	860	176987
2013	1000	75000	338	189,818	1338	264818
2014	1500	120000	406	240,120	1906	360120

资料来源：华泰联合证券研究所

## 风险提示

经济下滑影响终端消费情绪。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	5625	6928	8773	11023	<b>营业收入</b>	7500	11075	14281	18133
现金	1107	2724	2949	3219	营业成本	4095	6013	7 3	10002
应收账款	933	850	1259	1718	营业税金及附加	34	50	64	82
其他应收款	327	399	505	670	营业费用	1989	2658	3327	4171
预付账款	710	965	1308	1638	管理费用	325	470	612	773
存货	2548	1990	2751	3779	财务费用	88	205	197	179
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	8	4	5	6
<b>非流动资产</b>	2962	2962	3020	2900	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1727	2136	2469	2628	<b>营业利润</b>	963	1675	2240	2920
无形资产	128	122	115	109	营业外收入	104	44	52	60
其他非流动	1107	703	435	163	营业外支出	34	13	15	17
<b>资产总计</b>	8587	9890	11793	13923	<b>利润总额</b>	1034	1706	2277	2964
<b>流动负债</b>	5156	5712	6291	6711	所得税	276	427	569	741
短期借款	2576	2800	2600	2400	净利润	758	1280	1708	2223
应付账款	1244	1569	2157	2706	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他流动负	1335	1343	1534	1604	归属母公司净利	758	1280	1708	2223
<b>非流动负债</b>	100	100	100	100	EBITDA	1427	2249	2857	3541
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.75	1.27	1.70	2.21
其他非流动	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	5256	5812	6391	6811	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权	0	-0	-0	-0	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	1005	1005	1005	1005	<b>成长能力</b>				
资本公积	947	947	947	947	营业收入	43.8%	47.7%	28.9%	27.0%
留存收益	1378	2126	3450	5160	营业利润	71.4%	74.0%	33.7%	30.4%
归属母公司	3331	4078	5402	7113	归属母公司净利	25.4%	68.9%	33.4%	30.2%
<b>负债和股东</b>	8587	9890	11793	13923	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	45.4%	45.7%	45.1%	44.8%
					净利率(%)	10.1%	11.6%	12.2%	10.1%
					ROE(%)	22.8%	31.4%	31.6%	31.3%
					ROIC(%)	15.1%	31.7%	35.9%	38.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	61.2%	58.8%	54.2%	48.9%
					净负债比率(%)	54.73%	54.48%	46.68	40.58
					流动比率	1.09	1.21	1.39	1.64
					速动比率	0.60	0.86	0.96	1.08
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.07	1.20	1.32	1.41
					应收账款周转率	11	12	14	12
					应付账款周转率	4.67	4.27	4.20	4.11
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.75	1.27	1.70	2.21
					每股经营现金流	-1.05	2.71	1.69	1.72
					每股净资产(最新	3.31	4.06	5.38	7.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	36.34	22.7	16.9	13.0
					P/B	8.27	7.09	5.35	4.07
					EV/EBITDA	20	13	10	8

数据来源: 华泰联合证券研究所





### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。