

休闲服装

署名人: 张镭
S0960511020006
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn
参与人: 石颖
S0960111080509
0755-82026844
shiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 36.74元

当前股价: 24.10元

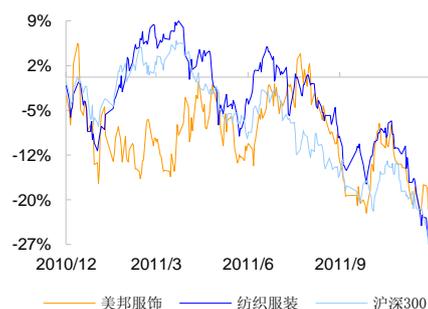
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2285.74
总股本(百万)	1005
流通股本(百万)	1005
流通市值(亿)	242
EPS	0.75
每股净资产(元)	3.31
资产负债率	61.21%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
美邦服饰	-8.98	-8.58	-21.95
纺织服装	-17.86	-20.46	-32.32
沪深300指数	-9.15	-11.26	-26.64



相关报告

美邦服饰

002269

强烈推荐

产品不断丰富时尚, 打造中国的 H&M

本报告独特之处: 1) 详细分析了 zara、h&m 的运作经验, 指出外延渠道扩张、内在品牌产品延伸及供应链优化对时尚休闲企业发展至关重要; 2) 从品牌、产品设计、供应链和渠道四个关键要素详细剖析了公司经营情况; 3) 指出公司竞争关键: 产品时尚度和款式数量超越众多品牌, 在国内服装行业品牌价值最高; 与国际品牌比, 产品和定位有其自身特点, 且在三四线城市也广泛布局。

投资要点:

- 公司是国内市场份额最大的休闲服品牌运营商。公司 2010 年销售收入 75 亿, 终端销售超百亿, 品牌价值 115 亿, 市场份额和品牌价值同居国内休闲服饰行业首位。
- 青少年休闲服增速快, 集中度提升带动品牌休闲服企业高速增长。青少年休闲服 2003-2010 年 CAGR 15%, 未来 CAGR 仍有 14% 的增速。目前 CR6 仅为 5.2%, 公司市场份额最大, 占比也仅 1.3%, 相比国外优势品牌市场份额 5-10% 仍有较大提升空间。未来集中度将持续提升, 优势品牌企业快速增长。
- 休闲服企业收入提升外看渠道加速扩张, 内看品牌品类不断丰富创新以及供应链管理优化。以运动品牌企业近 8000 家的渠道规模看, 休闲服龙头有 2 倍渠道扩展空间; 未来随着产品不断延伸和渠道模式的创新, 发展空间可更大。从 ZARA、H&M 和优衣库经验看, 品类不断丰富创新和适合产品特点的供应链是推动销售增长的引擎。其中 H&M 双供应链模式最值得国内休闲服企业借鉴, 公司是目前经营模式和管理水平与 H&M 最接近的国内企业, 最有望成为中国的 H&M。
- 核心竞争力: 1) 产品设计不断丰富时尚, 设计款式达 1.4 万款。2011 年主推“美邦”品牌旗下都市系列, 力邀林志玲代言, 产品设计时尚度和成熟度显著提升, 吸引时尚度高的白领群体; 2) 多元深度营销有力提升品牌价值。公司营销模式多元化, 2011 年结合《变 3》开展深度互动营销, 有力提升了品牌影响力; 3) 优化的供应链管理提升产品时尚度, 供应链管理不断提升, 产品分基本款、主题款和时尚款, 时尚款的前导期不断缩短。
- 未来增长点: 1) 产品丰富度、时尚度的提升以及品牌力的增强促进公司单店收入的提升, 预计 2011 年直营平效提升在 20% 以上; 2) 预计未来 2-3 年渠道增速可达 15%-20%, 采用单系列精品小店、全能型超大型店铺以及折扣店的多元模式发展。2011 年 Q3 末, 店数增至 4500 家, 都市系列 Tagline 精品旗舰店令人耳目一新。折扣店开至 200 家左右, 2011 年 4 季度打折力度加大促进存货趋于合理。
- 股权激励计划捆绑中高层利益, 促进内部管理提升。授予 185 名中高层管理者期权, 行权价 24.53 元, 目前股价已跌破行权价。
- 给予强烈推荐评级: 预计 11-13 年 EPS 分别为 1.24、1.67、2.23 元, 针对 2012 年 EPS 给予 22 倍 PE, 预计美邦服饰合理股价为 36.74 元, 给予强烈推荐评级。
- 风险提示: 库存不能及时消化、现金流紧张、天气异常

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7500	10179	13421	17350
收入同比(%)	43.8%	35.7%	31.9%	29.3%
归属母公司净利润	758	1241	1677	2242
净利润同比(%)	25.4%	63.8%	35.1%	33.7%
毛利率(%)	45.4%	45.0%	45.5%	45.8%
ROE(%)	22.8%	30.7%	32.2%	32.2%
每股收益(元)	0.75	1.24	1.67	2.23
P/E	39.21	23.94	17.72	13.25
P/B	8.92	7.36	5.70	4.27
EV/EBITDA	22	15	12	9

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：国内市场占有率最高、品牌价值最高的休闲服饰品牌运营商	5
二、行业分析：休闲服饰行业稳步增长集中度提升；企业收入增长外看渠道扩张、内看品牌产品延伸，供应链优化	7
2.1 收入提升、城市化进程带动服装行业稳步增长，品牌服饰增势更猛	7
2.2 青少年休闲服子行业增速超服装行业平均，集中度进一步提升	9
2.3 企业收入增长外看渠道扩张、内看品牌产品延伸及供应链优化	10
2.3.1 外看渠道扩张：渠道数量仍有 2 倍发展空间，优势企业渠道未来 15-20%	10
2.3.2 内看单店增长：一看企业品牌系列的不断丰富、创新	11
2.3.3 内看单店增长：二看供应链管理不断升级优化	13
三、公司分析：产品时尚度和丰富度显著提升+供应链管理能力不断优化+渠道增速维持在 15-20%	15
3.1 双品牌多系列产品运作，都市系列时尚度、成熟度显著提升	15
3.1.1 MB 品牌产品多层次系列化运作、都市系列时尚度、成熟度显著提升	16
3.1.2 MC 产品表达逐步成熟丰富，差异化童装是增长亮点	17
3.2 营销模式多元化、深度化、国际化	17
3.2.1 MB 品牌营销多元化、深度化	17
3.2.2 MC 成人营销走国际大牌路线、米喜迪营销凸显时尚潮流定位	19
3.2.3 品牌价值居国内服装企业首位	21
3.3 产品款式数量与国际巨头接近、设计元素包罗万象	21
3.4 供应链不断优化助力公司部分款式“快时尚”化	23
3.4.1 生产环节：提升订货会频率、供应商整合能力提升	24
3.4.2 物流环节：建立高效配送中心、完善全国仓储配送布局	24
3.4.3 信息系统：建立全面对接供应链各环节的信息系统、提升整体效率	25
3.5 直营店+扁平化加盟构筑强势终端掌控力、未来加盟渠道增速 15-20%、渠道模式多元化	26
3.5.1 一二线城市直营大店模式打造品牌，目前直营大店基本布局完毕	27
3.5.1 直营占比高导致存货风险大，2011 年 4 季度加大折扣率有利消化存货	28
3.5.3 未来 2-3 年三四线城市加盟渠道增速 15%-20%	31
3.5.4 发展精品小店、全能型大店以及折扣店等多元渠道模式	31
3.6 股权激励计划到位，注重员工培训提升	31
四、盈利预测和投资建议：强烈推荐	33

图形目录

图 1 公司历史沿革	5
图 2 公司股权结构	6
图 3 美邦服饰收入、利润增长状况	6
图 4 城镇居民人均可支配收入及衣着支出	7
图 5 农村居民人均年现金收入及衣着支出	7
图 6 我国城市人口数量及城市人口占比	8
图 7 城镇人均衣着支出与农村人均衣着支出的对比	8
图 8 不同收入消费者的消费支出构成	9
图 9 全国百家重点大型商场服装销售情况	9
图 10 2008 年行业市场集中度	10
图 11 前六大品牌市场占有率	10
图 12 ZARA、H&M、优衣库在其优势市场份额	10
图 13 体育及休闲服饰企业 2010 年末门店数量	11
图 14 Inditex 的品牌拓展历程	12
图 15 H&M 的产品拓展历程	12
图 16 优衣库历年女装销售占比	13
图 17 2010 年优衣库男女装在日本市场份额	13
图 18 ZARA、H&M 和优衣库的产品特征	13
图 19 美邦品牌的多层次产品系列	16
图 20 林志玲代言美邦都市系列	16
图 21 上图为都市白天系列，下图为都市黑夜系列	16
图 22 变形金刚系列服饰产品	19
图 23 变形金刚 3 首映媒体观影活动现场	19
图 24 米勒参加 ME&CITY 开幕剪彩	20
图 25 Orlando Bloom 与 Aggyneess 代言 ME&CITY	20
图 26 休闲服饰类上市公司广告宣传费用支出（万元）	21
图 27 休闲服饰类上市公司广告宣传费用支出增速	21
图 28 美邦服饰产品设计款数	22
图 29 设计工艺人员数量	22
图 30 美邦服装设计信息来源	23
图 31 公司供应链管理模型	23
图 32 公司供应链管理模型	25
图 33 公司的信息系统架构	26
图 34 公司销售管理模式	26
图 35 公司的店铺数量增长状况	27
图 36 休闲服饰类企业直营门店数和收入占比	29
图 37 休闲服饰企业毛利率	30
图 38 休闲服饰企业净利率	30
图 39 休闲服饰企业存货周转率	30

表格目录

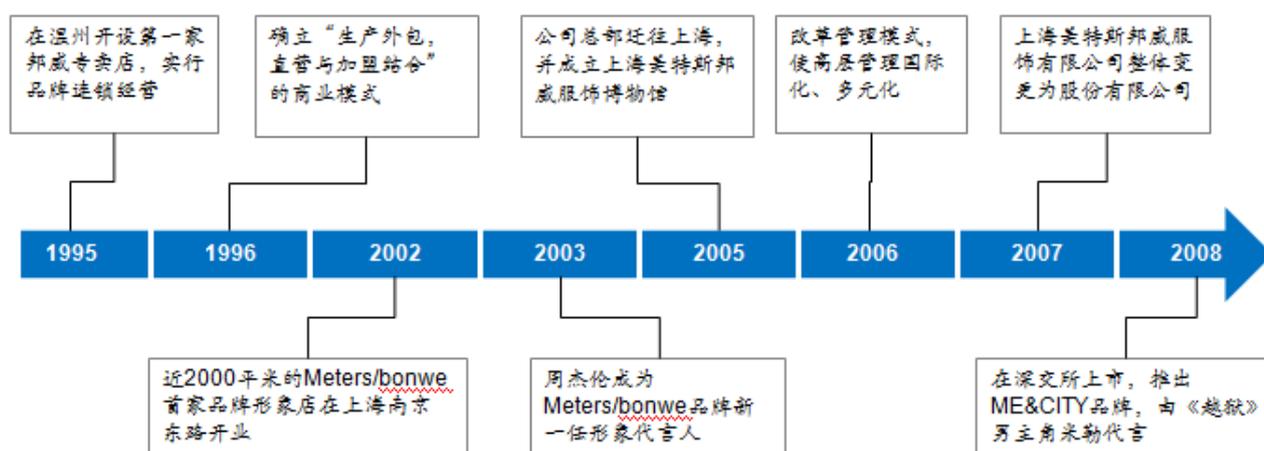
表 1 服装行业增速测算.....	8
表 2 优衣库研发的新型产品.....	12
表 3 ZARA、H&M 和优衣库的经营模式对比.....	13
表 4 ZARA 和 H&M 的供应链模式对比.....	14
表 5 公司多品牌战略.....	15
表 6 MB 品牌 4M 产品系列.....	17
表 7 MB 品牌的营销模式.....	18
表 8 结合变 3 影片的系列营销活动.....	18
表 9 不同企业的品牌推广活动对比.....	19
表 10 MC 品牌营销策略.....	19
表 11 MC 与 ZARA、H&M 的营销对比.....	20
表 12 米喜迪的系列营销活动.....	21
表 13 美邦服饰的品牌价值.....	21
表 14 休闲服饰上市企业订货模式.....	24
表 15 使用募集资金购买及租赁的店铺.....	27
表 16 使用募集资金购买的店铺.....	27
表 17 使用募集资金租赁的店铺分布.....	28
表 18 股权激励计划授予对象.....	32
表 19 股权激励计划的业绩考核指标.....	32
表 20 盈利预测假设.....	33

一、公司简介：国内市场占有率最高、品牌价值最高的休闲服饰品牌运营商

休闲服饰品牌运营商

美邦服饰是我国休闲服饰行业龙头企业。公司经营“Meters/bonwe”和“ME&CITY”两大品牌，在供应链环节强势掌控附加值高的设计、品牌运作环节，将生产环节外包，销售环节直营与加盟相结合。2010年公司营业收入达到75亿元，终端销售收入超百亿元，在国内休闲服市场占有率最高，2011年前三季度营收同比增40%，达68亿；2010年末店铺总数达3659家，其中直营店690家，加盟店2969家，直营门店数量占比19%，收入占比达42%，2011Q3门店数达4500家，直营收入占比50%左右，直营收入比例在国内休闲服企业中最高。2011年，美特斯邦威品牌价值115亿元，居国内服装品牌之首。

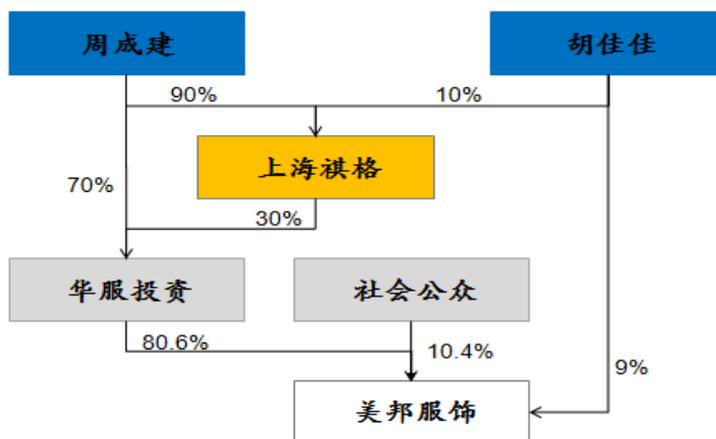
图 1 公司历史沿革



资料来源：公司网站、中投证券研究所

公司于2008年8月28日登陆深交所中小板，总股本10.05亿，已全部流通，公司实际控制人周成建及其女儿胡佳佳直接或间接持有的9亿股（占总股本的89.6%）于2011年8月29日解禁。周成建表示希望通过引进战略投资者的方式减持，尽量避免在二级市场直接抛售。2012年1月10日收盘时总市值为242亿元。

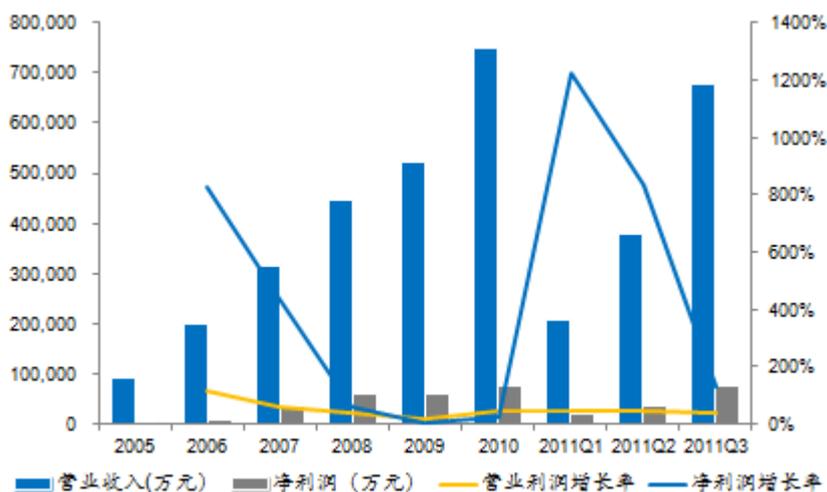
图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2005-2010年,公司主营业务收入CAGR为52.3%,净利润CAGR为52.8%; 2011年前三季度营收和净利同比增速分别为40.0%和132.5%。高速增长的因素主要源于以下两点: 1、公司作为休闲服饰行业龙头,享受休闲服饰行业规模增长和优质品牌集中度提升带来的机会; 2、公司凭借优质的品牌、不断创新丰富的产品、先进的供应链管理能力和外延迅速的渠道扩张,打造业内龙头品牌,获得远超行业平均的增长。下文从行业和公司两方面详细剖析公司的投资价值。

图 3 美邦服饰收入、利润增长状况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、行业分析：休闲服饰行业稳步增长集中度提升；企业

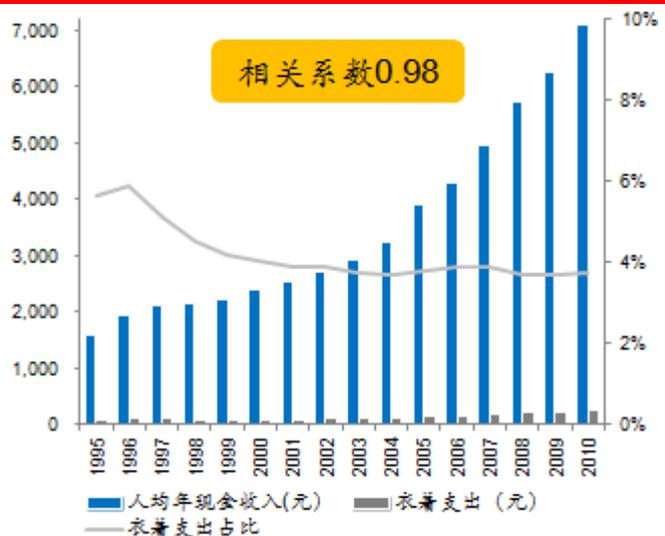
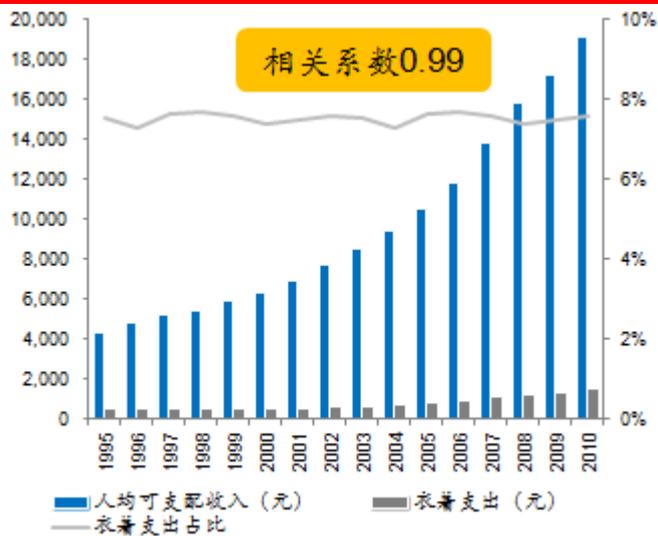
收入增长外看渠道扩张、内看品牌产品延伸，供应链优化

2.1 收入提升、城市化进程带动服装行业稳步增长，品牌服饰增势更猛

居民收入增长带动服装支出稳步增长。服装消费的支出主要受人均收入水平的影响，两者相关系数达到 0.98 以上。2003-2010 年我国城镇居民人均年可支配收入 CAGR 达 12.32%，城镇居民衣着支出 CAGR 12.39%，占可支配收入比例稳定在 7.5%左右；我国农村居民人均年现金收入 CAGR 为 13.46%，居民衣着支出 CAGR 达 13.28%，占收入的比重处在 3.8%附近。

图 4 城镇居民人均可支配收入及衣着支出

图 5 农村居民人均年现金收入及衣着支出



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

我国的城市化进程是推动服装消费增长的又一动因。2010 年我国的城镇人口占比已经达到了 49.68%。根据《中国城市发展报告（2010）》，未来 15 年内还有两亿多人口迁至城市。目前城镇人口在衣着上的人均支出是农村居民人均衣着支出的 5.5 倍，农村人口进入城镇后消费行为将逐步与城市人口趋同，带动其衣着支出的增长。

图 6 我国城市人口数量及城市人口占比

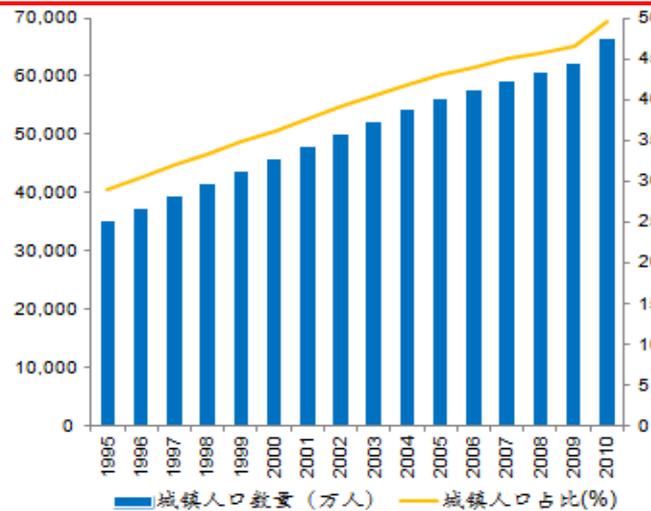
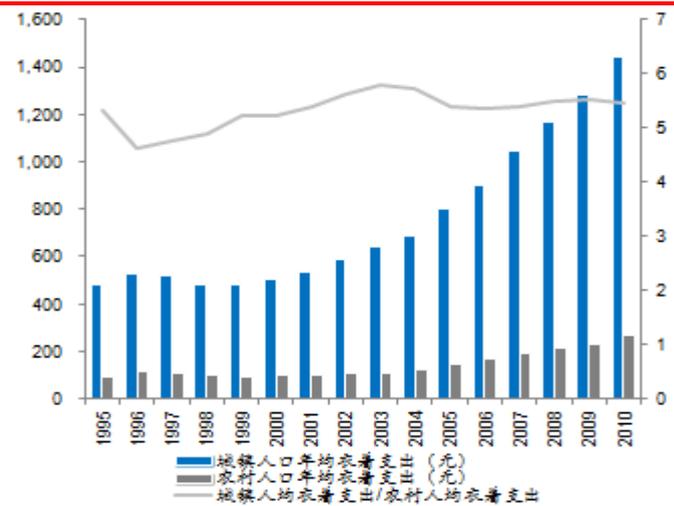


图 7 城镇人均衣着支出与农村人均衣着支出的对比



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

受益于人均可支配收入增长和人口的城市化进程，我国服装消费额也稳步增长，预计 2011-2015 年服装行业整体增速在 12% 以上。

表 1 服装行业增速测算

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
总人口数增速	0.51%	0.49%	0.48%	0.47%	0.46%	0.45%	0.44%	0.43%
城镇人口数比例	46.99%	48.34%	49.95%	50.10%	51.30%	52.40%	53.50%	54.30%
农村人口数比例	53.01%	51.66%	50.05%	49.90%	48.70%	47.60%	46.50%	45.70%
城镇人口收入增速	14.47%	8.83%	11.27%	10.50%	10.50%	10.50%	9.50%	9.50%
农村人口收入增速	15.70%	9.29%	13.05%	12.50%	12.50%	12.50%	11.50%	11.50%
城镇人口衣着支出比例	7.39%	7.48%	7.56%	7.60%	7.60%	7.60%	7.60%	7.60%
农村人口衣着支出比例	3.69%	3.71%	3.72%	3.74%	3.80%	3.85%	3.90%	3.95%
衣着支出增速	12.42%	11.59%	14.63%	12.37%	13.13%	12.89%	11.81%	11.57%

资料来源：中投证券研究所

根据美国的经验，当人均年收入水平超过 1000 美元时，居民对着装、文化教育、医疗保健的消费需求升级；当人均收入水平超过 3000 美元时，居民进一步消费升级，消费需求向高端转移，对品牌诉求增强。目前我国城市居民平均收入近 2900 美元，接近 3000 美元零界点，消费继续升级有望在近年内启动；农村居民的平均年收入水平为 1070 美元，正启动第一轮消费升级。

根据麦肯锡《中国新兴的富裕消费阶层》，居民生活水平提高的过程中对服饰的消费逐步提升，对品牌的关注度增强。从消费渠道来看，2004-2010 年全国重点大型商场的服装销售额 CAGR 为 24.46%。2011 年前三季度重点商场服装销售额同比增长 24% 以上，增速高于行业整体，服装消费向品牌云集的重点大型商场集中，这也说明随着消费升级品牌服饰增长更为迅速。

图 8 不同收入消费者的消费支出构成

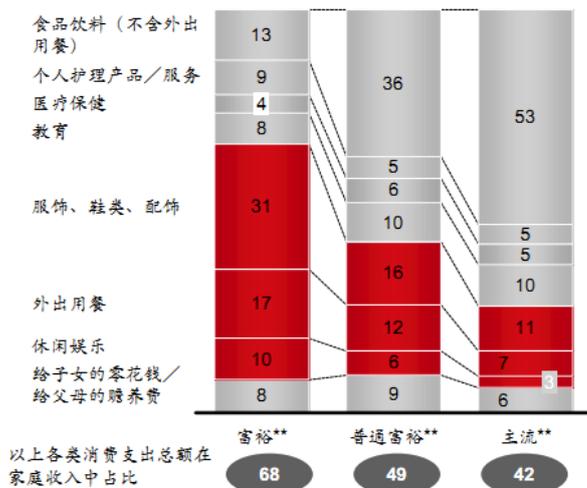
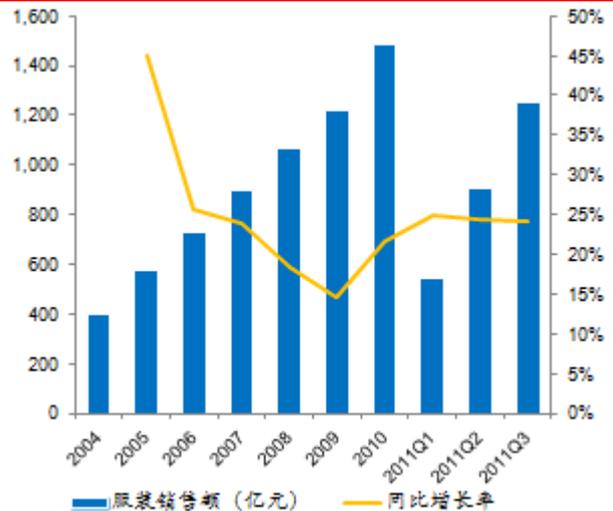


图 9 全国百家重点大型商场服装销售情况



资料来源：麦肯锡《中国新兴的富裕消费阶层》、中华全国商业信息中心、中投证券研究所

2.2 青少年休闲服子行业增速超服装行业平均，集中度进一步提升

青少年休闲服子行业增速超服装行业平均水平，主要受益于以下几点：1) 随着生活水平的提升，人们对服装舒适度的要求提升，休闲服舒适、便捷的特点，符合消费者对服饰需求的趋势；2) 休闲服饰不断创新，品类不断丰富，有效刺激了注重个性和时尚的青少年的着装需求。

2003-2010 年青少年休闲服 CAGR 达 15%，预计 2011-2015 年青少年休闲服 CAGR 保持在 14% 以上，高于行业平均增速。

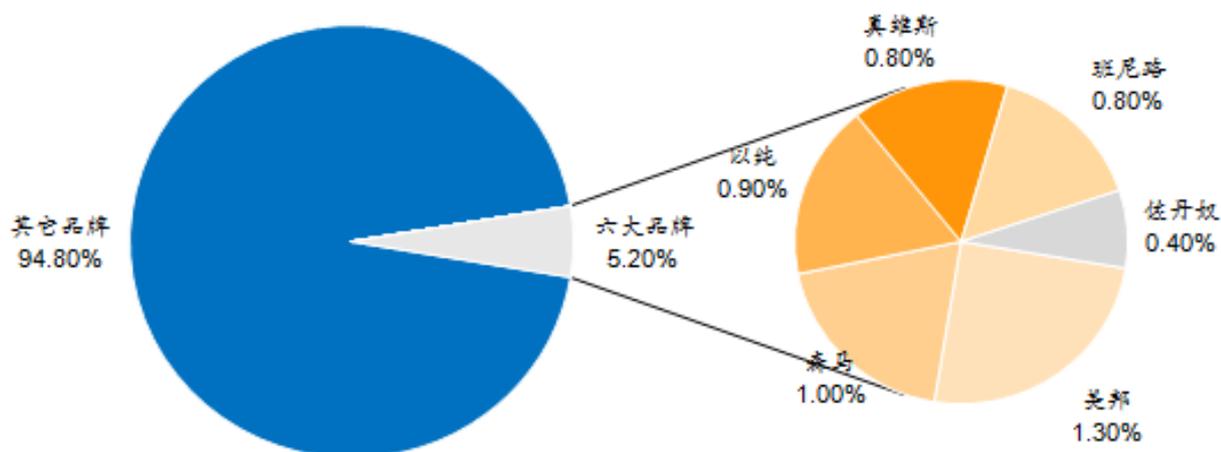
我国休闲服市场起步较晚、成熟度低，竞争激烈，行业市场集中度很分散。2003 年、2006 年和 2008 年前六大品牌的市场占有率分别为 2.75%、4.26% 和 5.2%，行业集中度有逐步集中的趋势。2008 年行业市场份额排名首位的美特斯邦威占有率也仅为 1.3%。预计未来行业集中度将进一步提升，主要基于以下几点：

1) 消费升级促使消费者在购物过程中更注重品牌和质量，增加其对知名品牌的购买量；

2) 目前市场份额较高的企业历经十余年的发展，积极进行品牌运营、产品延伸以及渠道扩张，保持着超行业平均水平的增速。

3) 相比于发展成熟的国际品牌 ZARA、H&M 及优衣库在其优势市场 5-10% 的份额，我国优势服装企业的市场份额还有较大提升空间。休闲服饰行业市场容量较大，市场集中度的提升意味着优势品牌企业有巨大的业绩提升空间。

图 10 2008 年行业市场集中度



资料来源：森马招股书、中投证券研究所

图 11 前六大品牌市场占有率

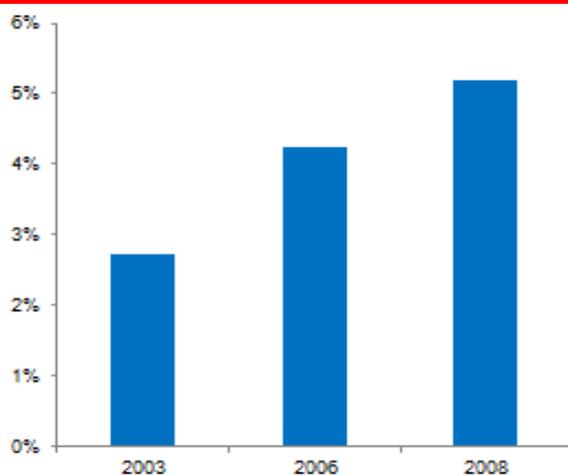
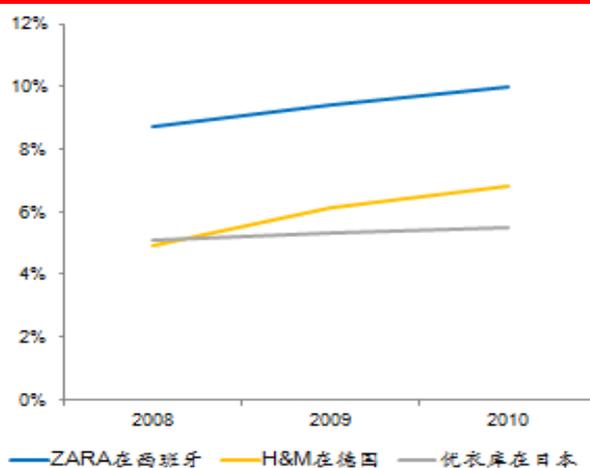


图 12 ZARA、H&M、优衣库在其优势市场份额



资料来源：森马招股书、各公司公告、中投证券研究所

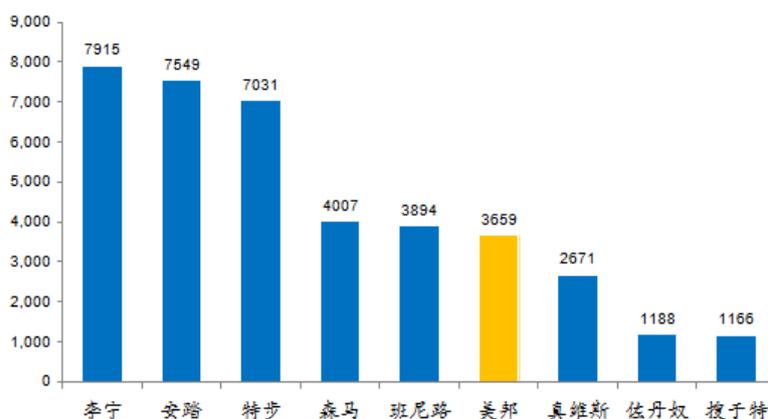
2.3 企业收入增长外看渠道扩张、内看品牌产品延伸及供应链优化

2.3.1 外看渠道扩张：渠道数量仍有 2 倍发展空间，优势企业渠道未来 15-20%

从渠道总体空间来看，每个地域的居民都有休闲服饰需求，且对于大众必需服饰，尽量希望有就近的渠道购买，因此每个地域都有休闲服饰店铺需求。截至 2010 年底，全国共有直辖市 4 个，地级市 283 个，县 2856 个。根据地区人口数量以及经济发展水平的不同，可开店数量有所区别，预计直辖市开店数量可达 15 家以上，地级市开店可到 5-8 家，县镇可有 1-2 家店铺。经测算国内可开店铺有 5000-8000 家的规模。未来随着休闲服饰店铺形式的多样化，以及乡镇居民生活水平的提升，店铺的数量空间还可以更大。

以运动品牌的发展历程来看：2000-2009 年运动品牌李宁、安踏等品牌规模增长 10 倍以上，每年店铺平均扩张速度达 20% 以上，2010 年末店铺规模达到 7000-8000 家。目前休闲服饰优势企业跟 2006-2007 年的李宁比较像，预计未来三年的门店扩张速度能达到 15-20% 左右。休闲服饰可穿场合更多，产品系列的拓展空间更广，比体育服饰有更大的市场容量，渠道规模可能超过体育品牌。

图 13 体育及休闲服饰企业 2010 年末门店数量



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

2.3.2 内看单店增长：一看企业品牌系列的不断丰富、创新

休闲服饰产品的不断创新和丰富是休闲服饰企业收入增长的引擎。主要由于：

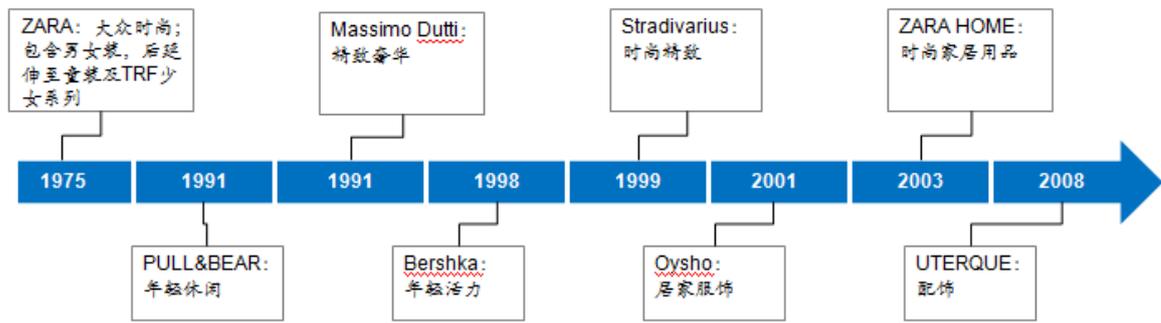
1) 随着消费者生活水平的提升，对服饰类产品的需求趋于多元化、个性化，尤其是对于越来越追求时尚个性的女性消费群体，而女性的服装支出是男性的近 2.5 倍；

2) 消费者对于中低端休闲服饰的购买具有一定的随机性，只有提升可选款式，适应不同消费者口味，才能刺激消费者购买欲望，提升销售数量；

3) 我国地域广阔，不同地区的居民因其气候、文化及收入水平的不同，对服饰的需求有较大的差异，对于要在全中国范围内广泛布局的企业需要根据各地需求差异，开发不同款式。

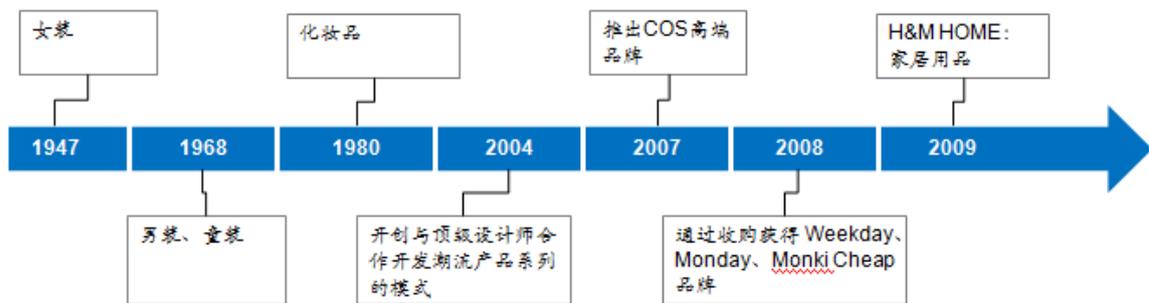
从国际休闲服饰巨头的发展经历来看，发展多品牌经营，不断创新拓宽产品品类能够覆盖多层次的目标客户，并不断刺激消费者购买需求，最终促进销售增长。Inditex 集团（ZARA 母公司）、H&M、迅销集团（优衣库母公司）在发展历程中一直在不断地进行产品拓展和创新：Inditex 集团通过多品牌战略占据不同年龄层次、不同性别以及不同档次的细分市场，主品牌 ZARA 每年上市 1.2 万款服饰；H&M 从只单纯包含女装发展到女装、男装、童装、配饰以及化妆品一应俱全的服饰企业，每年上市款式 1.5 万款；优衣库以强劲的产品创新能力著称，公司设立面料研发中心，投巨资开发面料，通过不断推出优质面料的功能型产品来驱动销售，2008 年开发的轻薄保暖“HEATTECH”产品 2010 年销量 5 千万件，相对 2009 年销售额增长 135%。

图 14 Inditex 的品牌拓展历程



资料来源: ZARA 年报、中投证券研究所

图 15 H&M 的产品拓展历程



资料来源: H&M 年报、中投证券研究所

表 2 优衣库研发的新型产品

时间	产品
1998	羊毛夹克
2001	吸湿快干材料制成 Polo 衫和 T 恤
2003	羊绒衫
2008	轻薄保暖材料制成的保暖衣 HEATTECH

资料来源: 迅销年报、中投证券研究所

对于女装部分, 产品的丰富度和时尚度尤为重要。以优衣库为例, 优衣库产品开发款式少, 时尚度不强, 历来女装的销售明显弱于男装, 且 2001 年以后销售增速一度放缓。近年来优衣库开始重视女装的开发, 增加时尚款的开发, 并且也采用与 H&M 类似的和大牌设计师合作开发潮流款的策略, 女装增速和收入占比都有所提升。目前女装占比达到了 48%, 但仍与以时尚著称的 ZARA 女装占比达到 58% 有一定的差距。2010 年, 优衣库女装在日本的市场占有率仅为 4.1%, 远低于男装 8.7% 的市场占有率, 未来优衣库将进一步提升时尚产品的比例来加大女装的市场份额。

图 16 优衣库历年女装销售占比

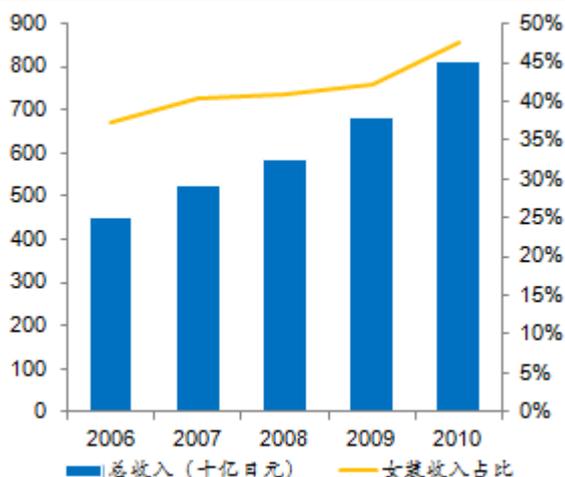
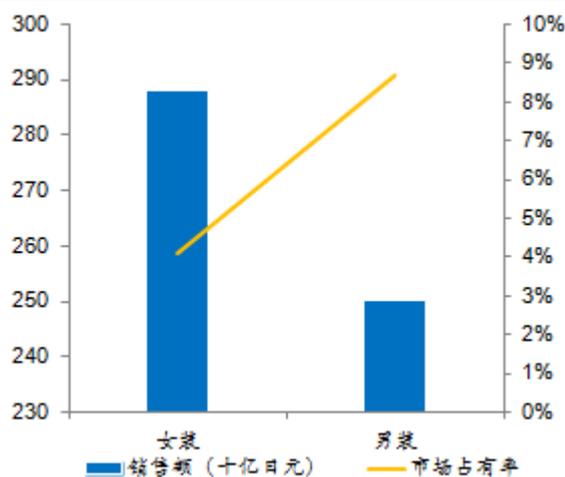


图 17 2010 年优衣库男女装在日本市场份额

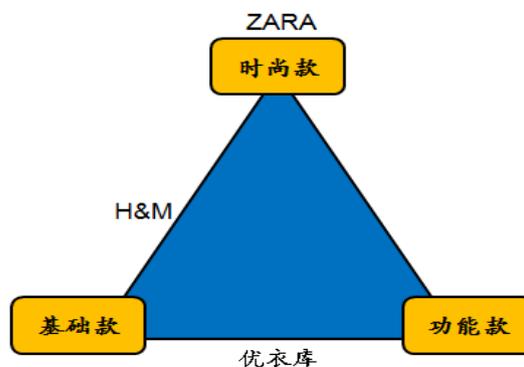


资料来源：优衣库年报、中投证券研究所

2.3.3 内看单店增长：二看供应链管理不断升级优化

从国际休闲服饰巨头 ZARA、H&M、优衣库的成功经验来看，它们具有明晰的产品定位，并建立配套的供应链模式来支持产品的运营。ZARA 以“时尚”的产品著称，所以建立极速供应链来保证产品的新鲜度；H&M 建立基本款（60%左右）、和流行款相结合时尚三角，配套双供应链模式：基本款每年款式变化不大，通过常规的供应链来极力压低成本；流行款采用高速供应链来保持时尚程度；优衣库服饰多采用基本款，通过大量采购，增长前导期的供应链模式来降低成本，同时通过提升面料的科技含量来提升产品附加值，增强产品的差异化程度。

图 18 ZARA、H&M 和优衣库的产品特征



资料来源：中投证券研究所

表 3 ZARA、H&M 和优衣库的经营模式对比

	ZARA	H&M	UNIQLO
国家	西班牙	瑞典	日本
定位	买得起的快速时尚	以最优的价格提供时尚和品质	以优质服装改变世界
消费群体	25-35 岁对时尚敏感的消费群体	22-35 岁的消费人群	22-35 岁的消费人群
产品特点	产品为时尚款	时尚三角：产品分为基本款（60%左右）、时尚款	70%~80%是基本款，研发特殊面料的功能款，目前也在加大时尚款比例

主要财务数据	2010年 ZARA 品牌收入 CNY720 亿, EBIT CNY137 亿	2010 年收入 CNY1020 亿, EBIT CNY232 亿	2010 年收入 CNY513 亿, EBIT CNY103 亿
--------	---	-----------------------------------	----------------------------------

资料来源: 各公司年报、中投证券研究所

对于时尚休闲服饰企业, 供应链管理的重要性体现在以下几个方面:

1) 时尚款由于其产品生命周期短, 需要缩短从设计到上市的前导期, 良好的供应链体系加强供应链各环节的协调, 保证企业根据销售数据快速设计产品并上货;

2) ZARA 和 H&M 产品包含大量时尚款, 上市款式也分别达到了 1.2 万款和 1.5 万款。要做到对数量繁多的设计款式准确及时地送达不同区域的众多门店, 并且每周需多次配货, 这就要求服饰企业拥有快速反应的供应链体系来支持货物的运转;

3) 供应链系统的良好管控助力控制成本, 提升毛利。

ZARA 和 H&M 在发展过程中摸索出了适合自身的极速供应链和双供应链模式。

表 4 ZARA 和 H&M 的供应链模式对比

	ZARA	H&M	评价
供应链模式	极速供应链	双供应链: 流行款采用快速供应链; 基本款采用常规供应链	ZARA 供应链各环节不断优化以达到“极速”, H&M 基本款以低成本为核心, 流行款不断缩短前导期
供应链速度	14 天	快速供应链: 2-3 周; 常规供应链: 6 个月	
设计	设计团队	260 名设计专家、市场分析专家和买手组成“三位一体”的设计团队;	跟顶级设计师合作开发流行款
	上市款数	模仿流行趋势, 每年总设计 4 万款, 上市 1.2 万款	每年上市款式达 1.5 万款
生产	生产模式	50%自产, 自有 22 家工厂, 50%外包; 内部工厂预留 85%产能给当季补货	生产全部外包
	供应商	供应商 70%来自欧洲, 集中于 ZARA 总部较小范围内; 其余主要在亚洲; 劳动密集型工序全部外包给周围工厂, 对供应商专业化分工	700 家供应商, 22 个采购中心, 分布各大采购地域; 流行款在欧洲生产, 基本款在亚洲生产
	采购	提前低价采购大量白坯布, 40%的面料来自集团内部	基本款提前 10 个月采购生产, 每次订单 10 万件以上
物流	配送中心	物流设施投资超 1 亿欧元; 总部配送中心每小时分拣 8 万件; 出错率小, 订单 8 小时内分拣完毕	配送中心每天可分拣货物 160 万件, 物流过程可全程跟踪、监控
	运输模式	总部配送中心直通高速公路且附近有空运基地; 每周配货 2 次, 到货时间: 欧洲 24 小时, 美洲 48 小时, 亚洲 48-72 小时	基本款采用海运, 流行款主要以公路、铁路运输
渠道	门店数	2010 年门店数 1723 家, 86%直营	2010 年门店数 2206 家, 98%直营

补货	销售信息每日反馈总部； 根据库存和未来两周销售预期每周补两次货， 补货量占销售量 85% 滞销产品取消原生产计划；畅销产品迅速补货，但最多补货两次	每日反馈销售数据，流行款及时补单， 补货量占销售额 40-50%
----	---	---

资料来源：ZARA、H&M 公司年报、中投证券研究所

从供应链模式可以看出 ZARA 确立“快时尚”定位后，供应链各环节极度优化来确保产品的“快”，为了快速，牺牲了一定的成本，包括雇佣众多买手来搜集信息迅速设计，70%在欧洲生产，在物流配送上投入大量资金，采用空运模式。其结果做到 2 周快速上货，虽然产品售价比 H&M 高 30-50%，但因多款、少量、时尚促使消费者愿意支付产品溢价。而 H&M 消费群体更为广泛，产品系列众多以满足不同消费者的需求。基本款采用“低成本”战略：在全球发掘供应商资源，合理分配生产资源，并通过每批次大量订单（通常 10 万件以上）来极力压低成本，基本款提前 10 个月采购且大量采用海运；时尚款采用快速供应链来迎合市场潮流。

目前国内优势企业多向 H&M 的模式学习，产品采用基本款和时尚款相结合的模式，但是供应链水平还与 H&M 有一定的差距，时尚款的前导期应较短，但是国内企业时尚款还是以提前 6 个月订货居多，未来供应链效率的提升非常关键。从国内休闲服饰企业看，目前美邦服饰是经营模式和管理水平与 H&M 最接近的国内企业，最有望成为中国的 H&M。

三、公司分析：产品时尚度和丰富度显著提升+供应链管

理能力不断优化+渠道增速维持在 15-20%

3.1 双品牌多系列产品运作，都市系列时尚度、成熟度显著提升

公司采用双品牌模式，建立针对年轻校园群体的 Meters/bonwe 品牌和针对都市时尚精英的 ME&CITY 品牌。公司设立 MB 和 MC 事业部对各品牌单独运作，保证两大品牌从产品设计到销售终端的独立性。目前 Meters/bonwe 仍是公司收入的主要来源，2010 年收入占比 91%；MC 品牌 2010 年仍处于亏损状态，随着品牌运作和店铺培育逐步成熟，预计 2011 年微亏，2012 年将扭亏为盈。

之前网购专供的 AMPM 品牌随网购平台一起出售给关联公司爱裳邦购，网购平台年销售额仅 2 亿元左右，仅占公司销售收入的 3%，对总体业绩影响有限。

表 5 公司多品牌战略

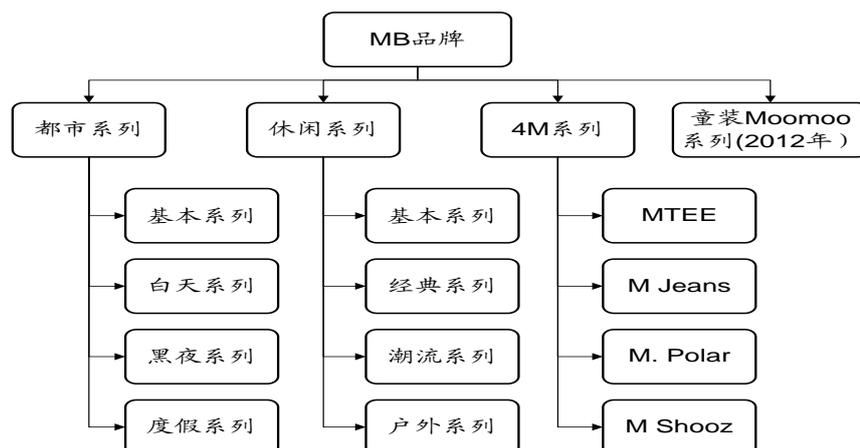
品牌	目标客户	代言人	店铺数量	店数占比	收入 (亿)	收入占比
Meters/bonwe	16-25 岁的个性时尚年轻群体	林志玲、周杰伦、潘玮柏、张韶涵	3391	92.7%	68.1	90.8%
ME&CITY	成人：18-35 岁的都市时尚精英	奥兰多·布鲁姆、米勒、名模布鲁娜	268	7.3%	6.9	10.2%
	儿童：3-13 岁潮童时尚先锋	潮童王一鸣				

注：以上店铺数据和收入数据均为 2010 年数据，资料来源：公司公告中投证券研究所

3.1.1 MB 品牌产品多层次系列化运作、都市系列时尚度、成熟度显著提升

MB 品牌产品系列不断丰富，根据消费群体的年龄、产品的风格定位等推出了多品类多系列产品，符合时尚休闲装的发展趋势。公司产品细分为都市系列、休闲系列和 4M 系列。都市系列根据产品风格细分为基本、白天、黑夜和度假系列；休闲系列进一步划分为基本、经典、潮流和户外系列；4M 系列包含夏季的 MTEE 系列（T 恤）、春秋的 M Jeans 系列（牛仔衣裤）、冬季的 M. Polar 系列（羽绒服）和 M Shooz（鞋子）系列。

图 19 美邦品牌的多层次产品系列



资料来源：中投证券研究所

都市系列产品风格成熟化，针对都市系列独立开设精品小店。2011 年都市冬装系列邀请林志玲做代言，在东京拍摄时尚大片，并在地铁、杂志和网络上广泛宣传。都市系列的产品丰富度和时尚度都在不断提升，由于消费群体的着装品位趋于潮流时尚化，MB 以产品升级的形式来迎合消费者的成长。都市系列成熟时尚气息浓郁，能吸引着装品味愈加成熟的大学生群体和进入职场的白领群体。与 Me&City 相比，美邦都市系列价格带较宽，部分皮衣及羊毛外套价格达到上千元，MC 品牌价格均在中高端。未来将大力打造针对都市系列的精品小店，目前已在重庆新华开设 Tagline 都市系列精品店。

图 20 林志玲代言美邦都市系列



图 21 上图为都市白天系列，下图为都市黑夜系列



资料来源：公司网站、中投证券研究所

2012年，MB品牌还将推出童装Moomoo系列，借助品牌影响力来享受童装行业巨大的成长空间。

4M系列结合潮流热点创意无限。公司主打产品4M系列特点鲜明，是公司每年产品设计和营销宣传的重点。其中MTEE系列创意无限，根据市场热点推出潮流时尚印花T恤：与美国梦工厂动画电影公司、上海美术电影制片厂等合作，以热点影片（如变形金刚、功夫熊猫、怪物史瑞克等）和新国货动画（如舒克贝塔、没头脑和不高兴等）里面的卡通动漫形象作为印花图形。MTEE系列针对同一形象进行了多款设计，在保留影片角色形象的同时，也融入了潮流时尚的元素，大获市场认可。

表 6 MB 品牌 4M 产品系列

产品系列	主要产品	产品特点	营销手段
MTEE	T恤	T恤上包含卡通、动漫等多种印花图案	与世界三大动漫电影公司合作推出潮流产品；电影植入
M Jeans	牛仔衣裤	款式多样，融合各种经典、时尚版型	宣传片、海报
M Polar	羽绒服	保暖与时尚结合、款式多样化；高科技保暖面料	宣传片、海报；推出3D主题网站
M Shooz	鞋子	款式丰富、个性时尚	海报

资料来源：中投证券研究所

3.1.2 MC 产品表达逐步成熟丰富，差异化童装是增长亮点

2008年，公司推出ME&CITY品牌满足18-35岁都市精英对个性与品位的追求；2009年，品牌拓展至适合3-13岁儿童的MC KIDS米喜迪潮流童装系列。

MC产品表达逐步成熟丰富。MC品牌运作之初，主要沿用MB都市系列的风格，产品特点不明晰；目前，MC品牌的产品表达逐步丰富：MC男女装分别包括休闲、精致、商务等6个系列；服饰配件也逐步丰富，涵盖鞋、包、饰品等。2010年推出近5000个设计款式，产品系列的丰富程度和产品设计的时尚程度均有明显提升。MC的时尚表达逐步向ZARA和H&M靠近。

米喜迪定位中高端潮流时尚童装，与目前市场上一贯的童趣可爱路线形成差异化风格，市场认可度高。产品进一步细分为都市时尚系列、都市休闲系列和卡通系列，既强调品牌特有的都市时尚风格，也涵盖童装最常见的卡通风格，并将卡通形象的设计与MTEE设计元素中的动漫卡通形象结合起来。随着国内居民收入水平的提升以及“421”式家庭结构，家长对孩子的支出增加，童装消费面临升级。预计未来定位中高端、时尚度高的米喜迪童装成长迅速、空间广阔。

3.2 营销模式多元化、深度化、国际化

3.2.1 MB 品牌营销多元化、深度化

公司品牌宣传模式多元化，围绕目标消费群体关注的热点节目和事件开展形式多样的营销。除了传统的采用明星代言和媒体广告宣传外，公司还结合大事件设计主题服饰、冠名知名节目、举办主题体验展以及电视电影植入等方式。公司宣传模式迎合年轻消费群体的喜好，注重在青少年喜好的活动中进行密集与深度宣传；且形式多样的营销模式与年轻消费群体获取信息的渠道日益多元化相适应，品牌知名度始终维持在行业前列。

表 7 MB 品牌的营销模式

营销形式	时间	营销活动
明星代言		周杰伦、林志玲、潘玮柏、张韶涵
举办主题活动	2010	“MTEE 传统文化潮流化”体验展：推出孙悟空、黑猫警长和哪吒等动漫形象的 T 恤
大事件营销	2006	世界杯：推出“我爱世界杯”专款 T 恤
	2008	奥运会：推出奥运主题 T 恤和衬衫
	2009	世博会：参与世博民营企业馆，向全球展示企业服饰
节目冠名合作	2007	冠名“加油！好男儿”
	2010	冠名湖南卫视“成人礼”
	2010	与“快乐大本营”合作 MTEE 专题服饰搭配节目
电视、电影合作	2009	植入“一起来看流星雨”
	2009	与变形金刚合作，推出系列 T 恤
	2010	与功夫熊猫、怪物史瑞克等合作，推出相应 T 恤
	2011	与变形金刚 3 合作，进行电影植入、推出相应 T 恤等

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司强化深度营销，将营销事件的影响力发挥到极致。以 2011 年夏季与《变形金刚 3》合作为例，在影片上映前后，推出 80 多款变形金刚服饰，在旗舰店展示变形金刚造型，推出买产品赠票活动，首映式开展产品宣传展，男主角在影片中穿着 MTEE 标识服装出现近 5 分钟。此次与变形金刚 3 的合作，不单单是电影的植入，还包括产品授权合作、互动营销等各方面。结合变 3 推出多轮营销活动，强化消费者对产品的记忆力，通过一个营销主题有力增强品牌影响力。影片上映后 MTEE 销售收入大增 50%。

表 8 结合变 3 影片的系列营销活动

结合变 3 影片的系列营销活动	
电影植入	《变形金刚 3》男主角在影片中穿带有 MTEE logo 的服装长达 5 分钟
推出主题产品	推出六季 80 多款变 3 系列服饰产品
销售送礼	至 Meters/bonwe 全国指定店铺超值购物，满指定金额即可获赠变 3 电影票
影片道具展示	变 3 上映前在南京东路旗舰店展示大黄蜂模型
首映式宣传展示	变 3 首映美特斯邦威媒体观影活动在上海新衡山电影院启动，现场有展示公司产品

资料来源：中投证券研究所

图 22 变形金刚系列服饰产品



图 23 变形金刚 3 首映媒体观影活动现场



资料来源：中投证券研究所

相比于其它一些休闲服品牌，美邦通过多元化、深度化的品牌营销，获得较高的市场认可。从草根调研的信息来看，大部分消费者认为美特斯邦威、森马、真维斯、以纯等属于市场知名度高的休闲品牌，其中 MB 是最受消费者青睐的品牌。

表 9 不同企业的品牌推广活动对比

	MB	真维斯	森马	以纯
代言人	林志玲、周杰伦、潘玮柏、张韶涵	无	谢霆锋、罗志祥、韩庚	张柏芝、古天乐、李俊基
广告策略	明星代言、事件营销、主题营销、电影植入、媒体宣传	举办服饰设计大赛、冠名主题活动、网络广告	亚洲明星代言、设计大赛、主题营销、电影植入、媒体宣传	亚洲明星代言、主题活动、媒体宣传

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2.2 MC 成人营销走国际大牌路线、米喜迪营销凸显时尚潮流定位

ME&CITY 采用国际明星代言，并会结合新品打造时尚大片宣传。MC 邀请越狱男主角米勒、超模 Agyness Deyn 以及影星奥兰多布鲁姆等代言，每年由著名摄影师打造时尚大片在各类媒体宣传。MC 注重店铺形象设计，旗舰店由意大利著名设计公司 Vudafieri Partners 打造，强调给顾客带来舒适的购物体验。

表 10 MC 品牌营销策略

时间	营销手段
2008 年	越狱男主角米勒、混血超模 Bruna 以及法国首席摄影师 Philippe Cometti 拍摄 ME&CITY 时尚大片
2009 年	顶尖超模 Agyness Deyn, Cole Mohr, 裴蓓, Luke Worrall 集结纽约，由著名女摄影师 Ellen Von Unwerth 拍摄 09 秋冬系列
2010 年	著名影星 Orlando Bloom 与 Agyness 共同演绎 ME&CITY2010 年春夏最新系列，由摄影大师 Terry Richardson 拍摄宣传片

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 24 米勒参加 ME&CITY 开幕剪彩



图 25 Orlando Bloom 与 Aggyne 代言 ME&CITY



资料来源：中投证券研究所

公司宣传模式与 H&M 类似，H&M 每年都会在产品即将上市时密集发布时尚大片的形式来为新产品造势。另外，H&M 和 ZARA 在营销宣传方面还有以下几点值得美邦借鉴：

- 1) H&M 每年会与顶级设计师合作推出大众时尚款，借助大牌设计师的影响力，并凭借大规模的营销取得了较好的宣传效果。
- 2) H&M 和 ZARA 注重店铺的橱窗展示和产品陈列，并时常更换店面的形象和陈列，经常给顾客带来不同的体验。
- 3) ZARA 主要通过“少量、多款”的时尚产品吸引消费者：其产品周转快，顾客需要经常光顾店面并及时购买产品。ZARA 广告费用仅占销售收入的 0.3%。

表 11 MC 与 ZARA、H&M 的营销对比

	MC	H&M	ZARA
店面选址	一、二线城市多有形象店；其他店面均在城市核心商圈	一线、核心二线城市直营形象店	一线、核心二线城市直营形象店
代言人	米勒、布鲁诺、奥兰多布勒姆	凯特莫斯、麦当娜、杜鹃	无
广告策略	国际明星代言、媒体宣传、店铺形象	国际名模代言、媒体宣传、与顶级设计师合作设计、常更新的终端陈列	通过货品快速更替吸引顾客常光顾；个性化的产品陈列，并经常更新
广告费用			广告费用仅占收入 0.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

米喜迪品牌的营销凸显其时尚潮流定位，聘请街舞潮童王一鸣为形象代言人；并与新丝路合作，推出“米喜迪”潮童大赛。

表 12 米喜迪的系列营销活动

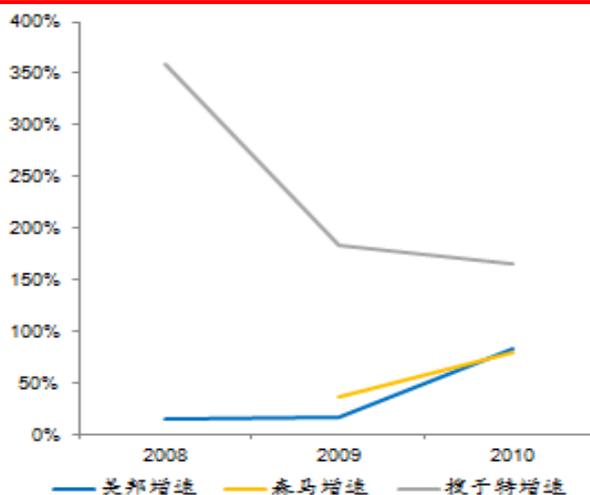
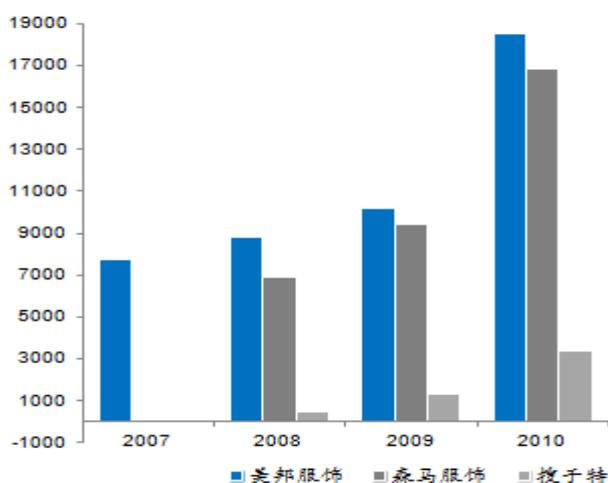
时间	营销活动
2010年9月	与梦工厂合作，以热点影片动画形象为设计元素
2011年1月	签约街舞潮童小宝王一鸣为形象代言人
2011年4月	与新丝路合作，推出“米喜迪”潮童大赛

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2.3 品牌价值居国内服装企业首位

公司加大对营销宣传的投入，2010年广告宣传费用现金流支出达1.85亿，增速为82%。广告宣传费用约为公司营收的2%。通过长期持续的品牌投入，公司的品牌价值居国内服装企业之首。

图 26 休闲服饰类上市公司广告宣传费用支出（万元） 图 27 休闲服饰类上市公司广告宣传费用支出增速



注：美邦的广告宣传费用支出通过支付的广告和业务宣传现金流近似替代

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司品牌价值持续增长，根据胡润中国品牌榜，公司 2011 年品牌价值达到 115 亿，超越了服饰企业森马、李宁、安踏等，成为服装企业第一大品牌。

表 13 美邦服饰的品牌价值

	品牌价值（亿元）	排名
2008 年	32	
2009 年	65	31
2010 年	83	8
2011 年	115	3

资料来源：胡润中国品牌榜、中投证券研究所

3.3 产品款式数量与国际巨头接近、设计元素包罗万象

服装企业的业绩很大程度上取决于公司能否准确把握休闲服市场的流行趋势，以及能否及时预测、评估和响应消费者的需求。强大的设计能力是服装业的生命线。随着消费者服饰需求的多元化、个性化，服饰企业需要通过不断地拓宽产品线、增加设计款式来迎合不同消费者的需求。

公司两大品牌 MB 和 MC 的设计团队独立运作，目前 MB 设计团队 367 人，每年设计产品近 9000 款；MC 设计团队 206 人，每年设计产品近 5000 款。ZARA 和 H&M 每年上市的款式分别为 1.2 和 1.5 万款，美邦 2010 年上市款式 1.4 万款，款式数量与国际时尚品牌看齐，位居国内休闲服饰企业首位。

公司对研发设计投入大，重视对设计团队的培养。设计款式从 2007 年的 2500 款增加至 2010 年的 14000 多款，款数 CAGR 达 78%；设计及工艺人员从 141 人增长到了 2010 年的 573 人，设计人员占比从 11% 增长到了 21%。

公司的设计人员以年轻人为主，能更好地了解目标消费群体的服装需求。采用中外结合的设计团队，有外国设计师进行部分产品创意设计，提升产品的流行度及国际化程度，但仍以中方设计师为主。ZARA 和 H&M 的设计团队由设计师、工艺人员、销售人员、采购人员和买手共同构成，非常注重每个设计团队内部的交流，有利于设计团队综合设计师的创作、销售人员对销售的理解和采购人员对成本的控制。公司可以结合该模式来进行设计，并可以借鉴 H&M 与顶级设计师合作的策略来推出潮流产品的策略。

图 28 美邦服饰产品设计款数

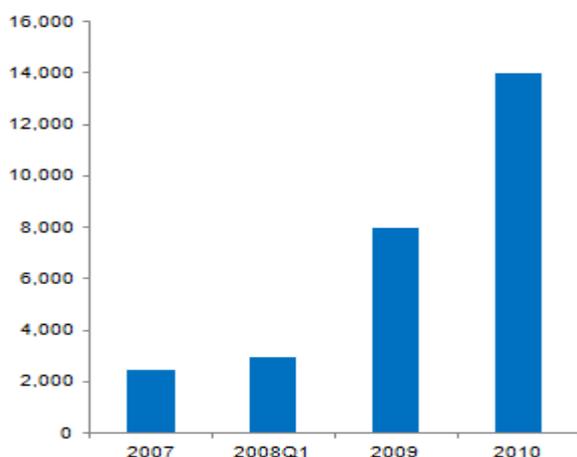
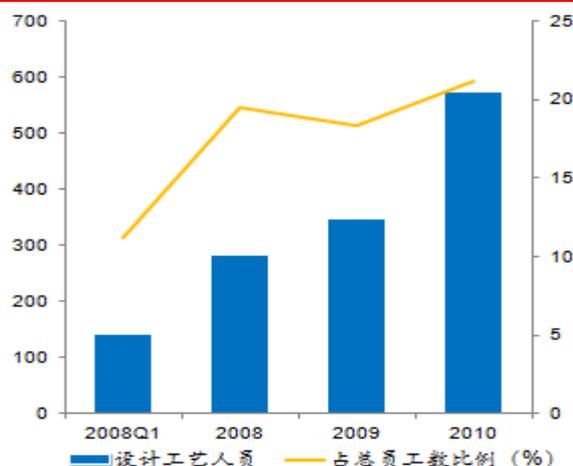


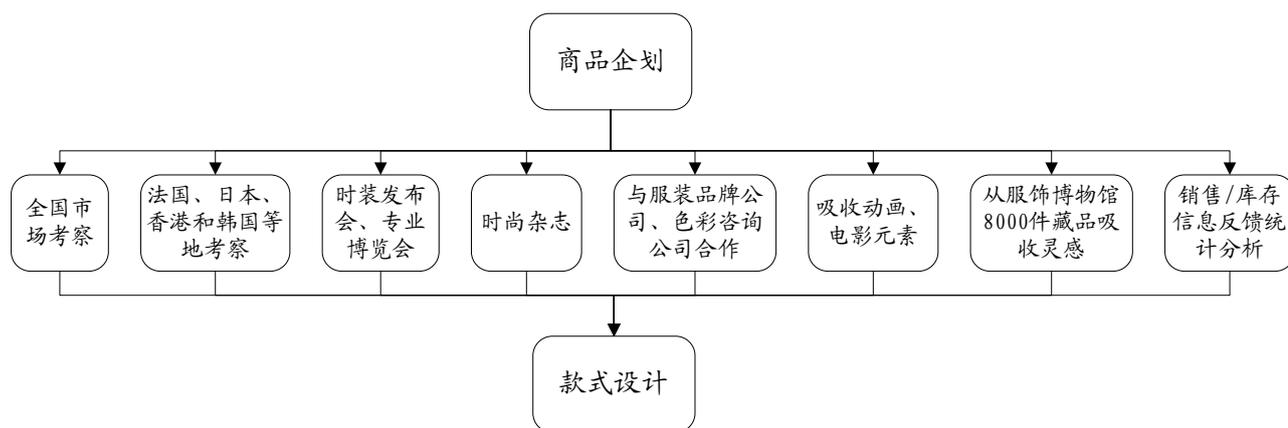
图 29 设计工艺人员数量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司的消费目标群体人数众多，背景多元化，且注重服饰的时尚程度和价格的合理度，所以公司产品采用“多款、平价、时尚”的设计策略。公司注重从多种渠道来吸取设计元素，包括国际国内服装市场的考察，时装发布会、时尚杂志、与服装品牌色彩咨询公司的合作等，并从动画、电影中以及公司服饰博物馆的 8000 件藏品中吸收灵感，另外销售数据的反馈也是流行趋势预测的重要风向标。

图 30 美邦服装设计信息来源

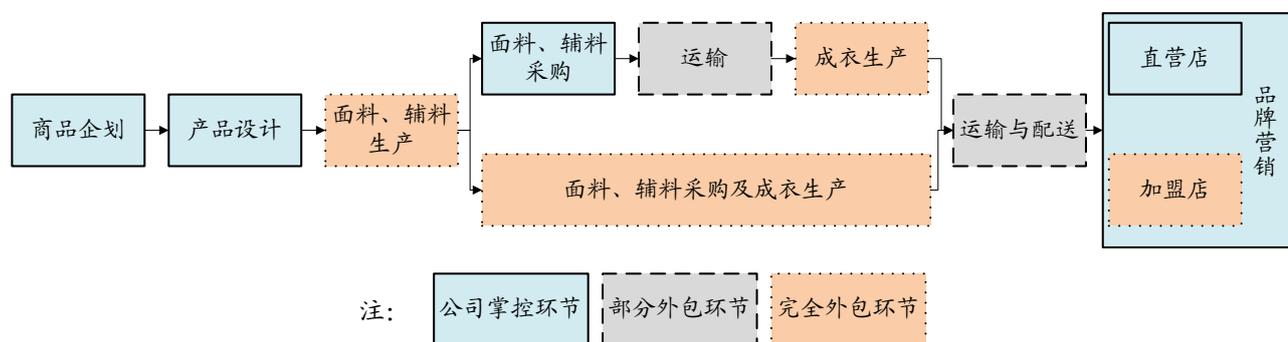


资料来源：中投证券研究所

3.4 供应链不断优化助力公司部分款式“快时尚”化

在供应链环节上，公司拥有微笑曲线两端附加值最高的设计和销售直营环节，外包中间的生产和销售加盟环节，并通过合同设计和信息管理系统来加强对供应商和加盟商的掌控力。

图 31 公司供应链管理模式



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司产品分为基本款、主题款和时尚款三类。基本款目前仍占多数，但相较国内其它企业，时尚款占比较高。基本款从企划设计到产品上市需 6-8 个月，基本款每年样式相近，设计变化不大；主题款配合当年的广告和时尚大片来销售；时尚款契合当季市场潮流，时尚款比例将进一步提升，并增加补货的比例。目前直营门店补货比例达到 30%左右，属于国内同类企业领先水平，加盟店补货比例也达 10%左右，未来借鉴 H&M 的双供应链模式，不断提升主题款和时尚款的供应链速度。

公司供应链的优化主要体现在：1) 生产整合能力、物流配送效率的提升；2) 改进的信息系统促使各环节沟通的效率提高，并拥有强大的分析能力将终端销售数据迅速反馈至总部进行分析决策；3) 完善直营大店布局，强大的终端掌控能力（具体见 3.5 节）。

目前公司成立了产品快速反应流通小组，未来希望通过对供应链各环节的有效整合做到销售门店每日补货。

3.4.1 生产环节：提升订货会频率、供应商整合能力提升

公司订货会频率提升为 6 季，补货比例在居国内休闲服饰企业首位。公司订货会由原来的 4 季增加为 6 季，分为春、夏 1、夏 2、秋、冬 1 和冬 2 六个产品季节，而国内一般的休闲服企业订货会仍为 4 季。订货会频率的提升体现公司对产品季节更为细分，且能缩短产品从设计到上市的时间。公司补货比例高于国内其他休闲服企业。补货比例的提升有利于公司产品时尚化程度的提升。公司直营占比较高为补货比例进一步提升奠定了基础，同时公司需持续提升供应链反应速度，缩短前导期，维持公司产品时尚度较高的优势。

表 14 休闲服饰上市企业订货模式

	美邦服饰	森马服饰	搜于特
订货会次数	6 次	4 次	4 次
订货金额占收入比	订货金额占收入比为 50%左右	订货金额占收入比 75%	订货金额占收入比 80%

资料来源：中投证券研究所

对供应商较强的议价能力使得公司能更灵活地选择和利用供应商的生产能力，有利于公司补货量的提升。ZARA 能灵活调度总部附近的众多供应商，使其只为 ZARA 服务，是 ZARA 追单比例达到 85%的重要原因。目前，国内服饰品牌运营商相对于上游供应商有较强的议价能力，预计未来公司的议价能力还将持续增强，原因如下：

(1) 公司采购量大，单个供应商的供应量相对较小。公司 2010 年采购量超 1 亿件，与近 600 家面辅料供应商和成衣生产商建立合作关系。随着公司销售规模的扩大，议价能力将进一步提升；

(2) 服装生产企业产能过剩，众多面辅料供应商、成衣生产商分布在长三角和珠三角地带，相互之间可替代性较强，品牌运营商转换供应商的成本较低。目前公司长三角和珠三角厂商供应量分别占公司采购总量的 59%和 25%，且通过与越来越多的供应商建立了长期合作关系，增强对供应商的控制整合能力；

(3) 由于外围经济环境的影响，服装出口数额下降，越来越多优质生产商转而生产内销订单，产能供应进一步充裕，公司可选的供应商数量和质量都在不断提升。

公司对供应商议价能力的逐步增强和全面的信息系统覆盖为公司供应链管理能力的提升提供有力支持。

3.4.2 物流环节：建立高效配送中心、完善全国仓储配送布局

在物流与配送环节，公司自建配送仓储系统，运输外包第三方物流。公司门店众多，款式多样，门店订货款式和数量也有较大差异，这就要求公司有强大的配送物流体系保证货物能正确地分拣，并及时运送到各门店。公司建立全面布局的高效仓储配送系统为未来产品的多样化和供应链时间的缩短奠定了基础。

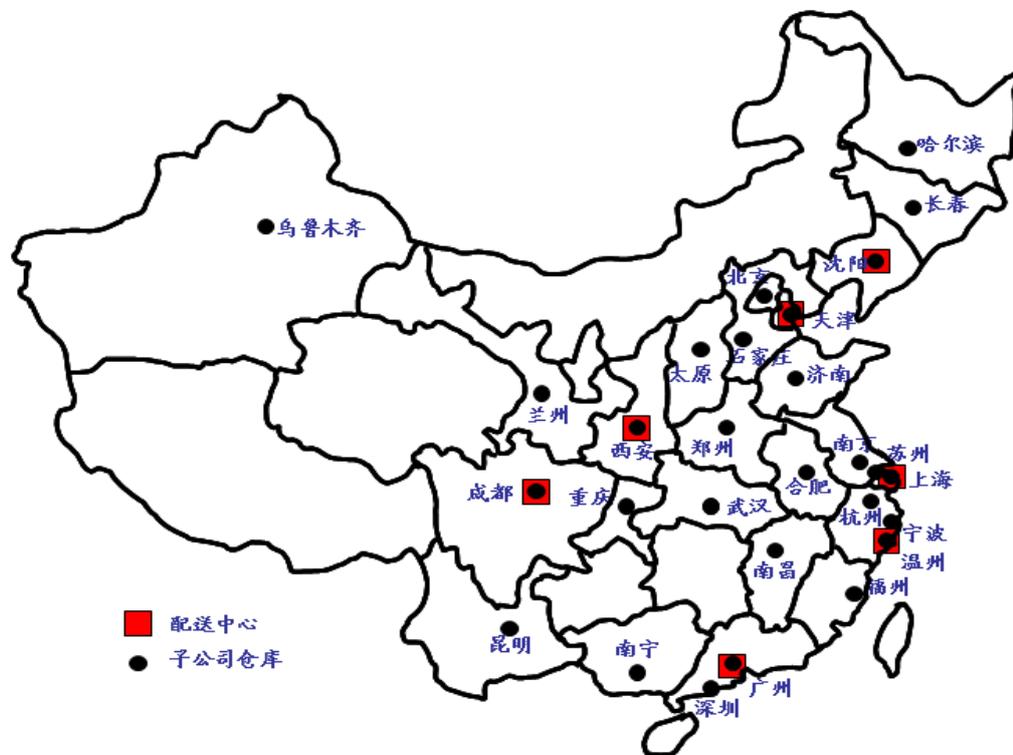
公司由七大配送中心、28 个子公司仓库，以及公司直营门店共同构成配送物流仓储系统：

上海六灶物流中心是物流配送周转的核心环节，公司对其大力投入，提升物流效率。目前共计投入超 3.6 亿，占地近 26 万平米，包括分拣中心、仓储中心、退货处理中心及其他配套设施，日均可分配服装近 50 万件，分拣错误率维持较低水平，大幅提升公司货品配送效率。

公司完善了全国物流布局，在原来仅有上海、温州、沈阳三处物流中心的基础上又在天津、广州、西安和成都建立区域物流中心，加强华北、华南、西北和西

南的配送能力，对全国区域市场的覆盖更为完整。物流网络结构的提升为公司提高适应当季市场需求的现货产品奠定了基础，缩短了物流配送的时间，提高了供应链效率。物流网络和信息系统对接，可全程监控不同批次货品的运输进度，保证了产品快速准确地到达指定门店。

图 32 公司供应链管理模式

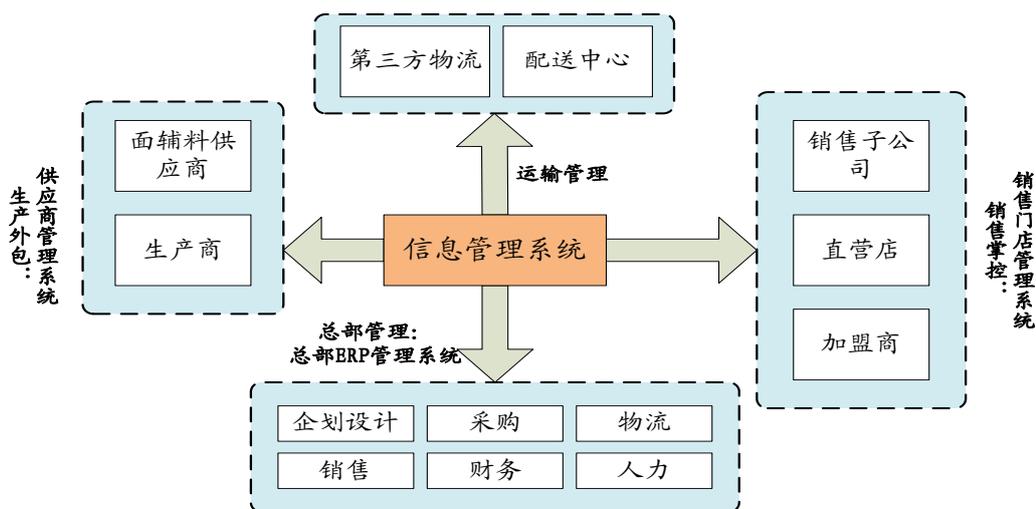


资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.4.3 信息系统：建立全面对接供应链各环节的信息系统、提升整体效率

公司通过不断的更新改进保证其信息系统始终处于国内休闲服饰行业领先水平。公司 1996 年根据外包生产和加盟直营结合的销售模式开发了第一代信息系统，2001 年设计开发第二代信息管理系统 MBSRP (美邦供应链资源整合系统)，2008 年募集资金 2 亿元用于信息系统改进，目前采用国际领先的 ERP 软件供应商 SAP 开发的鞋服行业解决方案。目前，公司信息系统全面对接公司总部、供应商、物流环节、销售子公司以及各销售门店等供应链各环节，将原有的数据汇总功能，拓展至数据分析、决策支持和执行控制能力。强大的信息系统确保公司对供应链各环节的信息及时掌握，有利于快速分析决策。对销售终端数据的及时掌控便于公司及时根据市场需求追单补货，缩短产品的前导期。

图 33 公司的信息系统架构



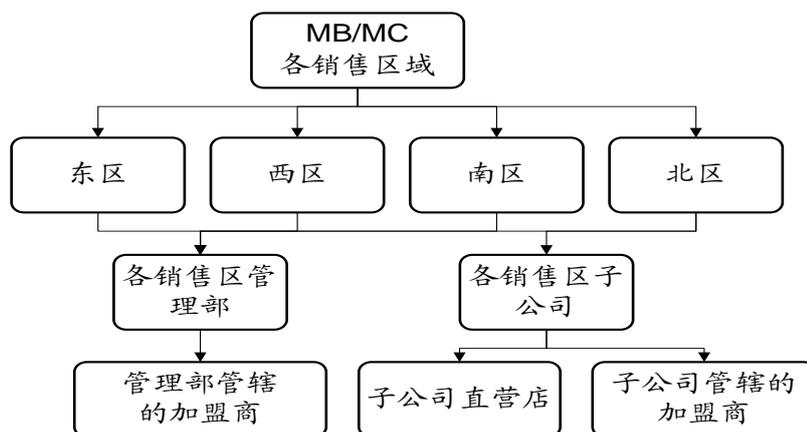
资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.5 直营店+扁平化加盟构筑强势终端掌控力、未来加盟渠道增速

15-20%、渠道模式多元化

公司将全国划分为东区、西区、南区和北区四个销售区域，MB 和 MC 品牌由各事业部分别管理核算。直营店由销售区域的子公司负责管理，部分加盟店由销售区管理部负责，部分由各销售区的子公司管理。

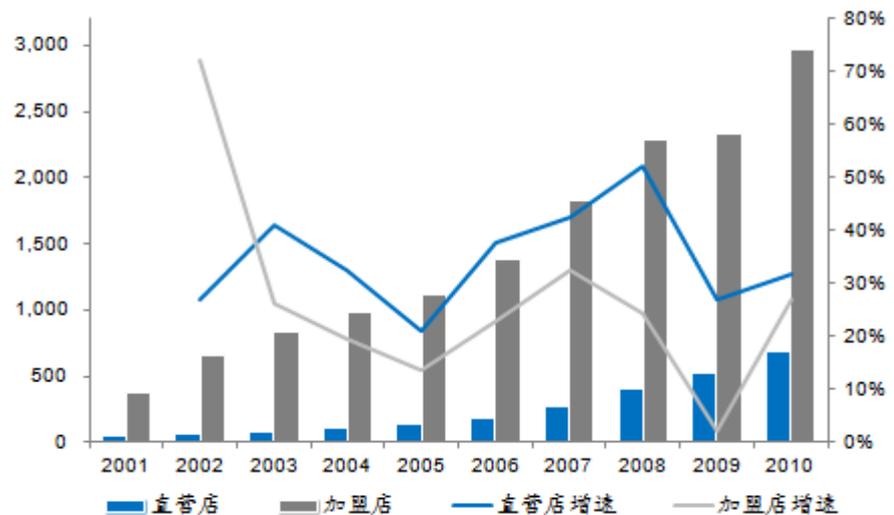
图 34 公司销售管理模式



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2001 至 2010 年，直营店增长 CAGR 达到了 34%，加盟店扩张的 CAGR 也将近 26%。2010 年，公司在全国共有店铺 3659 家，其中直营店 690 家，数量占比 19%，收入占比达到了 42%。

图 35 公司的店铺数量增长状况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.5.1 一二线城市直营大店模式打造品牌，目前直营大店基本布局完毕

公司 08 年以来采用直营大店模式迅速占领一、二线城市的核心商圈，通过购买及长期租赁的方式大力开拓旗舰店和直营形象店。并利用直营大店的品牌效应辐射周边区域，吸引优质加盟资源。目前公司一二线城市的直营大店布局已基本完成，一般门店需要 1-2 年的培育期，随着大型直营店逐步培育成熟，其经营效益将稳定释放。

自 2008 年公司上市以来，其中利用募集资金拓展店铺 68 家，其中购买 8 家，占比 12%，总面积达 142422 m²，其中购买 43377 m²，占比 30%。店铺平均面积 2094 m²。

表 15 使用募集资金购买及租赁的店铺

	使用募集资金 (亿元)	数量	数量占比	总面积	面积占比	平均面积	价格
购买店铺	11.14	8	12%	43,377	30%	5,422	2.57 万/m ²
租赁店铺	3.04	60	88%	99,045	70%	1,651	
总计	14.18	68	100%	142,422	100%	2,094	

资料来源：中投证券研究所

公司利用募集资金在南昌、沈阳、成都、武汉等二线城市的核心商圈购买了 8 家大型或超大型店铺，其中面积超 1 万平米的店铺 3 家，最小的店铺面积也达 800m²，平均面积为 5422 m²，共使用募集资金 11 亿，平均购买价格为 2.57 万/m²。

表 16 使用募集资金购买的店铺

公告日期	城市	地址	面积 (m ²)	交易价格 (万元)	价格 (万元/m ²)
2008/12/25	江西省南昌市	东湖区胜利路时代广场中段 1-4 层	11811	16377	1.39
2010/3/6	辽宁省沈阳市	和平区太原南街	10716	22400	2.09
2009/8/29	四川省成都市	京都大厦	10659	37700	3.54
2010/2/10	湖北省武汉市	光谷世界城项目西班牙风情街	3662	10518	2.87
2009/5/8	福建省厦门市	思明南路与中山路交汇东南侧中华城	2897	16880	5.83

2009/4/16	浙江省杭州市	庆春路店	1545	3000	1.94
2009/1/14	辽宁省丹东市	元宝区新安步行街 13 号平和百货	1288	1960	1.52
2009/5/8	河南平顶山市	和平路西段路南部分	799	2588	3.24
合计			43377	111424	2.57
平均			5422	13928	2.57

资料来源：公司公告、中投证券研究所

使用募集资金长期租赁店铺共 60 家。租赁店铺多集中在一二线城市繁华商业地段，租赁店铺平均面积 1651m²。共使用募集资金 3 亿元。

表 17 使用募集资金租赁的店铺分布

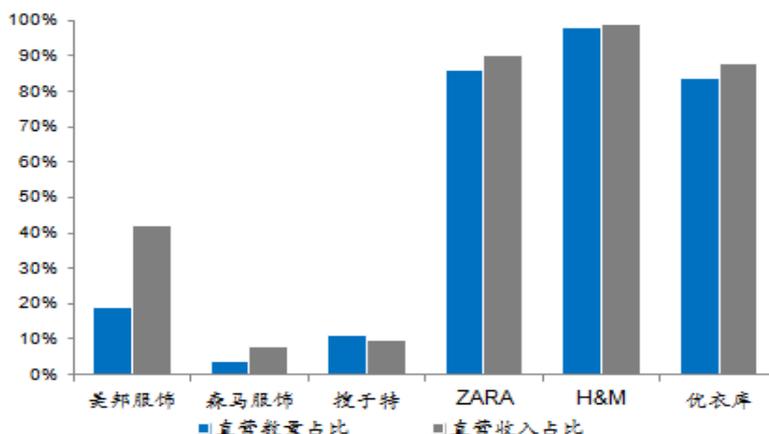
省份	城市	门店数	总面积	平均面积	省份	城市	门店数	总面积	平均面积
安徽省	合肥市	1	448	448	江西省	南昌市	1	1000	1000
北京市	北京市	5	12579	2516	山东省	济南市	3	4800	1600
福建省	厦门市	1	449	449		青岛市	1	400	400
甘肃省	兰州市	2	1245	623	山西省	太原市	1	3940	3940
广东省	深圳市	4	3230	808	陕西省	西安市	3	1570	523
	广州市	1	1236	1236	上海市	上海市	8	8568	1071
河北省	石家庄市	1	9554	9554	四川省	成都市	2	1025	513
河南省	郑州市	1	2200	2200	天津市	天津市	4	9881	2470
黑龙江省	哈尔滨市	3	3600	1200	新疆	乌鲁木齐市	1	3880	3880
湖北省	武汉市	3	2705	902	云南省	楚雄市	1	1180	1180
吉林省	长春市	1	2100	2100		丽江市	1	270	270
江苏省	苏州市	2	2290	1145		昆明市	1	202	202
	南京市	1	766	766	浙江省	杭州市	1	6584	6584
辽宁省	沈阳市	2	659	330		宁波市	2	3551	1776
重庆市	重庆市	2	9132	4566					

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.5.1 直营占比高导致存货风险大，2011 年 4 季度加大折扣率有利消化存货

相比于国内其它休闲服饰企业，公司的直营比例最高，但和国际休闲服饰品牌相比，直营的比例依然处于较低水平。这也跟我国地域广阔，不同地域收入水平，消费偏好差距较大相关，企业发展初期大量采用加盟模式有利于国内品牌迅速拓展销售规模，提升品牌知名度，且加盟商对当地市场更加了解，也分担了公司大规模开设直营店的风险。

图 36 休闲服饰类企业直营门店数和收入占比



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

公司大力铺设直营大店渠道，建立了以下几点优势：

1) 城市的核心商圈资源有限，是零售餐饮业等必争的资源，尤其是一、二线城市的核心商圈店铺资源的竞争已进入到白热化阶段。公司通过购买或长期租赁的方式抢先占有资源，有利于降低未来成本上涨的风险。

2) 旗舰店是直接向消费者全面展示公司产品和品牌形象的窗口。此举提升了品牌的知名度，并通过吸引周边地区的加盟商资源迅速拓展渠道网络。这种核心地段大店的品牌宣传的策略通常只能采用直营的模式来开展。

3) 直营店的经营管理、服务水平将成为当地市场加盟店管理的标杆。可通过管控好直营店的管理水平，来提升辐射区域加盟店的经营管理。

4) 未来随着产品的进一步丰富和供应链的升级，补货比例会逐步提升。大店模式有利于提升产品陈列的丰富度，直营模式加强了对终端的控制力，门店的调货、追单补货更灵活。

同时，直营大店模式的提升对公司的管理能力也提出了更高的要求，具体体现在以下方面：

1) 直营店模式毛利率较高，但是直营店需公司自身投入运营资金和招聘店员，公司的店铺租赁成本和销售人员数量增加，导致期间费用率提升，如果毛利率的提升不及期间费用率的增加，则反而会降低净利率。

公司 2010 年由于费用支出较高，导致净利水平下降 1.48 个百分点至 10.10%，同时相比于国内以加盟为主的森马服饰和搜于特，其净利水平较低；而由于毛利水平和费用管理能力不及国外巨头 H&M 和 ZARA，净利率水平也明显较低。从 2011 年三季报的情况来看，公司加强对费用的管控，期间费用率同比降 4.34 个百分点至 29.54%。销售费用率和管理费用率分别同比下降了 4.16 和 1.37 个百分点。未来公司仍将延续稳健经营的思路，避免费用过大投入。

图 37 休闲服饰企业毛利率

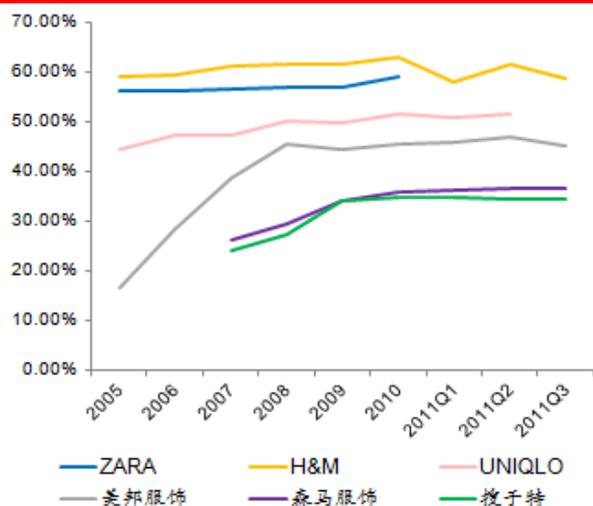
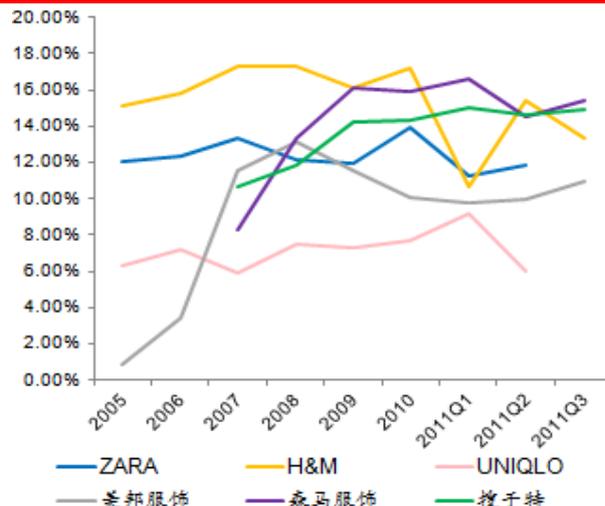


图 38 休闲服饰企业净利率

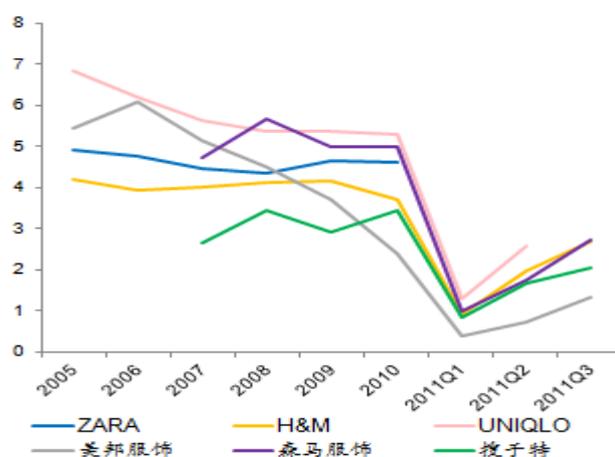


资料来源：公司公告、中投证券研究所

2) 加盟店模式下, 大部分产品都是根据加盟商订货会的订单来生产, 订货后不可退货, 存货的风险直接转移给加盟商, 而直营模式下滞销产品仍是公司存货。且加盟商在自负盈亏的情况下, 对订货非常谨慎, 直营模式需建立有效地激励机制, 使得店铺管理人员的利益跟销售情况和存货数量高度挂钩, 避免因盲目扩大销售规模而加大存货比例。

由于之前公司对 2010 年秋冬装销售预期乐观, 备货量过大导致存货激增, 公司 2010 年存货周转率处于历史地位, 在六家公司中存货周转率最低 (图 40)。由于三季度末是公司在秋冬季货品集中入库的时期, 从 2011 年三季报来看, 存货为 29.82 亿元, 环比仅上涨 3.20%, 相较去年三季度存货环比上涨 102.02% 已有较大改善, 其中往季的存货占 35%, 大部分属于 2011 年秋冬和 2012 年的备货。2011 年四季度公司产品打折力度加大, 网购平台打折频率提升, 大量处理了以往存货。预计今年秋冬季以及明年上半年存货逐步消化, 明年下半年公司存货逐步恢复正常。未来公司的经营思路趋于稳健, 避免激进备货。

图 39 休闲服饰企业存货周转率



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

公司不断完善对直营店铺的管理, 店长及店铺销售人员的收入与销售业绩直接挂钩, 按一定比例计算提成, 刺激直营店业绩的提升。

3.5.3 未来 2-3 年三四线城市加盟渠道增速 15%-20%

2010 年末公司加盟店为 2969 家（主要为 MB 加盟店），2011 年前三季度末加盟店超过 3500 家，加盟渠道主要分布在三、四线城市。相较体育服饰品牌李宁、安踏等 6~7 千家的加盟店数量，公司渠道数量还有较大提升空间。公司县级城市的未覆盖率仍有近 25%，且随着城市人口的增加以及产品品类的丰富，已覆盖城市的开店密度有望进一步提升。公司的直营渠道布局基本完毕，未来主要发展加盟渠道，预计未来 2-3 年加盟渠道仍有 15-20% 的增长。

公司加盟渠道较为扁平化，不设二级代理，每个城市一个加盟商，每个加盟商开 1-2 家店。经过多年的磨合，公司培育了一批优质的加盟商，且有详细的加盟商管理支持计划。未来通过鼓励优质加盟商在一个城市再开加盟店以及小店升级为大店来提升终端销售面积。

MC 成人店目前主要是建立在一、二线城市的直营渠道，2010 年末店铺数量仅为 168 家，未来在三、四线城市通过加盟渠道下沉的空间大。

米喜迪以加盟渠道为主，因童装子行业的高速增长和米喜迪的差异化定位，未来发展空间广阔。店铺数量从 2010 年的 100 家增长到目前近 200 家，店铺增速近 100%，且基数小，未来渠道增速快。

3.5.4 发展精品小店、全能型大店以及折扣店等多元渠道模式

与公司品牌品类的丰富相适应，公司发展多元化的渠道建设。公司将根据 MB 旗下的都市、休闲、4M、Moomoo 系列发展差异化小店；同时也将建设产品系列齐全的 3000m² 以上的超大型店铺，主要开设在繁华的核心商业区。

公司 2011 年 5 月份开始引入折扣店消化库存，折扣店大获加盟商支持，订货会上有近 500 家加盟商签约开设折扣店，预计到年底折扣店数超 200 家。折扣店形式对消化库存的作用将于下半年后逐步显示出来。预计公司存货规模将逐步降低，但毛利率水平可能受到小幅影响。

3.6 股权激励计划到位，注重员工培训提升

2010 年 11 月公司推出股权激励计划，共授予股票期权 581.4 万份，其中首次授予 523.9 万份，占公司总股本比例为 0.521%，预留 57.5 万份股票期权给预留激励对象。激励对象为公司董事（不包括独立董事）、高级管理人员和核心业务人员共 185 名。本次股票期权的行权价格为 24.53 元，行权日为 2010 年 11 月 30 日。

表 18 股权激励计划授予对象

姓名	职务	授予股票期权数 (万份)	占本次授予期 权总数比例	占总股本 比例
王泉庚	董事、副总裁	50	8.60%	0.05%
徐卫东	董事、副总裁	30	5.16%	0.03%
周文武	董事、Meters/bonwe 品牌事业部副总裁	25	4.30%	0.03%
程伟雄	副总裁	30	5.16%	0.03%
闵捷	副总裁	10	1.72%	0.01%
尹剑侠	副总裁	20	3.44%	0.02%
韩钟伟	副总裁、董事会秘书、财务总监	15	2.58%	0.02%
其他核心技术(业务)人员共 178 人		343.9	59.15%	0.34%
预留期权数		57.5	9.89%	0.06%
合计		581.4	100.00%	0.58%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 19 股权激励计划的业绩考核指标

行权期	业绩考核目标	可行权数量占获 授期权数量比例
第一个行权期	2010 年 ROE \geq 20%、净利润相对 2009 年的增长率 \geq 25%	25%
第二个行权期	2011 年 ROE \geq 20.5%、净利润相对 2009 年的增长率 \geq 56%	25%
第三个行权期	2012 年 ROE \geq 21%、净利润相对 2009 年的增长率 \geq 95%	25%
第四个行权期	2013 年 ROE \geq 21.5%、净利润相对 2009 年的增长率 \geq 144%	25%

注：等待期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司股权激励计划有以下四大特点：

- 1) 股权激励对象涵盖人员多，包括董事及高管 7 人，总监级员工 17 人，以及部门经理级人员 161 人。大范围的激励有利于公司各级管理人员充分发挥个人能力，完成业绩目标；
- 2) 公司激励计划具有明确的业绩考核指标，要求每个行权期 ROE 和净利润的增速达到一定水平，有效激励公司管理人员尽力达成绩效指标；
- 3) 预留 57.5 万份股权授予预留激励对象。公司有一套明确的指标体系来审核员工能否被授予股权，包括以 KPI 为核心的硬指标和企业文化价值观评估为衡量的软指标。预留部分股权能根据员工人员和岗位变动来再次分配期权；
- 4) 在行权期的 4 个年度中，业绩考核指标每个会计年度考核一次，上一年度业绩达成情况并不影响下一年度业绩考核目标的达成。

2010 年公司 ROE 为 24%，净利润增长率为 25.4%，达到第一年的行权条件。从 2011 年 11 月 30 日起，激励对象可行权获授期权数量的 25%。

在实施股权激励计划的同时，公司历来注重员工的培训提升。公司建立了美特斯邦威大学，为各级别员工设置针对性课程，包括领导管理能力培训，形象陈列类、销售类、生产采购类、人力资源类以及英语培训等。全年公司总培训率近 100%，

2010 年美特斯邦威大学共完成新员工入职培训 906 人，通用素质类培训 72 人，经理级培训 166 人。

四、盈利预测和投资建议：强烈推荐

盈利预测假设：

1、单店收入：MB 品牌随着产品时尚度和丰富度的提升，带动产品销售数量和单价稳步提升；MC 品牌直营大店逐步培育成熟，单店收入较快提升；

2、店铺数量：随着直营店铺的布局完成，MB、MC 直营门店数量的增长逐步放缓；随着折扣店数量以及米喜迪加盟店的快速增长，MB 以及 MC 品牌的加盟店数量增速较快；

3、毛利率：今年第四季度和明年上半年仍是消化去年冬季以及今年春夏季库存的重要时点，预计毛利率将受一定拖累，明年下半年库存结构明显改善，毛利率逐步恢复；

4、期间费用率：公司将继续严格管控销售费用和管理费用，降低费用开支，预计未来销售费用率和管理费用率呈下降趋势。

表 20 盈利预测假设

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
MB 直营					
单店收入 (百万元)	4.41	4.80	5.77	6.52	7.23
增长率 (YOY)		8.98%	20.00%	13.00%	11.00%
店铺数量	443	522	616	690	759
增长率 (YOY)		17.83%	18.00%	12.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	1,953	2,508	3,551	4,495	5,488
增长率 (YOY)		28.42%	41.60%	26.56%	22.10%
毛利率	47.50%	50.50%	49.50%	50.00%	50.75%
营业成本	1,025	1,241	1,793	2,247	2,703
毛利	928	1,267	1,758	2,247	2,785
MB 加盟					
单店收入 (百万元)	1.24	1.50	1.54	1.70	1.90
增长率 (YOY)		20.78%	3.00%	10.00%	12.00%
店铺数量	2,340	2,869	3,529	4,235	4,997
增长率 (YOY)		22.61%	23.00%	20.00%	18.00%
销售收入 (百万元)	2,905	4,302	5,450	7,194	9,508
增长率 (YOY)		48.09%	26.69%	32.00%	32.16%
毛利率	41.71%	41.11%	40.60%	41.14%	41.41%
营业成本	1,693	2,533	3,237	4,235	5,571
毛利	1,212	1,769	2,213	2,960	3,937
MC 直营					
单店收入 (百万元)	4.38	3.87	4.64	5.57	6.69
增长率 (YOY)		-11.56%	20.00%	20.00%	20.00%
店铺数量	80	168	205	242	266

增长率 (YOY)		110.00%	22.00%	18.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	350	650	952	1,347	1,779
增长率 (YOY)		85.71%	46.40%	41.60%	32.00%
毛利率	49.74%	54.44%	54.10%	54.60%	54.90%
营业成本	176	296	437	612	802
毛利	174	354	515	736	976
MC 加盟					
单店收入 (百万元)		0.4	0.9	1.10	1.26
增长率 (YOY)			125.00%	22.00%	15.00%
店铺数量		100	250	350	455
增长率 (YOY)			150.00%	40.00%	30.00%
销售收入 (百万元)		40	225	384	575
增长率 (YOY)			462.50%	70.80%	49.50%
毛利率		41.22%	42.20%	42.70%	43.00%
营业成本		24	130	220	327
毛利		16	95	164	247
营业收入合计	5,208	7,500	10,178	13,421	17,349
营业收入 (YOY)		44.01%	35.71%	31.86%	29.27%
营业成本合计	2895	4095	5598	7314	9403
毛利率	44.41%	45.40%	45.00%	45.50%	45.80%
销售费用率	27.80%	26.51%	23.93%	23.90%	23.87%
管理费用率	4.15%	4.33%	3.35%	3.32%	3.25%

资料来源：中投证券研究所

预计 2011-2013 年营业收入分别为 102、134 和 173 亿元，归属母公司净利润分别为 12.4、16.8 和 22.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.24、1.67、2.23 元，针对 2012 年 EPS1.67 元给予 22 倍 PE，预计美邦服饰合理股价为 36.74 元，给予强烈推荐评级。

风险提示：

1) 存货不能及时消化：目前公司存货占比仍较大，前三季度末以往的存货占比仍达 35%，存货不能及时消化是公司面临的主要风险；

2) 现金流短缺风险：公司 2010 年及 2011 年前两季度经营现金流净额持续为负，2011 年三季度经营现金流净额转为正值，但目前公司短期借款仍较高，流动比率和速动比率较低；

3) 天气异常：公司根据以往天气状况规划产品上市日期，天气异常将可能导致已上市货品不符合当时天气下的消费者需求，造成销售不畅。

附录：使用募集资金租赁的店铺

2009年4月16日公告

城市	店铺	店铺面积 (m ²)	备注
甘肃省兰州市	张掖路店	745	
甘肃省兰州市	永昌路店	115	2010年11月底, 效益未达标关停
吉林省长春市	重庆路店	2100	
河北省石家庄市	桥东店	9554	
浙江省杭州市	延安路百信店	6584	
黑龙江省哈尔滨市	学府路店	300	
使用募集资金共计 (万元)		3831	

2009年5月8日公告

城市	店铺	店铺面积 (m ²)
山东省济南市	华典大厦店	1800
广东省广州市	番禺大北路店	1236
广东省深圳市	南新路店	1170
浙江省宁波市	天一广场店	1078
湖北省武汉市	新佳丽广场店	883
河南省郑州市	亚细亚店	2200
四川省成都市	财富中心店	75
使用募集资金共计 (万元)		2439

2009年6月18日公告

城市	店铺	店铺面积 (m ²)	备注
天津市	环渤海店	4739	2009年11月因对方未履约终止合同
天津市	滨江道 GOGO 街店	7436	
黑龙江省哈尔滨市	西十四道街店	1500	
黑龙江省哈尔滨市	果戈里大街店	1800	
广东省广州市	番禺大北路店	767	2010年1季度因效益未达标而终止合同
上海市	周浦中大街二店	736	
陕西省西安市	电子正街店	370	
北京市	前门大街一店	1583	
北京市	前门大街二店	3897	
北京市	来福士店	839	
使用募集资金共计 (万元)		4522	

2009年7月14日公告

城市	店铺	店铺面积 (m ²)
上海市	中鸿百货店	698
上海市	淮海路店	712
上海市	金山朱泾店	3470
江苏省南京市	江宁步行街店	766
云南省楚雄市	鹿城南路店	1180
山东省济南市	洪楼花园店	1500
上海市	新梅广场店	539
上海市	南汇万达店	546
上海市	金山蓝色海岸店	969

江苏省苏州市	木渎店	1450	
使用募集资金共计(万元)		3881	
2009年8月29日公告			
城市	店铺	店铺面积(m ²)	
天津市	和平路店	1125	
辽宁省沈阳市	中街店	863	2010年1季度因效益未达标而终止合同
辽宁省大连市	罗斯福店	1122	2010年11月底,效益未达标关停
四川省成都市	磨子桥店	950	
上海市	沪太路东方国贸店	898	
北京市	王府井穆斯林大厦店	6132	
广东省深圳市	花园城中心店	840	
山西省太原市	雅秀店	3940	
福建省厦门市	演武路大学城店	449	
山东省济南市	泉城路二店	1500	
使用募集资金共计(万元)		7519	
2009年11月11日公告			
城市	店铺	店铺面积(m ²)	
湖北省武汉市	司门口店	1100	
浙江省杭州市	平海店	1299	2010年8月因市政动迁合同终止
浙江省宁波市	开明街店	2473	
云南省丽江市	民主路店	270	
山东省青岛市	万达广场店	400	
使用募集资金共计(万元)		2953	
2010年2月10日公告			
城市	店铺	店铺面积(m ²)	
江苏省苏州市	盛泽舜新南路店	840	
乌鲁木齐市	金堡大厦店	3880	
深圳市	东门东港中心店	244	
天津市	塘沽解放路店	925	
使用募集资金共计(万元)		1887	
2010年3月6日公告			
店铺面积			
城市	店铺	店铺面积(m ²)	
辽宁省沈阳市	长江街店	336	
使用募集资金共计(万元)		190	
2010年8月10日公告			
城市	店铺	店铺面积(m ²)	
辽宁省沈阳市	恒隆广场店	323	
陕西省西安市	大差市店	800	
北京市	乐天玛特国瑞城店	128	
使用募集资金共计(万元)		298	
2010年12月29日公告			
城市	店铺	店铺面积(m ²)	

广东省深圳市	布吉吉华路店	976
安徽省合肥市	万达广场店	448
使用募集资金共计(万元)		427
2011年6月9日公告		
城市	店铺	店铺面积(m ²)
南昌市	西湖商厦店	1000
重庆市	新华国际店	8783
西安市	北大街店	400
武汉市	旋宫店	722
重庆市	江北未来国际店	349
昆明市	南亚风情第一城店	202
兰州市	西固店	500
天津市	塘沽解放路二店	396
使用募集资金共计(万元)		2433

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5625	6374	8268	10875
现金	1107	1100	1100	1101
应收账款	933	1406	1879	2429
其他应收款	327	367	475	642
预付账款	710	923	1226	1568
存货	2548	2579	3587	5136
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	2962	3005	2840	2847
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1727	2112	2217	2471
无形资产	128	129	130	131
其他非流动资产	1107	764	493	245
资产总计	8587	9379	11107	13722
流动负债	5156	5239	5793	6669
短期借款	2576	2666	2813	3245
应付账款	1244	1400	1829	2351
其他流动负债	1335	1174	1152	1072
非流动负债	100	100	100	100
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	5256	5339	5893	6769
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1005	1005	1005	1005
资本公积	947	947	947	947
留存收益	1378	2087	3262	5001
归属母公司股东权益	3331	4040	5214	6954
负债和股东权益	8587	9379	11107	13722

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1054	1034	1018	1008
净利润	758	1241	1677	2242
折旧摊销	376	329	373	401
财务费用	88	133	141	159
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	-2150	-453	-1229	-1855
其他经营现金流	-125	84	57	61
投资活动现金流	-851	-602	-422	-628
资本支出	820	400	200	400
长期投资	0	-0	0	0
其他投资现金流	-32	-202	-222	-228
筹资活动现金流	1744	-739	-596	-379
短期借款	2118	90	147	432
长期借款	-100	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-278	-828	-743	-811
现金净增加额	-161	-7	0	1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7500	10179	13421	17350
营业成本	4095	5598	7315	9404
营业税金及附加	34	48	64	81
营业费用	1989	2436	3210	4148
管理费用	325	341	448	560
财务费用	88	133	141	159
资产减值损失	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	963	1615	2236	2990
营业外收入	104	70	0	0
营业外支出	34	30	0	0
利润总额	1034	1655	2236	2990
所得税	276	414	559	747
净利润	758	1241	1677	2242
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	758	1241	1677	2242
EBITDA	1427	2077	2750	3549
EPS (元)	0.75	1.24	1.67	2.23

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	43.8%	35.7%	31.9%	29.3%
营业利润	71.4%	67.8%	38.4%	33.7%
归属于母公司净利润	25.4%	63.8%	35.1%	33.7%
获利能力				
毛利率	45.4%	45.0%	45.5%	45.8%
净利率	10.1%	12.2%	12.5%	12.9%
ROE	22.8%	30.7%	32.2%	32.2%
ROIC	13.7%	21.1%	24.3%	25.6%
偿债能力				
资产负债率	61.2%	56.9%	53.1%	49.3%
净负债比率	54.73%	51.81%	49.43%	49.43%
流动比率	1.09	1.22	1.43	1.63
速动比率	0.59	0.72	0.80	0.86
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.13	1.31	1.40
应收账款周转率	11	9	8	8
应付账款周转率	4.67	4.23	4.53	4.50
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.24	1.67	2.23
每股经营现金流(最新)	-1.05	1.33	1.01	1.00
每股净资产(最新摊)	3.31	4.02	5.19	6.92
估值比率				
P/E	39.21	23.94	17.72	13.25
P/B	8.92	7.36	5.70	4.27
EV/EBITDA	22	15	12	9

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

石颖, 中投证券研究所纺织服装行业研究员, 清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434