



# 内功深厚 勃发正当时

## ——美邦服饰（002269）调研快报

2011年7月11日

强烈推荐/首次

纺织服装

调研快报

谭可	纺织服装行业分析师	执业证书编号: S1480209100080
	010-6655 4011	MSN:elims1028@hotmail.com

### 事件:

近日我们走访美邦服饰, 与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

### 观点:

#### 1. 直营体系构建及多品牌战略已渐进收获期。

公司 08 年上市以来一直致力于自营体系的搭建和布局, 大的投入已基本完成, 目前直营体系布局已基本成型。随着直营体系的搭建和完善, 对公司整个供应链管理提出更高的要求, 也正是这种更高的要求, 公司的内功得到很大提升, 平效逐年提升, 目前美邦整体在 2 万元/平左右的水平。

公司搭建直营体系战略设计一方面是为了对自身提出更大挑战, 提升整体的运营水平和供应链管理能力和保持平效的持续上升。目前直营体系上的积累已到一定程度, 公司接下来将重点围绕直营体系开发加盟渠道, 快速拓张, 抢占市场, 未来直营终端的增速相对放缓, 加盟比例将有所上升, 未来整体终端增速将在 25% 左右。目标市场将不同于直营规划的一、二级市场, 美特斯·邦威(以下称 MB)将重点开发三、四线城市, Me&City(以下称 MC)也将在 2011 年底放开加盟。

除直营体系的构建, 公司战略中还有一个非常重要的部分就是多品牌战略。公司于 09 年正式推出都市休闲品牌 MC, 开始多品牌的尝试。经过两年的磨合期, MC 目前已实现 60% 的店铺盈利, 2011 年, 平效增速将达到 50-60%, 预计 2012 年扭亏为盈, 贡献利润 5000 万元左右。MC 成立以来, 公司一直在摸索多品牌运营之道, 现已建立完全独立于 MB 的设计、运营等所有后台部门, 门店开设除了大区域旗舰店, 其他设点均与 MB 相区别。MC 目前成人装全部为直营体系, 将在 2011 年底开始全面放开加盟, 市场对 MC 反响良好, 加盟商跃跃欲试。

MB 品牌整体运营相当成熟, 未来发展相对稳定, 2010 年底国内终端达到 3319 家, 其中自营终端 500 家左右, 其余为加盟商终端, 平效增速 20-30%。未来 MB 渠道将加速向三、四线城市下沉, 也以拓展加盟终端为主。

表 1: 美邦零售终端数量预测

	2010	2011E	2012E	2013E
MB 直营店数量 (家)	500	550	600	650
增减 (家)	57	50	50	50
MB 加盟店数量 (家)	2,891	3,469	4,163	4,996
增减 (家)		578	694	833
MB 合计 (家)	3,391	4,019	4,763	5,646
YOY		18.53%	18.51%	18.53%
MC 直营店 (家)	168	218	268	318
增减 (家)	88	50	50	50
MC 加盟店数量 (家)	100	130	195	293
增减 (家)		30	65	98
MC 合计 (家)	268	348	463	611
YOY		29.85%	33.05%	31.86%
总计	3,659	4,367	5,226	6,256
YOY		19.36%	19.67%	19.71%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 逐步推进终端多元化, 登陆主流平台。

公司目前 95% 的收入来自专卖店, 终端模式相对单一, 商场进驻率低。但是, 商场依然为目前的消费主流平台, 人流量大, 基本不需要培育期, 且商场的返点较专卖店租金更为稳定, 未来公司将加大对商场、购物中心以及小区商圈渠道的拓展力度, 实现销售终端的多元化。公司将尝试在以上终端开设单独的男装、女装及都市休闲店, 进驻商场不同楼层来填补目前这些终端的空白。既可以把各系列融合在一起做大店, 也可以把每个系列拿出来作独立店铺。

此外, 公司还将在价格敏感度较高、开店成本相对低的区域开设特卖终端, 单店面积一般在 200-300 平米, 2011 年 3 月开始全面建设, 预计 2011 年底将有 500-600 家开业。届时将有利于消化公司 2010 年以来的大量库存, 并丰富公司终端类型。

## 3. 一季度存货为阶段性高点, 全年销售高增速可期。

公司目前存货情况正常, 存货以春夏装为主, 主要为夏装。2011 年 1 季度是短期高点, 随着下半年特卖场的开业, 再加上公司非常重视存货问题, 一直在研究供应链优化的全套方案, 未来存货水平将逐步回归正常水平, 公司渠道中直营比例相对较高, 存货较其他同类企业水平更高也属正常。

订货会方面, 前期冬装订货会正常, 增速在 25-30% 之间, 相较于上半年增速有所放缓, 主要原因还是因为公司去年秋冬销售情况非常好, 使得基数较高。但由于上半年增速很快, 全年销售高速增长仍然可期。

## 结论:

对于公司这类快销时尚品，自营模式所面临的挑战要大于加盟模式。这就需要公司对市场有效及时的反应，还需要整个的供应链全面升级与自营模式相配合，这条路上需要做的事情非常多，挑战大所受的阵痛就大，可以说公司几年来是以牺牲短期市场来提升内功的，同时还伴有自营体系构建中的不断的问题，比如说库存。但是，亲历中的收获也是巨大的，公司已基本摆脱国内休闲品牌把市场反应、存货消化等事情交给加盟商的模式，自身对品牌的管控力大大增强，对供应链管理功力也明显提升。抢占市场还是修炼内功，同样重要，只是取决于公司的风格和经营模式，很难评价哪种模式更优，只要这种模式是适应公司核心优势和当前市场发展的，就值得认同。

公司的直营体系投入已积累到一定程度，逐步进入收获期，后续的投入少受益大，整个终端体系将受益于已成型的直营布局，公司还会通过进一步提高产品的丰富度、拉宽客户年龄层、提升平效。我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.12 和 1.63 元，同比增速分别为 47.90%和 45.72%，对应的动态 PE 分别为 28 和 19 倍，公司为行业龙头，体量虽大，增速却依然较快，35 倍市盈率下，年内目标价 39.2 元，较当前市价仍有 25% 空间，给予“强烈推荐”评级。

**表 2: 公司盈利预测表**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	5,217.52	7,500.48	9,946.14	13,230.41	16,849.17
营业收入增长率	16.63%	43.76%	32.61%	33.02%	27.35%
EBITDA (百万元)	682.07	1,142.46	1,786.61	2,525.16	3,327.17
EBITDA 增长率	-25.86%	67.50%	56.38%	41.34%	31.76%
净利润 (百万元)	604.23	757.85	1,120.85	1,633.31	2,224.08
净利润增长率	2.84%	25.42%	47.90%	45.72%	36.17%
ROE	20.20%	22.75%	25.83%	28.11%	30.19%
EPS (元)	0.60	0.75	1.12	1.63	2.21
P/E	54.17	43.33	29.14	20.00	14.69
P/B	10.92	9.81	7.53	5.62	4.43
EV/EBITDA	46.93	30.14	18.58	12.83	9.46

资料来源: 东兴证券研究所

## 风险提示:

供应链管理优化低于进度，存货问题依然严重；

8 月管理层限售股解禁，抛售可能压制股价。

## 分析师简介

---

### 谭可

英国 Durham 大学硕士，曾赴香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。