



美邦服饰（002269）：短期有存货压力，长期品牌增长空间大

近××该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	1005
实际流通 A 股（百万股）	105
实际流通 A 股市值（亿元）	31.5

研究员 温丽君

投资咨询证书号 S0620511010007

研究员 李洁影

电话 025-83367888-3105

邮箱 jieying0112@sina.com

● 内容提要

公司评级： 推荐

- 近日，我们实地走访了美邦服饰，对其战略方针、近期的经营情况作了详细的了解。
- MB品牌整体运营已相当成熟，2005年-2008年间复合增长率达到了68%，到2010年末终端已有3319家，以街边店为主。未来MB一方面渠道将向三、四线城市下沉，MB的发展相对比较稳定。
- MC品牌填补了公司该年龄段产品的空白，而在国内也没有同类的竞争对手，唯有国外的H&M，ZARA是其主要的对手。经过几年的运营，客户对品牌的认同度已逐渐提升，收入占比已从原来的6%上升到10%，预计未来的收入增速为60%左右，明年将实现盈利，是公司未来业绩的主要增长点。
- 公司2010年推出MC旗下的童装品牌“米喜迪”，现已取得不错效果，截止到目前为止，约有300来家店铺，预计到年底将达到400家。今年目标实现2个亿的收入。公司的目标是将其打造为中国潮童第一品牌。
- 一季度的库存将是一个峰值，未来肯定会下降。目前也已积极采取各种方式处理。公司计划开设折扣店的形式解决库存，目前已开折扣店60余家。
- **投资建议：**我们预测公司2011、2012、2013年的EPS为：1.16元、1.62元、2.20元，对应PE分别为28.44倍、18.52倍、13.64倍。相对于公司未来可以保持的稳定的增速，我们认为其估值水平合理，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、存货风险无法化解，造成大量的跌价准备；2、新品牌运营失败，市场无法进一步打开。

一、公司的整体运营情况

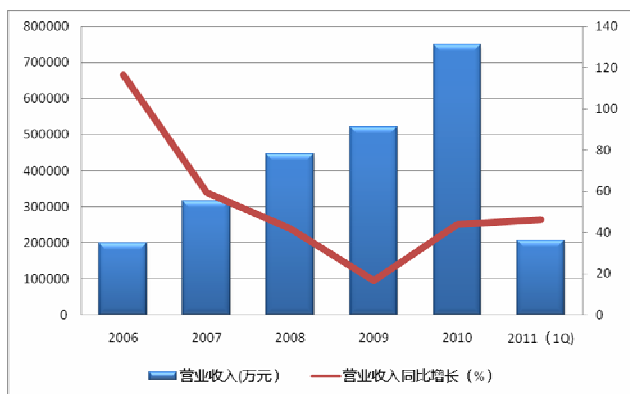
公司是国内最大的休闲服饰品牌服装企业，其创新精神也是首屈一指。继2008年推出ME&CITY(以下简称MC)系列品牌后，2010年又推出了MC KIDS儿童服饰系列。截止2010年底，公司共有加盟店2696家，直营店690家。今年上半年，预计收入将同比增长40%以上，销售毛利率有望继续提高，重新步入高增长的轨道。

公司的发展却并不是一路顺利的，我们可以看到的是，其经历了一次次的阵痛，反省、改进、前行，虽然屡经挫折但却并不能改变公司开拓、创新的步伐。在MC的推广初期，由于渠道扩张速度过快、大店策略等激进手段，使得费用大幅上涨，但品牌还不够成熟，客户的接受力不够，而另外一方面对MB服饰有所忽视，使得公司的业绩低于预期。公司管理层迅速做出反应，根据一系列的战略调整，在2010年三季度开始走出低谷，增速开始回升。

自此，公司形成了以MB、MC品牌为主体，电子商务网购支撑的产品运营模式。公司目前已将MB、MC的设计团队完全各自独立，两者的品牌定位已越来越清晰，形成了各自的特色，辨识度较高。加之MC KIDS儿童品牌的运营，公司的产品结构已较为完善、清晰。

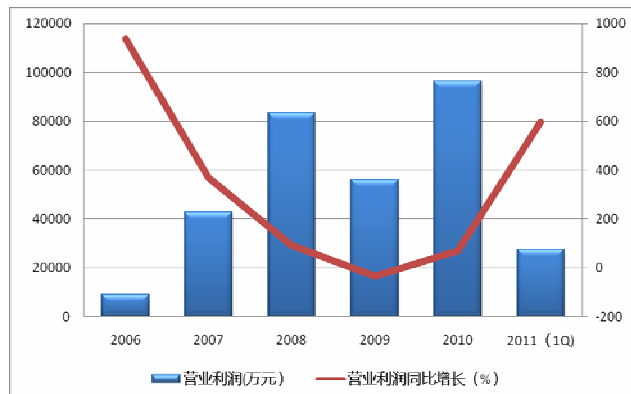
公司当前的平效约为2万/平米，相比国外优秀的休闲服饰品牌，如ZARA，H&M，优衣库等4-6万/平米的水平还是有较大差距，未来还有很大的提升空间。在开店速度方面，未来将继续保持20%的新开速度。从收入、利润增速，毛利率，单店收入等方面，都可以看到公司的经营在逐渐转好的趋势。

图1 公司营业收入与同比增速



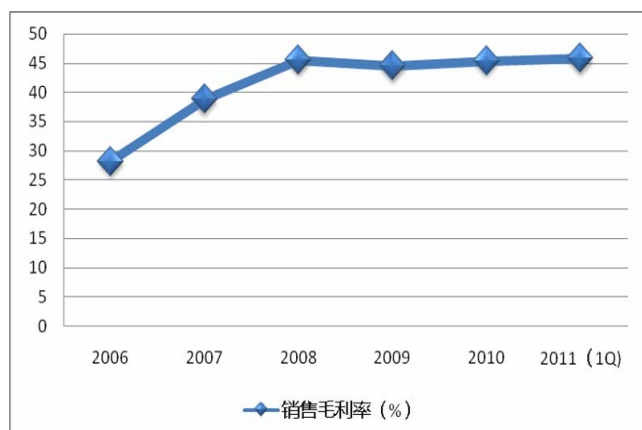
数据来源：南京证券研究所

图2 公司营业利润与同比增速



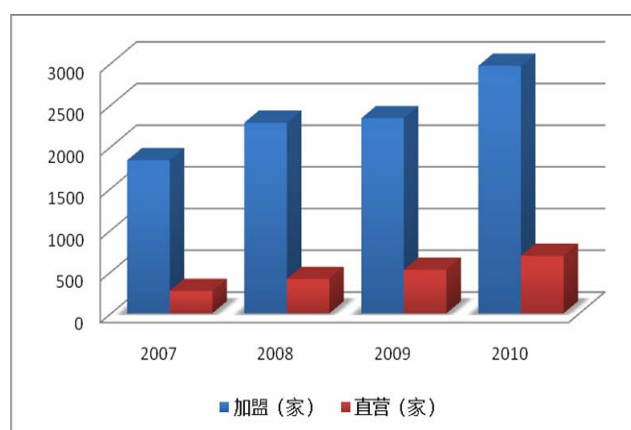
数据来源：南京证券研究所

图 3 公司销售毛利率变化



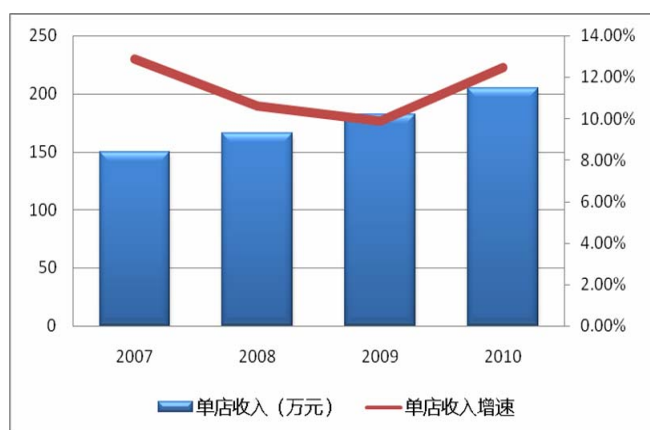
数据来源：南京证券研究所

图 4 公司加盟店与直营店情况



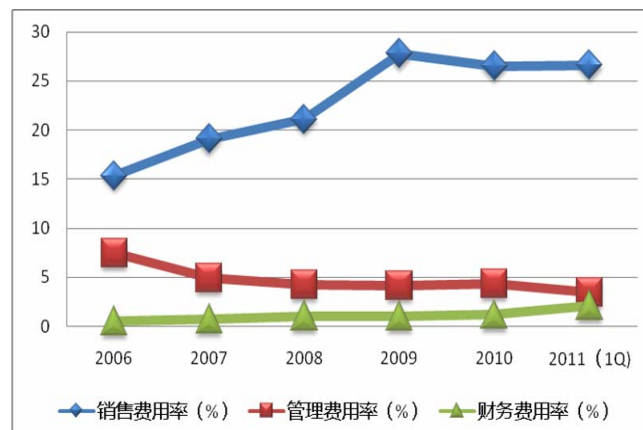
数据来源：南京证券研究所

图 5 公司单店收入与增速



数据来源：南京证券研究所

图 6 公司期间费用率变化



数据来源：南京证券研究所

表 1 公司产品结构

品牌		目标客户	品牌理念	目前店铺数量	收入增速	占总收入比重
Meters/bonwe		15-25 岁	倡导青春活力和个性时尚的品牌形象	3391（2010 年底）	20%-30%	约 90%
ME&CITY	成人	22-35 岁	倡导“都市，时尚无疆界”的品牌主张	268（2010 年底）	50%-60%	约 10%
	KIDS	3-13 岁	注重都市感的时尚设计，潮童时尚先锋的品牌定位	约 300（最新）	-	
AMPM（网购渠道）		15-50 岁	倡导环保、自然、简约又不失自我的创意生活态度	2010 年 12 月正式上线		

数据来源：南京证券研究所

二、Meters/bonwe

Meters/bonwe（以下简称MB）整体目标消费群定位在16—25岁活力和时尚的年轻人群，是公司从1993年成立以来主要营运的品牌，近年来推出了MTEE、MJEANS等一系列产品，均取得不错业绩。其品牌口号“不走寻常路”更是成为家喻户晓的句子，在《功夫熊猫2》中文版配音中也是加入了这句话。其成功的营销为其他品牌的推广提供了很好的经验。品牌聘请了偶像周杰伦为其代言，标榜着其独立、创新、个性的特点，深受年轻人喜爱。

品牌整体运营已相当成熟，2005年-2008年间复合增长率达到了68%，到2010年末终端已有3319家，以街边店为主。未来MB一方面渠道将向三、四线城市下沉，MB的发展相对比较稳定。

图 7 MB 产品展示



数据来源：南京证券研究所

三、ME&CITY

公司2008年推出MC品牌，目标客户主要是22-35岁的都市白领，聘请了《越狱》男主角温特沃什·米勒和世界超模布鲁娜作为形象代言人。在经历了品牌运营前期的阵痛后，现已步入高速增长的正轨。

MC品牌填补了公司该年龄段产品的空白，而在国内也没有同类的竞争对，唯有国外的H&M，ZARA是其主要的对手。经过几年的运营，客户对品牌的认同度已逐渐提升，收入占比已从原来的6%上升到10%，预计未来的收入增速为60%左右，明年将实现盈利，是公司未来业绩的主要增长点。我们看好该品牌未来的前景理由主要有三点：

1、为了巩固品牌形象，目前公司MC品牌的店铺40%都是以直营店，对公司来说是一个不小的投入，费用较大，但一旦品牌的形象树立稳定后，加盟店的增加将大幅提升公司的业绩，降低费用比率。2010年底总店铺也不过268家，未来的空间非常大。

2、与公司的同类品牌相比，其1万元多的平效还处在非常低的水平，如ZARA、H&M都达到4万以上，况且他们每年还在增长。因此公司的增长瓶颈远没有到来，即使达到他们现在的水平，也有300%以上的增长空间。

3、品牌的设计完全可以与ZARA，H&M相媲美。MC拥有自己独立的事业部，以“都市、精致”为定位，推出一些列主题产品，紧跟流行趋势，已形成独特的风格。

图 8 MC 产品展示



数据来源：南京证券研究所

四、ME&CITY KIDS

公司2010年推出MC旗下的童装品牌“米喜迪”，现已取得不错效果，截止到目前为止，约有300来家店铺，预计到年底将达到400家。今年目标实现2个亿的收入。

尽管国内童装品牌也有不少，但普遍偏保守的设计让“米喜迪”独具特色。“米喜迪”携手街舞小达人小宝（王一鸣）作为其代言人，展现其“潮童”市场先锋的品牌定位。其注重都市感的时尚设计，传递轻松活泼的生活态度，体现儿童的率真个性。公司的目标是将其打造为中国潮童第一品牌。

图9 MC KIDS 产品展示



数据来源：南京证券研究所

五、邦购

公司的网络直营平台邦购网去年底正式上线，除了已有的MB、MC品牌外，还开发了专门针对网络平台的品牌AMPM，目标客户年龄跨度大，主要以家居休闲风格为特色。

公司及时的推出了自己的网购平台，以应对服装传统销售模式的变革，不失为很好的策略。当前公司不会对其盲目投入，而主要以一种探索的方式去营运这个平台。

六、高库存引发市场担忧

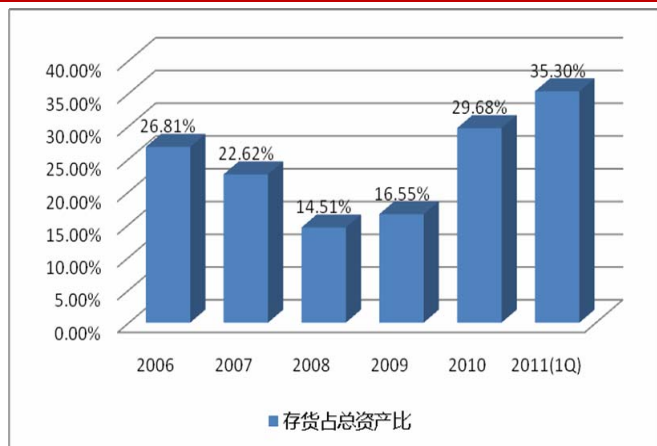
公司今年一季度的库存达到30亿元以上，再创新高，引发了市场对其的担忧，我们对此问题也做了详细的了解。

针对一季度的库存继续上升，主要是公司对去年四季度和今年春季的经营目标过于激进，均以同店增长100%来备货了。结果遇上了四季度的暖冬和上半年的晚春，直接导致产品的大量积压。

公司明确表示一季度将是一个峰值，未来肯定会下降。目前也已积极采取各种方式处理。公司计划开设折扣店的形式解决库存，目前已开折扣店60余家。另一方面，公司也会加强自身的存货管理，在今后的备货环节避免同类错误的发生。并对整个供应链进行良好的控制，形成一体化生产，实现快速的补货机

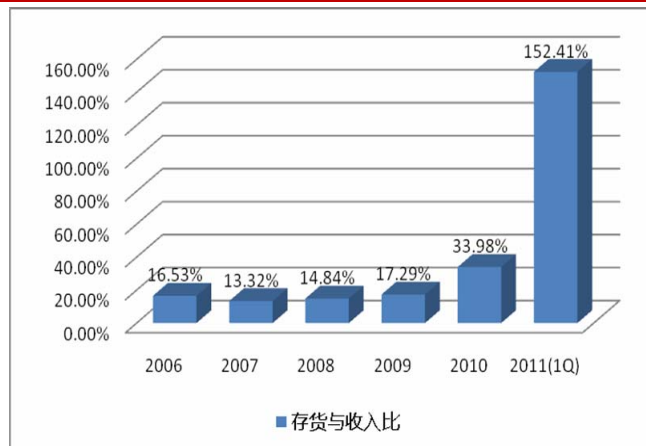
制。我们认为公司有妥善处理库存的能力，对最大限度减低对业绩影响。

图 10 公司存货占总资产比



数据来源：南京证券研究所

图 11 公司存货与收入比



数据来源：南京证券研究所

七、股权激励凸显管理层对公司未来的信心

公司于2010年下半年推出股权激励计划，规定了未来3年的净利润复合增长率达25%，净资产收益率不低于20%-22%的行权条件。此次股权激励覆盖的涉及中高层管理人员和核心技术人员，范围较广，有利于增强团队的凝聚力，促进公司的未来发展，也保证了公司在未来几年业绩的稳定增速。

八、盈利预测

表 2 利润表预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4474	5218	7500	10501	14176	19137
减：营业成本	2434	2895	4095	5670	7655	10334
营业税金及附加	21	28	34	47	64	86
营业费用	944	1451	1989	2784	3759	5074
管理费用	189	217	325	455	614	829
财务费用	48	53	88	36	-16	-34
资产减值损失	4	14	8	10	10	10
加：投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	833	562	963	1499	2091	2838
加：其他非经营损益	8	71	71	0	0	0
利润总额	841	633	1034	1499	2091	2838
减：所得税	254	29	276	330	460	624
净利润	587	604	758	1169	1631	2214
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	588	604	758	1169	1631	2214
每股收益（元）	0.94	0.60	0.75	1.16	1.62	2.20

数据来源：南京证券研究所

请务必阅读正文之后的重要法律声明

九、风险提示

- 1、存货风险无法化解，造成大量的跌价准备。
- 2、新品牌运营失败，市场无法进一步打开。

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。