

美邦服饰 (002269)

买入/维持评级

股价: RMB24.48

分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

张蕾

SAC 执业证书编号:s1000511120001

zhanglei9014@mail.htlhsc.com.cn

丰婧

SAC 执业证书编号:S1000511080003

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)

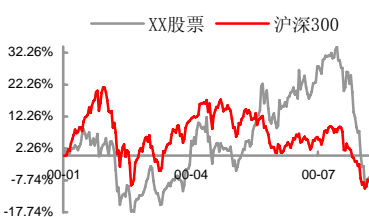
流通 A 股 (百万股)

流通 B 股 (百万股)

可转债 (百万元)

流通 A 股市值 (百万元)

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

存货消化无忧 估值修复空间巨大

- **存货消化趋势良好, 未来将从产品、门店及物流方面入手提高运营效率, 从源头上减少货品积压。**通过开设特卖店、新老品融合等方式, 公司消化库存已逐渐收效, 预计 2011 年底的存货规模 25 亿元左右, 至 2012 年中期存货将降至较为合理的水平。为避免再度出现库存积压、推动新品销售, 公司在去年筹备秋季订货会时从商品企划环节即将产品组合与门店类型对接, 并计划在今年新品上市时辅以高效物流实现新品每周上市, 加快终端货品的周转, 进而提升业绩、减少库存积压。目前公司已经开始逐步尝试每周新品上市, 门店的货品周转率相应加快, 产品正价率也有所提升。
- **直营门店是品牌提升的窗口, 通过直营店的发展带动加盟店。**目前公司直营门店已有 1000 余家, 面积占比约 30%, 贡献收入的 40-50%。直营门店是公司贯彻实施各项品牌提升策略的窗口, 包括门店装修、产品陈列、新品上市波次、打折节奏、信息共享、高效物流等。公司对于渠道管理的方式是在一二线直营店不断摸索出成功模式的基础上, 再复制给三四线加盟店, 带动加盟店的发展。未来渠道的扩张速度预计稳定在 20% 左右。
- **MC 平效增速快于 MB, 品牌运营持续改善。**预计今年 MC 亏损略高于 5000 万元, 平效较 MB 为 2 万以上的水平仍有一定的差距。我们认为 MC 的业绩不佳主要与前期开店投入速度过快有关, 但是随着公司在产品开发、货品陈列、供应链管理等方面的持续改善, MC 经营效率也在持续提升, 2011 年 MC 平效增速快于 MB。
- **新系列 Tagline “跳出原来美邦的框框”, 定位更广泛受众。**公司于 2011 年推出的 Tagline 系列是对 MB 品牌定位进行的延伸, 不仅定位更广泛受众, 产品价格带也相应拓宽。目前主要是在一线城市推广, 且很少以单独门店销售, 未来渠道拓展将以一、二线城市新拓展的商场店、社区店为主, 单独门店的数量也会增加。
- **风险提示:** 经济增速下滑影响终端消费情绪的风险。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.21、1.58、2.08 元, 维持“买入”的投资评级。

经营预测与估值	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7500	9955	12604	15924
(+/-%)	44%	33%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	758	1214	1588	2094
(+/-%)	25%	60%	31%	32%
EPS(元)	0.75	1.21	1.58	2.08
P/E(倍)	32.46	20.26	15.49	11.75

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

存货消化明显，未来通过产品、门店、物流管理加快终端货品周转、减少库存积压

由于 2010 年的快速发展战略及对棉价上涨、用工荒的忧患意识导致公司做货较多，加上季节波动反常影响新品上市销售计划(入冬时间较晚)，公司的存货在 2010 年末、2011 年一季度末连创新高，引发市场担忧。为了消化库存、加强现金周转，公司采取了以下措施应对：

- 1、开设折扣店、借助邦购渠道。2011 年公司的特卖店铺已经达近 300 余家，其中有一半是加盟商所开。另外控股公司运营的电子商务平台邦购也是消化库存的重要渠道。
- 2、将前期甚至没机会上市的旧品融入新品中销售。
- 3、加大终端折扣力度，2011 年直营渠道平均折扣力度为 7-7.5 折，加盟渠道 8-8.5 折，在新产品正价率提升的同时，较 2010 年的终端折扣率基本持平。
- 4、组建高效物流团队，加快补货、调货速度，减少货品积压。

目前公司的存货已呈良性递减的趋势，存货结构里除了 2012 年春夏正常备货外，历史存货主要是 2011 年的春夏和秋冬款，占比约为 50%。预计 2011 年底的存货约规模为 25 亿元，2012 年会继续下降，至 2012 年中期存货会降至较为合理的水平。另外现金流在 2011 年、2012 年也会持续改善。

未来产品与门店对接，辅以高效物流，从而加快货品周转

为避免再度出现库存积压的状况，推动新品销售，公司制定了 2012 年及以后的产品、门店管理规划，具体策略包括：产品组合与门店类型直接对接，即从商品企划环节至终端陈列都会以终端门店的需求数据为基础，而门店需求预测又会以门店的大小、商圈类型等划分，从而汇总出最终的产品款式数量；在企划环节将原来每 20 余天新品周转的频率提升到每周都有新品上市，这样在实际销售时门店的库存压缩，避免了原先门店存货周转较慢且不同门店滞销畅销产品调配困难的问题。新品每周上市是依靠公司的高效物流实现。以上的规划从 2012 年的秋装上市时即可见到实际效果，主要是在直营门店落实。

目前公司已经开始逐步尝试每周新品上市，门店的新品周转率相应加快，产品正价率也有所提升，可以看到运营能力的提升对于门店销售业绩带来的改善。

直营门店是品牌提升的窗口，通过直营店的发展带动加盟店

相比于其他早期依赖加盟渠道扩张的品牌，公司在直营店的建设方面走在前列，借着 2008 年上市时机快速扩大直营体系。目前公司直营门店已有 1000 余家（MB 品牌直营店 600 多家，加盟店 3500 多家；MC 品牌直营店约 440 家，加盟店约 160 家），数量占比约 20%，面积占比约 30%，贡献收入的 40-50%。

直营门店的开设对品牌发展而言是双刃剑，在加强终端控制的同时带给企业的是资金周转、库存周转、物流配送、信息处理、终端形象等多方面的挑战。尤其是当库存发生大量积压时，直营店经营压力是非常大的。不过从另一个角度看，库存危机的发生使得公司更快、更有针对性的制定了一系列提高供应链效率的策略，缩短了与国际竞争对手的差距。从品牌综合能力提升的角度看，直营门店是实施各项策略的窗口，包括门店装修、产品陈列、新品上市波次、打折节奏、信息共享、高效物流等。公司对

于渠道管理的方式是在一二线直营店不断摸索出成功模式的基础上，再复制给三四线加盟店，带动加盟店的发展。目前看来虽然公司在建设直营的路上走得比较辛苦，但管理的模式愈加成熟，依靠直营门店贯彻执行产品、物流等各项政策也更加得心应手。

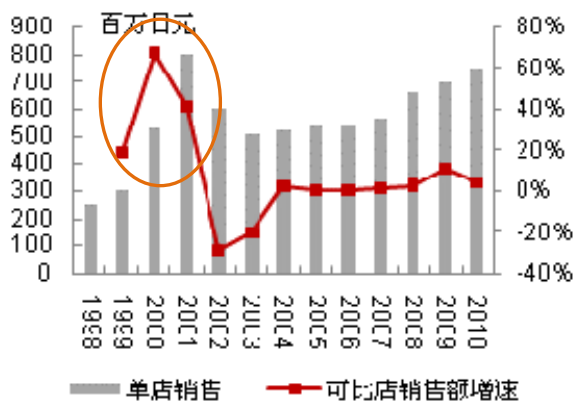
从未来渠道的可持续发展看，由于一、二线的直营体系已基本布局完毕，未来开大店的时代将一去不复返，会继续开一些百货专柜、社区店，面积相对较小。在四五线城市还有很大的渠道下沉空间，这部分空间留给加盟商发展。整体上看未来几年加盟渠道的面积增速会高于直营渠道，总体扩张速度预计稳定在 20% 左右的水平。

MC 平效增速快于 MB，品牌运营持续改善

MC 品牌原是美邦旗下的都市系列，后来拿出来单独运营。由于聘请大牌代言、开直营大店、定位一二线城市与国际成熟品牌直接竞争等原因，MC 的运营效率较不理想，至今仍未实现盈利，预计 2011 年亏损略高于 5000 万元。从平效看 MC 也落后 MB 较多，目前不到 2 万，MB 为 2 万以上。我们认为 MC 的业绩不佳主要与开店投入速度过于激进有关，但是随着公司在产品开发、货品陈列、供应链管理等方面的持续改善，MC 经营效率也在持续提升，2011 年平效增速快于 MB。我们认为这是品牌运营渐入佳境的体现。由于 MC 的盈利能力欠佳及品牌知名度还需提升，公司加盟店开放的时点还难以把握。

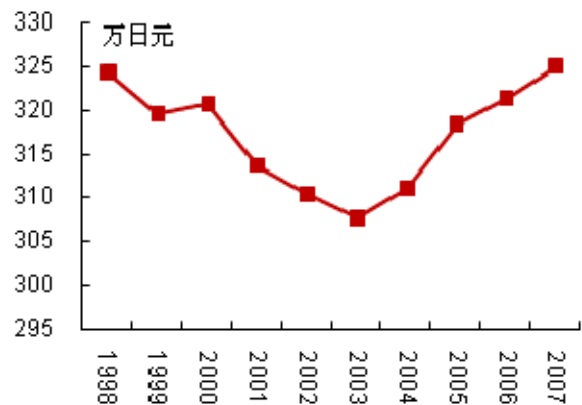
对于公司推出高端 MC 品牌的举措，我们仍然认为战略上是没有错的，尽管品牌的培育期比正常的 3 年略微长了一些。在一二线城市消费逐渐向发达国家看齐的趋势中，美邦如果持续只依赖定位大众青春休闲的 MB，很可能会逐渐走向佐丹奴、真维斯的道路，退出主流商圈，因此公司必须做品牌升级。一般而言从高往低做新品牌较为容易，而从低向高发展新品牌较难。我们通过研究优衣库的成长轨迹发现其初始也是由于产品价格定位较低而被消费者视为低档品牌，一些消费者买入优衣库产品后用 GAP 的包装袋包装。为提升品牌形象，优衣库于 98 年开始实施品牌升级策略，获得了同店业绩快速的的增长。优衣库所采取的策略包括在东京繁华商圈建立旗舰店、通过媒体宣传改变形象，这些与 MC 初始进入市场采取的开大店、明星代言极为相似。可是为何定位比 MC 更低的优衣库能够获得成功，而 MC 却迟迟难以达到预期？可以说 MC 的天时、地利都已具备，但“人和”不够。优衣库的“人和”最主要的体现是在经济下滑、人们消费被迫走向低档的时候通过提升品牌形象有效地抓住了人们心理上对于维护高档消费形象的需求，从而一举获得了成功。MC 则由于定位与国际品牌 H&M、ZARA 较为接近，品牌运营上又相对欠缺经验，因此需要较久的时间去与市场磨合。

图 1： 优衣库的平效提升



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

图 2： 日本国民人均可支配净收入



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

新系列 Tagline “跳出原来美邦的框框”，定位更广泛受众

2011 年初 MB 高调推出 Tagline 高端系列，公司的想法是用 Tagline 弥补原来都市系列单独分成 MC 后 MB 产品里都市系列的缺失。Tagline 系列设计趋于欧美潮流范儿，价格定位比青春休闲系列略高，拓宽了 MB 的价格带。我们认为这也是防止 MB 品牌形象老化、定位更广泛消费人群的举措。据我们草根研究发现，从消费者的反应来看，一些人可能对于 MB 原先定位较低的休闲服的形象印象深刻，不能接受延伸出的时尚系列，但也有一些人则认为 Tagline 跳出了原来美邦的框框，展现出更有活力的新面貌，其亲民的价格可以让消费者买到更为平价的时尚。我们认为 MB 的新形象还需要消费者慢慢去理解和接受。

Tagline 目前主要是在一线城市推广，且很少以单独门店销售，未来渠道拓展以一、二线城市新拓展的商场店、社区店为主，单独门店的数量也会增加。Tagline 现以女装为主，以后公司还考虑做 Tagman，专门做男装。

电子商务的探讨：暂不会大笔投入资金运营，等待时机成熟

电子商务业务目前已成商家必争之地，公司将这块业务转交给控股公司做，主要是考虑到电子商务运营的风险较大。控股公司新成立了邦送物流，以配合未来线上业务的发展，同时也可以兼带线下业务的短程物流。爱裳邦购和邦送物流是控股公司孕育电子商务业务的主体，待时机成熟可为上市公司注入新的活力。

目前邦购网主要是以处理库存为主要业务，但这并不是公司对于电子商务的长期定位。公司对邦购的规划是将其打造成业内领先的综合性服装销售平台。由于现在与电子商务运营配套的相关环节如客服、产品开发、物流、与加盟商利益协调等都还未筹备到位，因此暂且不会大手笔投入资金发展电子商务业务。不过从 Tagline 产品价格标签附带的一张印有邦购 logo 并且注明产品在邦购网同步上市的卡片来看，公司对于邦购的推广还是颇具心思的。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.21、1.58、2.08 元，目前股价对应的 PE 为 20.2、15.5、11.8 倍。从目前品牌服装上市公司的估值来看，七匹狼、九牧王以及三家家纺公司对应 2012 年的 PE 均在 20-25 倍的水平。给予公司在行业中的龙头老大地位，以及未来稳定快速的成长预期，我们认为给予 2012 年 20-22 倍 PE 的估值区间较为合理，对应的目标价区间为 31.6-34.76 元，维持“买入”的投资评级。

风险提示

经济增速下滑影响终端消费情绪的风险

盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度					会计年度				
流动资产	5625	6655	8286	10342	营业收入	7500	9955	12604	15924
现金	1107	2091	2958	3688	营业成本	4095	5372	6884	8701
应收账款	933	764	1111	1509	营业税金及附加	34	45	57	72
其他应收款	327	359	446	589	营业费用	1989	2389	2899	3583
预付账款	710	863	1149	1425	管理费用	325	348	479	637
存货	2548	2579	2622	3132	财务费用	88	208	200	177
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	8	4	5	6
非流动资产	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	营业利润	963	1588	2081	2749
无形资产	128	122	115	109	营业外收入	104	44	52	60
其他非流动资产	1107	703	435	163	营业外支出	34	13	15	17
资产总计	8587	9617	1130	13242	利润总额	1034	1619	2118	2792
流动负债	5156	5505	5970	6288	所得税	276	405	529	698
短期借款	2576	2800	2600	2400	净利润	758	1214	1588	2094
应付账款	1244	1402	1895	2354	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他流动负债	1335	1302	1475	1534	归属母公司净利	758	1214	1588	2094
非流动负债	100	100	100	100	EBITDA	1427	2165	2700	3367
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.75	1.21	1.58	2.08
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	5256	5605	6070	6388	主要财务比率				
少数股东权益	0	-0	-0	-0	会计年度				
股本	1005	1005	1005	1005	成长能力				
资本公积	947	947	947	947	营业收入	43.8%	32.7%	26.6%	26.3%
留存收益	1378	2060	3284	4902	营业利润	71.4%	64.9%	31.0%	32.1%
归属母公司股	3331	4012	5236	6854	归属母公司净利	25.4%	60.2%	30.8%	31.9%
负债和股东权	8587	9617	1130	13242	获利能力				
					毛利率(%)	45.4%	46.0%	45.4%	45.4%
					净利率(%)				10.1%
					ROE(%)	22.8%	30.3%	30.3%	30.6%
					ROIC(%)	15.1%	26.9%	34.8%	41.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	61.2%	58.3%	53.7%	48.2%
					净负债比率(%)	54.73	56.49	49.14	43.26
					流动比率	1.09	1.21	1.39	1.64
					速动比率	0.60	0.74	0.95	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	1.07	1.09	1.20	1.30
					应收账款周转率	11	12	13	12
					应付账款周转率	4.67	4.06	4.18	4.10
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.75	1.21	1.58	2.08
					每股经营现金流	-1.05	2.08	2.31	2.14
					每股净资产(最新	3.31	3.99	5.21	6.82
					估值比率				
					P/E	32.46	20.26	15.49	11.75
					P/B	7.39	6.13	4.70	3.59
					EV/EBITDA	18	12	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。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司