

美邦服饰 (002269)

买入/维持评级

股价: RMB23.62

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

# 销售逆势攀升 现金流大幅转好

## 存货明显下降

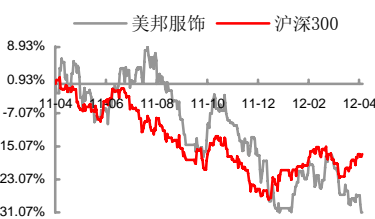
- **存货结构趋于良性, 预计中报规模会进一步下降。**截至一季度末, 公司存货结构中 11 年春夏款约 5-6 亿、秋冬款约 2 亿, 12 年春夏款约 6-7 亿, 11 年以前款约 4 亿, 剩余的为常规款。预计二季度 11 年的春夏款老品可进一步消化, 至中报时存货规模会继续下降。下半年由于秋冬装到货及备货, 预计存货规模会停止下降转而上行, 但存货结构将继续改善。
- **秋季订货会增长 10-20%, 创新性季节性交叉补单体现更快反应速度。**刚结束的秋季订货会实现期货销售 10-20% 的增长。公司一年 6 次订货, 期货销售额占到 70% 左右。随着供应链管理的持续提升, 公司的反应速度加快渐有体现, 一, 期货比例降低, 现货占比提升; 二, 今年秋季开始实行季节性交叉补单, 即冬季订货会也有秋季产品, 可下补单; 三, 秋季产品推出时开始落实每周新品上市的规划。
- **渠道拓展略有控制, 多品牌适应多种形式渠道。**在渠道拓展上, 公司将更加注重效益的体现, 因此在预计今年零售增速放缓的情势下公司对于渠道的增长数量会略有控制, 预计不会超过 1000 家。公司已发展出羽翼丰富的多品牌组织架构去适应日趋多元化的渠道形式, 如新兴百货、购物中心、社区等; 都市系列 Tagline 及男装品牌 (Tagman) 在渠道扩张上会有比较大的发展。
- **MC 设计风格逐渐稳定, 终端销售反应良好, 预计今年实现盈亏平衡。**MC 在经历两年的摸索和调整, 设计风格逐渐稳定, 终端销售反应良好, 平效增长较快。目前成熟门店平均平效还不足 1.8 万元, 较国际品牌仍有很大的提升空间。相比于竞争品牌, MC 的风格自成一体, 并且加价率更低、性价比更高, 因此能够区隔出自己的市场空间, 有望获得更高的市场份额。预计今年 MC 将保持较快的增速, 约 40-50%, 且基本实现盈亏平衡。
- **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 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.49、1.93、2.49 元元, 维持“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)	22,100

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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	9945	12585	16012	20195
(+/-%)	33%	27%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	1206	1494	1942	2505
(+/-%)	59%	24%	30%	29%
EPS(元)	1.20	1.49	1.93	2.49
P/E(倍)	19.68	15.89	12.22	9.48

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

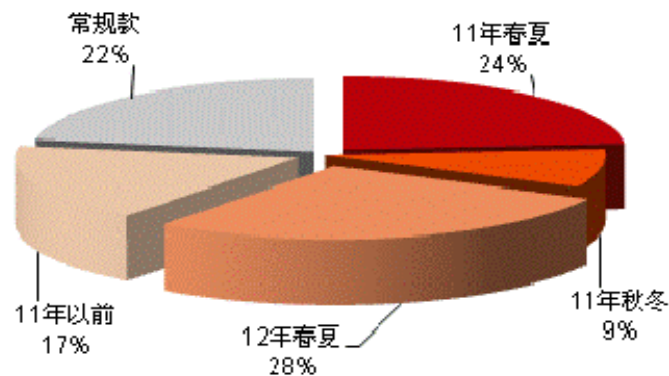
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

【限时促销】RICH金股池: 每周平均收益率均超大盘, 购买则赠送: 1、所有研究报告; 2、彩信研报; 3、邮箱研报; 4、核心投资内参; 5、QQ群会员。【研究创造价值, RICH传递财富】全国免费咨询热线: 400 668 0581; QQ: 1078174455; MSN: 18@181818.info; E\_mail: 18@181818.info

## 存货结构趋于良性，预计中报规模会进一步下降

自 2010 年底因做货较多及提前备货等原因导致 2011 年一季度存货规模攀升历史高点以来，公司采取多项措施处理存货，包括开设折扣店、网上销售、新老融合、成立高效物流团队加快产品周转及在门店层面加快货品动销。在公司治标治本措施双管齐下的努力下，公司的存货已呈良性递减的趋势，2011 年末降至 25.6 亿元，2012 年一季度又继续下降至 23.2 亿元。截至一季度末，公司存货结构中 11 年春夏款约 5-6 亿、秋冬款约 2 亿，12 年春夏款约 6-7 亿，11 年以前款约 4 亿，剩余的为常规款。预计二季度 11 年的春夏款老品可进一步消化，至中报时存货规模会继续下降。下半年由于秋冬装到货及备货，预计存货规模会停止下降转而上行，但存货结构将继续改善。

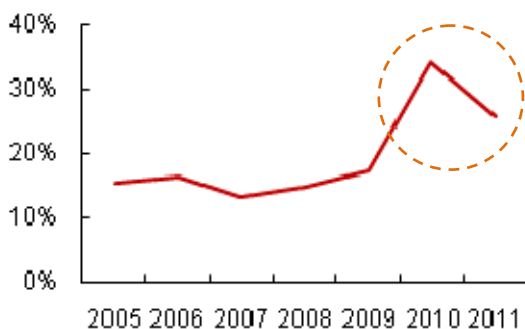
图 1： 2012 年一季度末公司存货结构预测



资料来源：华泰联合证券研究所

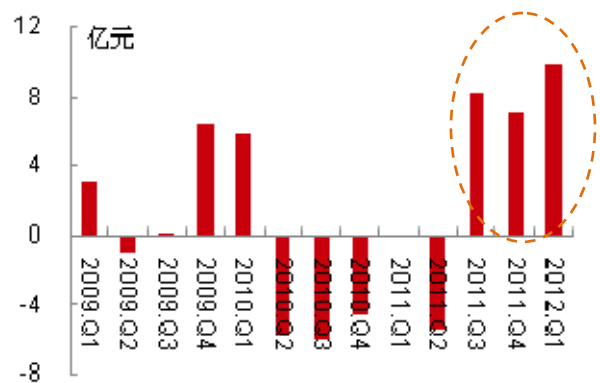
另外，因为销售资金的顺利回笼以及对生产规模的控制，公司经营性现金流逐渐转好，2011 年和 2012 年一季度分别实现经营性现金流净流入 9.8 亿、9.9 亿元，较以往同期都有较大改善。

图 1： 美邦服饰存货/销售比



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

图 2： 美邦服饰季度经营性现金流净额



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

## 供应链持续提升，逆境中促销售、降存货

随着国际成熟快时尚品牌相继进入中国并将消费者培育得对服装的时尚度和更新速度要求日益变高，国内品牌也不得不纷纷谋求快时尚发展之路。美邦很早在快时尚品牌进入中国之机便预见未来与国际品牌的竞争格局，一方面做品牌形象、产品设计

升级，另一方面在信息系统、物流仓储建设方面投入大额资金、整合上下游打通全产业链，美邦的竞争优势在国内品牌中愈显突出。如今公司快时尚的路子越走越清晰，供应链处于不断提升中。2012 年公司的供应链提升在订货制度和配送环节上都有明显的体现。在订货制度上，一方面，期货比例降低，现货占比提升；另一方面，今年秋季开始实行季节性交叉补单，即冬季订货会也有秋季产品，可下补单。在配送环节上，将新品上市频率提升到每周。提高现货销售占比和实施季节性交叉补单可助公司更好的预测流行趋势，提高预测准确性；新品每周送货既能促进终端销售，又能减少货品积压。

### 现货占比提升，尤其是主题款和形象款

2012 年公司计划进一步提高现货销售占比至 30%左右，目前加盟渠道有 80-90%的销售是通过订货会完成，而直营渠道有 20-30%的销售是通过现货模式完成。公司将产品款式划分为基本款、主题款和形象款，并针对不同款式来制定供应链的政策：基本款以订货模式为主，主题款、形象款加大现货模式比例。季节性交叉补单是现货模式的一种延伸，原先现货模式下订单主要是在网上下达，交叉补单则是通过订货会渠道，两种形式可以相互补充。

表格 1：不同公司供应链模式比较

	ZARA	H&M	美邦
基本款	~20%	~60%	50%-60%
时尚款	~80%	~40%	主题款：~30% 形象款：0-10%
供应链管理	全球的单条极速供应链	欧洲的快速供应链和亚洲的高效供应链	基本款以订货模式为主，主题款、形象款提高现货模式比例
前导期	10-15 天	从两三周至 6 个月不等，综合平衡时尚、质量和价格	订货模式 10 个月，现货模式 2 个月
生产配合	80%的产品在欧洲生产，基础款在欧洲以外国家生产	60%的产品在亚洲生产，主要是基本款；时尚款由欧洲的代工厂快速供应	由浙江、江苏、广东等地的 300 余家供应商承接外包订单

资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

### 每周新品发货，降低门店存货

相比于原先的几周到一季上新品的频率，公司在 2012 年的秋季产品企划中，将新品上市频率提升到每周。原先门店备货库存较多，且发生产品滞销时难以立刻调货到其他门店，畅销产品脱货后也不能迅速得到补货，因此容易造成滞销产品库存积压、畅销产品损失潜在销售机会。通过每周上新品，公司可根据不同门店的先前销售情况预测需求、调整配送货品的结构，尽量避免滞销和缺货。与 ZARA 每周两次订货安排生产、两次新品上市相比，公司的每周新品上市更多的是针对门店销售情况对新品发货组合做调配。

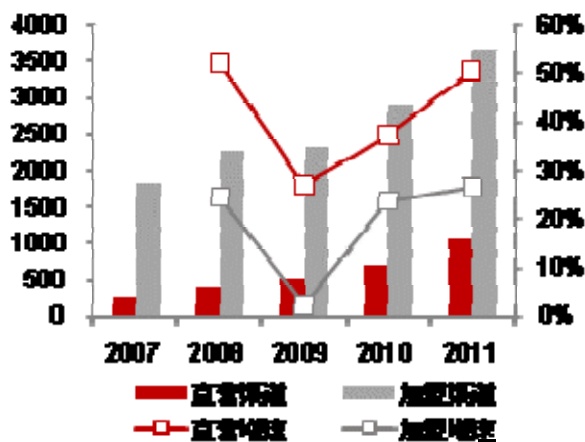
这项政策对公司的物流配送提出了更高的要求，需要公司在综合平衡物流成本和效益的基础上去落实。从物流成本的角度考虑，原先的几周到一季发货的频率提升到每周发货的频率不可避免导致物流成本上升，但从收益的角度看，每周小批量新品发货有 3 个好处：（1）终端形象提升，吸引消费者重复购买；（2）总部可针对不同门店销售情况及时调整配送货品结构，避免滞销和缺货，从而减少库存积压、提高销售量；（3）货品周转快使得正价销售率提升。

## 渠道拓展略有控制，多品牌适应多种形式渠道

截至 2011 年末公司店铺总数为 4793 家，同比增长 31%，其中 MB 有 4164 家，MC 有 629 家。从渠道模式看，直营店铺共有 1130 家，增长 64%，新增店铺以中小型店铺和童装店铺居多；加盟店铺有 3663 家。随着近几年购物中心、社区商圈的兴起，公司也开始逐渐拓展购物中心店、商场店及社区店等新渠道，同时推进多品牌策略去配合多元化的渠道形式，2011 年新推出都市系列 Tagline 及童装系列 Moomoo。

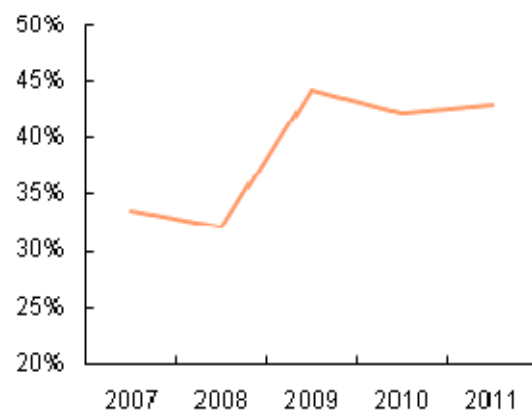
在渠道拓展上，公司将更加注重效益的体现，因此在预计今年零售增速放缓的情势下公司对于渠道的增长数量会略有控制，预计不会超过 1000 家。在开店面积上，开大店的阶段将成过去式，未来在一二线城市的开店面积将逐渐回归理性，将延续以中小型店铺为主的形式去灵活的适应多样化的商圈类型。三四线加盟店的面积则可以适当维持或升级，以迎合消费升级的趋势。因此预计直营门店的面积增速会小于加盟渠道。

图 3： 公司渠道数量变化



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

图 4： 直营渠道收入历史占比

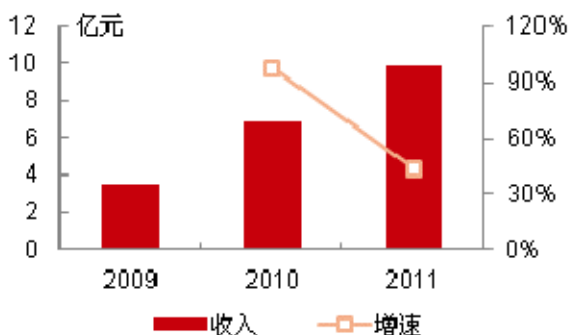


资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

## MC 设计风格逐渐稳定，预计今年实现盈亏平衡

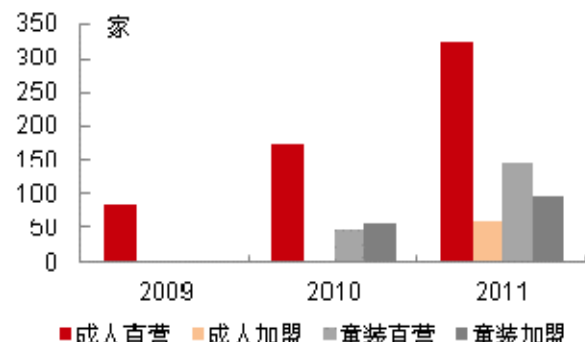
MC 在经历两年的摸索和调整，设计风格逐渐稳定，终端销售反应良好，平效增长较快。目前成熟门店平均平效还不足 1.8 万元，较国际品牌仍有很大的提升空间。相比于竞争品牌，MC 的风格自成一统，并且加价率更低、性价比更高，因此能够区隔出自己的市场空间，有望获得更高的市场份额。预计今年 MC 将保持较快的增速，约 40-50%，且基本实现盈亏平衡。

图 5： MC 收入增长情况



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

图 6： MC 成人装及童装店铺数量



资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所



我们认为从市场定位角度看，MC 有属于自己的发展空间。MC 在设计上偏重 ZARA 的欧美设计风格。而相比欧美品牌，MC 拥有美邦公司积累长久的人体数据库的竞争优势。由于 ZARA、H&M 进中国的时间较晚，中国贡献的收入也只占其总量的一小部分，因此在款型设计方面这些品牌还未能完全照顾到中国人的身材特征。服装的设计是力求展现体型美的，因此韩版、日系服装由于设计符合亚洲人的体型特征而受到普遍追捧，欧美设计往往需要改版后推广的效果才更好。如凌致旗下的 ONLY、VEROMODA、JACK&JONGES，在设计时是由总部的设计师定款，但在中国销售时都会在原设计的基础上根据中国人的体型特征重新改版，因此凌致的服装在中国普遍受到消费者青睐。MC 也同样具备这方面的优势，加上设计又与凌致的品牌能够形成明显的区隔，因此从定位上来说 MC 拥有独特的市场空间。

**表格 2：欧美风格品牌设计版型对比**

品牌	发源地	在中国店铺数量	设计版型
ZARA	西班牙	101 家	时尚款为主，版型要求较高，版型更符合欧美人体特征
H&M	瑞典	82 家	基本款较多，版型要求较低
ONLY、VERO MODA	丹麦	Only: 1449 家 Vero Moda: 1438 家	时尚款为主，版型要求较高，针对亚洲人体型设计版型
Me&City	中国	300 余家	时尚款为主，版型要求较高，拥有强大的人体数据库

资料来源：公司公告；华泰联合证券研究所

## 盈利预测

我们预计，公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.49、1.93、2.49 元元，维持“买入”的投资评级。

**表格 3: 营业收入分渠道拆分**

项目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>MB</b>						
<b>直营</b>						
数量 (家)	437	489	659	778	902	1037
YOY	6.07%	11.90%	34.76%	18.00%	16.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	1953	2476	3283	4062	5291	6836
YOY	36.49%	26.78%	32.62%	23.72%	30.28%	29.19%
<b>加盟</b>						
数量 (家)	2340	2896	3505	4136	4798	5517
YOY	2.36%	23.76%	21.03%	18.00%	16.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	2905	4302	5634	6926	8506	10356
YOY	-4.32%	48.09%	30.96%	22.93%	22.82%	21.75%
<b>MC 成人</b>						
<b>直营</b>						
数量 (家)	86	174	323	404	485	581
YOY		102.33%	85.63%	25.00%	20.00%	20.00%
销售收入 (百万元)	350	673	913	1366	1797	2269
YOY		92.19%	35.77%	49.57%	31.57%	26.23%
<b>加盟</b>						
数量 (家)			15	60	90	144
YOY				300.00%	50.00%	60.00%
销售收入 (百万元)			7	24	42	64
YOY				233.49%	75.13%	51.94%
<b>MC 童装</b>						
<b>直营</b>						
数量 (家)		47	148	296	533	959
YOY			214.89%	100.00%	80.00%	80.00%
销售收入 (百万元)		13	57	144	293	558
YOY			335.64%	151.73%	102.77%	90.72%
<b>加盟</b>						
数量 (家)		55	98	157	251	401
YOY			78.18%	60.00%	60.00%	60.00%
销售收入 (百万元)		4	12	24	40	68
YOY			192.09%	93.74%	69.86%	68.00%
主营业务收入 (百万元)	5208	7468	9907	12545	15970	20151
综合业务收入 (百万元)	5218	7500	9945	12585	16012	20195

资料来源: 公司公告; 华泰联合证券研究所

## 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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	5632	6600	8196	10301	<b>营业收入</b>	9945	12585	16012	20195
现金	1088	1478	1864	2331	营业成本	5552	7233	8986	11288
应收账款	1162	1510	1889	2383	营业税金及附	55	62	80	102
其他应收款	335	486	579	755	营业费用	2305	2832	3683	4645
预付账款	488	593	719	880	管理费用	341	440	673	848
存货	2560	2532	3145	3951	财务费用	207	95	90	83
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	31	12	14	16
<b>非流动资产</b>	3251	3254	3290	3423	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	24	24	24	24	投资净收益	-8	-3	1	3
固定资产	1923	2180	2365	2532	<b>营业利润</b>	1446	1908	2488	3216
无形资产	188	188	188	188	营业外收入	159	75	88	102
其他非流动资产	1115	862	712	679	营业外支出	29	18	20	23
<b>资产总计</b>	8882	9853	11486	13724	<b>利润总额</b>	1576	1965	2556	3295
<b>流动负债</b>	4657	4134	4272	4588	所得税	370	472	613	791
短期借款	2369	2473	2421	2447	净利润	1206	1494	1942	2505
应付账款	606	868	988	1129	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1681	793	863	1012	归属母公司净	1206	1494	1942	2505
<b>非流动负债</b>	100	100	100	100	EBITDA	1966	2126	2722	3462
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	1.20	1.49	1.93	2.49
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	4757	4234	4372	4688					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1005	1005	1005	1005					
资本公积	1069	1069	1069	1069					
留存收益	2052	3545	5040	6961					
归属母公司股	4126	5620	7114	9036					
<b>负债和股东权</b>	8882	9853	11486	13724					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	
<b>经营活动现金</b>	977	1770	1273	1402	<b>成长能力</b>				
净利润	1206	1494	1942	2505	营业收入	32.6%	26.5%	27.2%	26.1%
折旧摊销	314	123	144	163	营业利润	50.1%	32.0%	30.4%	29.3%
财务费用	207	95	90	83	归属母公司净	59.1%	23.8%	30.0%	28.9%
投资损失	8	3	-1	-3	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-719	-161	-1023	-1346	毛利率(%)	44.2%	42.5%	43.9%	44.1%
其他经营现金	-39	217	120	0	净利率(%)				12.1%
<b>投资活动现金</b>	-438	-351	-297	-295	ROE(%)	29.2%	26.6%	27.3%	27.7%
资本支出	496	350	300	300	ROIC(%)	20.1%	22.8%	24.9%	26.8%
长期投资	0	-2	-2	-2	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金	58	-3	1	3	资产负债率(%)	53.5%	43.0%	38.1%	34.2%
<b>筹资活动现金</b>	-525	-1029	-590	-640	净负债比率(%)	51.91	60.77	57.66	54.33
短期借款	-207	104	-52	26	流动比率	1.21	1.60	1.92	2.25
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.66	0.98	1.18	1.38
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	122	0	0	0	总资产周转率	1.14	1.34	1.50	1.60
其他筹资现金	-440	-1133	-538	-666	应收账款周转	9	9	9	9
现金净增加额	13	390	386	467	应付账款周转	6.00	9.81	9.68	10.66
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	1.20	1.49	1.93	2.49
					每股经营现金	0.97	1.76	1.27	1.39
					每股净资产(最)	4.11	5.59	7.08	8.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.68	15.89	12.22	9.48
					P/B	5.75	4.22	3.34	2.63
					EV/EBITDA	13	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