

# 美邦服饰 (002269)

## 改革先行，业绩筑底

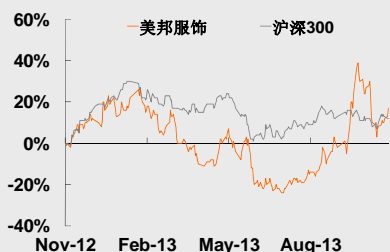
### 推荐 (首次)

现价: 13.66 元

#### 主要数据

行业	平安服装纺织
公司网址	www.metersbonwe.com
大股东/持股	上海华服投资有限公司 /80.60%
实际控制人/持股	周成建/78.18%
总股本(百万股)	1,005
流通 A 股(百万股)	1,005
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	138.19
流通 A 股市值(亿元)	138.19
每股净资产(元)	3.74
资产负债率(%)	49.3

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

于旭辉 投资咨询资格编号 S1060512010002 021-38632830 YUXUHUI882@pingan.com.cn

耿邦昊 投资咨询资格编号 S1000510120052 0755-22625433 Gengbanghao458@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 国内休闲服饰龙头 2011 年遭遇发展瓶颈

美邦服饰自 2008 年上市以来快速成为国内休闲服饰龙头。但由于定位人群及价位相似，国际快时尚及网购的快速崛起对我国大众休闲服饰市场冲击最大；且在终端消费逐渐放缓的背景下，公司仍采取了激进的扩张策略，导致 2011 年经历了严重的库存危机，营收和业绩增速逐季下滑，面对消费形势的变化，粗放型增长模式遇到瓶颈。

#### 倒逼改革，探索体验式运营模式变革

根据 Uromonitor 数据，预计美邦市占率不到 2%，仍有很大提升潜力，而改革举措决定了未来发展空间。公司现阶段以消费者体验为导向，实现线上、线下互联、互通、互动，希望打破原来 18-25 岁的年龄界限，提供高性价比的产品。具体来讲，以“一城一文化、一店一主题”宗旨进行店铺升级改造，提升消费者购物体验；以面料突破为主打造高性价比拳头产品，做深品类为主的产品升级，并与大数据相结合优化产品研发和供应链；邦购物+移动端+线下体验店相结合，全面整合线上、线下资源，提供全平台、全品类的便捷购物体验，重新定位年轻活力时尚进行品牌升级以突破年龄界限。

我们认为美邦的三大优势利于其改革先行，并有望再次取得领先优势：一是公司不断求变创新的精神，这在公司多品牌多系列的运作中可窥一斑；二是业务占比近半的直营优势与订货制度的优化，其背后则是供应链的优化；三是品牌盈利性及广泛的渠道布局，这是实现改革落地的载体。

#### 改革孕育希望，2013 业绩筑底，首次给予“推荐”评级

我们认为 2013 年将是公司业绩最差的一年，2014 年公司业绩有望企稳回升。主要逻辑在于，2011 年库存危机后，公司重视存货管理，经营风格渐趋稳健，2012 年的调整策略见效明显，公司资产质量得到明显改善；2013 年新的一轮改革启动，新管理团队及战略举措也将开始生效；从短短几个月的情况来看，微会员规模及客单价等指标都有明显提升，尽管未来业绩改善仍需观察，但改革孕育希望，我们认为 2013 业绩筑底，2014 将轻装上阵，业绩反转概率大。

2013 年由于改革刚刚启动，仍处于关店期，因此业绩仍在下滑通道，2014 年起将迎来内生和外延增长双升。我们预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.52、0.75 和 0.87 元，结合当前股价对应动态 PE 分别为 26、18 和 16 倍。新的改革方向值得肯定，未来业绩改善效果值得期待，当前估值处于历史平均水平，具有安全边际，首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### 风险提示：终端消费环境恶化，改革效果低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	9,945	9,510	8,093	9,217	10,094
YoY(%)	32.6	-4.4	-14.9	13.9	9.5
净利润(百万元)	1,206	850	527	753	872
YoY(%)	59.1	-29.6	-38.0	43.0	15.8
毛利率(%)	44.2	44.6	45.0	45.0	45.0
净利率(%)	12.1	8.9	6.5	8.2	8.6
ROE(%)	29.2	20.6	13.5	16.2	15.8
EPS(摊薄/元)	1.20	0.85	0.52	0.75	0.87
P/E(倍)	11.4	16.2	26.1	18.2	15.7
P/B(倍)	3.3	3.3	3.5	2.9	2.5

## 正文目录

<b>一、领先的休闲龙头，发展遭遇瓶颈</b>	<b>4</b>
1.1 国内休闲服饰第一品牌	4
1.2 2011年后业绩增速下滑	4
1.3 股权结构集中，未来有望继续减持	5
<b>二、尝试体验式运营模式，改革先行</b>	<b>6</b>
2.1 国际品牌和电商冲击倒逼改革	6
2.2 公司领先优势利于改革	9
2.3 改革以顾客导向为核心，全渠道布局	12
<b>三、改革孕育希望，预计 2013 业绩筑底</b>	<b>15</b>
3.1 2012年后存货改善明显	15
3.2 2012年后现金流改善明显	16
3.3 2012年后毛利率稳步回升	16
3.4 股权激励行权条件较高，为业绩提供参考	17
<b>四、盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1 2011 年美邦在运动休闲品牌中排名第一 .....	4
图表 2 2011 年后收入增速下滑 .....	4
图表 3 2011 年后利润增速下滑 .....	4
图表 4 2011 年后美邦服饰股价持续下滑 .....	5
图表 5 股权结构集中 .....	5
图表 6 2012 年是国际“快时尚”品牌发展最快的一年 .....	6
图表 7 近年网购发展迅猛 .....	7
图表 8 服装类网购规模最大且稳步提升 .....	7
图表 9 移动电子商务用户规模不断增加 .....	8
图表 10 移动电子商务市场交易发展迅猛 .....	8
图表 11 网购人群主要集中在 20-30 岁 .....	8
图表 12 网购客单价较低 .....	8
图表 13 美邦多品牌战略经验丰富 .....	9
图表 14 2005-2012 年直营收入复合增速 89% .....	10
图表 15 2005-2012 年加盟收入复合增速 28% .....	10
图表 16 美特斯邦威被华通明略评为国内第一品牌 .....	11
图表 17 直营店铺近年增长迅速 .....	11
图表 18 加盟终端近年有所放缓 .....	11
图表 19 公司店铺升级倡导一店一主题 .....	12
图表 20 杭州体验店以火车站为主题 .....	12
图表 21 公司未来产品战略以做深品类为主 .....	13
图表 22 公司未来产品将以基本款打破年龄界限 .....	13
图表 23 公司未来产品研发将以面料突破为主 .....	14
图表 24 美邦订货每年 6 次 .....	15
图表 25 2012 年后去库存效果明显 .....	15
图表 26 2012 年后经营现金流回正 .....	16
图表 27 2012 年后经营现金流持续改善 .....	16
图表 28 2012 年后毛利率稳步回升 .....	17
图表 29 限制性股权激励计划分四次行权 .....	17
图表 30 股权激励行权条件意味着 2014 年业绩高增长 .....	18
图表 31 收入预测表 .....	19
图表 32 目前 PE 处在历史平均水平低位 .....	19

## 一、领先的休闲龙头，发展遭遇瓶颈

### 1.1 国内休闲服饰第一品牌

美邦服饰于 2008 年 8 月 28 日于深交所上市，经过多年快速发展，公司业已成为国内大众休闲服饰领域规模最大、影响力最强的领军企业，市占率和品牌价值位居全国第一。公司产品涵盖休闲服、配饰、内衣家居、鞋、童装和床上用品等六大品类；公司产业链占据微笑曲线两端：自主设计、直营和加盟为主的渠道，生产和物流外包。

上市后，公司开始实施多品牌多系列运作，目前旗下拥有两大品牌“Meters/bonwe”和“ME&CITY”，多种系列，产品线丰富。截至 2012 年，公司拥有终端店铺 5220 家左右，共实现销售收入达 95.1 亿元。

图表1 2011年美邦在运动休闲品牌中排名第一

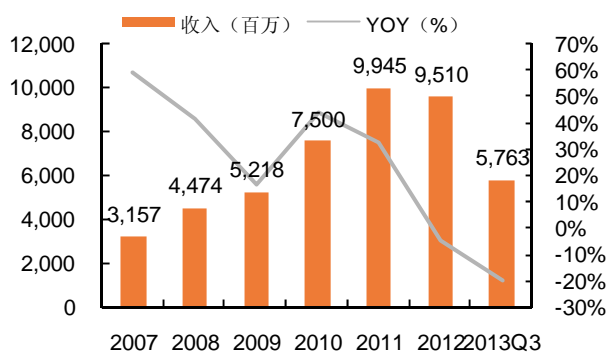
排名	品牌	品牌价值（亿元）
43	美特斯邦威	115
44	森马	110
57	安踏	88
86	李宁	42
97	波司登	37

资料来源：胡润中国品牌榜，平安证券研究所

### 1.2 2011年后业绩增速下滑

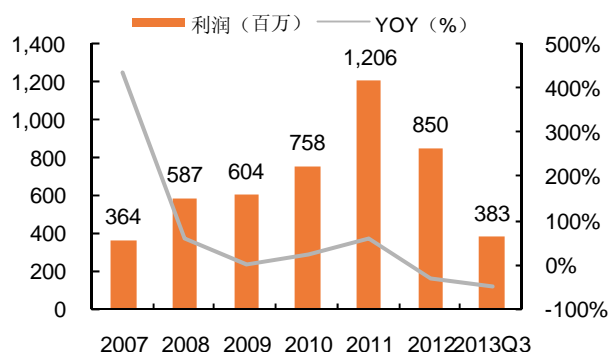
由于错估了 2011 年的消费形势，以及一贯的积极扩张政策，美邦服饰进入 2011 年后，高库存问题凸显，营业收入和业绩增速逐季下滑；2013 年前三季度，实现营收 57.6 亿元，同比下滑 19.9%，实现净利润 3.83 亿元，同比下滑 49.1%。伴随业绩下滑，2011 年后的二级市场表现也明显跑输沪深 300 及申万纺织服装板块。

图表2 2011年后收入增速下滑



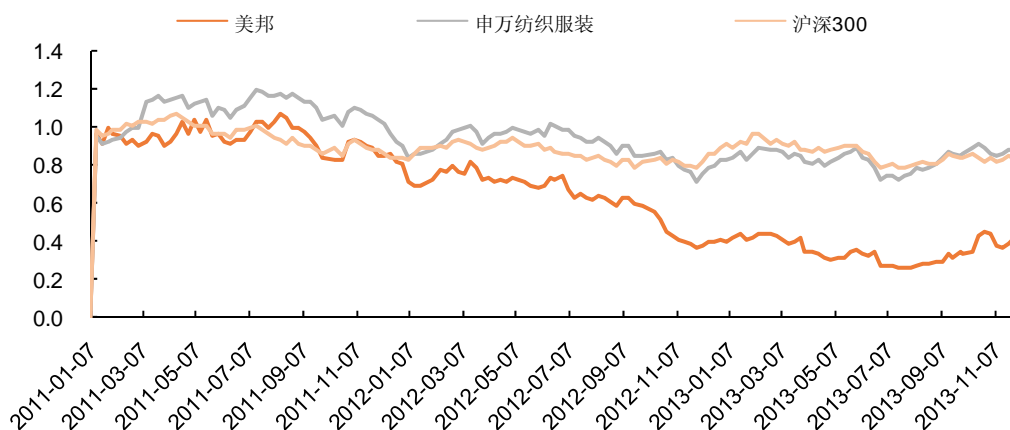
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 2011年后利润增速下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 2011年后美邦服饰股价持续下滑



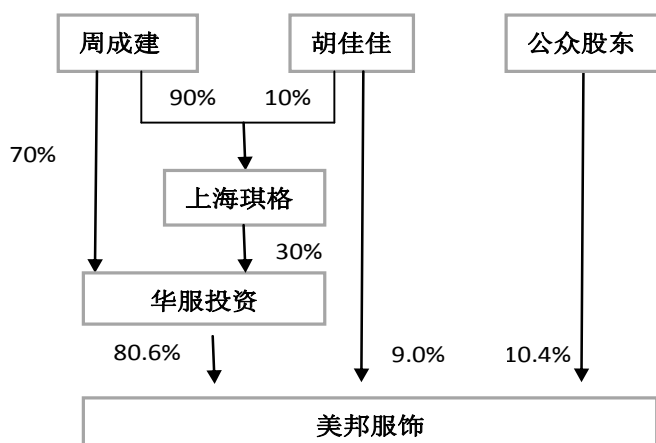
资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 1.3 股权结构集中，未来有望继续减持

公司总股本 10.05 亿股，华服投资为发起人及控股股东，持有上市公司 80.6%的股权，董事长周成建则为其实际控制人，直接持有华服投资 70%股权，并持有华服投资另一大股东上海琪格 90%的股权；其女胡佳佳直接持有美邦服饰 9%的股权，并持有上海琪格 10%的股权。周成建家族合计持有上市公司 89.6%股权，颇为集中。

公司 10 月 17 日公告未来 6 个月内控股股东华服投资及其一致行动人拟减持不超过总股本 10%的股份。根据 10 月 25 日公告，控股股东华服投资于 2013 年 10 月 23-24 日，通过深交所大宗交易平台合计减持 4550 万股，占公司总股本的 4.53%；减持后，华服投资及其一致行动人胡佳佳女士合计持有美邦服饰股票 8.55 亿股，占公司股份总数的 85.02%。考虑到股权仍然集中，我们认为未来仍有继续减持的可能。

图表5 股权结构集中



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、尝试体验式运营模式，改革先行

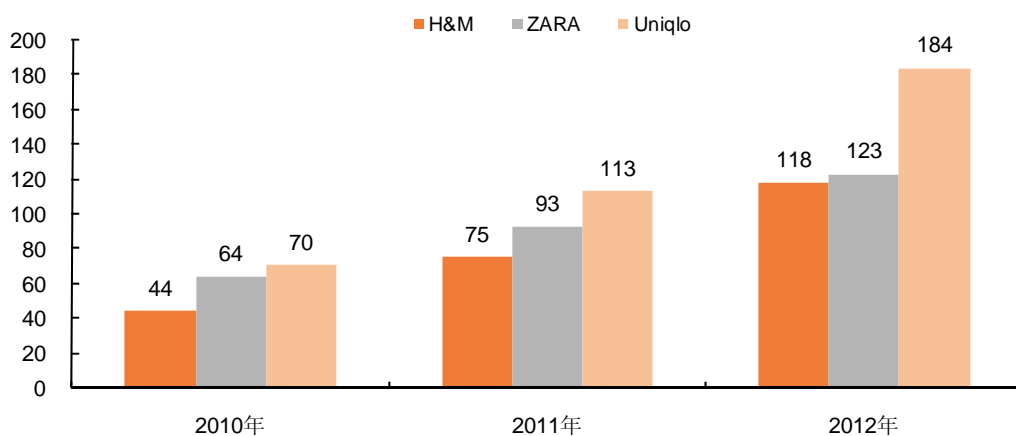
### 2.1 国际品牌和电商冲击倒逼改革

上世纪 90 年代，国内的服装品牌还主要是港资和内资为主，随着我国零售业逐步开放及中国市场迅速发展，众多国际品牌如 ZARA、H&M、UNIQLO、GAP 等纷纷进驻中国，并近年开始集中发力。由于国际品牌的高知名度、品牌形象及时尚度，进驻我国商场和 ShoppingMall 时享有超国民待遇(位置、租金和扣点等优惠)，本土品牌一时间呈竞争劣势。

#### ■ 快时尚跑马圈地

优衣库、ZARA、H&M 等国际品牌在消费低迷的背景下加快了扩张速度，2012 年反而成为各大快时尚品牌在中国跑马圈地、争抢市场份额的一年。领跑者是日本服饰零售巨头迅销集团旗下的核心品牌优衣库 Uniqlo。2012 年优衣库在华新增门店数为 71 家，总数达到 184 家，相比 2011 年增长 43 家有了大幅提升，门店覆盖 47 个城市之多。其次是 H&M，2012 年 H&M 在中国内地增开了 43 家门店，总数已达 118 家，大有赶超 ZARA 之势；并率先在国内临沂、潍坊等三四线城市开店，抢占先机。Inditex 集团旗下的主力核心品牌 ZARA 也仍处于快速扩张阶段，据统计，2012 年 ZARA 在华新增门店 30 家，总数达 123 家，也高于 2011 年的净增 29 家，门店覆盖了 53 个城市。此外，其他快时尚品牌也加快了在华布局。2012 年无印良品新增门店 25 家，门店总数达 63 家；C&A 新增门店 11 家，门店总数达 47 家；GAP 新增门店 23 家，门店总数达到 36 家。

图表6 2012年是国际“快时尚”品牌发展最快的一年

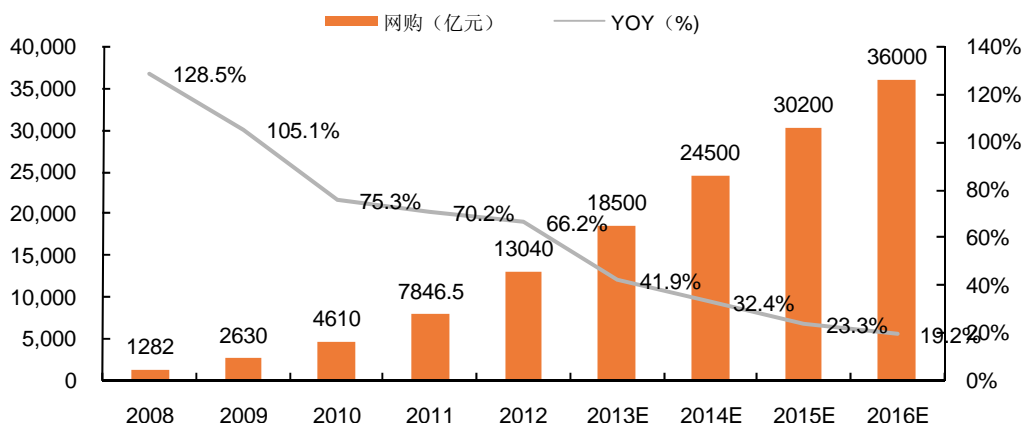


资料来源：bloomberg, 平安证券研究所

#### ■ 网购迅速崛起

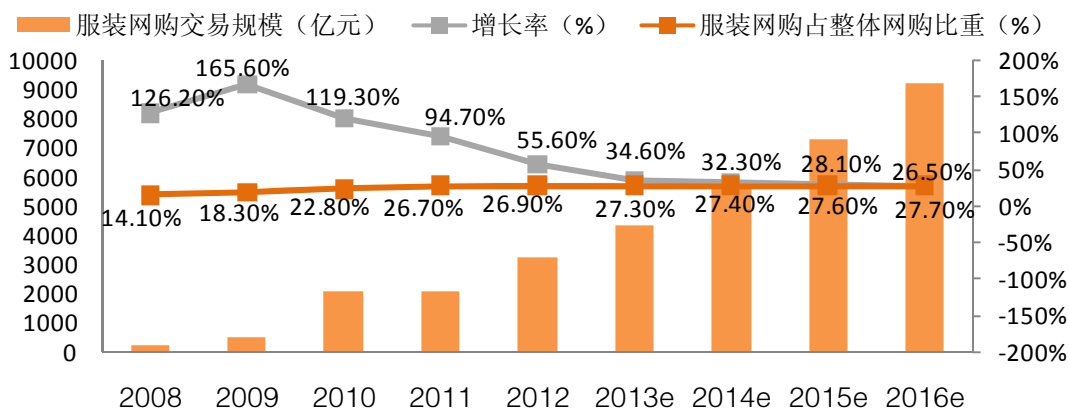
网购业已成为不可忽视的一股力量，潜力巨大。根据艾瑞咨询数据，2012 年我国网购市场规模高达 13040 亿元，五年间增长了十倍多，已占当年社会消费品零售总额的 6% 左右。而服装业已成为网购规模最大的品类，2012 年服装网购规模近 3200 万，占比高达 26.9%，且预计服装网购占比仍将稳步提升。

图表7 近年网购发展迅猛



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

图表8 服装类网购规模最大且稳步提升

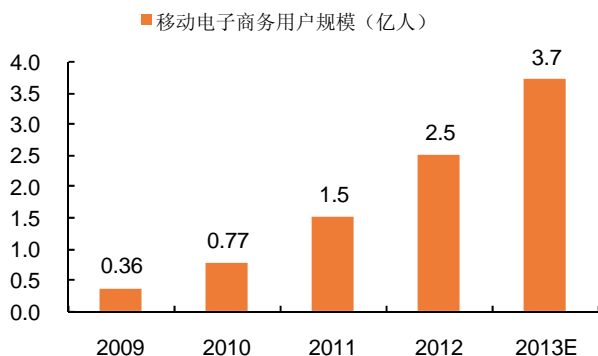


资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

**移动电子商务将兴。**网购迅速崛起的同时,伴随着智能、平板电脑的普及,移动电子商务也正在兴起。根据中国电子商务研究中心统计,用户规模从2009年的3600万已经发展到2012年的2.5亿,预计2013年将超过3.7亿人。截至2012年,移动电子商务市场交易规模达到965亿元,同比增135%,预计到2013年这一规模有望超过1300亿元。

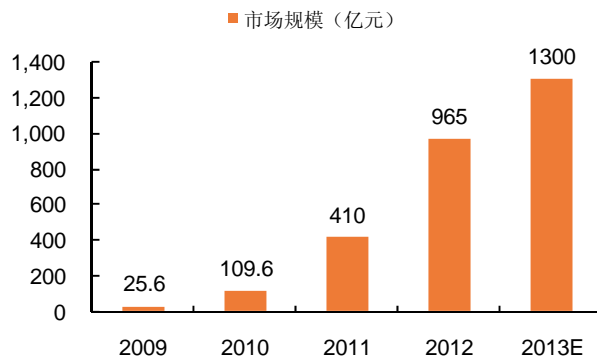


图表9 移动电子商务用户规模不断增加



资料来源：中国电子商务研究中心，平安证券研究所

图表10 移动电子商务市场交易发展迅猛

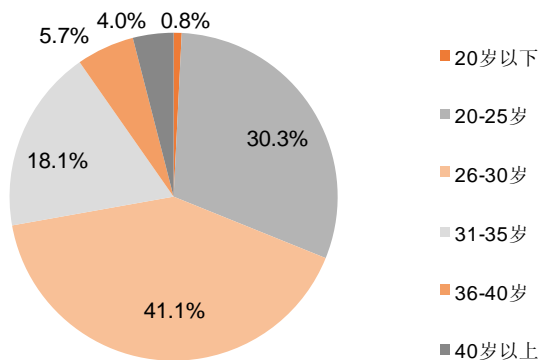


资料来源：中国电子商务研究中心，平安证券研究所

■ 大众休闲市场空间广阔，但需改革

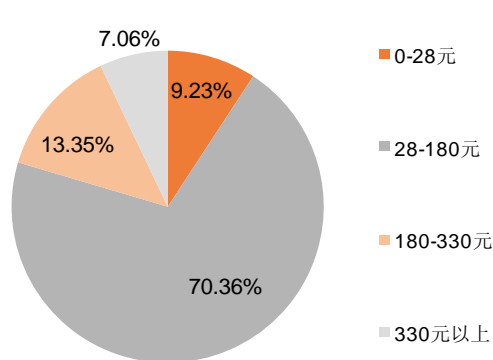
快时尚和网购的兴起与国内传统服装品牌的销售低迷反映出消费形势的变化。消费者需求呈现差异化、多元化、个性化的特征，尤其是 80、90 后消费逐渐成为主流，对平价、时尚的追求开始显现。我国主要快时尚受众及网购人群集中在 20-35 岁，价格则以 100-330 元为主，而这正是大众休闲的定位群体及主打价格带，无疑将受到最大的冲击。

图表11 网购人群主要集中在20-30岁



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表12 网购客单价较低



资料来源：易观国际，平安证券研究所

大众休闲作为服装行业的重要市场，空间依然广阔，集中度也不高。根据 Euromonitor 的市场分析，2003-2008 年间，成人休闲装销售额复合增长率为 13.9%，预计 2009-2013 年间仍将保持 11.2% 的年均复合增长；到 2013 年，我国成人休闲市场消费额将达到 7472 亿元。

根据国际统计数据显示，2011 年我国休闲服行业规模以上企业由 6271 家，实现销售收入 7485.9 亿元，同比增长 27.33%；前瞻产业研究院更是预测 2012 年休闲服行业市场规模将接近 9000 亿元。可以说休闲服饰属于永不落幕的着装需求，该行业是最大的细分领域，关键是如何紧跟消费形势的变化。目前，我国休闲服市场竞争格局激烈，国内外品牌纷纷涌入抢占市场份额，作为国内第一休闲品牌，美邦市占率不到 2%，未来仍有较大发展空间；迫要做的是如何改革，适应新环境的变化？



## 2.2 公司领先优势利于改革

### ■ 不断变革与创新的精神

公司的发展史是不断创新和尝试的历史，这最能体现在公司的多品牌、多系列战略中。公司 1995 年创立“Meters/bonwe”品牌，定位 16-25 岁年轻休闲时尚风格；经过十多年发展，凭借创新型的营销手段及广泛渠道优势，在青少年休闲服饰领域取得了领先的市场优势。此后，伴随着最初青少年消费者成长，Merters/bonwe 推出了都市系列（MB-City，这是“ME&CITY”品牌的前身），定位消费能力更高的 25-35 岁人群；并于 2008 年 8 月份正式将 MB-City 从 Merters/bonwe 中分离出来正式推出 ME&CITY。然而，公司对 ME&CITY 采取了激进的经营策略：聘请国际影星米勒代言大力宣传、快速开店尤其是大店，同时为了配合激进的策略也加大了市场网络和人才队伍的建设；而 2009 年 MC 仅实现了 3.5 亿元的营收，远未达到预期效果。2010 年开始又对 ME&CITY 经营策略进行了调整，放缓开店步伐，关停并转盈利不佳店铺，重视购物中心和百货商场渠道拓展等，并推出米喜迪童装，丰富产品线。

在多品牌策略过程中，公司总结 ME&CITY 经验教训，认为 MB-City 从 Merters/bonwe 中抽离后，缺失了都市系列，从而在 2011 年又推出了 Urban 都市系列，并在年底推出 Tagline 都市女装系列。此外，在推广米喜迪童装的过程中，公司又进一步细分市场定位。米喜迪定位潮童系列，复制成人装的时尚流行，与 ME&CITY 风格一脉相承；同时，2012 年又推出 Merters/bonwe 旗下的 MooMoo 童装，风格活泼、色彩丰富，更符合儿童特征的可爱风。

总体来看，在多品牌、多系列运作过程中，尽管有曲折反复，但对年轻的美邦来说经验教训皆是财富，体现出美邦不断求新求变的探索、创新精神和能力。2013 年公司的战略调整，仍将 Merters/bonwe 作为主打品牌，但产品的开发设计、销售及供应链则都将具有较大的变化，不再是多系列为主，而是围绕主打产品进行深度开发。

图表13 美邦多品牌战略经验丰富

MB				MC	
都市系列	休闲系列	4M	MooMoo	Me&City	Me&City Kids
基本	基本	MTEE	童装	IT girl	童装
白天	经典	Mjeans			
黑夜	潮流	Mpolar			
度假	户外	Mshooz			
				祺 CHIn	
				北京系列	上海系列

资料来源：平安证券研究所

### ■ 直营优势与订货制度优化

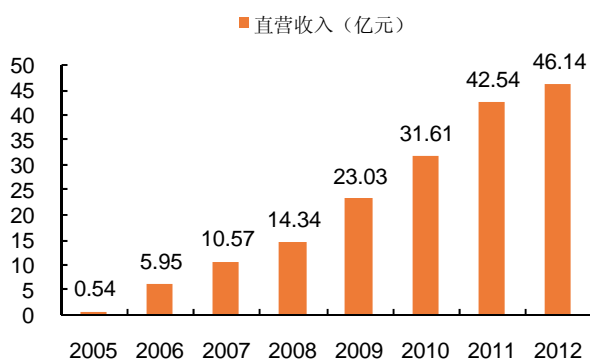
休闲服饰作为天然要求快周转的细分行业，竞争与创新一直在各领域之先，而美邦则在该领域中具备领先优势，这也体现在订货制度与直营的探索上。公司 2006 年起开始实施订货会制度，形成了期货为主、现货为辅的订货模式。期货为主的订货以企业意志为主导，企业根据过往销售和流行趋势的分析判断制定期货款式，并对订货的款式和量加以指导；现货模式则以市场需求为主导，以终端的市场反应为准。公司 2011 年春夏开始出现存货问题，主要源于期货模式下对市场的乐观判断，导致 2011 年春夏订货过量。公司总结经验教训后，对订货模式进行了改革，并在 2012 年运行的初步效果不错：提高现货比例和补货力度，加快供应链反应速度，将订货模式由企业主导的“推”向市场主导的“拉”转型。

毫无疑问，订货模式的改革及最终效果得益于公司直营为主的渠道模式。公司的新品上市及快速供应链反应机制的建立与落实，必须在直营店实施和摸索，只有这样，门店新品的更新频率、装修及陈列的升级、消费体验的提升等才能真正落地及总结经验后根据加盟特征改善并推广。

2012年末店铺总数5220家，其中直营店1306家，数量占比25%，直营收入规模46.14亿元，占比高达48.8%；2005-2012年间直营收入复合增速89%，远高于加盟业务28%的收入复合增速。相较国内同类型其他公司，美邦拥有较大的直营营销体系，作用不言而喻：

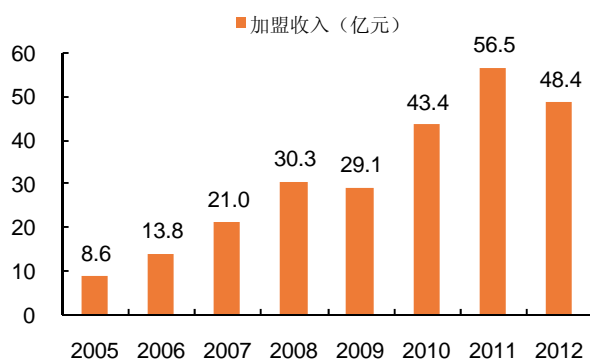
- (1) 一二线城市直营为主，有利于获得稳定的店铺稀缺资源，及提升品牌形象；
- (2) 直营门店作为公司终端销售管理和业绩提升的落脚点，为公司的品类管理、陈列、店面升级、体验提升、营销能力提升等体现终端竞争力的重要载体；
- (3) 直营终端也是获取市场消费信息及反馈的直接渠道，规模化的直营终端是实现转型、提升综合竞争力的基础；
- (4) 直营店对加盟起着示范、辐射和帮带作用，只有直营做好了，加盟才有信心。

图表14 2005-2012年直营收入复合增速89%



资料来源：公司资料,平安证券研究所

图表15 2005-2012年加盟收入复合增速28%



资料来源：公司资料,平安证券研究所

## ■ 品牌影响力及广泛的渠道布局

经过多年发展，美邦从众多休闲服饰品牌中脱颖而出，成为国内第一休闲品牌。营销创新及其造就的品牌影响力已深入人心。从创造吉尼斯纪录的最大风雪衣到国内第一家用明星做广告代言人的服装品牌再到赞助冠名热播节目等，“不走寻常路”的宣传推广、郭富城和周杰伦等明星的早期代言在品牌初创迅速成长的过程中起到了重要作用，也成为了其他品牌竞相效仿的对象；公司的营销创新一直在持续并且国际化，Tagline 牵手林志玲，MTEE 与丁丁历险记合作，ME&CITY 与时尚偶像茱莉亚-洛菲德共同开发 IT girl 系列等等。经过十几年的探索经营，美特斯邦威独具特色的创新品牌推广能力造就了国内服装第一品牌。2011年5月，华通明略品牌咨询公司发布品牌排行榜，美特斯邦威作为唯一的中国本土服装品牌，以14.46亿美元的品牌价值首次跻身全球前十。此外，2011年6月，美特斯邦威也已115亿元的品牌价值成为胡润服装品牌的首位，是中国最具价值的服装品牌。

图表16 美特斯邦威被华通明略评为国内第一品牌

行业排名	品牌归属	品牌	品牌价值 (百万美元)
1	美国	NIKE	13917
2	瑞典	H&M	13006
3	西班牙	ZARA	10335
4	美国	Ralph Lauren	3378
5	香港	Esprit	3375
6	德国	Adidas	3088
7	日本	优衣库	2916
8	英国	Next	2567
9	德国	Boss	2445
10	中国	美特斯邦威	1446

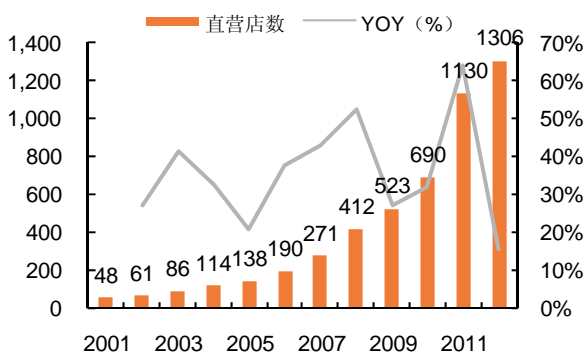
资料来源：华通明略,平安证券研究所

良好的品牌形象和知名度带来价值，而广泛的渠道则是实现价值落地的载体。总体来看，近年公司更加重视直营终端的发展，截至 2012 年公司直营规模达到 1306 家，核心城市的旗舰店布局已经完成，且直营门店已基本涵盖了国内一、二线城市和经济发达的三线城市。

尽管加盟终端增速近年有所放缓，但其基数规模较大，仍能覆盖相当人群；截至 2012 年公司加盟终端 3914 家；未来加盟市场则会进一步覆盖三、四线城市，甚至五线市场（经济发达的镇级市场）。

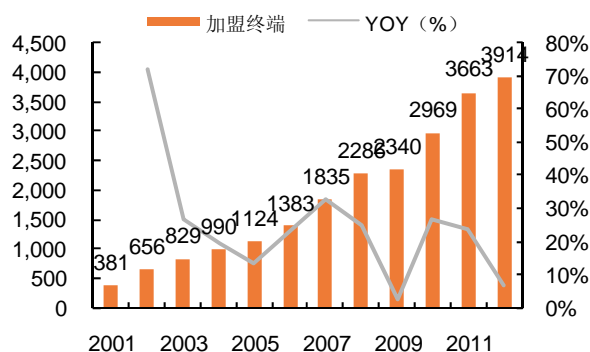
由于国内市场幅员辽阔，纵深层次复杂，伴随着城镇化趋势上升，相信公司的市场覆盖率和渗透率仍有很大提升空间。从覆盖率角度看，仍有空间。公司门店已经覆盖了全部的直辖市和省会城市，基本覆盖了地级市级城市，但尚未覆盖全部的县级城市以及仍未开发的镇级市场。今后这些空白市场将是公司门店拓展的重要可选目标。从渗透率角度看，与国内运动品牌 7000 家以上的渠道规模相比，空间更大。从覆盖率和渗透率两个维度来考量，我们预计美邦品牌在县级及以上市场门店拓展空间为 7000 家左右；如果考虑到五级城镇市场，则门店拓展空间可以提升至 10000 家以上。

图表17 直营店铺近年增长迅速



资料来源：公司公告,平安证券研究所

图表18 加盟终端近年有所放缓



资料来源：公司公告,平安证券研究所

## 2.3 改革以顾客导向为核心，全渠道布局

公司经历库存危机后，迎合当前消费趋势坚持创新。现阶段以“互联网裁缝”理念将实现线上、线下互联、互通、互动，整体运营观念转为消费者为中心，希望打破原来 18-25 岁的年龄界限，为消费者提供高性价比、高品质的产品；具体以店铺升级、产品升级、品牌升级为抓手，打造民族品牌。

### ■ 店铺升级：以顾客体验为导向

美邦致力于打造“以消费者为核心导向”的新型体验店，门店形象提升明显。随着消费者追求个性化、差异化、时尚化的习惯养成，对消费体验的要求也日益提高，着装需求不仅来自于产品，更来自于服装及品牌倡导的生活态度，反而年龄慢慢淡化。为此，美邦着力打造以消费者为中心的新型体验店，努力为消费者提供舒适、现代及艺术感兼顾的购物环境，逐步改变国内同质化的、嘈杂的购物环境和印象。

公司根据每个城市的文化特征，提出“一城一文化，一店一主题”的理念，如厦门的闽南风情、成都的宽窄巷子、杭州的中央车站、上海的老上海风、广州的花城概念等主题风格。公司希望用具有历史感、人文感的生活方式表现美邦的产品精神，为消费者提供的不仅是购物场所，更是一种生活体验。从目前的旗舰店改造升级效果来看，单店平效提升显著。首先，倡导产品高性价比、高品质的产品更受欢迎；其次，购物环境及装修风格突出了历史人文感，倡导生活情景式购物环境及体育；最后，更为重要的是，采用邦购物+移动终端+线下体验店的方式，全面整合线上、线下资源，试图为顾客打造全品类、全渠道的全新购物体验，颇受好评。

从成都、北京、杭州等新体验店效果来看，顾客滞留时间、满意度、客单价、复购率及正价率都有所提升。相信伴随着后期更强调线上、线下互动的购物体验方式，以及顾客信息和消费行为等大数据拥有一定的积累后，最终效果将体现在销售业绩的提升上。公司计划三年内将 MB 品牌的重点大型店铺进行升级改造。其中，2014 年计划将 100 家左右位于核心商圈、面积较大，对 MB 销售影响较大的店铺进行升级改造；未来 3-5 年则有望打造 1000 家新概念体验店。尽管目前改造升级的店铺规模不大、观察时间不长难以判断具体效果几何，但我们认为其改进的方向符合当前的消费趋势，结合产品升级相信能够对销售起到积极的作用。

图表19 公司店铺升级倡导一店一主题



资料来源：互联网，平安证券研究所

图表20 杭州体验店以火车站为主题



资料来源：互联网，平安证券研究所



### ■ 产品升级：追求高性价比做深品类

公司 2013 年开始将调整产品开发思路，未来将有策略的进行产品升级。之前采取的产品研发模式存在款式单一、颜色单调等弊端，自 2012 年末起将产研发模式调整为“深品类”，即从原材料创新着手，设计不同基本款，增加产品颜色及细节丰富度等做深某一品类，这样有助于打破之前 18-25 岁的年龄定位限制，更注重顾客的消费体验及性价比提升。其改革的基础也在于公司具有国内一流的研发团队支撑，款式方面不会出现太大瓶颈，因此未来重点将放在面料的突破上，尤其是如何得到客户认同的性价比将是未来突破的主要方向，这一点类似优衣库。

对产品开发而言，公司希望通过面料的研发确立核心产品优势。今年的科技绒以及最近上市的纳米绒就是这一思路的尝试，该策略有利于逐渐形成聚焦强的核心品类和产品，最终将带动利润率的提升。此外，在产品开发方面，与店铺形象相配合，公司将提供更宽泛的价格带供客户选择。从效果来看，推出的新品颇受消费者喜爱，夏、秋产品动销率均在 80% 以上；只是由于刚刚启动该战略，该类产品丰富度仍显不足，相信在这一战略思路下，未来仍将大有可为。

与产品开发相配合的则是大数据分析 with 供应链的优化。通过 O2O、客户访谈等手段，逐渐积累消费信息和行为数据，针对性的以客户需求为导向的产品；并进一步提高快速补单比例是未来的优化方向。在这一思路下，我们认为原有的多系列可能会出现重新梳理，未来很有可能不再是按照品牌系列划分而是有可能按照优衣库的产品品类来划分。

图表21 公司未来产品战略以做深品类为主



资料来源：互联网，平安证券研究所

图表22 公司未来产品将以基本款打破年龄界限



资料来源：互联网，平安证券研究所

图表23 公司未来产品研发将以面料突破为主



资料来源：邦购物，平安证券研究所

### ■ 品牌升级：打破年龄界限

公司将 MB 品牌重新定位为年轻活力时尚，不再像原来那么刻意强调年龄的界限，品牌诉求将更加强调生活和内心态度。毫无疑问，未来的品牌升级不再是单纯的广告宣传和明显代言，而是将品牌更多的融入到目标人群的生活中去，去影响或者引导积极的生活态度，因此如何将品牌定位同产品、店铺有机结合是一个关键点。

就目前而言，公司更多的依赖于当前消费者的主要信息渠道——PC 端和移动端，希望借助线上、线下互动、互联和互通融入到消费者的生活中去。具体来讲，控股股东已将邦购网域名无偿转让给上市公司使用，公司计划全面融合实体店铺及互联网业务运营，利用自己的线下 5000 余家门店优势与邦购物平台结合，打破现有大环境下单纯以价格为导向的电商业务，建立以品牌和品质为导向的、线上线下同款同价互动的、为消费者提供生活场景式和互联网化的互动购物体验。同时，公司在进行实体店形象升级改造时，也引入了互联网技术，在新体验店中已实现与互联网的无缝对接。首先，新门店中建立了电子试衣系统，可以与邦购物互动，不仅在终端门店可以上网进行产品比较和筛选，也可以在邦购网上直接下单，门店试衣、取货或邮寄。其次，公司还在门店里发展会员，目前部分门店微会员销售占比已达 30%，且微会员的客单价以线下传统客户高 70%左右，O2O 模式将会成为实体店引流的新型工具。

我们认为，定位平价大众休闲的美邦服饰将有望避免线上线下价差太大的尴尬境地，美邦的 O2O 不是线上线下的利益冲突，而是互动、互通和互联。线下是生活情景式的购物体验店，也是电子商务引流的载体，后台则通过互联网化，利用大数据、云计算平台精准高效地为消费者提供更贴心的服务。总体看，美邦做的是全渠道拓展，而不会偏颇线上或线下，方向值得肯定，效果仍需观察；尤其是目前仅在直营店小范围的尝试，未来和线下加盟商的利益如何协调也需要紧密跟踪。此外，长期来看，我们认为全渠道的价值不仅在于提升美邦自有服装品牌价值，而更多的是一种实现线下体验、线上交易、线上线下互通的渠道价值，具有很强的品类、品牌的衍生价值。

### 三、改革孕育希望，预计 2013 业绩筑底

我们认为 2013 年将是业绩最差的一年，2014 年有望企稳回升。主要逻辑在于，2011 年库存危机后，随着公司重视存货管理，经营风格渐趋稳健，2012 年的调整策略见效明显，公司资产质量得到明显改善；2013 年新的一轮改革启动，新管理团队及战略举措也将开始生效；从短短几个月的情况来看，微会员及客单价都有所提升，尽管未来业绩改善仍需观察，但改革孕育希望，我们认为 2013 业绩筑底，2014 将轻装上阵，业绩反转概率大。

#### 3.1 2012 年后存货改善明显

2012 年去库存效果显著。公司库存在 2011 年第一季度达到峰值 31.6 亿元后，去库存开始，并在 2012 年起主动控制做货规模，存货逐季下降，2012 年后逐季达到 15-20 亿之间的正常水平；存货周转率也在 2012 年后逐季回升到每年 3-4 次的正常水平，有利于 2014 年轻装上阵。

2012 年起公司针对消费形势放缓以及高库存问题采取了一系列积极措施。一方面，控制生产规模，公司降低了约 30% 的做货规模，即新品生产规模缩减 30% 左右，进而带动存货减少约 10 亿元左右。另一方面，在直营和加盟渠道上积极消化库存。在直营体系中推行新老产品融合销售的同时，在加盟渠道上开放存货，鼓励加盟商以现货形式增加适销存货订单，同时辅以折扣店、网购等多种去库存形式。

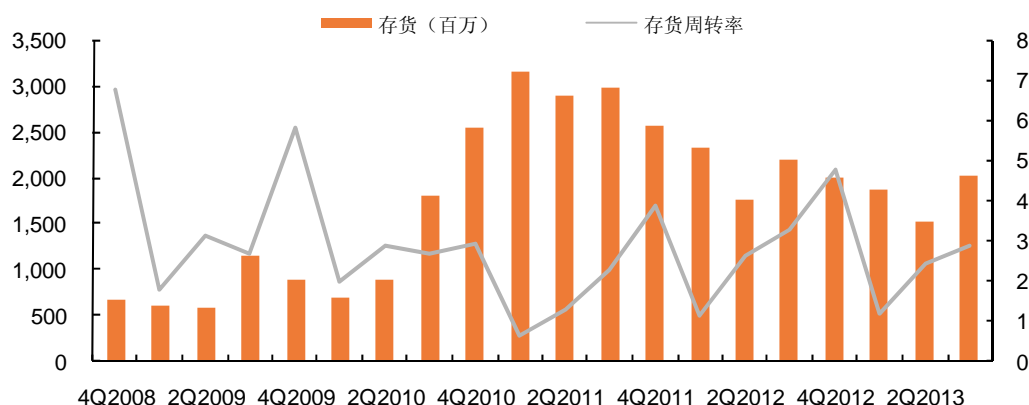
此外，公司订货会由原来的 4 季增加为 6 季，分为春、夏 1、夏 2、秋、冬 1 和冬 2 六个产品季节，而国内一般休闲服饰企业订货会仍为 4 季。订货会频率的提升体现公司对产品季节更为细分，且能缩短产品从设计到上市的时间，公司补货比例高于国内其他休闲服饰企业。

图表24 美邦订货每年6次

	美邦服饰	森马服饰	搜于特
订货会次数	6 次	4 次	4 次
订货金额占比	50%左右	70%左右	80%左右

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表25 2012年后去库存效果明显



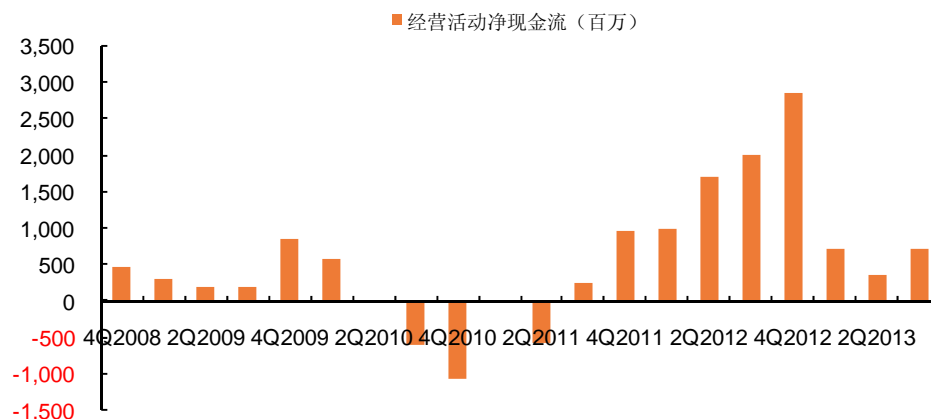
资料来源：Wind，平安证券研究所



### 3.2 2012年后现金流改善明显

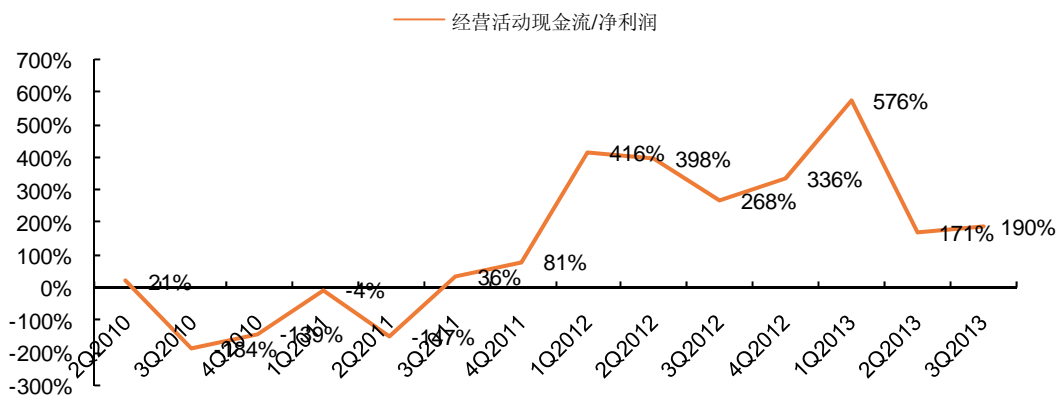
公司 2011 年存货危机，2012 年后调整效果逐季显现，公司对现金流管理也成效显著。由于主动控制做货规模减少支出，以及积极消化库存，2011 年第三季度起经营现金流开始回正，2012 年后经营现金流改善明显，前三季度经营现金流净额同比大幅增长 648%。

图表26 2012年后经营现金流回正



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 2012年后经营现金流持续改善

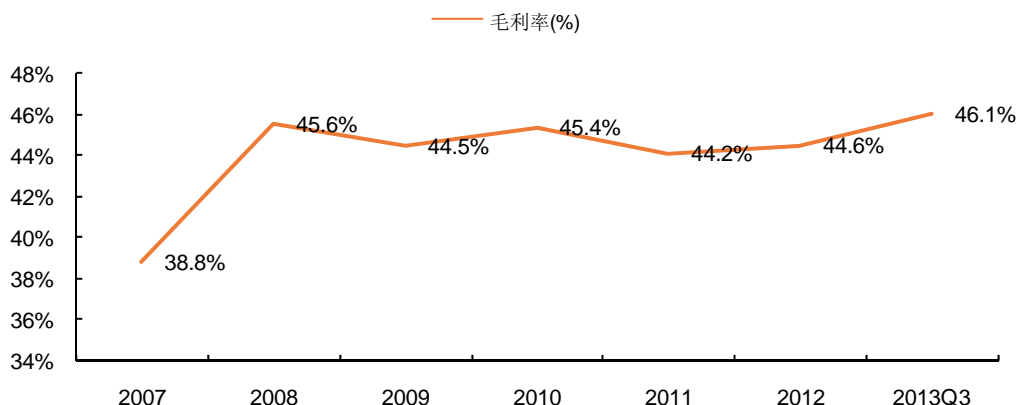


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.3 2012年后毛利率稳步回升

得益于高毛利的直营业务快速发展，公司综合毛利率在 2008 年前快速提升；2008-2010 年出现了波动，主要是由于公司经营策略的调整，2009 年为了恢复加盟商信心让利加盟商并加大了折扣力度，导致毛利率下降；2010 年调整产品品类及结构，加强了终端管理并控制了折扣力度，毛利率得以回升；2011 年则由于消化库存毛利率下降，但自 2012 年后随着主动调整及库存消化后，毛利率开始回升，2013 年则由于新一轮改革启动，加大了消费体验及直营店管理力度，综合毛利率创下新高。预计 2014 年将轻装上阵，在库存压力不大，终端管理能力有望继续提升的背景下，公司的毛利率有望维持稳中有升态势。

图表28 2012年后毛利率稳步回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.4 股权激励行权条件较高，为业绩提供参考

公司 2013 年三季报预计 2013 年归属上市公司股东净利润变动区间为 42479.12—59470.77 万元，变动幅度为同比下滑-30—-50%。我们认为由于新一轮改革创新刚刚启动，业绩增长仍有待观察，但盈利质量向上改善，改革方向正确，2013 年业绩筑底，2014 年业绩反转向上的趋势明显。并且，今年 10 月份公布的股权激励计划的行权条件也能起到一定的参考。

公司公告拟对新聘自宝洁、具有丰富管理经验的副总裁供应链主管林海舟、销售负责人刘毅推出限制性股票激励，共授予 660 万股，每人 300 万股，预留 60 万股，授予价格为 11.63 元；行权条件要求 2014—2017 年分别实现扣非后净利润 8.5 亿、9.9 亿、11.4 亿、13.2 亿元，净资产收益率不低于 10%。经过高层调整后，我们认为此次的行权条件要求较高，同时 15.4% 的低折价率也有利于激发高管、保障股东利益。根据我们的盈利预测，满足行权条件的情况下，2014 年业绩增长需在 50% 以上，其后每年业绩增速也在 15% 以上。

图表29 限制性股权激励计划分四次行权

行权期	行权时间	解锁比例
第一次行权	自首次授权日起 12 个月后的首个交易日起至首次授权日 24 个月内的最后一个交易日止	10%
第二次行权	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日 36 个月内的最后一个交易日止	20%
第三次行权	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日 48 个月内的最后一个交易日止	30%
第四次行权	自首次授权日起 48 个月后的首个交易日起至首次授权日 60 个月内的最后一个交易日止	40%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

**图表30 股权激励行权条件意味着2014年业绩高增长**

行权期	绩效目标
第一个解锁期	等待期内归属上市公司股东的净利润及扣非后净利润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；2014年的净利润不低于8.5亿元且净资产收益率不低于18%
第二个解锁期	2015年净利润不低于9.9亿元且净资产收益率不低于18%
第三个解锁期	2016年净利润不低于11.4亿元且净资产收益率不低于18%
第四个解锁期	2017年净利润不低于13.2亿元且净资产收益率不低于18%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

我们认为近年公司的增长模式将从外延转为内生增长，随着公司改革逐步展开，运营经验积累，外延将与内生增长并重。

未来三年直营方面仍将以店铺升级、产品升级和提升消费体验为主，因此内生增长主要来自于直营店铺的升级及精细化管理能力和供应链效率的提升。这样综合毛利率将在回复前期水平的基础上仍有进一步提升空间；平效提升值得期待，我们考虑到2013年新品不多，产品系列仍沿袭原有思路，因此整体直营内生增速仍有下滑，但2014年起随着改善效果显现内生增速有望提升10%左右。同时，2014年起直营店新开速度预计在150家左右。

外延增长则主要依赖于加盟的拓展，尤其是覆盖率及纵深的下沉，我们认为2013年是关店调整期，2014年始则主要是通过直营积累运营经验，2015年后当有了较为成熟并可复制于加盟的制度后将有望加快加盟拓展速度。此外，随着运营经验总结及推广，我们认为加盟终端平效也有望提升。我们假设2014年起加盟的外延拓展速度分别为100家左右，加盟的平效提升分别为5%左右。

总体而言，2011经历了库存危机后，经过一年多的主动调整和去库存，我们认为公司资产质量明显改善，历史遗留问题基本得到解决，有助于未来的轻装上阵。2013年是新一轮改革启动的一年，新管理团队刚刚搭建，新的运营理念尚未完全落地，产品升级和店铺升级也刚刚展开，在此思路下的产品研发及品类也远未到成熟的地步，因此局部平效提升或销售改善并不代表全局，导致2013年新老交替下总体销售未有改善，反而因为新的管理思路导致未竟全功下销售和业绩有所下滑。但我们认为，明年将是大力落实改革新举措的一年，是新战略全面铺开的一年，局部改善有望向全局拓展，新的改革方向值得肯定，孕育成功的希望，因此我们总体上认为2013年将是业绩筑底的一年，2014年销售和业绩将双双向好。

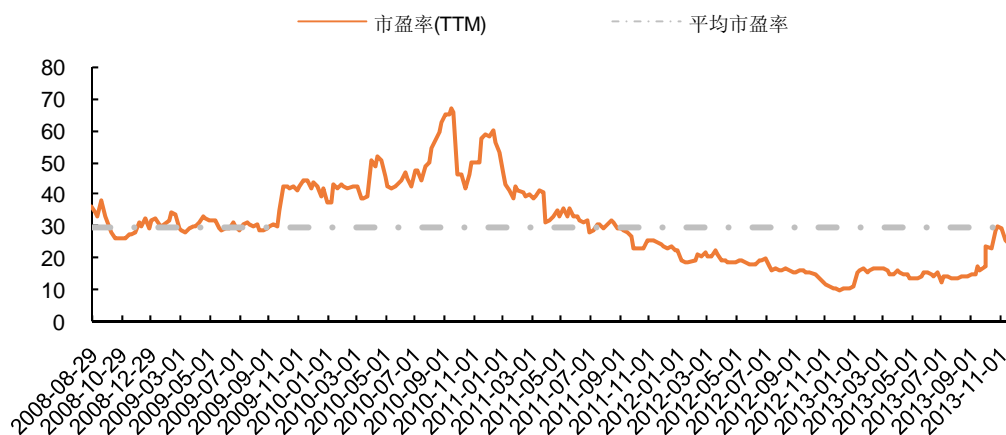
根据我们假设，我们预计2013-2015年营收规模分别为81.92和101亿元，同比增速分别为-15%、14%和10%；净利润分别为5.3、7.5和8.7亿元，同比增速分别为-38%、43%和16%；EPS分别为0.52、0.75和0.87元，结合当前股价对应动态PE分别为26.2、18.3和15.8倍。考虑到新的改革方向值得肯定，未来业绩改善效果值得期待，当前估值处于历史平均水平以下，具有安全边际，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表31 收入预测表

		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
门店	门店总数	3659	4793	5220	5000	5150	5300
	新增	796	1134	427	-220	150	150
其中	直营门店	690	1130	1306	1126	1226	1326
	新增	167	440	176	-180	100	100
	加盟门店	2969	3663	3914	3874	3974	4074
	新增	629	694	251	-40	100	100
收入	总收入(百万元)	7500	9945	9510	8093	9217	10094
	YOY	43.8%	32.6%	-4.4%	-14.9%	13.9%	9.5%
其中	直营(百万元)	3161	4254	4614	3779	4526	5140
	YOY	37.3%	34.6%	8.5%	-18.1%	19.8%	13.6%
	加盟(百万元)	4335	5653	4843	4314	4691	4953
	YOY	49.2%	30.4%	-14.3%	-10.9%	8.7%	5.6%
毛利率	直营	51.4%	50.0%	46.8%	50.0%	51.0%	51.0%
	加盟	41.0%	40.0%	42.3%	42.5%	43.0%	43.0%
综合毛利率		45.4%	44.2%	44.6%	46.0%	46.9%	47.1%

资料来源：平安证券研究所

图表32 目前PE处在历史平均水平低位



资料来源：Wind,平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	5632	3706	5298	6031	6596
现金	1088	629	2428	2765	3028
应收账款	1162	465	396	451	493
其他应收款	335	310	297	338	370
预付账款	488	297	445	507	555
存货	2560	2006	1730	1969	2148
其他流动资产	0	0	2	2	2
<b>非流动资产</b>	3251	3300	2379	2011	1642
长期投资	24	46	0	0	0
固定资产	1923	2081	2005	1923	1838
无形资产	188	189	192	196	199
其他非流动资产	1115	984	181	-108	-395
<b>资产总计</b>	8882	7006	7676	8042	8238
<b>流动负债</b>	4657	2874	3771	3384	2708
短期借款	2369	794	1880	1311	549
应付账款	606	539	455	518	568
其他流动负债	1681	1541	1436	1554	1591
<b>非流动负债</b>	100	0	0	0	0
长期借款	100	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	4757	2874	3771	3384	2708
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1005	1005	1005	1005	1005
资本公积	1069	1070	1070	1070	1070
留存收益	559	609	1830	2583	3455
归属母公司股东权益	4126	4132	3905	4658	5530
<b>负债和股东权益</b>	8882	7006	7676	8042	8238

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011 A	2012 A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	977	2856	1483	1309	1500
净利润	1206	850	527	753	872
折旧摊销	316	381	370	372	373
财务费用	207	168	96	92	58
投资损失	8	11	10	10	10
营运资金变动	-719	1422	265	74	175
其他经营现金流	-41	25	215	8	13
<b>投资活动现金流</b>	-438	-386	-172	-299	-299
资本支出	496	361	20	20	20
长期投资	0	-33	-127	0	0
其他投资现金流	58	-59	-279	-279	-279
<b>筹资活动现金流</b>	-525	-2859	489	-672	-938
短期借款	-207	-1575	1086	-568	-762
长期借款	0	-100	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	122	1	0	0	0
其他筹资现金流	-440	-1185	-597	-104	-175
<b>现金净增加额</b>	13	-389	1799	337	263

利润表 单位:百万元

会计年度	2011 A	2012 A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	9945	9510	8093	9217	10094
营业成本	5552	5273	4451	5070	5552
营业税金及附加	55	62	53	60	66
营业费用	2305	2772	2549	2765	3028
管理费用	341	265	255	277	303
财务费用	207	168	96	92	58
资产减值损失	31	64	35	35	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-8	-11	-10	-10	-10
<b>营业利润</b>	1446	894	644	908	1043
营业外收入	159	228	100	100	100
营业外支出	29	18	60	30	10
<b>利润总额</b>	1576	1103	684	978	1133
所得税	370	254	157	225	261
<b>净利润</b>	1206	850	527	753	872
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1206	850	527	753	872
EBITDA	1968	1443	1110	1372	1473
EPS (元)	1.20	0.85	0.52	0.75	0.87

主要财务比率

会计年度	2011 A	2012 A	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.6	-4.4	-14.9	13.9	9.5
营业利润(%)	50.1	-38.1	-28.0	41.1	14.8
归属于母公司净利润(%)	59.1	-29.6	-38.0	43.0	15.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.2	44.6	45.0	45.0	45.0
净利率(%)	12.1	8.9	6.5	8.2	8.6
ROE(%)	29.2	20.6	13.5	16.2	15.8
ROIC(%)	24.1	20.7	16.9	26.4	35.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.5	41.0	49.1	42.1	32.9
净负债比率(%)	51.91	27.63	49.84	40.23	20.74
流动比率	1.21	1.29	1.40	1.78	2.44
速动比率	0.65	0.56	0.94	1.19	1.62
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.14	1.20	1.10	1.17	1.24
应收账款周转率	9	12	19	22	21
应付账款周转率	6.00	9.20	8.95	10.41	10.22
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.20	0.85	0.52	0.75	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.84	1.48	1.30	1.49
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.11	3.89	4.63	5.50
<b>估值比率</b>					
P/E	11.38	16.16	26.07	18.23	15.74
P/B	3.33	3.32	3.52	2.95	2.48
EV/EBITDA	7	10	12	10	9

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257