



## 调整节奏 再续辉煌

——美邦服饰（002269）调研快报

2010年5月24日

强烈推荐/上调

纺织服装

调研快报

银国宏	策略分析师
联系人：程远	纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 msn:chengyuan0716@hotmail.com

### 事件：

5月18日，我们赴上海参加了美邦服饰公司的股东大会，会上就公司近期的经营业绩以及未来的发展战略与公司相关领导进行了沟通。

### 问题 1：今年一季度毛利率大幅下降，销售费用大幅增长，公司对此有何看法？

公司今年一季度毛利率的大幅下降主要是以下几点原因：第一是年初“用工荒”现象导致了货品的交期大幅延长，货品晚到直接导致了终端折扣率降低；第二是季节性因素，由于今年国内低温天气持续时间大幅超出往年，因此品牌服装行业整体备货结构与今年的市场需求形成偏差；第三是公司采取了让利客户的营销策略，终端销售的销售折扣率大幅下降，一至三月份公司直营店平均销售折扣分别为 4.7、6.0、7.1 折，毛利率分别为 34%、46%、56%。

一季度毛利率的大幅下降，一方面是受一些特殊因素影响，但另一方面也反映出了公司在内部管理效率、反应速度、产品市场竞争力方面存在不足。从“用工荒”导致的交货期延误问题，反映出了公司的订货会一味追求在时间上接近产品上市期这一策略的弊端。未来毛利率的提升还要靠产品品类的丰富，靠产品性价比的提升，靠品牌力优势的不断建立。

### 问题 2：公司在未来产品设计、生产方面有何策略？

公司计划在今年推出“拳头产品”，其中包括夏季的 MTEE 系列以及春、秋季的 Mjeans 系列和冬季的 Mpolar 系列，MTEE 为 T 恤产品，Mjeans 为牛仔裤，Mpolar 为羽绒服。“拳头产品”将由专门的设计团队进行设计，形成特征较鲜明的产品系列。MTEE 系列已经在今年 4 月面世，其印花设计展示了多种潮流主体，时尚度大幅高于市面上传统的 T 恤产品。MC 品牌未来将继续丰富产品的品类，更加明确各个产品系列的风格特征，以满足目标客户群生活中各个环节的穿衣要求。另外，公司还将努力开发战略供应商，以更好的保证产品质量和交货期的同时降低成本。公司还将全面推进物流建设，今年做到日配发能力提升 43%，年配发量达 4000 万件，计划耗资 5000 万左右。

### 问题 3：公司未来在提高终端平销及降低租售比方面有何计划？

公司今年 ERP 系统财务、生产模块全面上线后，将建立财务数据全国共享中心以加强对运营效率的管理控制。公司还计划将缩短对终端店面的管理周期至以周为单位，考核的标准逐步向盈利结果倾斜，施行单店周损益表的管理方式。公司目前存在诸多超大型直营店，部分店面面积上万平方米，根据 ZARA、H&M 等国际知名品牌的经验来看，店面面积在 3000 平米左右通常来讲效率较高，公司董事长近期以赴各个重点销售区域进行考察，对经营效率低下的大型店面进行整改，计划将超大型店面面积缩小至 3000 平左右。另外，经过了较长时间的积累，公司已经在时尚品牌中具有了一定的市场地位，未来的渠道拓展重点将从开设专卖店改为商场和 shopping mall。

#### 问题 4: 公司在营销方面未来有何计划?

公司今年计划放缓 MC 品牌的直营网络扩张力度, 以减少相关销售费用的增长。公司在今年 4 月份以为 MC 的童装系列引入加盟商, 争取今年实现 MC 品牌盈亏平衡, 并计划明年为 MC 的成人装引进加盟商, 争取后年确立 MC 品牌渠道规模优势。公司今年将与江苏卫视、湖南卫视等多家电视台建立合作, 宣传重点由整体品牌形象的宣传逐步细化至对主打产品系列的宣传, 从而进一步提升品牌的美誉度。

#### 结论:

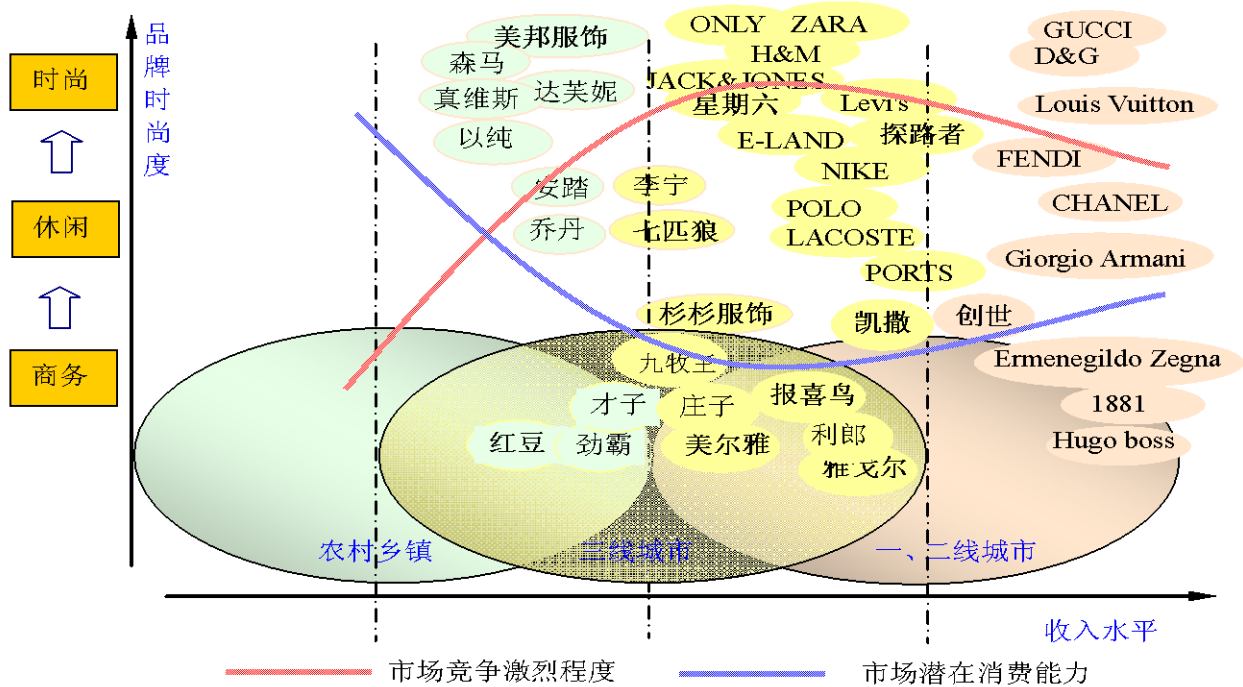
- 1. 新品牌 MC 调整节奏, 投入产出比例将明显改善。**公司新品牌 08 年上市后直营网络扩张迅猛, 因此造成了相关销售费用大幅增加, 去年 MC 品牌渠道建设耗资 5 亿元左右, 团队建设耗资 4000 万左右, 品牌宣传耗资 4000 万左右, 收入贡献 3.6 亿元左右。公司计划未来放缓 MC 品牌的投资, 并且适时引入加盟商, 预计近年收入将保持 50% 以上的增长, 销售费用率将有所下降。
- 2. 老品牌 MB 再续辉煌。**基于对老品牌 MB 定位区域重心的市场的高度看好 (详见纺织服装行业专题报告: “升级” 中的投资逻辑) 和对今年 “拳头产品” 闪亮登场后的良好预期, 我们认为该老品牌在未来将持续快速增长的势头, 预计今、明两年收入可保持 25% 以上的增长速度, 且毛利率还将随着运营效率和设计能力的提升而逐渐提高。
- 3. 盈利预测与投资评级: 强烈推荐**根据上述分析, 我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.67、1.22、1.81 元, 基于对公司品牌力优势和未来经营策略以及品牌定位区域消费能力的看好, 我们认为应给予 30-35 倍的 PE 较为合理, 对应 11 年的股价区间为 36.6—42.7 元, 将投资评级上调至 “强烈推荐”!

表 1: 美邦服饰主要财务指标预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5218	6942	9184	11884
(+/-)%	16.63%	20.48%	37.07%	37.85%
经营利润 (EBIT)	713	836	1486	2180
(+/-)%		17.26%	77.67%	46.70%
净利润	604	673	1230	1818
(+/-)%	2.84%	11.38%	82.82%	47.73%
每股净收益 (元)	0.60	0.67	1.22	1.81

资料来源: 东兴证券研究所

图 1：品牌服装多元化消费升级中的品牌定位图谱



资料来源：东兴证券研究所

表 2：美邦服饰利润表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,217.52	6,942	9,184	11,884
	16.6%	33.1%	32.3%	29.4%
减：业务成本	2,894.60	3,944	5,070	6,425
营业税费营业税金及附加	27.65	28	37	48
	44.5%	43.2%	44.8%	45.9%
营业费用	1,450.56	1,943.75	2,295.99	2,852.05
管理费用	216.66	208.26	321.44	415.92
财务费用	52.87	16.91	1.89	(5.77)
其中：利息支出	0.00	27.76	14.00	14.00
利息收入	0.00	10.85	12.11	19.77
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	13.52	10.00	10.00	10.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00

投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	561.66	791.76	1,447.48	2,138.32
加：营业外收入	83.38	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	12.21	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.62	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	632.82	791.76	1,447.48	2,138.32
减：所得税	28.60	118.76	217.12	320.75
	<b>4.52%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>	<b>15.00%</b>
<b>净利润</b>	604.23	672.99	1,230.36	1,817.57
归属于母公司所有者的净利润	604.23	672.99	1,230.36	1,817.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
	<b>11.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>15.3%</b>
	<b>2.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>82.8%</b>	<b>47.7%</b>
发行在外股份数量(百万股)	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00
<b>基本每股收益</b>	<b>0.60</b>	<b>0.670</b>	<b>1.224</b>	<b>1.809</b>
<b>稀释每股收益</b>	<b>0.00</b>			
	<b>-36.2%</b>	<b>11.6%</b>	<b>82.8%</b>	<b>47.7%</b>
<b>股利</b>	261.34	134.60	246.07	363.51
<b>期初未分配利润</b>	512.68	846.19	1,317.29	2,178.54
<b>提取盈余公积</b>	196.47	67.30	123.04	181.76
<b>期末未分配利润</b>	846.19	1,317.29	2,178.54	3,450.84

资料来源：东兴证券研究所

表 3：美邦服饰资产负债表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E
资产				
流动资产				
货币资金	1,314.70	854.65	1,567.06	2,386.10
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.38	0.50	0.65
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00

应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	478.70	570.57	754.85	976.73
其他应收款	88.24	117.41	155.33	200.98
预付款项	427.80	443.58	463.86	489.56
存货	901.99	1,296.50	1,389.16	1,760.40
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>3,211.44</b>	<b>3,283.09</b>	<b>4,330.74</b>	<b>5,814.42</b>
非流动资产				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	136.21	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	22.78	0.00	0.00	0.00
固定资产	884.89	1,616.89	1,783.38	2,015.50
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	595.50	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	130.07	117.06	104.05	91.05
开发支出	0.00	0.00		
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	377.18	160.00	160.00	160.00
递延所得税资产	85.26	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7.84	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,239.72</b>	<b>1,893.95</b>	<b>2,047.44</b>	<b>2,266.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,451.16</b>	<b>5,177.04</b>	<b>6,378.18</b>	<b>8,080.97</b>
流动负债				
短期借款	458.72	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	405.76	75.63	97.24	123.23
应付账款	507.38	648.25	833.49	1,056.24
预收款项	26.89	26.89	26.89	26.89
应付职工薪酬	82.81	70.00	80.00	80.00
应付股利	16.20	0.00	0.00	0.00

应交税费	65.64	40.00	40.00	40.00
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	197.87	80.00	80.00	80.00
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2,260.18</b>	<b>940.77</b>	<b>1,157.63</b>	<b>1,406.36</b>
非流动负债				
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>200.00</b>	<b>200.00</b>	<b>200.00</b>	<b>200.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,460.18</b>	<b>1,140.77</b>	<b>1,357.63</b>	<b>1,606.36</b>
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（或股本）	1,005.00	135.18	135.18	135.18
资本公积	943.33	<b>1,821.13</b>	<b>1,821.13</b>	<b>1,821.13</b>
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	196.47	263.77	386.80	568.56
未分配利润	846.19	1,317.29	2,178.54	3,450.84
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	2,990.99	3,537.36	4,521.65	5,975.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>所有者权益（或股东权益）合计</b>	<b>2,990.99</b>	<b>3,537.36</b>	<b>4,521.65</b>	<b>5,975.71</b>
<b>负债和所有者权益（或股东权益）总计</b>	<b>5,451.16</b>	<b>4,678.13</b>	<b>5,879.28</b>	<b>7,582.07</b>

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

程远

金融工程专业毕业，08年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。