东兴证券
DONGXING SECURITIES

思辨中成长的时尚巨人

——美邦服饰（002269）

2010 年 9 月 10 日

强烈推荐/维持

美邦服饰 | 深度报告

报告摘要:

- **受益于大众消费升级。**基于对行业的研究判断，我们认为以三、四线城市为区域重心的中低收入人群在未来的消费观念升级将进入启动节点，且该人群未来的消费能力也将有超预期增长的可能。另外，我国城镇化的持续推进还将使消费升级第三梯队的人群数量有所增加。美邦服饰作为渠道重心定位在三线城市的时尚品牌龙头企业，必将最大程度受益于以时尚化、品牌化为主导方向的大众消费升级。
- **MetersBonwe 品牌经历调整后将再创佳绩。**从终端消费市场的反馈以及我们的观察来看，公司 MB 品牌的产品表达在今年有显著的提升。这种提升一方面来自于原先 M&C 品牌将 MB 的都市系列切割后对 MB 产品品类的影响在不断消退，另一方面则是源于产品时尚度的提升以及设计团队对终端市场把握能力的提升。我们认为，MB 品牌与同一战略群组内的竞品之间的差距逐渐区域明显，未来在目标消费市场的地位将更加稳定。
- **Me&City 品牌修炼成型，即将爆发。**从终端消费市场的反馈来看，MC 品牌的核心竞争力在今年有显著的提升，这种提升主要来源于产品的明显改善和前期品牌形象建设不断积累的叠加。从品牌培育周期和单店培育周期来看，公司尚处在起步期，且我们认为 MC 品牌的定位适应目标消费市场的竞争格局，甚至将复制 ZARA、H&M、ONLY 等国际品牌在我国一、二线城市的增长逻辑，预计收入在未来 3-5 年内将持续爆发式的增长。
- **长期投入放缓和引入加盟策略将造就费用率拐点。**公司今年起放缓了直营投入，渠道拓展主要以加盟为主。我们认为，直营面积增速的放缓和前期品牌建设投入所产生收效渐进式体现的合力将使费用率在下半年出现拐点，并在未来呈现持续回落的态势。
- **盈利预测与投资评级：强烈推荐**我们预计公司 10-12 年 EPS 为 0.78、1.25、1.72 元，我们认为给予 30-35 倍的 PE 较为合理，11 年对应的股价区间为 37.5—43.7 元，给予“强烈推荐”的评级。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	5218	7474	9927	12717	16261
增长率（%）	16.6%	43.3%	32.8%	28.1%	27.9%
净利润（百万元）	604	780	1255	1724	2447
增长率（%）	2.8%	29.2%	60.9%	37.3%	41.9%
每股收益(元)	0.60	0.78	1.25	1.72	2.43
净资产收益率（%）	20.2%	21.1%	26.0%	27.0%	28.5%
PE	43.3	33.5	20.8	15.2	10.7
PB	8.7	7.1	5.4	4.1	3.0

银国宏
策略分析师
执业证书编号：s1480207120048
程远
纺织服装行业分析师
010-6650 7313
13811494338
chengyuan@dxzq.net.cn
MSN:chengyuan0716@hotmail.com

资产负债表数据 （6. 30）

总资产（百万元）	6215.22
股东权益（百万元）	2609.22
每股净资产（元）	2.60
市净率（X）	10.01
负债率（%）	58.02%

交易数据

52 周股价区间（元）	17.6-28.6 元
总市值（万元）	2,613,000
流通市值（万元）	273,000
总股本/流通 A 股（万股）	100,500/10,500
流通 B 股/H 股	
52 周日均换手率	2.71%

52 周股价走势图

资料来源：wind

相关研究报告

1.冬天来了，春天还会远吗？	09.10.13
2.春去冬来 等待花开	10.01.18
3.调整节奏 再续辉煌	10.05.24
4.财务表现与终端反馈完美互动 经营拐点或如期而至	10.08.18

目 录

我们的见解 VS 市场普遍观点 4
1. 推荐美邦服饰的核心逻辑 6
2. 大众群体消费升级支持销售收入持续快速提升 7
2.1 目标消费群的消费观念获将在 2011 年迎来拐点 7
2.2 消费群体数量和消费单体的消费能力将快速提升 8
2.3 美邦服饰最将受益于品牌化、时尚化的大众消费升级过程 9
3. 品牌核心竞争力提升 11
3.1 品牌诉求的表达力是核心竞争力 11
3.2MetersBonwe 品牌诉求表达力进一步提升 12
3.3Me&City 品牌诉求表达力快速培育 14
4. 思辨中不断提升效率 16
4.1 不断增强产品开发能力 16
4.2 订货会制度优化 16
4.3 制造环节增强 17
4.3 物流配送能力提升 17
4.5 终端销售环节不断改善 18
5. 老品牌再续辉煌，新品牌蓄势待发 19
5.1 老品牌 MB 再续辉煌 19
5.2. 新品牌 MC 即将爆发 19
6. 估值、盈利预测及投资建议 20
6.1 绝对估值 20
6.2 相对估值 22
6.3 盈利预测与投资评级 22

表格目录

表 1: A 股品牌服装上市公司渠道一览 11
表 2: MetersBonwe 的营销表达与竞品之间的比较 13
表 3: Me&City 的营销表达与在同一渠道区域内品牌比较 15
表 4: 美特斯邦威终端渠道数量、收入预测 19
表 5: 新品牌 Me&City 终端渠道数量、收入预测 20
表 6: 绝对估值假设条件 20
表 7: 绝对估值结果导出 21
表 8: 美邦服饰主要财务指标预测 22
表 9: 美邦服饰利润表预测 23
表 10: 美邦服饰资产负债表预测 24

插图目录

图 1: ZARA 在中国大陆的渠道结构 4
图 2: H&M 在中国大陆的渠道结构 4
图 3: 推介美邦服饰的核心逻辑....6
图 4: 一线城市衣着类支出占可支配收入比例从 97 年开始大幅提升 7
图 5: 乡镇人均消费能力将在 2011 年达到一线城市 97 年的近似水平 7
图 6: 2011-2015 年我国乡镇人均衣着类支出增长....8
图 7: 多个省市今年上半年大幅提高最低公司标准....9
图 8: 我国城市劳动力供给近期愈发趋于紧张....9
图 9: 服装消费升级逻辑的梯度演绎....10
图 10: 我国服装消费市场品牌定位图谱....10
图 11: 美邦服饰以店铺数量计算得出的渠道分布比例....11
图 12: 服装品牌核心竞争力的构成....12
图 13: 网络宣传....14
图 14: 国内顶级当红明星代言....14
图 15: 植入电视媒体（加油好男儿）....14
图 16: 植入电视媒体（快乐大本营）....14
图 17: 国际明星代言....15
图 19: 网络视频宣传....15
图 20: 产品开发环节的改善....16
图 21: 订货会环节的改善....17
图 22: 生产制造环节的改善....17
图 22: 物流配送环节的改善....17
图 24: 终端销售环节的改善....18
图 25: 绝对估值结果导出....21
图 26: 可比上市公司目前股价对应 09 年市盈率水平....22

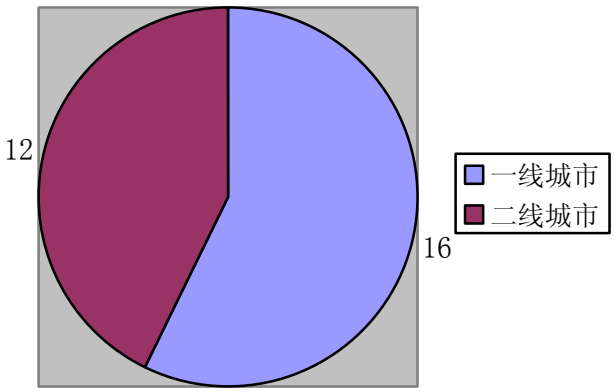
我们的见解 VS 市场普遍观点

1. 新品牌 Me&City 的定位以及产品设计问题

目前市场普遍认为公司新品牌 M&C 的定位以存在重大问题，产品设计与 ZARA 和 H&M 等国际强势品牌相比差距较大，而广告投入与品牌档次不匹配。

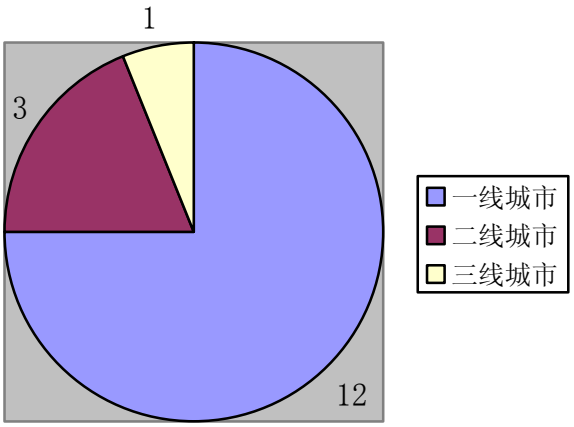
我们认为，公司新品牌 M&C 在产品设计与品类丰富度方面过去确实存在缺陷，而公司今年上半年对该问题予以重视后，情况明显好转。虽然目前的产品设计和品类丰富度与 ZARA 等国际强势品牌仍有差距，但从 M&C 的终端区域看，在多数目标区域（二线和部分三线城市）并未形成与 ZARA、H&M 的正面竞争，且在明年引入成人装加盟店后，预计渠道重心还将下移。目标消费区域消费者较 ZARA、H&M 居多的一线城市相比对产品时尚度的要求相对较弱，而对产品价格相对敏感，因此 M&C 的优势显现相对明显。且从 M&C 的目标消费区域看，服装品牌的供给在档次层级和时尚度层级上都相对匮乏，因此我们认为 M&C 的出现将快速适应目标消费区域中相对具有较高档次喝时尚度要求的消费群体，这一过程类似于 ZARA、ONLY 等国际品牌起初进入我国一线城市的过程。我们认为，M&C 品牌将在三线城市为重心的区域内复制国际品牌在我国一线城市的增长逻辑。

图 1：ZARA 在中国大陆的渠道结构



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 2：H&M 在中国大陆的渠道结构



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2. 销售费用居高不下的担忧

目前市场普遍担心公司销售费用居高不下，并认为公司的广告策略以及市场销售情况存在严重问题。

我们认为，公司从去年下半年至今年上半年销售费用率大幅增加主要有两点原因：第一点是由于去年受金融危机的影响，加盟商普遍对市场的预期较为悲观，因此公司在去年大力发展直营网络，新开直营店较多造成销售费用大增；第二点是由于公司希望加快新品牌 M&C 的成长速度，在品牌初创期快速、大量地投入直营店，并且开设了一些超大面积的旗舰店以提升品牌形象，而新品牌问世后需要想要得到市场的认可并实现目标收入需要一定时间过程，因此一段时期内出现了销售费用增长速度明显高于收入增长的状况。从以上两点因素看，销售费用率的大幅提升主要来自于长期投入力度的加大。而公司董事长在股东大会上明确表示：今年下半年起将放缓直营店、旗舰店等长期投入，并对营销网络渠道进行不断的优化调整，对于目前业绩不理想的少量店铺，公司将会深入了解原因后提出合理的解决方案。而随着前期大规模投入的效益逐渐显现，品牌认知、认可度的将提升，M&C 的平效将持续提升。综上所述，我们判断下半年起公司高销售费用率问题将有缓解，明年销售费用率将有明显下降。

3. 老品牌 M&B 的设计理念问题

目前相当数量的投资者认为，公司老品牌—美特斯邦威是一个设计上缺乏时尚元素并且质量劣质的低端品牌，之所以成为学生群体中的大众品牌是因为其低廉的价格和青春活泼的品牌诉求。

据我们了解，M&B 正在不断积极改进设计能力，产品设计理念不断提升，随着反应速度的不断加快，产品的时尚度随之明显提升。从今年公司推出的“拳头产品”来看，公司将更多适应产品定位的潮流元素引入了产品设计中，将潮流事件、潮流设计有机结合。我们认为，M&B 的产品设计理念在快速向国际 McFashion 品牌靠拢，逐渐做到五星级的时尚度，四星级的设计，三星级的质量，两星级的价格。

4. 老品牌 M&B 未来增长空间的担忧

据我们了解，市场相当数量的投资者认为公司老品牌 M&B 未来成长空间已经不大，其背后的逻辑是：M&B 目前终端店面的数量已经很庞大；品牌定位的目标客户群的年龄范围有限；

我们认为，M&B 未来的发展空间依然旷阔，主要基于以下几点原因：首先，ZARA 目前的平效约为 4 万元人民币，约为公司直营店的 3 倍，随着公司品牌诉求表达力的提升，公司终端店面的平销及产品毛利率有较大提升空间；第二，目前 M&B 在二线城市以基本全部覆盖，而在三、四线城市则尚有较大的开店空间，而我国城镇经济还在快速发展，城镇范围在不断扩大，M&B 未来的在国内销售网络仍有较大扩张空间，并且不排除未来在走出国门跃升为国际品牌的可能；第三，M&B 定位于中档时尚服装，其目标客户主要为学生群体和其他消费能力不强的年轻人群，随着城镇化的不断推进，目标消费人群将不断增加，而收入分配体制改革的导向必然是向中低收入人群倾斜，因此目标消费群的消费能力有望快速提升；第四，公司的产品设计目前显现出男装强女装弱的特征，而女性恰恰是当今社会服装消费的重头，管理层目前对这一问

题相当重视，未来女装的销售将有较大提升空间；第五，从消费观念的时代特征变化趋势看，时尚化、品牌化在服装文化中的地位越来越重，因此预计未来人们的服装消费倾向将越发向时尚服装倾斜，M&B 作为国内时尚品牌龙头必将受益于此。

1. 推荐美邦服饰的核心逻辑

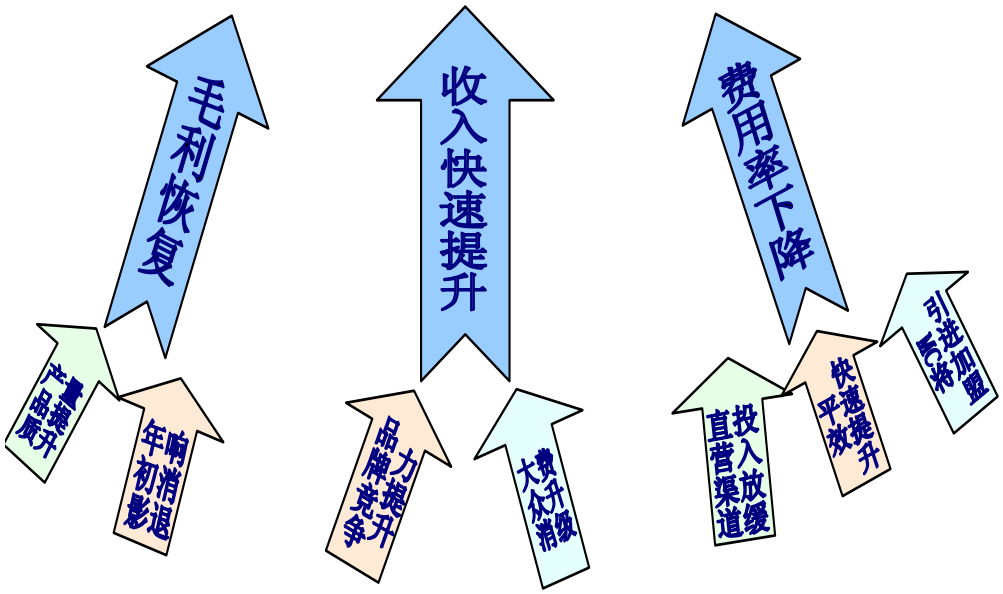
我们强烈推荐美版服饰的核心逻辑主要是基于对公司未来收入快速提升和毛利率恢复以及费用率下降的判断。

收入快速提升的主要原因有两点：一是 MC、MB 品牌核心竞争力均有较明显的提升；二是公司在未来将受益于大众消费升级，即以三、四线城市为主的中低收入人群的消费观念、消费能力、人群规模的持续提升。

毛利率恢复的主要原因有两点：一是 MC、MB 品牌的产品品质的提升致使加价能力的提升；二是公司受年初“劳工荒”、异常气候、存货等方面的影响以基本消退。

费用率下降的主要原因有三点：一是今年起公司的直营渠道投入力度明显放缓，致使销售费用的边际增量下降；二是随着公司品牌核心竞争力的提升以及终端消费市场对新品牌 MC 的认知程度不断提高，存量面积的平效水平将快速提升；三是公司 MC 品牌今年已为童装引入加盟，明年初还将为成人装引入加盟，加盟渠道的建立将明显降低销售费用率。

图 3：推介美邦服饰的核心逻辑



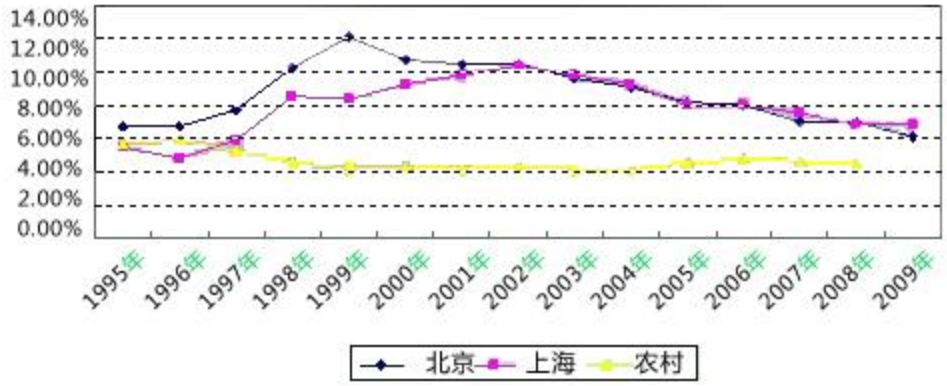
资料来源：东兴证券研究所

2. 大众群体消费升级支持销售收入持续快速提升

2.1 目标消费群的消费观念获将在 2011 年迎来拐点

我们认为，消费升级的主要推动因素是消费能力的提高与消费观念的提升，图 4 显示，我国一线城市（北京、上海）的人均衣着类支出在占可支配收入比例从 97 年开始大幅提升，直至 03 年一直保持高位。

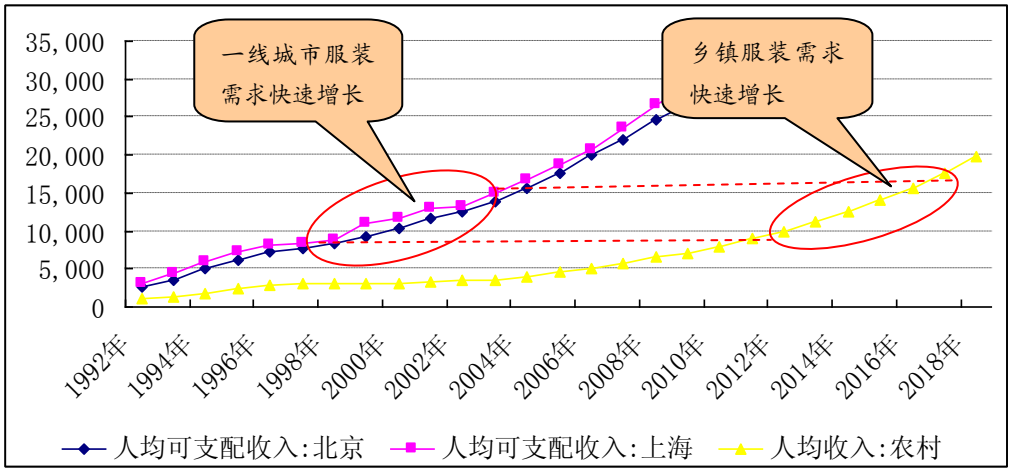
图 4：一线城市衣着类支出占可支配收入比例从 97 年开始大幅提升



资料来源：WIND、东兴证券研究所

从图 5 我们可以看出，1997-2003 年我国一线城市（北京、上海）的人均可支配收入约为 8000-14500 元，考虑通货膨胀后折合目前的金额为 9736-17154 元。09 年我国农村人年均收入为 7115 元，以每年 12%的增速计算（不考虑通货膨胀），2012 年中期至 2017 年底农村人均消费能力近似于一线城市 1997-2003 年的水平。而考虑到一、二线城市对三、四线城市及农村的消费观念升级有较强的带动作用，我们认为我国农村服装消费需求的快速增长期可能会在 2011 年到来。

图 5：乡镇人均消费能力将在 2011 年达到一线城市 97 年的近似水平

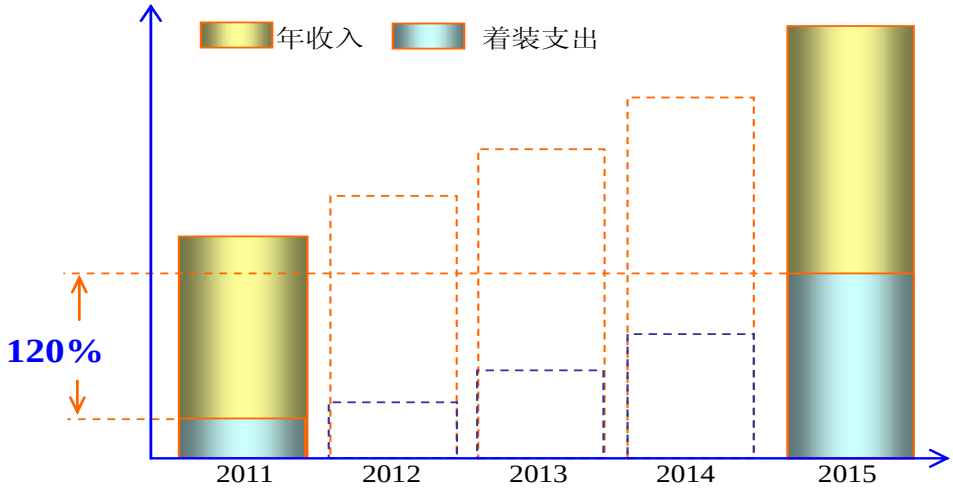


资料来源：WIND、东兴证券研究所

从一线城市的经验来看，1997-2001 年四年的时间里衣着类支出占可支配收入比例提升了超过 60%-70%。如果我们以 2012 年开始我国农村这一比例四年增长 40%、每年人均收入增长 12%测算，则 2011-2015 年我国四线城市人均衣着类支出将增长 120%，年复合增长率约为 22%。

公司作为定位于中档的时尚品牌，渠道重心在三、四线城市，因此我们认为公司将受益于三、线城市的纺织服装消费观念提升。

图 6：2011-2015 年我国乡镇人均衣着类支出增长



资料来源：WIND、东兴证券研究所

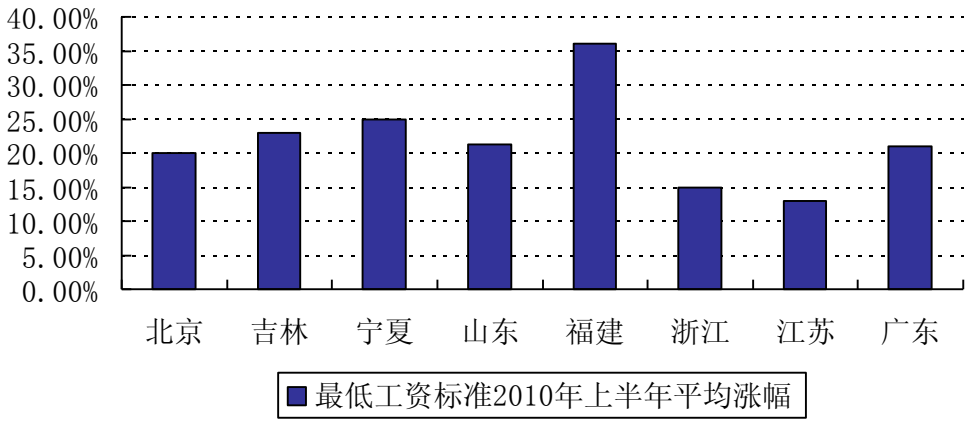
2.2 消费群体数量和消费单体的消费能力将快速提升

随着我国经济逐季回升，今年 2 月起，江苏省宣布上调最低工资标准，目前，浙江、广东、福建、上海等地也陆续调整最低工资标准，数据显示，已经宣布上涨最低工资的 11 个省份平均涨幅达到 17％。今年各地上调最低工资标准在东西部城市呈现出不同的特征：东部城市主要是结构化上调，山区调涨幅度大，沿海地区调涨幅度小；西部城市则大大增加了上调幅度。一些省市还尝试建立最低工资和物价水平的联动机制，这意味着最低工资标准调整的频率还可能更快。

从政策层面来看，收入分配体制改革越来越受到中央的重视。今年胡锦涛曾强调收入分配改革要更重公平，“不断增加劳动者特别是一线劳动者劳动报酬”；4 月 1 日出版的《求是》杂志上，温家宝总理发表文章《关于发展社会事业和改善民生的几个问题》指出，当前，收入分配问题已经到了必须下大力气解决的时候。如果收入差距继续扩大，必将成为影响经济发展和社会稳定的重大隐患。在 5 月份公布的《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》中，国家发改委将收入分配制度改革进一步具体化，《意见》明确提出，在收入分配制度改革领域，中国将提出调整优化国

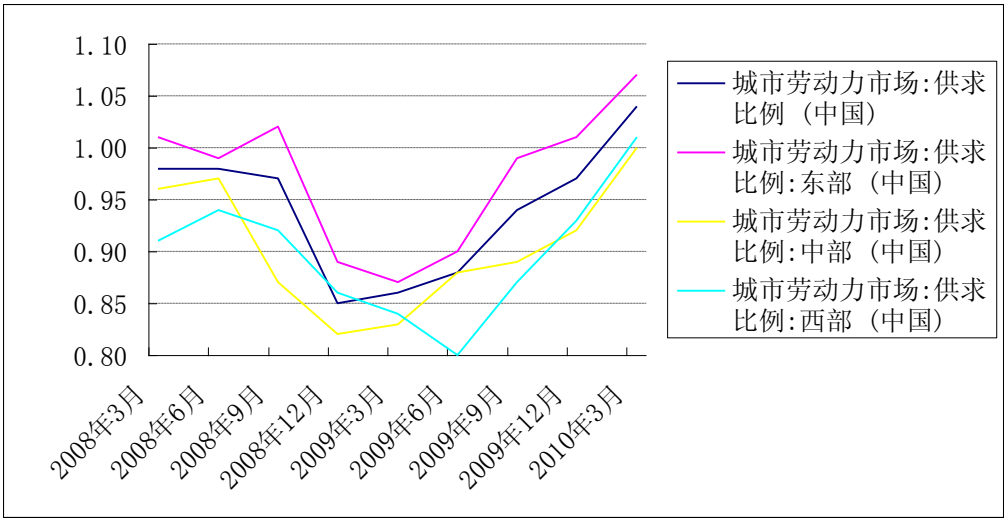
民收入分配格局的目标、重点和措施；7 月 15 日、16 日，十一届全国人大财经委听取国务院有关部门关于今年上半年经济运行情况的汇报后提到，转变经济发展方式必须深化收入分配改革，要抓紧制定出台调整国民收入分配格局的方案，提高农民和城市低收入群体收入水平，更好发挥消费对经济增长的拉动作用。可以看出，未来收入分配的政策导向向中低收入人群倾斜可谓是已经明朗的趋势。

图 7：多个省市今年上半年大幅提高最低公司标准



资料来源：东兴证券研究所

图 8： 我国城市劳动力供给近期愈发趋于紧张



资料来源：东兴证券研究所

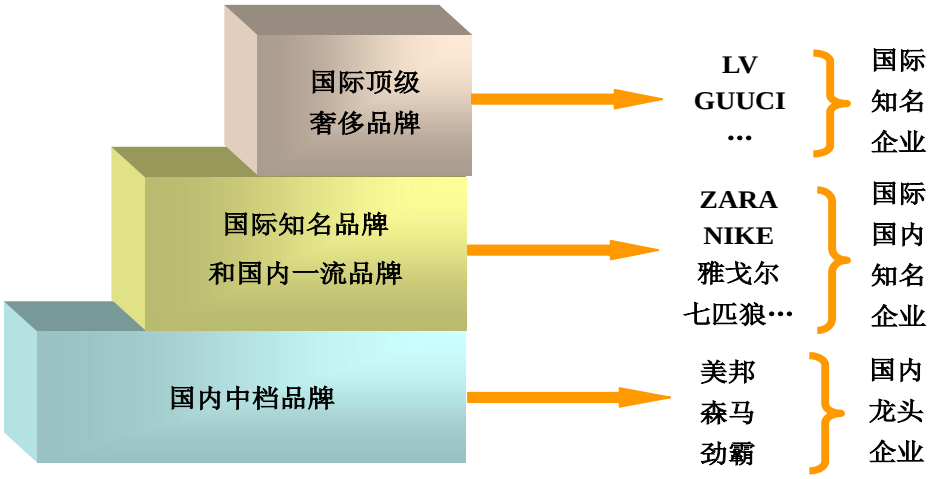
我们认为，公司作为定位于中、低档的时尚服装品牌龙头，未来将明显受益于目标消费群体的消费能力提升。

2.3 美邦服饰最将受益于品牌化、时尚化的大众消费升级过程

根据我们在纺织服装行业 2010 半年度策略报告:“梯度消费升级 突破资源缺口”中提到的品牌服装梯度消费升级的逻辑，我们认为品牌服装的消费升级在由中心

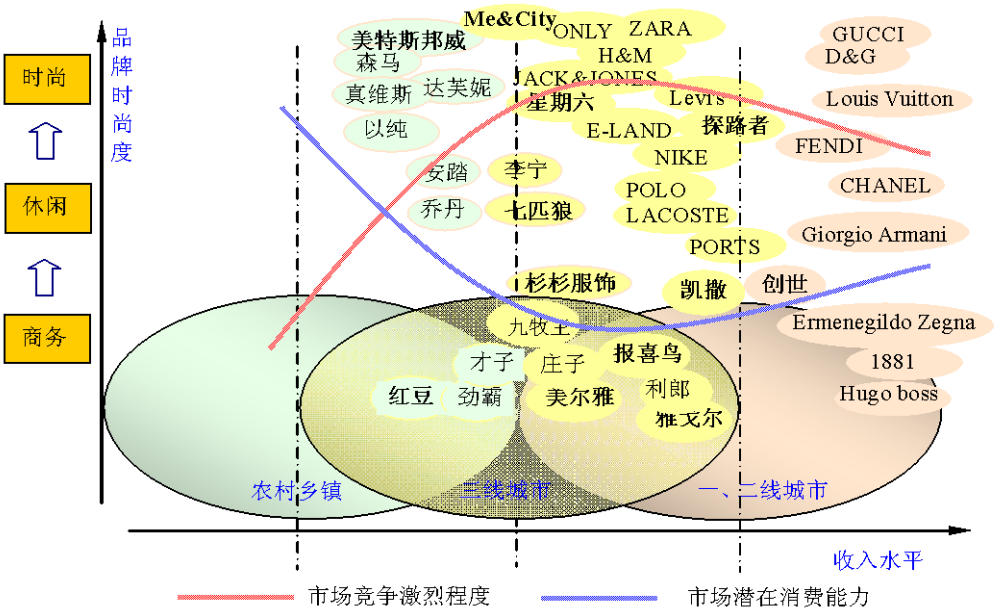
城市向经济欠发达的中小城市梯度转移，这种消费升级转移的过程呈现出消费观念统一和品牌档次梯度变化的特征。从消费观念的变化来看，品牌化、时尚化是大势所趋，而品牌档次则如图 9 所示，呈现梯度变化的特征。

图 9：服装消费升级逻辑的梯度演绎



资料来源：东兴证券研究所

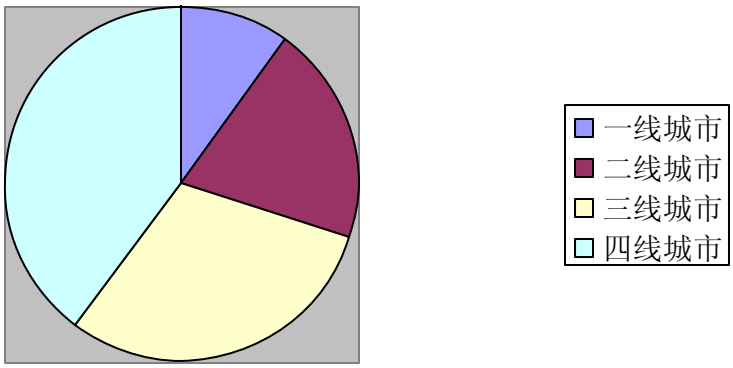
图 10：我国服装消费市场品牌定位图谱



资料来源：东兴证券研究所

经过多年的成长和历练，美邦服饰已是一家具备研发设计、渠道、品牌力、管理等核心竞争优势的时尚品牌服装企业，因此最将受益于以时尚化、品牌化为主导方向的中低收入人群服装消费升级的大趋势。

图 11：美邦服饰以店铺数量计算得出的渠道分布比例



资料来源：东兴证券研究所

表 1：A 股品牌服装上市公司渠道一览

公司名称	店面数量	09 年收入（预计）	渠道布局重点区域	品牌定位
美邦服饰	3000 家左右	50 亿元左右	二、三、四线城市居多	中档时尚休闲服装
七匹狼	3000 家左右	20 亿元左右	二、三线城市为主	中档商务休闲男装
雅戈尔	近 2000 家	120 亿元左右	二、三线城市为主	中高档商务男装
星期六	1300 家左右	近 9 亿元	二、三线城市为主	中档女鞋
报喜鸟	800 家左右	近 10 亿元	二、三线城市为主	中高档商务男装
探路者	480 家左右	近 3 亿元	一、二线城市	中高档户外用品
美尔雅	200 家左右	2 亿元左右	湖北省内为主	中高档商务男装

资料来源：东兴证券研究所、公司公告

3. 品牌核心竞争力提升

3.1 品牌诉求的表达力是核心竞争力

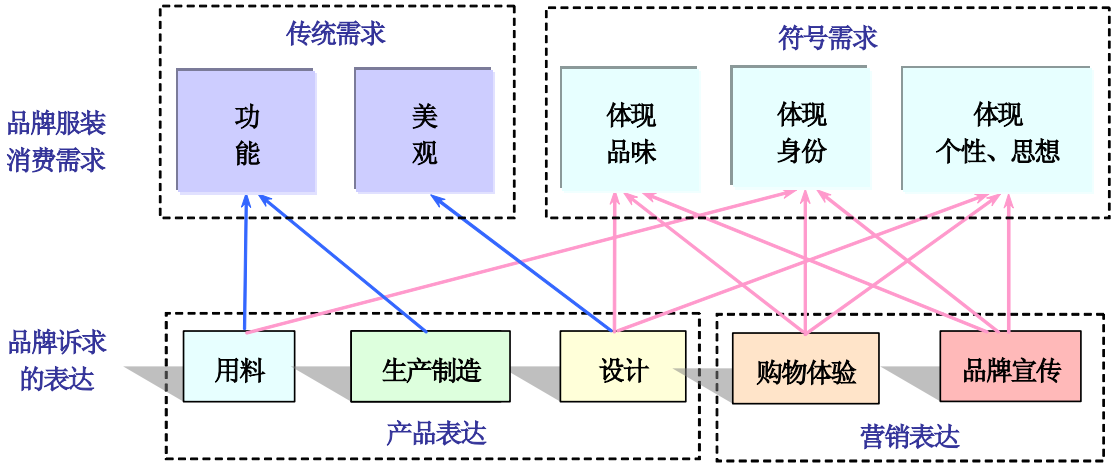
从传统的消费者的消费习惯来看，消费者通常以较为理性的观点来进行消费行为，这种理性一般表现为对服装款式设计、质量、原料品质等方面的比较和权衡。然而，如今我们却看到了越来越多的消费行为已经不能用这种传统的理性观点来解释，

我们认为，这种变化来源于逐渐兴起的思想—后现代主义（post-modernism）的影响，服装消费的出发点渐渐以“消费符号1论”来进行。

基于对品牌服装消费行为的认识，我们将品牌服装消费需求分为两类，即传统需求和符号需求，传统需求包括功能需求和美观需求，符号需求则包括体现消费者自身品牌为的需求和体现消费者身份的需求以及体现消费者个性、思想的需求。

我们认为服装品牌的核心竞争力在于能否适应消费需求的变化，而品牌展现在消费需求面前的实际上是由产品和营销共同形成的产品诉求的表达，因此我们将品牌的核心竞争力定义为品牌诉求的表的力。品牌诉求的表达依靠产品表达和营销表达共同有机作用而形成，产品表达由用料、生产制造、设计三个元素组成，营销表达由购物体验和品牌宣传两个元素组成。

图 12：服装品牌核心竞争力的构成



资料来源：东兴证券研究所

3.2MetersBonwe 品牌诉求表达力进一步提升

3.2.1 产品表达

经过持续、大面积的草根调研，以及对服装产品消费的深入研究，我们在认识到公司 MB 品牌的产品表达在今年有显著的提升。我们认为，这种提升一方面来自于原先 M&C 品牌将 MB 的都市系列切割后对 MB 产品品类的影响在不断消退，另一方面则是源于产品时尚度的提升以及设计团队对终端市场把握能力的提升。

公司在今年推出了“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 系列已经在今年面世，该系列联手美国梦工厂旗下最受欢迎的近 20 个卡通形

[1]注释：所谓符号，是指能代表自身之外事物的事物，相当于 A=B。A 不仅仅是 A 本身，它还意味着它之外的另一个对象，即 B。提到 A，人们即能明白其所指的对象或意义 B。该理论在服装消费行为上体协为，消费者在购买服装时考虑的不再局限于服装本身的物理属性，取而代之的是以产品符号象征内涵为选购动机。

象，推出动漫潮流 TEE，这在中国时尚品牌中可谓是最大的一次跨界授权合作，同时国内时尚品牌主体化运作的最大手笔。MTEE 第一季与梦工厂动漫形象的合作，主打 Kidult 文化与潮流的结合。Kidult 是 Kid 与 Adult 的合并，Kid 代表小孩；Adult 即成人，组合起来特指有着小孩特质心态、心境、个性、趣味的成年人。Kidult 如今已经成为一种时尚现象，是一种保持年轻心态的时尚手段。MTEE 第一季以经典的动漫形象为服装缔造了有力的“符号”，表达了人们心中永存的童真童趣。MTEE 同时用创意的潮流印花进行表现，其推出的梦工厂形象包括功夫熊猫、怪物史瑞克、马达加斯加三部影片中的人物，在保留其原有特点的基础上，MTEE 的设计团队运用了更多潮流的元素来表现 Kidult 的气质，准确地、有效地表现了品牌的消费诉求，让 MTEE 成为目标消费群今夏必备的潮流单品。

从我们草根调研的反馈来看，在山东、河北、河南、湖南、湖北、福建、江苏、浙江等省的近百名消费者中，有 75%以上的消费者认为 MB、森马、真维斯、以纯等处于同一战略群组的品牌中，MB 是最受消费者青睐的品牌，并由 20%以上的消费者主动表示意识到了 MB 品牌的产品在今年有明显提升。从近期公司发布的中报情况看，MB 品牌收入的快速增长也印证了我们从终端得到的反馈。

3.2.2 营销表达

从品牌宣传方面来看，MetersBonwe 多年来一直保持了较大的力度，这也是公司在过去的十余年品牌力快速提升并不断超越真维斯等竞争品牌的关键原因。

从品牌宣传的操作来看，公司先后聘请了周杰伦、潘韦伯、张韶涵多位国内顶级当红明星为品牌代言，不断有效地提升品牌力，使消费诉求更加生动，逐步将品牌文化深入目标消费群。公司还先后赞助了加油好男儿、快乐大本营等多档热播电视节目，从而使品牌的知名度不断保持、提升，并将最新的品牌文化诉求不断快速地、有效地传播给消费者。

表 2：MetersBonwe 的营销表达与竞品之间的比较

	美邦服饰	真维斯	森马	以纯
店面选址	一、二线城市的核心商圈多有形象店；、三、四线城市多为商业区的黄金位置	一、二线城市核心商圈的形象点较少；三、四线城市多为商业区的黄金位置	一、二线城市核心商圈的形象点较少；三、四线城市多为商业区的黄金位置	一、二线城市核心商圈的几无形象点；三、四线城市多为商业区的黄金位置
代言人	周杰伦、张韶函、潘韦伯	陈楚生	谢霆锋、罗志祥 Super Junior	李俊基、古天乐、张柏芝
广告策略	国内顶级当红明星代言；植入电视热播节目；网络宣传片；路牌广告	国内明星代言；路牌广告	亚洲明星代言；电视媒体；网络宣传片；路牌广告	亚洲明星代言；路牌广告

资料来源：东兴证券研究所

图 13：网络宣传

资料来源：东兴证券研究所

图 14：国内顶级当红明星代言

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 15：植入电视媒体（加油好男儿）

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 16：植入电视媒体（快乐大本营）

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

3.3Me&City 品牌诉求表达力快速培育

3.3.1 产品表达

公司在建设 MC 品牌起初的操作是将 MB 品牌的都市系列直接改为了 MC，产品表达也承接了原 MB 都市系列的风格，产品表达与营销表达的不匹配造成了终端消费市场对品牌的不认可。而在今年二季度，经过大面积的草根调研后，从终端消费市场的反馈与我们的观察、分析来看，我们认识到 MC 的产品表达有了十分明显的改善，产品的品类丰富程度和产品时尚程度均有明显提升，产品的表达与营销表达逐步趋于一致。从 MC 目前的产品来看，男装产品明显好于女装，我们认为男装的产品表达目前与 JACK&JONES 的水平处于伯仲之间，而女装产品尚与国际品牌有较大差距。

从我们草根调研的反馈来看，在经济较发达的一、二线城市中，对 M&C 产品的认知、认可程度较差，而在经济欠发达的二、三线城市中，第 M&C 产品的认知、认可程度则较好。未开设 M&C 品牌的部分三线城市也有相当数量的消费者对 M&C 品牌有所认知，并有部分消费者主动表示很希望 M&C 能够开到自己生活的城市。分性别来看，男性消费者对 M&C 的评价较好，而女性消费者的评价相对较差。

从中报的收入来看，MC 品牌实现了同比 100%以上的增长，这一数据也一定程度上也说明了产品方面的提升在逐步被消费市场所认可。

3.2.2 营销表达

公司在 M&C 品牌定位成时尚度、品质、档次、目标消费人群年龄均高于 MB 品牌的类国际品牌，在品牌建设初期就投入了相当的营销力度。公司为该品牌先后聘请了米勒、奥兰多布鲁姆等多位国际巨星为品牌代言，并拍摄了多个品牌宣传视频通过网络传播。公司在一年半的时间内，在各大中心城市的核心商圈的临街位置开设了多个大型旗舰店，有效地提升了品牌知名度和影响力。

表 3：Me&City 的营销表达与在同一渠道区域内品牌比较

	M&C	真维斯	森马	以纯
店面选址	一、二、三线城市的核心商圈多有形象店；其他店面均在城市商业区的黄金位置	一、二线城市核心商圈的形象点较少；三、四线城市多为商业区的黄金位置	一、二线城市核心商圈的形象点较少；三、四线城市多为商业区的黄金位置	一、二线城市核心商圈的几无形象点；三、四线城市多为商业区的黄金位置
代言人	米勒、奥兰多布勒姆	陈楚生	谢霆锋、罗志祥、Super Junior	李俊基、古天乐、张柏芝
广告策略	国际明星代言；网络宣传片；路牌广告	国内明星代言；路牌广告	亚洲明星代言；电视媒体；网络宣传片；路牌广告	亚洲明星代言；路牌广告

资料来源：东兴证券研究所

图 17：国际明星代言

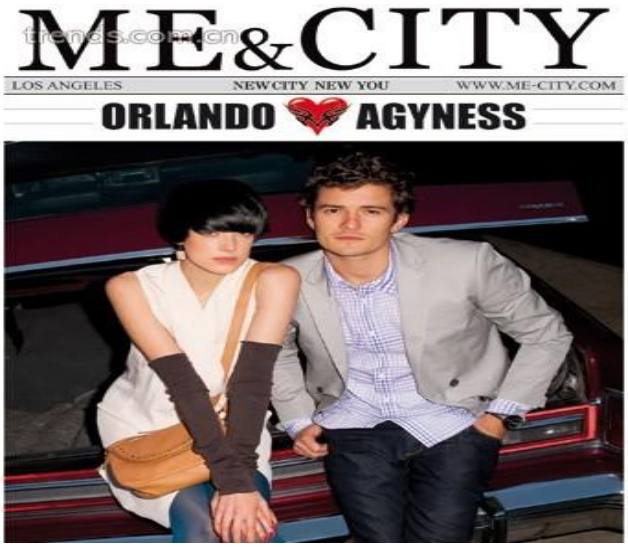


图 19：网络视频宣传

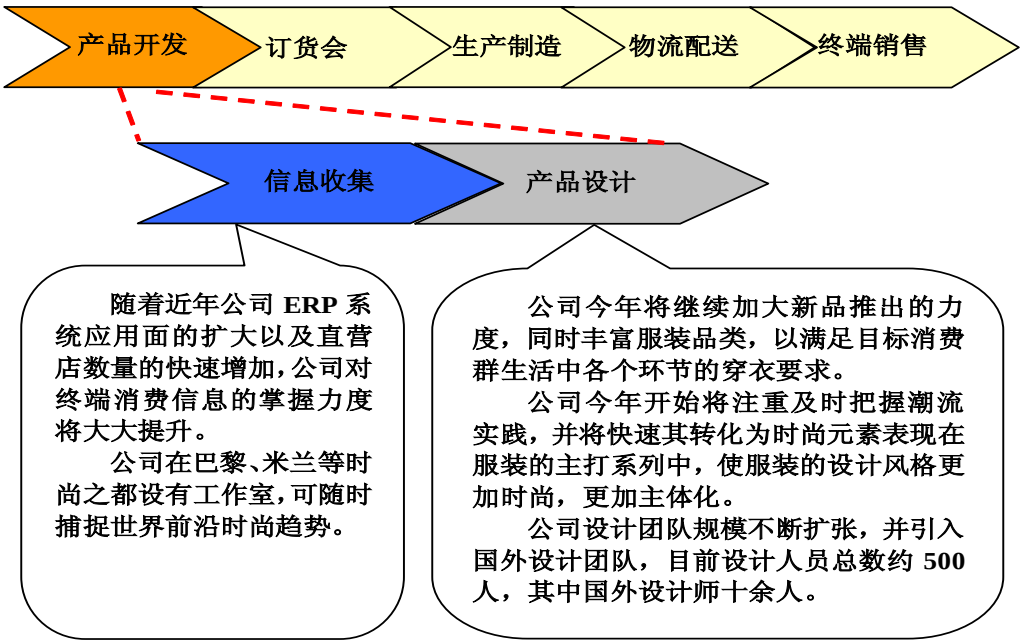
资料来源：CEIC，东兴证券研究所　　资料来源：CEIC，东兴证券研究所

4. 思辨中不断提升效率

4.1 不断增强产品开发能力

产品开发环节作为微笑曲线的左端，在价值链中的附加值权重较高，是品牌服装企业核心竞争力的重要组成部分。公司今年在该环节做出的改善如图 20 所示:

图 20：产品开发环节的改善

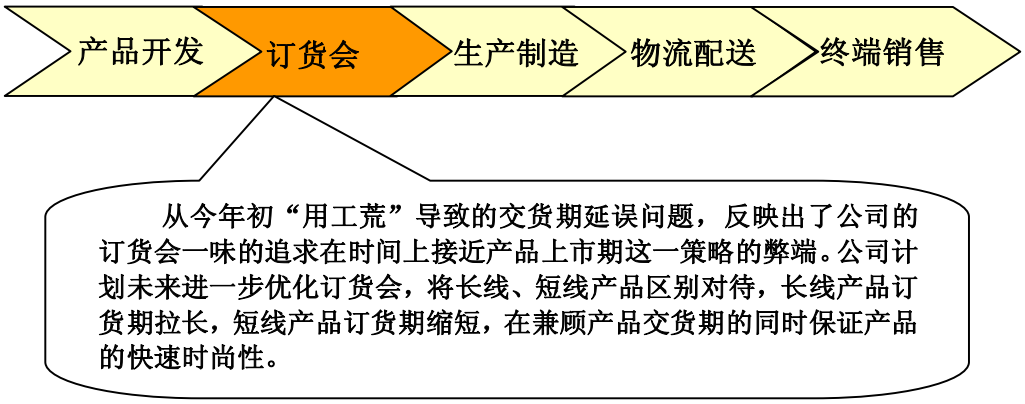


资料来源：东兴证券研究所

4.2 订货会制度优化

订货会作为品牌商与渠道商之间合作最主要的形式，在品牌服装运营中显得至关重要。在行业发展的不同阶段中，在不同的品牌类型、档次的定位中，订货会的制度要求、频率等都有所不同。公司作为国内时尚品牌的龙头企业，订货会的频率高达一年 6 次，且订货期与预卖期间隔较短。该特征虽然可以实现相对较快的反应速度，达到产品的高时尚性，但留给制造环节的协调余地较小。公司今年在该环节做出改善如图 21 所示:

图 21：订货会环节的改善

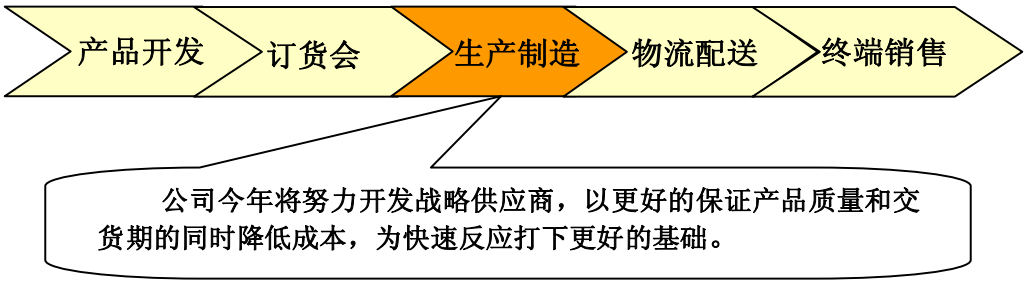


资料来源：东兴证券研究所

4.3 制造环节增强

生产制造环节在价值链中所占的附加值权重较低，因此公司将该环节完全外包，但这会对产品的质量保障、供货反应速度和产品成本造成一定影响。公司今年在该环节做出改善如图 22 所示：

图 22：生产制造环节的改善

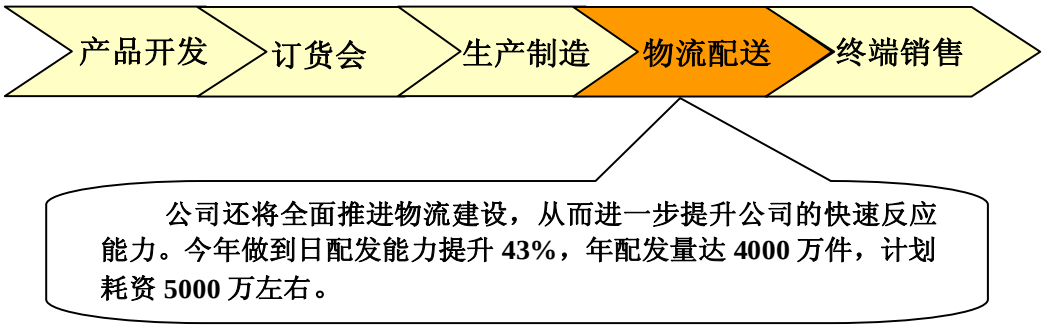


资料来源：东兴证券研究所

4.3 物流配送能力提升

公司的物流配送环节部分以外包的形式完成，部分以自有物流完成，公司在该环节做出改善如图 23 所示：

图 22：物流配送环节的改善

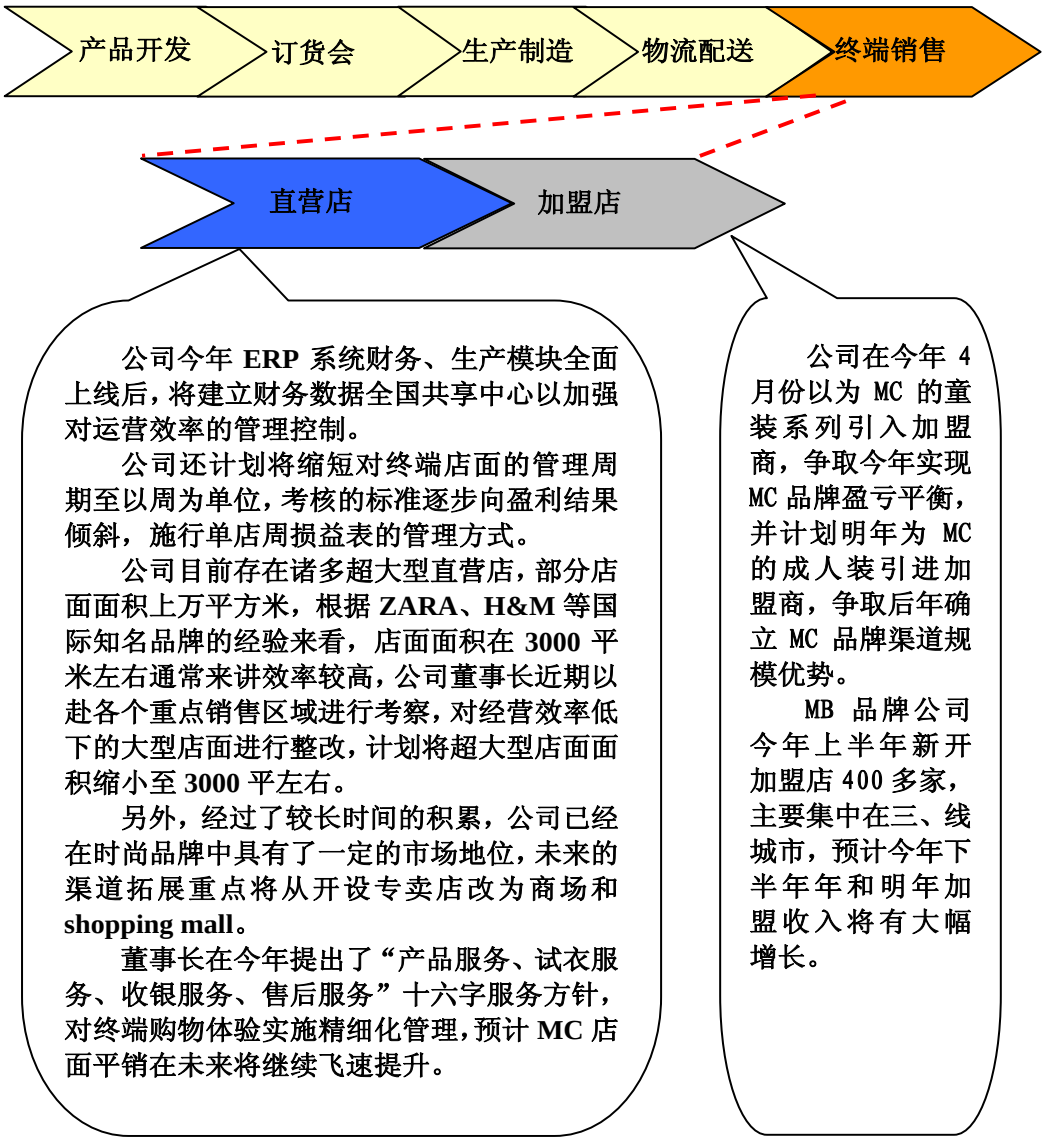


资料来源：东兴证券研究所

4.5 终端销售环节不断改善

终端渠道销售是全价值链中附加值最高、最关键的环节，我国的很多品牌商在过去十年左右的时间里经历了跑马圈地似的外延扩张过程，随着目前市场竞争的日益激烈，一些已经具有较大规模和较强品牌影响力的企业纷纷开始重视对终端渠道的管理，公司在该环节做出改善如图 24 所示：

图 24：终端销售环节的改善



资料来源：东兴证券研究所

5. 老品牌再续辉煌，新品牌蓄势待发

5.1 老品牌 MB 再续辉煌

去年受金融危机的影响，加盟商对市场预期普遍较为保守，开店、拿货数量均不理想，而公司在直营网络的建设上投入了较大力度，同时也取得了丰硕的成果。而从终端的销售情况来看，明显好于加盟商的悲观预期，而金融危机对加盟商心态的影响目前也已基本消除。

从今年加盟商的开店情况来看，上半年新开加盟店 300 余家，从上半年的加盟收入增速来看，加盟商的拿货热情也有明显提升。预计今年下半年加盟收入增速进一步提升，我们预测增速约为 30%左右。我们预计今年新加盟店 450 家左右，因此明年加盟收入将实现大幅增长，我们预测增速约为 35%左右。

公司今年直营开店速度明显放缓，上半年直营收入同比大幅提升约 50%，该提升主要是去年的直营渠道拓展与平销大幅提升所致。今年上半年 MB 品牌可比同店平销同比提升逾 20%，随着产品表达的持续提升和营销表达的不断深入以及目标消费群消费量的提升，预计平销在未来将持续稳定增长。我们预计，今年 MB 品牌直营收入将实现 50%左右的增长，明年直营收入将实现近 20%的增长。

表 4：美特斯邦威终端渠道数量、收入预测

年份	加盟店数量	加盟店收入	直营店数量	直营店收入	终端店面合计	终端销售收入
2009	2340	2,750.00	438	2,069.55	2778	4,819.55
2010	2808	3,575.00	504	3,173.31	3312	6,748.31
2011	3229	4,862.00	554	3,781.53	3783	8,643.53
2012	3617	6,320.60	609	4,415.66	4226	10,736.26
2013	4051	7,900.75	670	5,138.81	4721	13,039.56
2014	4537	9,875.94	737	6,001.14	5274	15,877.08

资料来源：东兴证券研究所

5.2. 新品牌 MC 即将爆发

公司 MC 品牌 08 年上市后直营网络扩张迅猛，在各大中心城市纷纷开设了大型旗舰店，并投入了较大力度的广告宣传，因此造成了相关销售费用大幅增加，09 年 MC 品牌渠道建设耗资近 5 亿元，团队建设耗资 4000 万左右，品牌宣传耗资 4000 万左右。

公司 MC 品牌第一个完整销售年度实现收入约 3.6 亿元，今年上半年实现收入 2.4 亿元，同比增长约 100%，再结合终端消费市场的反馈来看，公司在目标消费群中已经建立了一定的品牌知名度和美誉度。

从目前的盈利境况来看，MC 品牌尚未实现盈亏平衡，其主要原因是由于前期的直营建设和品牌宣传等品牌建设长期投入力度较大，这种长期投入并未反映在资产负

债表内，而几乎全部是以销售费用的形式表现，但品牌核心竞争力提升需要经过消费市场的逐渐认知，因此其收效将会是渐进式的体现。我们预计，MC 品牌今年亏损额将明显缩小，明年将实现盈利。

公司今年明确了放缓 MC 品牌直营网络建设的操作策略，并在产品设计、丰富品类、终端管理等方面投入更多的精力，预计 MC 品牌今年新开直营店数量在 25 家以内。MC 品牌的童装系类已在今年初成功引入了加盟商，并计划明年年初引入成人装加盟商，加盟渠道开展后将有效地拉动 MC 品牌收入持续快速增长，我们预计 MC 品牌 10、11 年实现收入分别为 7.26、12.83 亿元。

MC 品牌的档次、时尚度以及目标客户年龄段的定位均高于 MB。从渠道结构定位来看，目前在一、二、三线城市均有网点，而随着未来 MC 品牌引入加盟渠道，预计其渠道中心将有所下移，渠道重心将在二、三线城市。从经济较发达的一、二线城市中品牌服装市场的竞争格局来看，品牌的档次、类型的供给均已较为丰富，从 LV、HERMES、GUCCI 等奢侈品牌到 MetersBonwe、森马、班尼路等中低档品牌，从雅戈尔、BOSS 等商务品牌到 ZARA、H&M 等快速时尚品牌。而从二、三线城市的情况来看，国际强势品牌目前进入的相对较少，服装品牌的档次、类型的供给显得相对较为匮乏，尤其是在大部分三线城市，高时尚度的品牌极为缺乏。综合以上原因，我们看好 MC 品牌在目标消费市场的发展，并将复制 ZARA、H&M、ONLY 等国际时尚品牌在我国一、二线城市的快速增长逻辑。

表 5：新品牌 Me&City 终端渠道数量、收入预测

年份	加盟店数量	加盟店收入	直营店数量	直营店收入	终端店面合计	终端销售收入
2009	暂不预测	0	85	357.00	85	357.00
2010		30	119	696.15	119	726.15
2011		120	155	1,163.57	155	1283.57
2012		300	201	1,680.71	201	1980.71
2013		600	261	2,621.90	261	3221.90
2014		960	314	3,495.87	314	4455.87

资料来源：东兴证券研究所

6. 估值、盈利预测及投资建议

6.1 绝对估值

表 6：绝对估值假设条件

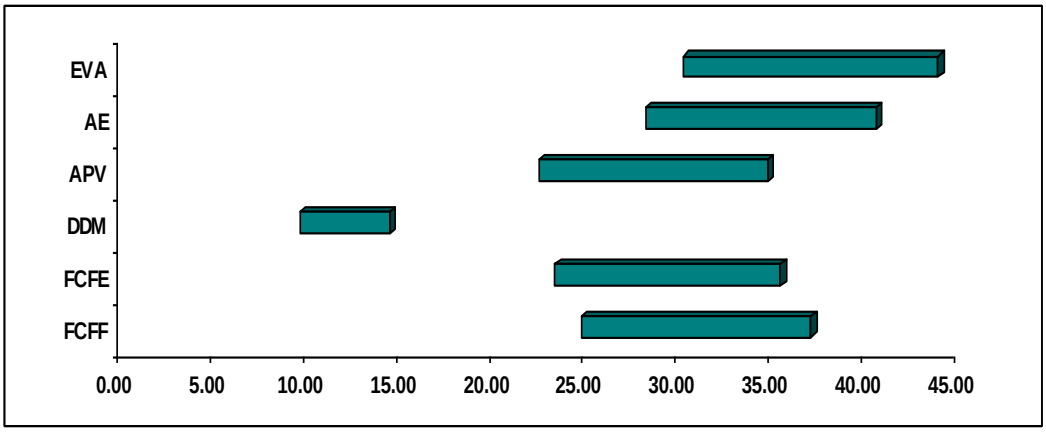
假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	5.00%
长期增长率	1.00%
应付债券利率	6.00%
无风险利率 Rf	5.00%

β	0.77
Rm	11.00%
Ke	9.62%
税率	22.00%
Kd	5.07%
Ve	26,913.90
Vd	396.10
WACC	9.55%

资料来源：东兴证券研究所

我们采用了 EVA、AE、APV、DDM、FCFE、FCFF 等估值方法对美邦服饰进行了估值，导出结论如下：

图 25：绝对估值结果导出



资料来源：东兴证券研究所

表 7：绝对估值结果导出

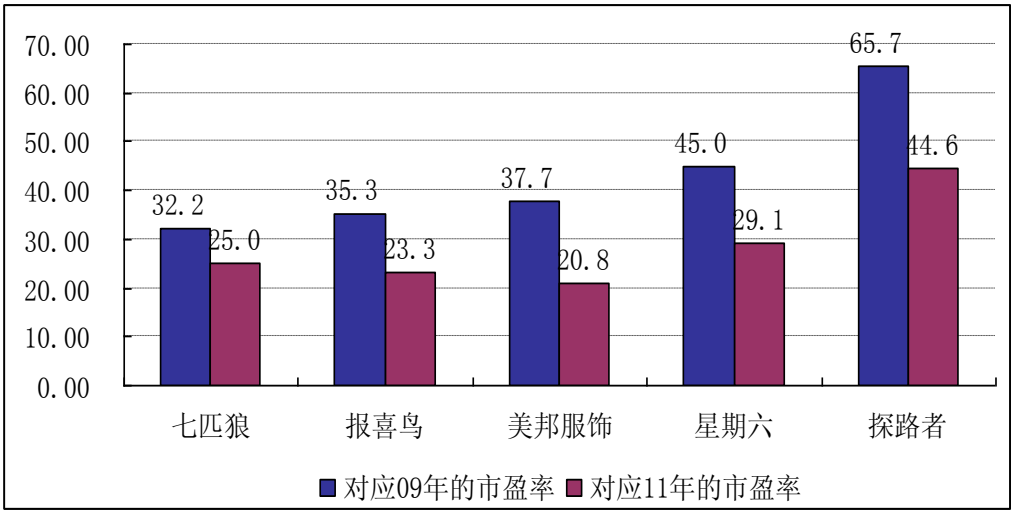
估值方法	估值结果	估 值 区 间			敏感度分析区间
FCFF	29.54	24.72	-	37.10	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	28.06	23.33	-	35.47	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	11.46	9.58	-	14.40	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	27.26	22.46	-	34.80	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	33.07	28.24	-	40.62	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	35.40	30.22	-	43.97	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

6.2 相对估值

我们选取了与美邦服饰经营模式和主业内容类似的几家公司进行了对比，对应 09 年的市盈率均值为 44.6 倍，对应 11 年的动态市盈率为 30.5 倍，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，我们认为应给予对应 2010 年 30-35 倍的 PE 较为合理。

图 26：可比上市公司目前股价对应 09 年市盈率水平



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

6.3 盈利预测与投资评级

根据上述分析，我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.78、1.25、1.72 元，以我们认为合理的相对估值计算，对应 2011 年的股价区间为 36.6—42.7 元，目前股价仅为 26 元左右，维持 “强烈推荐”的投资评级。

表 8：美邦服饰主要财务指标预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5218	7474	9927	12717
(+/-)%	16.63%	43.26%	32.81%	28.10%
经营利润（EBIT）	713	1061	1707	2357
(+/-)%		48.68%	60.99%	38.06%
净利润	604	780	1255	1724
(+/-)%	2.84%	29.17%	60.85%	37.34%
每股净收益（元）	0.60	0.78	1.25	1.72

资料来源：东兴证券研究所

表 9：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**	7,474	9,927	12,717
	16.6%	**43.3%**	**32.8%**	**28.1%**
减：业务成本	**2,894.60**	4,162	5,490	6,992
营业税费营业税金及附加	27.65	30	40	51
	44.5%	**44.3%**	**44.7%**	**45.0%**
营业费用	1,450.56	1,943.36	2,332.87	2,861.32
管理费用	216.66	298.98	387.16	495.96
财务费用	52.87	30.10	15.88	7.62
其中：利息支出	0.00	33.75	19.99	14.00
利息收入	0.00	3.65	4.11	6.38
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
营业利润	561.66	1,000.61	1,651.87	2,298.88
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
利润总额	632.82	1,000.61	1,651.87	2,298.88
减：所得税	28.60	220.13	396.45	574.72
	4.52%	**22.00%**	**24.00%**	**25.00%**
净利润	604.23	780.48	1,255.42	1,724.16
归属于母公司所有者的净利润	604.23	780.48	1,255.42	1,724.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
	11.6%	**10.4%**	**12.6%**	**13.6%**
	2.8%	**29.2%**	**60.9%**	**37.3%**
发行在外股份数量(百万股)	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00
基本每股收益	**0.60**	**0.777**	**1.249**	**1.716**
稀释每股收益	**0.00**			

	-36.2%	29.4%	60.9%	37.3%
股利	261.34	78.05	125.54	172.42
期初未分配利润	512.68	846.19	1,470.57	2,474.91
提取盈余公积	196.47	78.05	125.54	172.42
期末未分配利润	846.19	1,470.57	2,474.91	3,854.23

资料来源：东兴证券研究所

表 10：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	1,121.17	1,619.82	2,631.21
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.41	0.54	0.70
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	614.34	815.93	1,045.23
其他应收款	88.24	126.41	167.89	215.08
预付款项	427.80	444.45	466.41	494.38
存货	901.99	1,368.17	1,504.00	1,724.13
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
流动资产合计	3,211.44	3,674.95	4,574.59	6,110.73
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	1,806.90	2,117.40	2,446.61
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
非流动资产合计	2,239.72	2,083.96	2,381.46	2,697.66
资产总计	5,451.16	**5,758.91**	**6,956.05**	**8,808.39**
流动负债				
短期借款	458.72	199.74	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	79.81	105.28	134.10
应付账款	507.38	684.08	902.40	1,149.42
预收款项	26.89	26.89	26.89	26.89
应付职工薪酬	82.81	89.43	96.59	104.32
应付股利	16.20	0.00	0.00	0.00
应交税费	65.64	70.89	76.56	82.69
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	197.87	207.76	218.15	229.05
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
流动负债合计	2,260.18	**1,358.61**	**1,425.87**	**1,726.47**
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
非流动负债合计	200.00	200.00	200.00	200.00
负债合计	2,460.18	**1,558.61**	**1,625.87**	**1,926.47**
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	**1,821.13**	**1,821.13**	**1,821.13**
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	196.47	274.51	400.06	572.47
未分配利润	846.19	1,470.57	2,474.91	3,854.23
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	3,701.40	4,831.27	6,383.01
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（或股东权益）合计	2,990.99	3,701.40	4,831.27	6,383.01
负债和所有者权益（或股东权益）总计	5,451.16	5,260.00	6,457.14	8,309.48

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。