



# 战略定调三驾马车

买入首次

当前价格: 33.1 元

## 投资要点:

- 确立了 MB、MC、网购三驾马车共同推进的新战略
- 渠道控制力强
- 公司的行业标杆地位不可撼动

## 报告摘要:

- 公司通过对经营问题进行了反思和调整, 确立了新的发展战略——**MB、MC、网购三驾马车共同推进**。公司自创建之初一直专注于做设计和品牌运作。2008年在已有 MB 品牌基础上推出了 MC 品牌, MC 品牌前期遭遇到挫折。管理层通过重新战略定位, 使公司业绩在三季度走出低谷, 开始快速增长。
- 渠道是品牌企业的生命线, 公司在渠道扩张的同时, 牢牢把握着渠道控制权**。公司营业收入的 45% 是由直营渠道实现的, 有效避免了加盟商过于强大造成的控制力丧失。2010 年上半年, 公司直营收入同比增长 53%。加盟店面也持续快速增长, 推动加盟收入同比增长 28%。
- 谨慎主动应对行业风险**。公司加强与供应商的合作, 给予主要供应商信贷支持等方式提前备货, 在锁定成本的同时保证交货期。同时, 公司延长前导期, 订货会提前, 给产品生产到上架留出足够的时间。通过这些措施应对原材料上涨、劳动力供应紧张等行业问题。
- 公司的行业标杆地位不可撼动**。公司在品牌运作、企业经营管理等方面一直走在行业最前端, 在行业内率先采用轻资产模式、率先采用先进的仓储系统等, 我们认为在经历挫折后, 公司的发展将更加稳健。
- 盈利预测**。预计公司 2010、2011 年可以实现每股收益 0.76 元、1.13 元, 根据公司 2010 年 12 月 24 日收盘价 33.1 元计算, 2011 年的动态 PE29 倍, 给予“买入”评级。
- 风险提示**: MC 平效提高及邦购业务不如预期的风险。

## 纺织服装研究团队

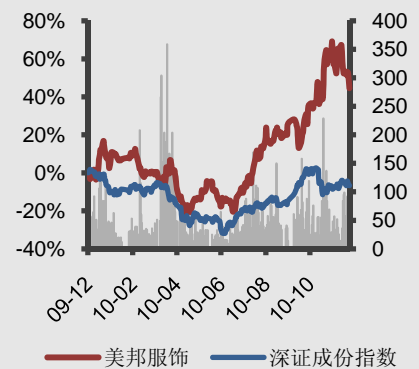
联系人

刘志茹

电话: 010-88085230

Email: liuzhiru@hysec.com

## 市场表现



## 公司数据

总股本 (万股)	100,500
流通股本 (万股)	10,500
流通比例	10.45%
主要股东	上海华服投资有限公司
主要股东持股比例	80.60%

主要经营指标	2009	2010E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	489.32	649.60	783.34	1,029.45
同比增长率	-0.1%	32.8%	20.6%	31.4%
净利润(百万元)	42.80	65.65	82.85	113.10
同比增长率	16.0%	53.4%	26.2%	36.5%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.40	0.54

## 目录

一、品牌运作不断推进 .....	3
二、战略定调三驾马车 .....	4
(一) MB——打造主打系列 .....	4
(二) MC——主题化设计 .....	5
(三) 邦购——打造新平台 .....	6
(四) 订货会反映良好增势 .....	6
三、难以被超越的优势 .....	6
(一) 难以撼动的行业标杆地位 .....	6
(二) 有力的渠道控制 .....	7
(三) 稳定合作对抗行业风险 .....	7
四、投资建议 .....	7

## 一、品牌运作不断推进

公司在创建之初是以品牌运作为主的轻资产企业，不进行服装服饰的生产，主要做微笑曲线的两端——设计和品牌运作。经过十几年的发展，公司目前是国内少数较为成功的品牌服装企业。

公司产品定位于大众化市场，这样的定位决定了公司市场空间很大。公司以美特斯邦威品牌（以下简称 MB）起家，该品牌的核心客户群年龄在 18-22 岁。

2008 年推出了 Me&City 品牌（以下简称 MC），核心客户群为年龄在 25-35 岁的都市白领。MC 品牌的推出细分了市场，加大市场覆盖，扩大了公司目标客户群。同时，由于这部分客户群体的收入水平要高于 MB 品牌的客户群，相应的产品档次和价格也会提升，有助于提升公司品牌形象，也可以视作是向中高端的延伸。

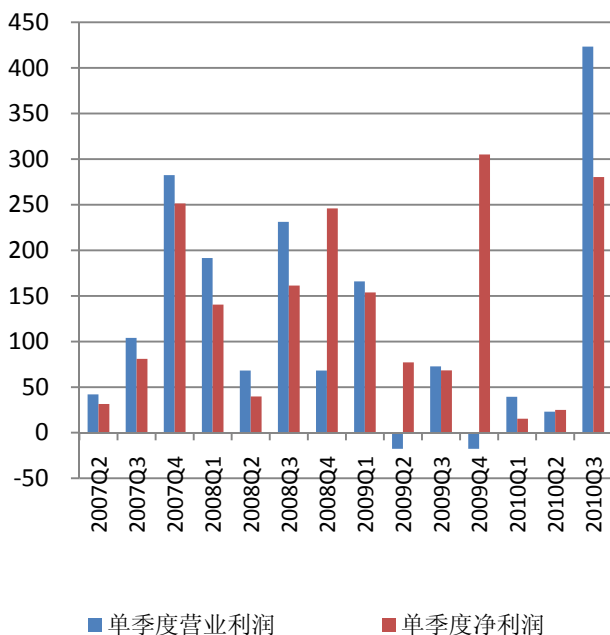
MC 品牌的推出，在前期遭遇到挫折。国际明星代言、全国范围内快速的渠道扩张、大店策略等一系列举措，使公司同时面临三个问题：

- 1.前期投入密集投入，费用快速增加；
- 2.将公司的管理战线拉得太长，对公司的管理能力提出了较大的挑战；

3.MC 品牌的产品设计及店铺陈列等方面还不够成熟，同时对新品牌的定位以及与消费者需求的磨合不够。

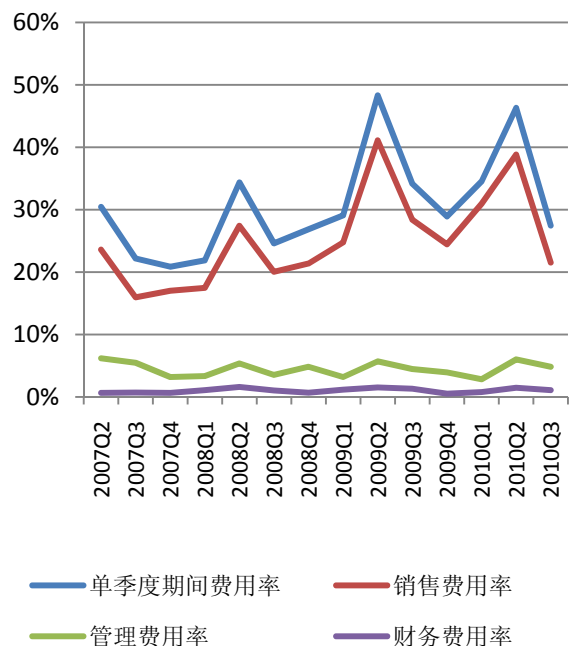
新品牌在不够成熟的阶段进行了大范围的复制，这使得 MC 品牌的团队遭遇到挫折。再加之对 MB 品牌有所忽视，导致公司的业绩低于预期。公司管理层通过不断地纠正和战略调整，终于在三季度走出之前的低谷，开始快速增长。

图 1：单季度营业利润和净利润对比



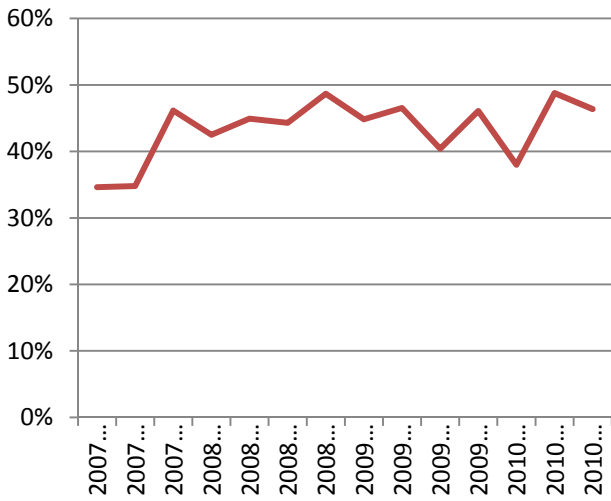
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：单季度费用率变化



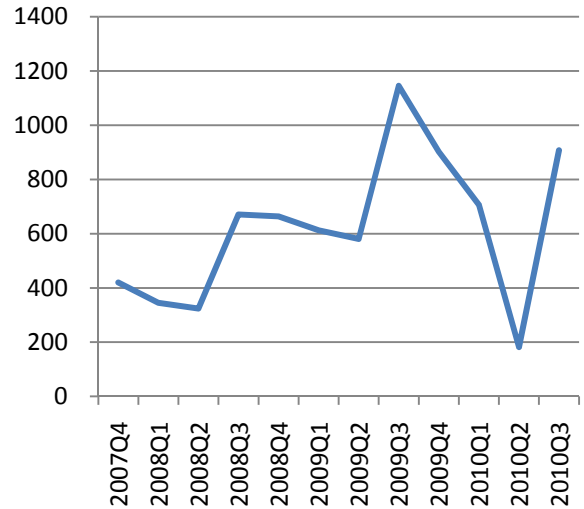
资料来源：公司公告，宏源证券

图 3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 单季度存货变化



资料来源: 公司公告, 宏源证券

我们认为公司 MC 品牌的推出, 在战略上是正确的, 问题主要在于新品牌投入的步伐太大, 带来了费用的大幅增加和利润的显著下降。尽管如此, 公司在 MC 品牌的运作上还是有很多收获, 比如公司营销方面进行了有益探索, 大店营销、与变形金刚合作等方式大幅提升了公司的品牌形象和时尚度, 也积累起了一定的人气, 为 MC 品牌的精耕做好了前期的准备。

## 二、战略定调三驾马车

公司通过对经营问题进行了反思和调整, 目前已经确立了新的发展战略——MB、MC、网购三驾马车共同推进。

### (一) MB——打造主打系列

公司夏天的 MTEE, 春秋的 MJEAN, 冬天的 MPLOAR 系列, MTEE 方面, 通过与孩之宝等公司的合作, 将卡通形象与 T 恤结合, 实现了营业收入增长 40%。主打系列的推出, 取得了不错的表现, 公司未来还会继续这一策略。

图 5: MB 主打系列



左上 MJEANS、右上 MTEE、左下 MTEE、右下 MPOLAR

资料来源: 公司网站

## (二) MC——主题化设计

MC 品牌在今年收入增长较快, 上半年在总收入中的占比由去年同期的 6% 提升至 10%, 销售额达 2.4 亿元。

公司认为, MC 品牌前期的问题主要在于, 产品的设计不够准确, 没有体现出品牌的都市感觉, 未来将在更注重产品设计贴近都市, 打造精致的感觉。公司将 MC 和 MB 的设计团队完全分开, 以确保二者能够更彻底的区别于对方。

同时, 终端的陈列也不足以突出产品的特点, 未来将打造主题化设计, 比如条纹主题等, 通过提供一整套的主题陈列, 为消费者提供穿着搭配建议, 便于消费者选择。通过提供增值服务, 更加贴近消费者心理, 满足消费者需求。

公司目前还在努力提高平效, 计划等 MC 成人装平效达到目前的 1.5-2 倍之后, 再通

过加盟进行扩张，表明公司的管理策略已转向积极稳健，平效的提高有利于加盟的稳定和品牌的持续发展。

MC 旗下的童装目前约有 300 家门店，以独立门店为主，明年计划开到 1000 家。

### （三）邦购——打造新平台

公司的网络直营平台邦购网，将于 12 月 18 日正式上线，前期主营公司的自有品牌 AMPM，主打家居休闲风格，与 MB、MC 品牌定位不同人群，年龄层的跨度也更大。我们认为公司做网络销售，有以下优势：

1. 公司对服装的理解。多年的服装营销，使公司在把握流行、服装款式设计、版型开发等方面有着天然的优势。

2. 公司多年积累的品牌运作经验，有成功的经验，也有决策方面的教训，公司对邦购网的推出筹划了一年多的时间，新的网络品牌的运作应该会更贴合市场需求。

3. 公司在信息化管理、物流系统等方面的优势。公司有服装领域里最为先进的仓储系统，仓储系统的设计已经考虑了公司网络平台运营的需要，同时公司的 ERP、SAP 等信息化系统都较为先进。

### （四）订货会反映良好增势

目前，公司明年夏季的订货会已经完成，每次订货会约能反映公司销售季营收的 60%，可以作为公司明年营收情况的参考。从订货会上反映的情况来看，预计公司明年的销售收入保持今年的增速是没有问题的。

## 三、难以被超越的优势

我们认为公司作为行业的领军企业，有巨大的发展空间。公司拥有做企业十分宝贵的创新精神和对事业的激情，尽管有过挫折，但在品牌经营方面积累了丰富的经验，并通过一系列经营加营销的手段，持续提升了品牌形象。

### （一）难以撼动的行业标杆地位

公司一直是行业的先行者，在行业中创造了很多第一和可供行业借鉴的成功经验：比如率先在行业中探索实践轻资产模式并取得成功；率先携手好莱坞大片营销，通过与变形金刚的广告宣传和产品设计开发，提升品牌形象的同时，也提高了销量；在国内服装企业中率先采用先进的仓储系统，并不断地提升管理效率等等。

公司有丰富的管理经验，以及不断创新的精神、年轻、有激情的团队。其管理层有敢为天下先的创新意识、不断革新的激情以及企业家的实干精神，在品牌运作、企业经营管理等方

## （二）有力的渠道控制

公司营业收入的 45% 是由直营渠道实现的，渠道控制权一直牢牢的掌握在公司手里。

如果加盟商过于强大，品牌企业将逐步丧失控制力。直营渠道虽然投入大，需要投入更多的人力，但有利于企业的稳定发展。公司在二者之间实现了有效的平衡，由于直营店铺平效的提升以及 2009 年下半年以来新增的店铺陆续投入运营，2010 年上半年，公司直营收入同比增长 53%。同时，加盟店面也持续快速增长，推动加盟收入同比增长 28%。

在渠道扩张中，公司始终牢牢把握着渠道控制权。

## （三）稳定合作对抗行业风险

原材料的上涨和劳动力供应紧张，是整个纺织服装行业都面临的问题，对公司的影响主要有两方面：

### 1. 成本上涨

公司货品量大，对上游供应商具有较强的议价能力，同时也会考虑供应商的成本情况，与供应商协商共同分担成本上涨压力。相对于加工型企业来说，公司所属的品牌服装企业中，原材料成本占总成本的比重较低，这部分影响相对可控。

### 2. 外包生产的稳定性

劳动力供给的不足，对行业的开工率产生影响，公司虽然没有生产业务，但也需要考虑货品供应的稳定性。一方面公司订货会提前，延长前导期，给产品生产到上架留出足够的时间，提高了管理的弹性，另一方面公司采取给予主要供应商一些信贷支持等方式加强与供应商的合作，提前备货，在锁定成本的同时保证交货期。

## 四、投资建议

公司在品牌运作、企业经营管理等方面一直走在行业最前端，在行业内率先采用轻资产模式、率先采用先进的仓储系统等，在行业中的标杆地位不可撼动。我们认为在经历挫折后，公司的发展将更加稳健，预计公司 2010、2011 年可以实现每股收益 0.76 元、1.13 元，根据公司 2010 年 12 月 24 日收盘价 33.1 元计算，2011 年的动态 PE29 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**MC 平效提高及邦购业务不如预期的风险。

**预测利润表**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>5,217.52</b>	<b>7,461.05</b>	<b>10,296.25</b>	<b>13,385.13</b>
减: 营业成本	2,894.60	4,140.88	5,662.94	7,361.82
营业税费	27.65	39.54	54.57	70.94
销售费用	13.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,450.56	1,939.87	2,625.54	3,346.28
财务费用	216.66	309.63	427.29	555.48
资产减值损失	52.87	59.69	66.93	66.93
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资和汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>561.66</b>	<b>971.43</b>	<b>1,458.98</b>	<b>1,983.68</b>
加: 营业外净收支	71.17	10.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>632.82</b>	<b>981.43</b>	<b>1,458.98</b>	<b>1,983.68</b>
减: 所得税	28.60	213.71	320.98	436.41
<b>净利润</b>	<b>604.23</b>	<b>767.71</b>	<b>1,138.00</b>	<b>1,547.27</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>604.23</b>	<b>767.71</b>	<b>1,138.00</b>	<b>1,547.27</b>
EPS (元)	0.60	0.76	1.13	1.54



### 分析师简介:

**刘志茹:** 宏源证券研究所纺织服装行业研究员，三年行业工作经验，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：鲁泰 A、华孚色纺、华茂股份。

### 机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085511 zhaojia@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085279 luoyun@hysec.com

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。