

2011年3月24日

美邦服饰

重回高速增长跑道

A

002269.SZ - 人民币 30.80

目标价格: 人民币 38.70

买入
郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110252

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

美邦服饰旗下 Meters/bonwe (美特斯邦威) 是国内销售额最大、市场占有率最高的休闲服饰品牌。美邦熟悉中国年轻消费群体需求, 通过学习借鉴海外快时尚品牌先进理念, 在多品牌矩阵、直营与加盟结合的渠道模式和供应链管理等方面积累了丰富的经验并总结出适合自身特点的业务模式。我们给予其首次评级买入, 目标价格 38.70 元。

支撑评级的要点

- 我们欣赏美邦强大的学习能力, 开创符合自身特点的供应链管理新模式。近年来公司经历了多次渠道及品牌策略的调整和创新, 显示其汲取海外快时尚标杆企业经验并提升自身核心竞争力的努力。
- 在轻资产的运营模式下, 公司依靠强大的信息系统支撑, 实现供应链一体化整合并不断提升产业链全程快速反应能力。我们认为, 资源整合能力+有效的全程管控+多层次的品品牌矩阵立体开发, 为公司成为长期最具成长性的服装零售企业奠定基础。
- 在 Meters/bonwe、ME&CITY、ME&CITY KIDS 基础上, 专业电子商务平台业已推出。多品牌拉长了休闲服饰的产品线, 三个品牌事业部独立运作的方式确保从企划设计到营销策略上独立性和差异化。

评级面临的主要风险

- 购置物业以及大体量门店增加带来选址和运营风险加大。
- 大股东股权结构集中以及管理团队持股比例较低。
- 宏观经济增速放缓导致消费意愿降低。

估值

- 经过 2009 年网络调整和品牌建设, 公司将重回快速增长轨道。我们预计 2010-2012 年每股收益为 0.75、1.10 和 1.55 元。2010-2012 年经常性净利润复合增长率为 43%。首次评级买入。基于 25 倍 2012 年市盈率, 我们的目标价为 38.70 元。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(12)	3	(12)	32
相对新华富时A50指数(%)	(15)	1	(13)	44

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,005
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	3,095
3个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
上海华服投资	81

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	4,474	5,218	7,505	10,255	13,425
变动(%)	-	17	44	37	31
净利润(人民币百万)	587	604	758	1,105	1,557
全面摊薄每股收益(人民币)	0.584	0.601	0.754	1.099	1.549
变动(%)	-	2.9	25.5	45.7	40.9
核心每股收益(人民币)	0.580	0.548	0.754	1.099	1.549
变动(%)	-	(5.6)	37.7	45.7	40.9
全面摊薄市盈率(倍)	52.7	51.2	40.8	28.0	19.9
核心市盈率(倍)	53.1	56.2	40.8	28.0	19.9
每股现金流量(人民币)	0.47	0.85	0.78	1.06	1.40
价格/每股现金流量(倍)	65.9	36.1	39.2	29.1	22.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.1	44.5	26.7	18.4	12.7
每股股息(人民币)	0.000	0.420	0.151	0.220	0.310
股息率(%)	0.0	1.4	0.5	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资亮点.....	3
独立事业部下的多品牌策略.....	8
轻资产模式下全程管控打造核心竞争力.....	13
快速展店与大店策略并行.....	20
盈利预测和主要假设.....	28
附录、中国休闲服市场.....	35
研究报告中所提及的有关上市公司.....	40

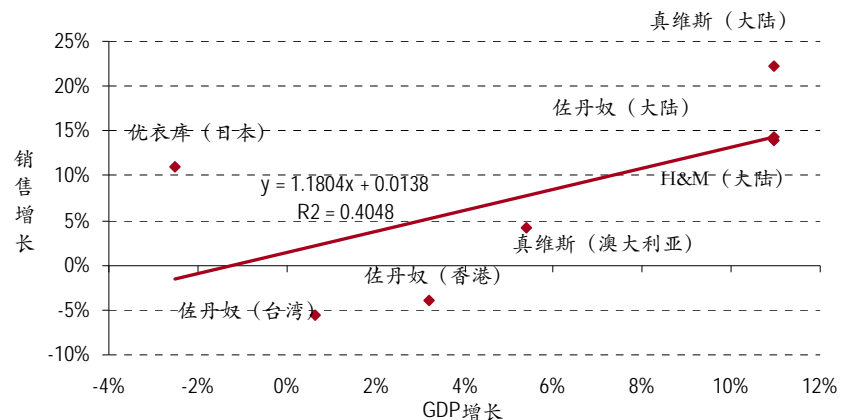
投资亮点

广阔市场中的行业领导者

在国民经济平稳发展、城镇化水平不断提高的背景下，中国服装行业正在经历：1) 从日用品市场向时装市场转变；2) 从概念品牌主导向生活化(Lifestyle)以及个性化(Character)的转变。休闲服饰类企业的快速成长顺应了中国服装行业发展趋势，市场总量将保持快速发展。

美邦服饰旗下 Meters/bonwe 品牌是国内销售额最大、市场占有率最高的休闲服饰品牌。截至 2010 年，预计公司约有 3,600 家网点覆盖约 2,000 个城市。美邦熟悉中国年轻消费群体需求，通过学习借鉴海外快时尚品牌先进理念，在多品牌运营、直营与加盟结合的渠道模式和供应链管理等方面积累了丰富经验，并总结出适合自身特点的业务模式。

图表 2. 区域经济与休闲服企业销售增速的关系



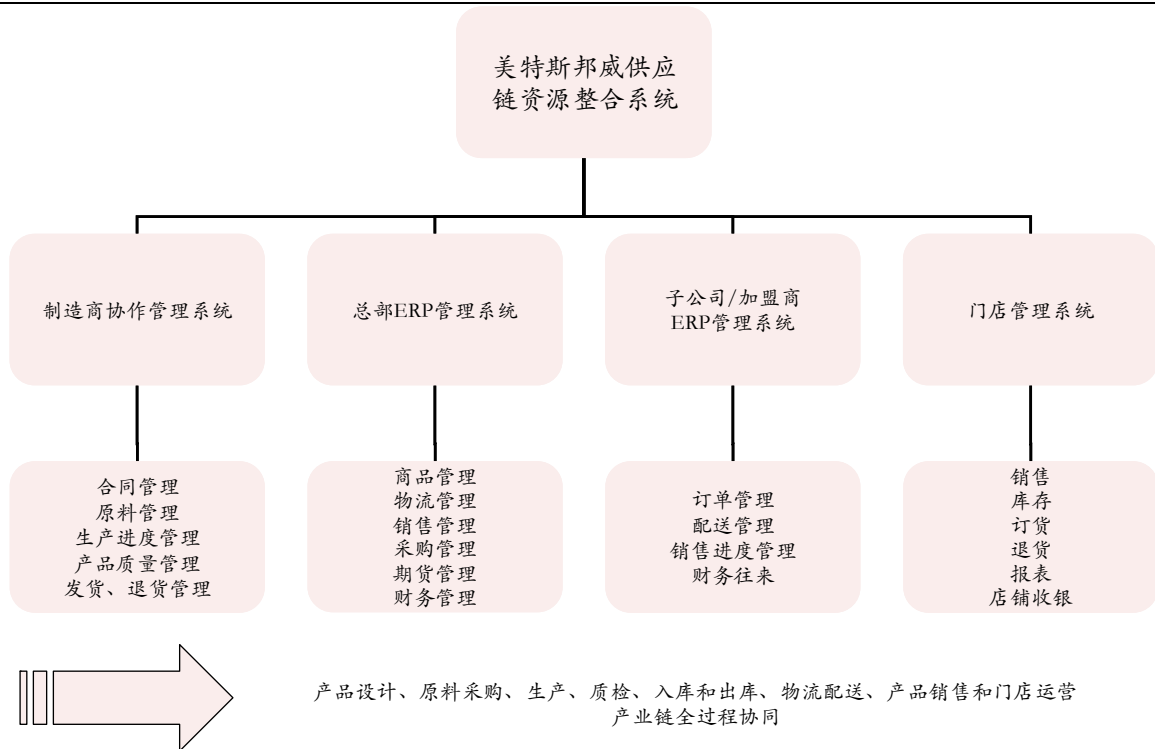
注：选取 2006—2009 年区间
资料来源：中银国际研究

轻资产模式下的全程管控

我们认可美邦强大的学习能力以及开创符合自身特点的全程供应链管理新模式。近年来公司经历了多次渠道和品牌策略的调整和创新，ME&CITY 品牌推出、大店策略、“邦购”电子商务平台上线以及尝试生产制造环节的跨国采购，显示了公司学习海外快时尚标杆品牌并提升自身核心竞争力的努力。

我们认为，在貌似容易复制的轻资产模式下，公司通过以下环节的控制树立核心竞争力：1) 优秀的研发设计能力；2) 直营网络支持下覆盖广泛的销售体系；3) 信息系统支持下的供应链一体化整合和产业链全程快速反映能力。

图表 3. 供应链资源整合系统



资料来源：中银国际研究

多品牌矩阵初步成形

从全球休闲服同业发展轨迹来看，多品牌、全系列是众多企业普遍采用的经营策略。拓展不同消费阶层和人群的子品牌，有助于覆盖不同细分市场，也因此带来更加广阔的发展空间。就美邦而言，ME&CITY 品牌填补了原来并未有效挖掘的 25-35 岁年龄段的消费市场，拉长了休闲服饰的产品线，两个品牌事业部独立运作的方式确保从设计企划到营销策略上品牌独立性和差异化特征。公司在 2009 年初于淘宝商城开设了品牌直营店，并于 2010 年年底正式推出了主营电子商务的线上销售平台“邦购网”。

图表 4. 美邦品牌矩阵

	目标客户	品牌口号	产品系列	宣传策略	渠道策略
Meters/bonwe	16-25 岁学生、上班族	“不走寻常路”，“我，你的时尚顾问”	校园与城市	明星代言(周杰伦、潘玮柏、张韶涵)、事件营销(冠名赞助“加油！好男儿”)	一线城市和重点城市直营大店，二三线城市加盟为主
ME&CITY	22-35 岁，工作 2-10 年左右的都市年轻人	年轻，都市，优雅，摩登	男女装各推出 6 个系列，分别为 CASUAL (休闲)、CHIC (精致)、FORMAL (商务)、ROCK (都市摇滚)、FUNKY (英伦街头) 以及 BASIC (基本经典)	橱窗陈列、明星代言(《越狱》主演温特沃什·米勒，影星奥兰多·布鲁姆与名模阿格妮丝·迪恩)	一线城市直营，加盟以副品牌 Me&City Kids 为主
AMPM	15-50 岁喜欢乐活生活态度，重视服装舒适体验	倡导简约主义和乐活精神	除常规男女服饰和配饰外，增加了家居品类	网络为主	电子商务在线销售

资料来源：公司数据，中银国际研究

直营网络覆盖广泛，大店策略抢占稀缺街铺资源

2008 年之前美邦直营渠道销售占比保持在 30% 以上。由于大力拓展 ME&CITY 直营网点，2009-2010 年该比例上升到 40% 左右。我们认为较高的直营渠道占比有利于实现规模扩张和渠道掌控力的平衡。覆盖广泛的直营网络为提升品牌形象和网点扩张打下基础。公司有选择地在重点城市以购置和租赁的方式积极获取稀缺网点资源，特别是开设多家上千平米区域旗舰店。2009 年末公司直营网点平均单店面积 442 平米，明显优于 A 股和港股同业。这些优质大店网点能够更好发挥产品线展示、品牌形象宣传和加盟商带动作用。

坪销提升值得期待

从门店年龄结构分析，高速扩张时期开设的直营渠道已经进入快速成长期。2008-2009年美邦直营渠道快速扩张，这两年新开门店数占2009年末直营门店总数的48%。通常开业2-5年内为坪销快速提升时期。考虑到2008-2009年两年新开门店快速成长，我们判断2011-2012年美邦服饰坪销能够实现较快增长。此外，我们认为公司还将通过提高提升产品开发能力和产品品质、提高终端零售管理和服务水平、丰富产品线以及加强品牌推广力度实现终端坪销的提升。

估值和评级

公司新品牌上市超过两年，已经度过了推广初期定位调整完善阶段。我们认为ME&CITY加盟业务展开将带动渠道数量保持在20%左右增长。同时，坪销和毛利率提升也值得期待。经过2009年网络调整和品牌建设，公司将重回快速增长轨道。我们预计2010-2012年每股收益为0.75、1.10和1.55元。2010-2012年经常性净利润复合增长率为43%。首次评级**买入**。采用A股品牌服饰行业平均估值水平溢价15%，基于25倍2012年市盈率，我们的目标价为38.70元。

图表 5. 12个月远期市盈率



资料来源：中银国际研究

图表 6. 同业相对估值表

代码	公司	总市值		市盈率			每股收益复合增长率	每股收益复合增长率
		(人民币, 百万)	2010E	2011E	2012E	(2009-2012)	(2010-2012)	
002563.SZ	森马服饰	41,212	37	27	20	44.3	43.7	
002503.SZ	搜于特	6,418	71	42	26	65.0	63.6	
300005.SZ	探路者	4,000	76	43	28	51.1	63.7	
002486.SZ	嘉麟杰	3,114	51	36	23	46.8	48.3	
002029.SZ	七匹狼	8,626	31	24	19	33.4	29.8	
002154.SZ	报喜鸟	7,726	31	24	18	30.1	30.0	
002485.SZ	希努尔	4,900	34	25	19	33.5	34.9	
002425.SZ	凯撒股份	4,443	64	55	41	49.1	30.3	
600233.SS	大杨创世	2,609	25	19	16	22.8	27.1	
601718.SS	际华集团	17,549	31	25	21	21.9	20.5	
002494.SZ	华斯股份	2,934	55	40	29	40.1	38.6	
002291.SZ	星期六	4,640	40	29	21	22.8	39.1	
	加权平均		40	29	22	38.4	39.1	
002269.SZ	美邦服饰	30,532	40	28	20	42.7	43.3	

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

风险提示

购置物业以及大体量门店增加带来选址和运营风险加大。

大股东股权结构集中以及管理团队持股比例较低。

宏观经济增速放缓导致消费意愿降低。

独立事业部下的多品牌策略

突破单个品牌销售瓶颈

在目前上市的品牌休闲服饰企业中，旭日企业(真维斯母公司)是首家中国内地市场实现单个品牌销售收入过十亿的公司；从十亿到二十亿的销售规模，真维斯用了五年的时间。2002财年，真维斯(中国内地)收入达到 10.2 亿港元，同比增长 24%。2006 年，真维斯(中国内地)突破 20 亿港元。2008 财年德永佳(班尼路母公司)营业收入即突破 40 亿港元，不过其中核心品牌“班尼路”贡献 15.9 亿港元，其余收入来自 S&K、I.P.Zone 和 ebase 等品牌。随后两年，多个副品牌收入下滑导致德永佳销售规模增长乏力。2009-2010 财年，德永佳销售收入均未达到 50 亿港元。

对比之下 Meters/bonwe 销售规模经历了跳跃式发展。2005-2008 年，销售收入复合增长率达到 68%。在尚未推出第二品牌的情况下，四年期间公司销售收入以每年净增十亿元左右快速成长。我们预计 2010 年美邦品牌收入达到 70 亿左右，规模明显领先于同业。在 Meters/bonwe 品牌逐步发展壮大过程中，公司在设计研发、供应链管理、渠道运营和品牌营销等方面积累了丰富经验，为新品牌的推出打下基础。

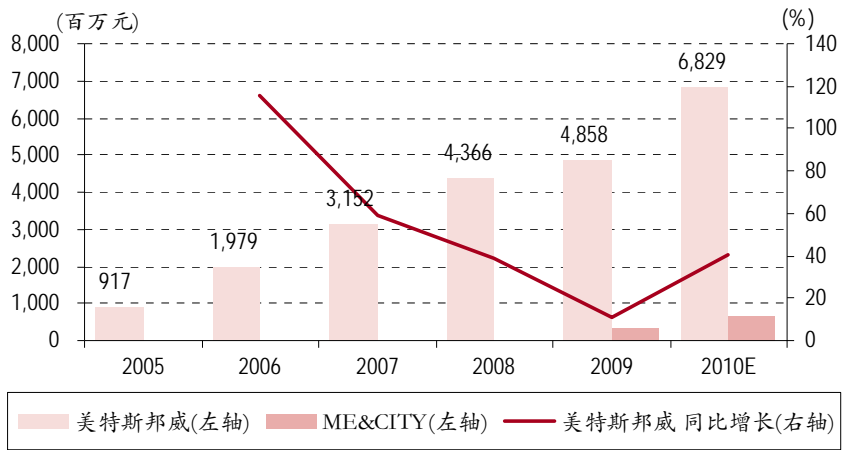
图表 7. 主要休闲服单品牌中国内地市场销售额

(人民币, 百万)	2007	2008	2009
Meters/bonwe	3,152	4,366	4,858
森马	1,500	2,734	3,195
真维斯	2,181	2,812	3,161
班尼路	1,655	2,634	3,232
佐丹奴	1,137	1,424	1,377
堡狮龙	452	377	394
ETAM (艾格中国)	1,808	1,727	2,543
H&M	472	856	1,567

注：根据 3 月 15 日汇率折算

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 2005-2010 年分品牌销售收入



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

通过品牌矩阵拓宽市场广度和深度

从全球休闲服同业发展轨迹来看，多品牌、全系列是众多企业普遍采用的经营策略。消费者熟知的快时尚领先品牌 ZARA、衣恋、Etam、优衣库和 ONLY 等，这些品牌均为公司旗下品牌组合中的一环。除了主力品牌 ZARA 外，Inditex 公司旗下还拥有 Pull&Bear、Massimo Dutti、Bershka 和 Stradivarius 等；凌致公司旗下设立十多个品牌 Vero Moda、Exit、ONLY、Jack&Jones 等，涵盖男女装、童装和内衣等。这些公司在发展主力品牌的同时，逐步拓展适合不同消费阶层和人群的子品牌，覆盖不同细分市场，因此也带来了更加广阔的发展空间。

图表 9. 海外服饰企业多品牌发展举例

品牌	产品特征	目标消费群
ARMANI	Giorgio Armani · 产品线较长，包括正装西服、衬衫、休闲衬衫、T恤及牛仔裤；价位属于中高档	· 中高收入成人
	Emporio Armani · 产品线较长，包括正装西服、衬衫、休闲衬衫、T恤及牛仔裤；价位略高于Giorgio Armani，属于高档	· 高收入成人
GAP	GAP • Baby GAP • GAP Kids · 主要为生活及工作休闲类服装，包括休闲衬衫和少量正装衬衫；价位比较适中 · Baby GAP与GAP Kids为针对孩童和婴儿的延伸品牌	· 中高收入成人 · 两个子品牌主要针对孩童和婴儿
	Old Navy · 主要为生活休闲类服装，花色较多，价位较GAP同类产品低25%-30%	· 中等收入成人以及孩童和婴儿
	Banana Republic · 主要为生活及工作休闲类服装，包括休闲衬衫和少量正装衬衫；花色较精，价位较GAP同类产品高70%	· 高收入成人
Levi Strauss & Co	Levi's · 主要为牛仔裤，生活休闲类服装，包括休闲衬衫；其牛仔裤属中高价位；产品规格齐全是其一大特点	· 中高收入成人以及孩童，依靠品牌知名度覆盖各类喜好的人群
	Dockers • K-1 · 生活休闲类服装；价位与Levi's相似，其产品主要突出粗犷豪放的特点 · K-1为其延伸品牌(使用某军用面料)	· 中高收入成人
	Slates · 主要为生活及工作休闲类服装，包括休闲衬衫和少量正装衬衫；价位与Levi's相似，强调产品的雅致、舒适	· 中高收入成人，与Dockers相比，其消费群略显保守

资料来源：网络信息，中银国际研究

新品牌检验模式复制能力

美特斯邦威经过多年发展，形成了成熟的业务模式和消费群体。随着主力消费者经历学生到职场人士的身份转变，其产品需要伴随消费群体成长。因此，2008年8月公司在Meters/bonwe“都市系列”的基础上推出了更加侧重职场风格的ME&CITY新品牌。就美邦而言，ME&CITY品牌填补了原来并未有效挖掘的25-35岁年龄段的消费市场，拉长了休闲服饰的产品线，两个品牌事业部独立运作的方式确保从设计企划到营销策略上品牌独立性和差异化特征。

2007年Meters/bonwe品牌已经推行“校园”和“都市”两大系列独立运行，市场细分。同时尝试委派完全不同的设计团队统筹企划设计和产品开发，通过不同风格的系统化产品打造丰富的产品线组合。我们认为适时推出新品牌，将公司原有模式进行有效复制是决定企业能否长期健康发展的关键。2009年，通过双事业部独立运作，Meters/bonwe和ME&CITY分别构建了经营团队和职能模块，探索符合各自品牌发展的业务流程和制度体系。

在A股三家上市公司中，美邦首先在休闲服饰领域实行双品牌运营。从下表对比分析，我们看到美邦服饰目标客群覆盖更广，产品线更加丰富。从产品研发和设计能力来看，双品牌网络支持下，美邦的设计能力较同业更加突出。

图表 10. 三家公司品牌格局和设计能力对比

品牌	森马	搜于特	美邦服饰
产品系列	活力系列	时尚系列	“潮流前线”品牌下淑女、时尚和校园三大系列
目标客群	16-22岁激情活力且追求潮流的年轻消费者	18-25岁的年轻并勇于彰显自我的时尚青年	美特斯邦威、ME&CITY、ME&CITY Kids, AMPM
设计师团队	57人	三四线城市15-29岁年轻消费群体	16-35岁追求个性时尚的学生和年轻职场人士
开发能力	2010年开发休闲服饰产品4134款，上市产品2856款	设计和工艺技术人员113人	2009年两大品牌设计开发的款式近万款

资料来源：公司数据，中银国际研究

多层次的渠道推广

公司选用目标客群喜爱的品牌形象代言人(周杰伦、潘玮柏和张韶涵)、主题化推广公关和全方位的广告投放,结合大型品牌形象店策略,迅速提升品牌知名度和美誉度。此外,美邦突破“明星品牌代言”、“电视和平面广告投放”等传统方式,尝试通过网络游戏、电影插入和搜索引擎广告进行虚拟世界的创新营销。这样新颖多样的营销策略非常贴近年轻群体口味和追求潮流的生活方式。通过多渠道推广,公司为品牌注入更多的内涵,也由此实现差异化营销。

网游

“劲舞团”是一款 80 后、90 后年轻女性欢迎的网络游戏,进入国内网游在线人数排名十强。在这款网络游戏中,公司尝试三维虚拟社区这一全新的营销渠道。通过在游戏中添加美特斯邦威的商城专区,参与该跳舞游戏的玩家能够选择美邦产品,在网游中体验人物新颖的立体造型。与该劲舞游戏主题相配合,公司在实体店中购买美邦产品,就能够获得赠送的劲舞服装。

电影

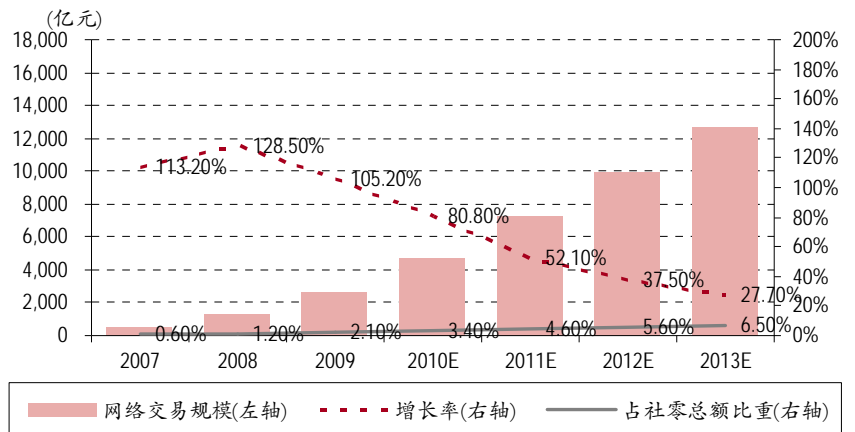
在影片《变形金刚 2》中,美邦与派拉蒙电影公司和孩之宝公司合作开发“变形金刚”系列产品的中国版权开发运作。据网络信息,仅仅 178 家实体门店与电影相关的产品销售量达到 200 多万件,整个变形金刚电影系列的销售额超过 1 亿元。此后,公司与梦工厂排他性战略合作协议则打开了电影营销的开始。2010-2013 年,公司拥有梦工厂旗下所有卡通形象的服装开发权。此后,公司与上海美术电影制片厂签署了五年的战略合作协议,并且获得日本三丽欧公司“Hello Kitty”为期三年的授权。

网购平台上线

随着网购市场快速发展,网购消费者已经成为有着独特消费习惯和审美特点的群体。艾瑞咨询的统计数据显示,2009 年中国服装网络购物交易规模超过 307 亿元,同比增长 81%。其中,服装 B2C 交易额 24 亿元,占服装网购交易规模比重为 7.8%,同比增速高达 99.8%,增速高于服装网购市场整体增长速度。淘宝网注册用户大约 2 亿户,其中美邦的目标消费群体正是网购人群中主流群体。

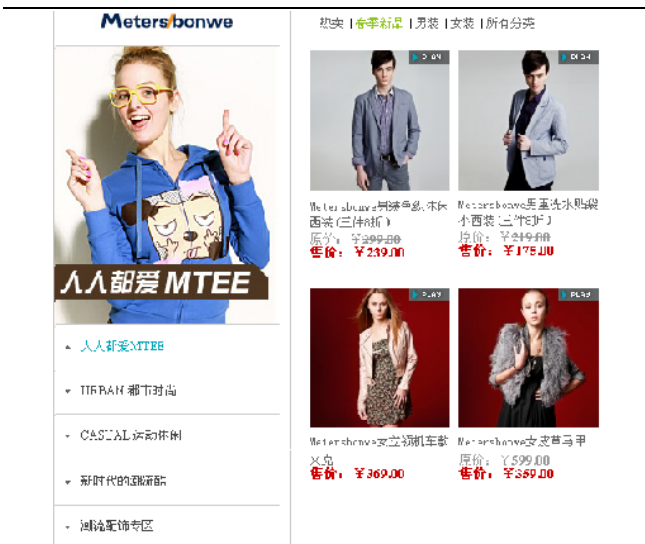
公司在 2009 年初于淘宝商城开设了品牌直营店，并于 2010 年 12 月 18 日公司正式推出了主营电子商务的线上销售平台“邦购网”。除了 Metersbonwe、ME&CITY、ME&CITY KIDS 以及 AMPM 四个品牌商品线上销售以外，网络平台还尝试开辟“邦特莱斯”片区专门用于折扣商品销售。根据网络报道，邦购上线二十天后，日销售突破了三十万，日交易量超过一千单，每单平均价值超过三百元。除了规模上的追求，公司计划通过“邦购网”平台实现美邦服饰业务的垂直整合，探索服装业销售模式的变革。

图表 11. 2007-2013 年中国网络购物市场交易规模



注：1. 网络购物市场规模为平台式购物网站与自主式购物网站市场规模之和，其中暂不包括付费数字产品下载、航空客票交易、网络代缴费等商品类别的交易规模
 2. 平台式购物网站市场规模以成交商品价值总额计算，即 C2C 平台上 C2C 交易额及其 B2C 商城销售额之和
 3. 自主销售式购物网站规模以销售额计算，非网络销售交易额部分不统计在内
 资料来源：艾瑞咨询，中银国际研究

图表 12. 邦购网



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 13. 邦购网



资料来源：公司数据，中银国际研究

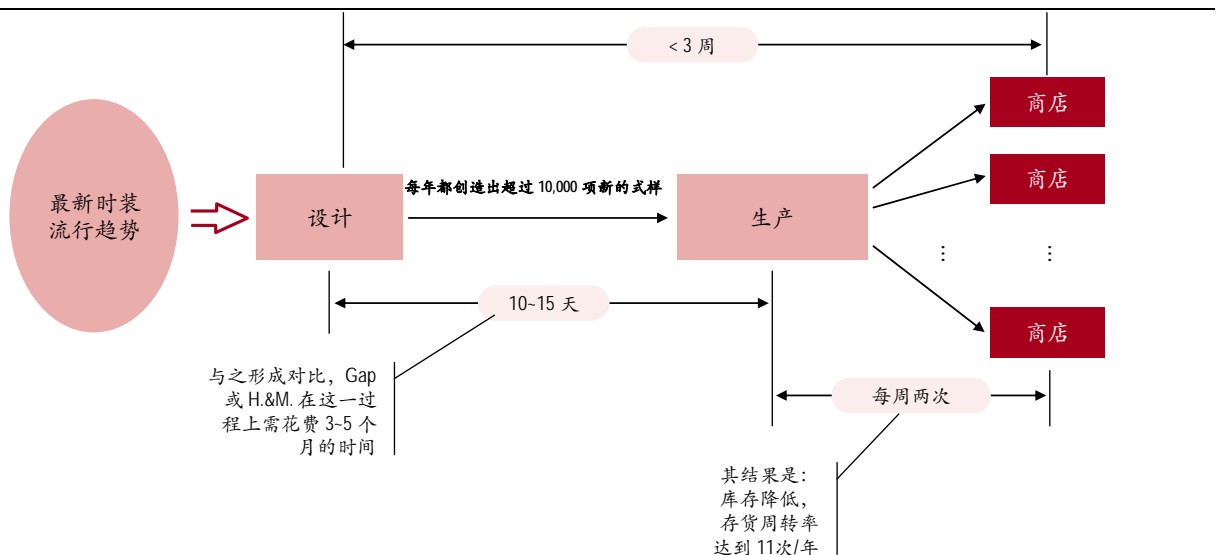
轻资产模式下全程管控打造核心竞争力

供应链整合带来核心竞争力

服装行业作为时尚产业，从企划设计、生产车间到终端网点每个节点的快速反应能力和营运效率至关重要。供应链是将各功能板块进行有效整合，实现跨部门的协调运转和效率最大化。美邦采用生产环节全部外包，直营和加盟相结合的轻资产经营模式，同时完全掌控商品企划、产品设计环节，部分参与面料辅料采购和物流仓储环节。目前上市的国内休闲服市场企业普遍采用类似的发展模式。“生产商+品牌运营商+加盟连锁门店”模式的主要优势在于，快速做大规模并推动品牌影响力提升。

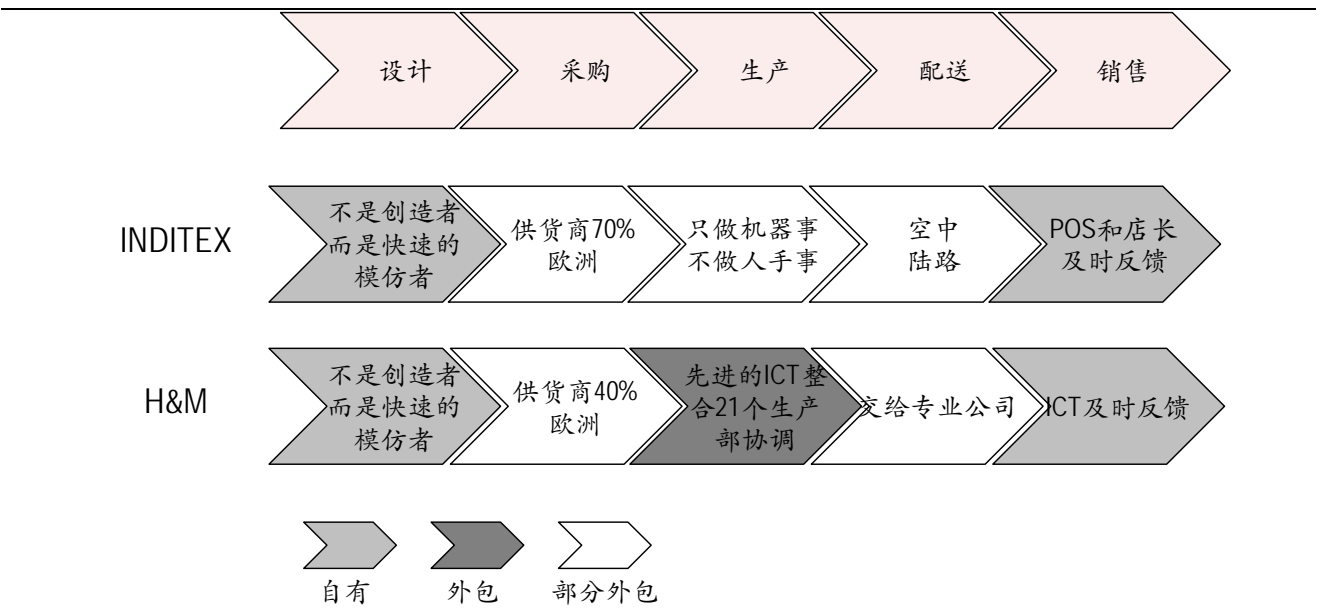
该模式对企业供应链整合、渠道管理和上下游业务一体化提出了较高要求。我们认为，在貌似容易复制的轻资产模式下，公司通过以下环节的控制以树立核心竞争力：1)优秀的研发设计能力。自主培养的设计师团队，力求准确把握市场需求与流行市场的平衡。随着 ME&CITY 品牌推出，独立后的“城市系列”产品线更加丰富；2)直营网络支持下覆盖广泛的销售体系。公司依托自有品牌的影响力已经建立起直营与加盟相结合的全国连锁销售网络。在 26 个一线城市建立销售子公司，直营模式下在区域市场开设旗舰店和形象店，二三线城市充分整合加盟商渠道资源；3)信息系统支持下的供应链一体化整合和产业链全程快速反应能力。

图表 14. Zara 的快速反应流程



资料来源：网络资料，中银国际研究预测

图表 15. Zara 和 H&M 供应链比较



资料来源:《零售和连锁业战略思维和发展模式》, 中银国际研究预测

外包型采购生产模式





对品牌休闲服企业而言,成衣的成本主要包括面、辅料采购成本和成衣加工费两部分。在少量的资本开支前提下为实现较高的性价比,多数服饰生产企业选择生产外包的OEM模式。从A股品牌休闲服企业对比分析,定向指定是三家企业普遍采用的重要模式。在这种模式下,公司通过前期考察筛选,指定其认为最合适的面、辅料供应商进行面料生产,而后成衣厂向该面料供应商采购面料,并且成衣厂对产品面、辅料和成衣质量负责。

采购生产模式的选择与公司品牌档次,也就是对产品品质的要求有关。对比三家公司的产品单价信息,美邦高于森马和搜于特。在定向指定的模式下,品牌企业无需面临原材料采购的资金压力,同时能够通过核定成本上限控制采购成本。但是,品牌公司不对原材料的品质进行质量监测,只在成衣交付环节控制产品质量。虽然交货后若出现质量问题,品牌公司通常能够获得无条件全部退货,但是产品质量的不稳定显然将对后续销售环节产生不利影响。

我们比较三家公司的采购生产模式，存在以下差异：

- 1) 在货款结算方式的安排上，美邦较森马更为宽松。在 IFOB 模式下，收到成衣货品后的出货款支付比例，美邦和森马分别为 50% 和 60%。我们认为这与公司优势规模下较强的谈判能力有一定关系。
- 2) 在生产流程跟踪和产品质量检测方面，美邦最为细致，管控最为严格。三家公司在供应商资质筛选和产品品质控制方面均建立了系统化管理规范。其中，美邦为合作期超过一年的供应商安装信息管理系统终端，并要求供应商录入生产情况等信息，从而实现对生产进程的及时掌握。

图表 16. 四种“采购生产”模式简介

模式	原材料采购的参与度	概述
来料加工 (CMT)		1) 面、辅料由公司全部负责准备,成衣厂只负责成衣生产 2) 由公司向所有供应商支付采购款 3) 成衣厂负责成衣质量,但不负责面、辅料质量
包工包料 (FOB)		1) 公司完全委托成衣厂生产成衣, 所有的面、辅料组织和采购均由成衣厂负责 2) 由公司向成衣厂支付采购款, 由成衣厂向面、辅料供应商支付面、辅料采购款 3) 成衣厂负责产品的面、辅料和成衣质量
定向指定 (CFOB)		1) 前期由公司负责组织特定面料供应商进行面料生产, 而后由成衣厂向该面料供应商采购面料 2) 由公司向成衣厂支付采购款, 由成衣厂向面、辅料供应商支付面、辅料采购款 3) 成衣厂负责产品的面、辅料和成衣质量
异向指定 (IFOB)		1) 公司核定面、辅料成本上限, 且成衣厂需在公司框定的范围内选择面、辅料供应商 2) 由公司向成衣厂支付采购款, 由成衣厂向面、辅料供应商支付面、辅料采购款 3) 成衣厂负责产品的面、辅料和成衣质量

注：红色表示公司承担，白色表示外包。
 资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 17. A 股主要休闲服企业采购生产模式对比

	来料加工 (CMT)	包工包料 (FOB)	定向指定 (CFOB)	异向指定 (IFOB)
美邦服饰	6.50%	41.10%	46.30%	6.10%
森马	—	—	近 100%	—
搜于特	—	近 20%	委外加工合计约 80%	

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 18. 三家公司产品销售单价比较

(人民币, 元)	2007	2008	2009	2010 年上半年
美邦服饰	59.1	74.5	—	—
森马	—	50.01	54.68	64.71
搜于特	26.66	30.76	34.94	39.26

资料来源：公司数据，中银国际研究

物流仓储体系完善

公司根据自身特点设计了自有配送中心以及运输环节外包的物流仓储体系。公司已经形成了以沈阳、上海、温州、广州、西安、成都、天津七大配送中心为枢纽，以各销售子公司仓库为节点的完善的物流配送体系。随着原有配送中心的改造和新的配送中心的建设，公司的配发能力和效率将得到进一步的提升。

上海六灶现代化物流中心建设是公司物流网络规划建设的第一步，中心设备均采用当前国际先进成熟的主流技术标准。一期项目于 2008 年 10 月投入使用，可支持 5.97 万个产品品项，设计最大日物流产出在 25-30 万件。在上海六灶物流中心投入使用的基础上，以天津区域配送中心直接辐射华北区域；启动广州区域配送中心的建设、直接辐射华南区域。多层级的核心枢纽线，将生产基地和区域销售市场紧密联系起来，有利于提高供应链的反应速度、提高公司的配发能力和效率。

图表 19. 公司物流中心概况

	投入使用时间	建筑面积 (平方米)	可支持产品品项 (个)	日均物流产出 (万件)
上海六灶物流中心	2008.11	8,800	59,739	12
温州配送中心	2002.8	10,000	14,500	5.5
沈阳配送中心	2004.7	55,000	8,872	4.5
天津区域配送中心	2008.9	20,000	13,390	6
广州区域配送中心	2009.6	15,000	40,000	5
合计		108,800	136,501	33

资料来源：公司数据，中银国际研究

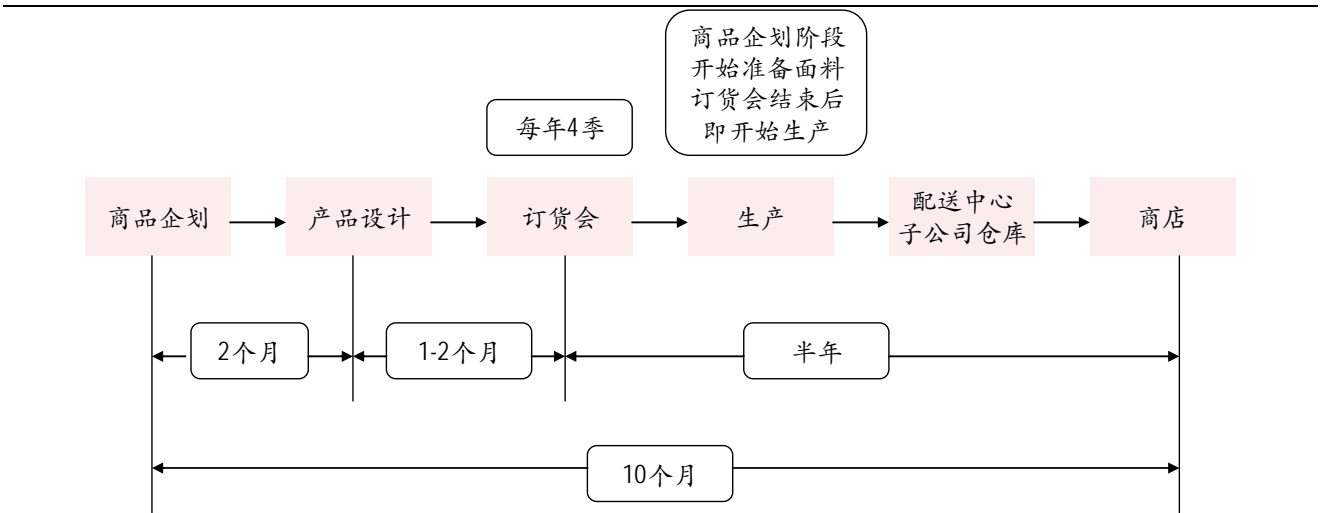
期货为主的订货模式

根据公司直营与加盟相结合的特点，2007 年公司开始推行订货会模式，实现产品期货与现货的结合。现货模式下对企业快速反应能力要求很高，需要通过少量多批次及时反映市场流行趋势，同时需要严格控制产品开发周期中的前导时间以及库存水平。目前国内品牌大多数采取以期货为主的订货模式。

在每季产品推出半年前，加盟商和销售子公司通过参加订货会并签订远期预订协议。订货会上主要满足销售终端对四季销售季节中相对固定的货品需求。通常公司会对加盟商订货量提出一定要求。在远期订货协议中，双方将提前就预订总量、批发价格(扣率)以及总价进行详细约定。这就是说，通常情况下，大多数产品价格是在上市半年前已经确定。公司如果在加盟商提货过程中进行调价，则尚未提取的货品需要按照新的价格计算；如果在产品上市时，公司对零售价格有10%以上的调整，则加盟商则有权在一定时期内取消订单。

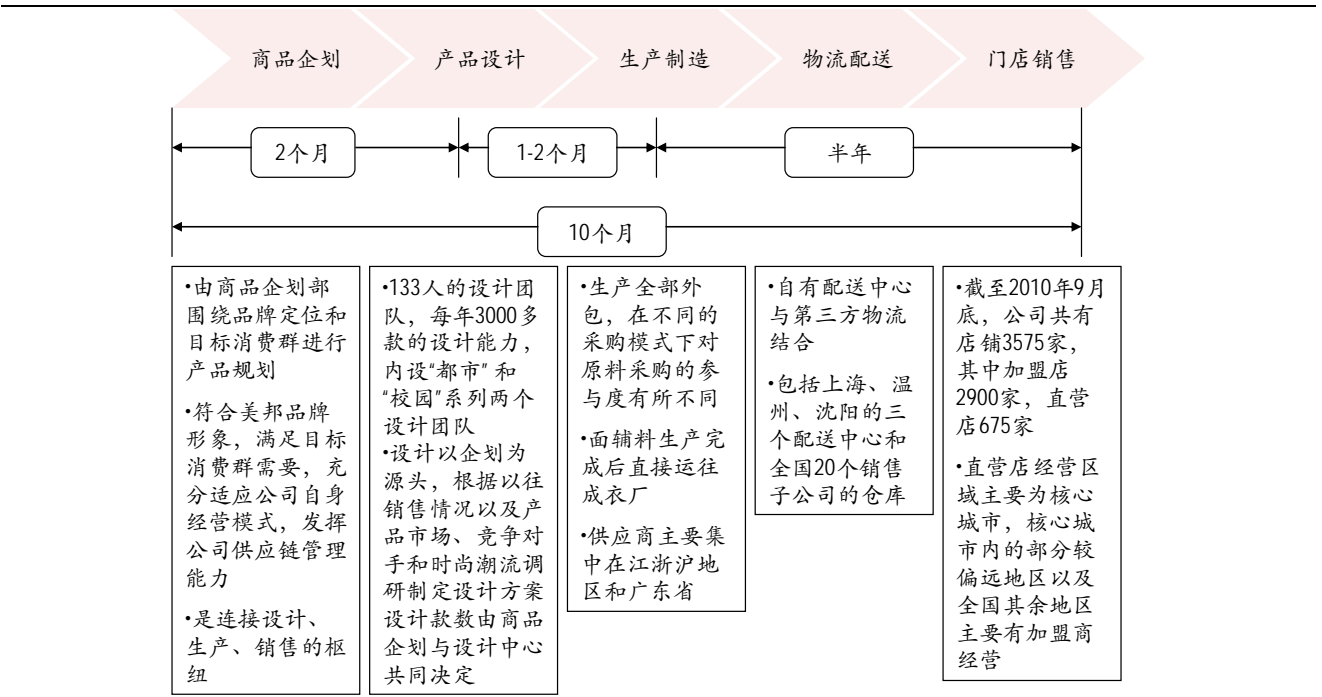
目前公司实行六季订货制度，销售占比较大的夏季和冬季各分拆为两个产品季。2007年，公司95%以上的销售市场参与了订货会，全年订货总量为3,622万件，占全年销售量(5,332万件)的68%。最近三年，远期协议下的产品占比逐年上升，目前大约占到总销量的90%左右。相比之下，订货模式不需要快速反应机制的高效配合，便于公司提前控制产品企划、设计以及生产等环节。但是，由于产品季较长，无法充分满足市场对于快速时尚的需求。

图表 20-1. 现货与期货安排下产品季对比：期货模式



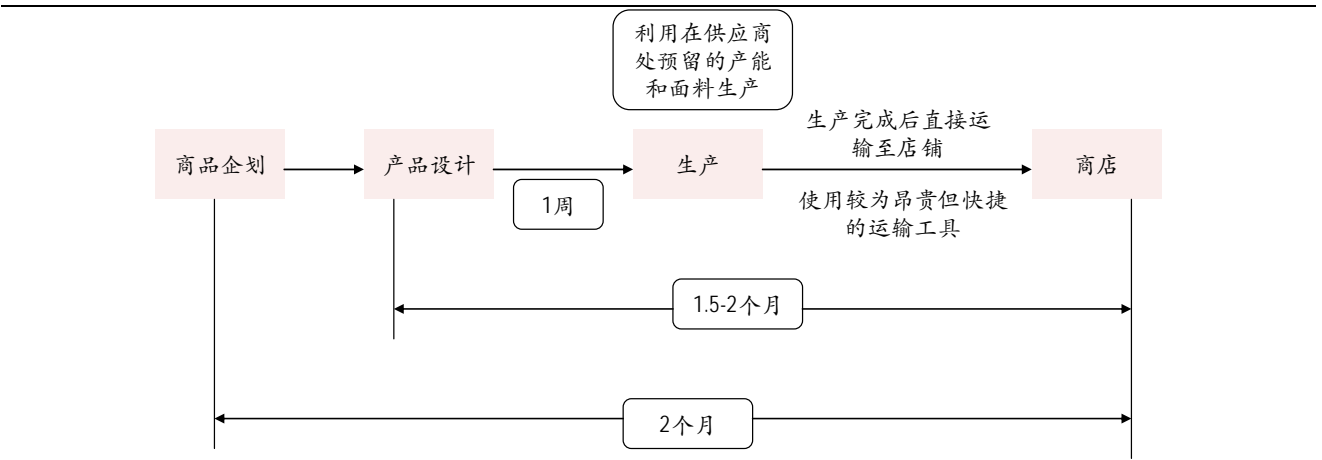
资料来源：中银国际研究预测

图表 20-2. 现货与期货安排下产品季对比：期货模式



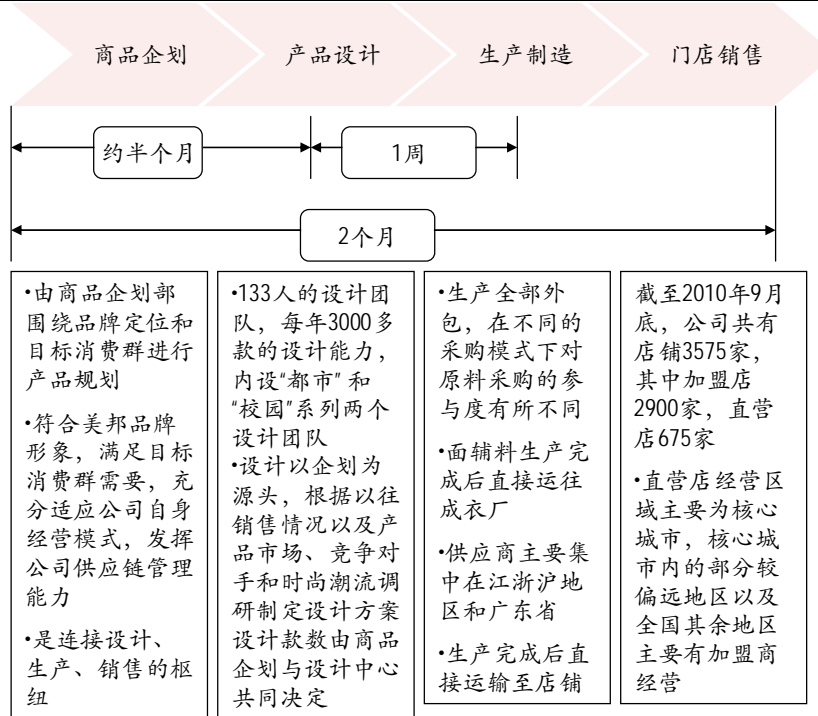
资料来源：中银国际研究预测

图表 20-3. 现货与期货安排下产品季对比：现货模式



资料来源：中银国际研究预测

图表 20-4. 现货与期货安排下产品季对比：现货模式



资料来源：中银国际研究预测

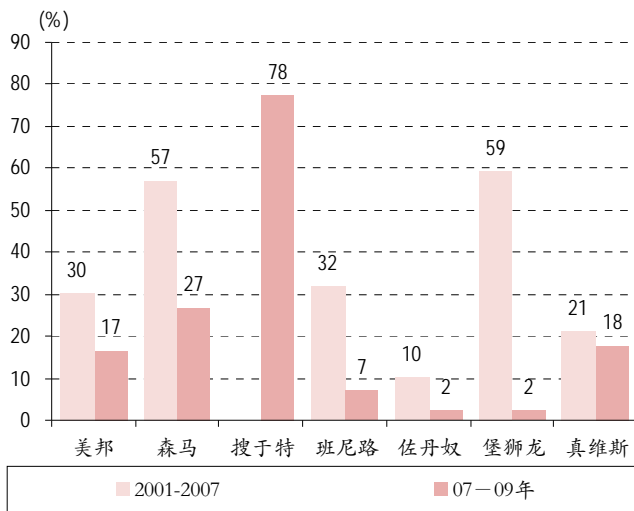
快速展店与大店策略并行

主要休闲服品牌 2007 年后网点数增速放缓

我们搜集现有七家香港和 A 股同业公司中国大陆网点数据，就网点数目增速进行对比。以 2007 年为时间节点，行业主要公司扩张速度明显放缓。搜于特未披露 2007 年之前渠道数目，其余六家公司 2007 年之前网点数复合增长率平均为 36%。堡狮龙和森马增速分别达到 59% 和 57%。堡狮龙较高增速主要由于 2001 年的低基数效应；2001 年公司网点总数仅有 61 家(直营 33，加盟 28)。

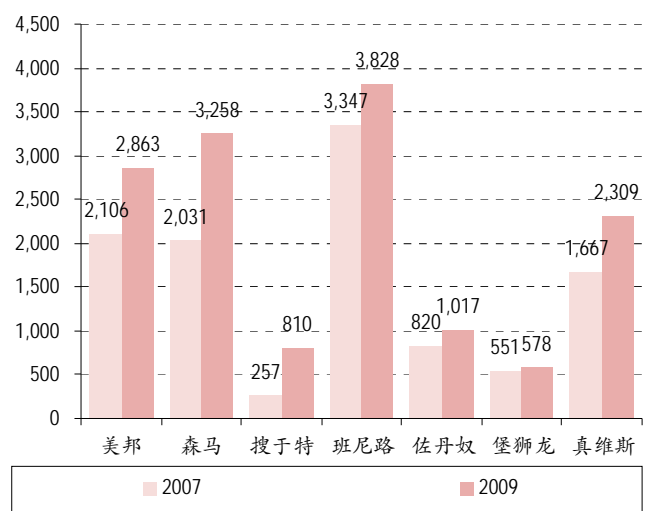
美邦网点增速在行业中位。从上述七家公司中国内地市场网点数目对比，2009 年末美邦服饰网点总数仅次于班尼路和森马，位列第三位。其中前三位企业在网点数量上已经形成明显优势。

图表 21. 主要休闲服品牌网点数复合增长率



注：全部门店数据均为中国大陆地区门店。
森马采用 2003-2007 年数据。堡狮龙采用 2001-2006 年数据。
班尼路年结日 3 月 31 日。堡狮龙年结日 6 月 30 日。
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 22. 2007 和 2009 年主要休闲服品牌网点数

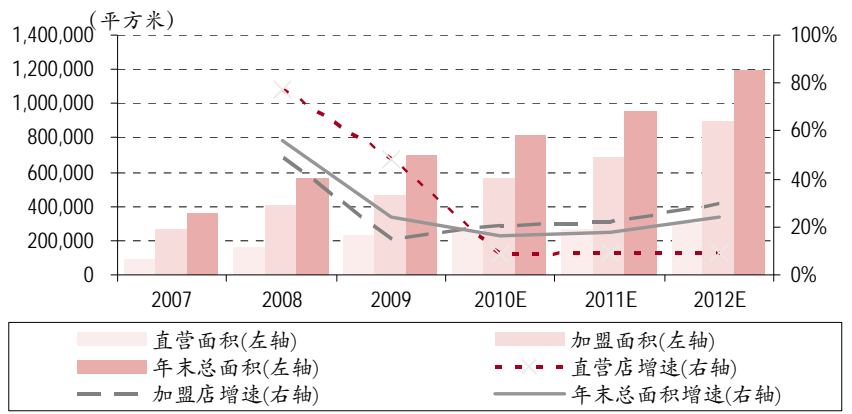


资料来源：公司数据，中银国际研究

快速展店与大店策略并行

渠道扩张是带动营业收入快速增长的重要因素。2001-2007年，全国店铺数量的年复合增长率为 30.4%，其中直营和加盟渠道增速分别为 33.4%和 30.0%。随后开店速度有所放缓，2008 和 2009 年网点数同比增速降至 28%和 6%。不过由于大店策略推行，网点总面积增速仍然分别达到 56%和 24%，增速远远高于网点数目增长。我们判断公司直营网点开店速度会有所下降，同时随着 ME&CITY 加盟业务展开，未来渠道数目仍将保持在 20%左右增长。

图表 23. 2007—2012 年分渠道面积增速



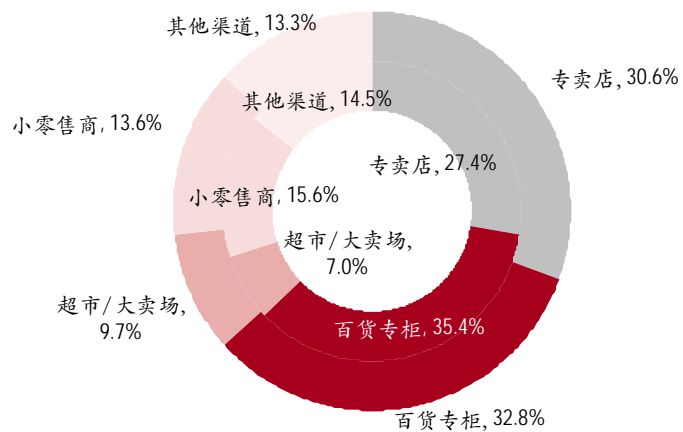
资料来源：公司数据，中银国际研究

以街铺为主的渠道选择符合品牌定位

专卖店和百货专柜是我国休闲服零售业主要的销售渠道，其占比合计超过 60%。从不同类别销售渠道占比的变化分析，专卖店由于选址空间自由，同时兼具了提升经营效率和推广品牌形象和品牌理念的功能，是国内休闲服饰零售行业最主要的选择。根据 Euromonitor 统计数据，专卖店销售占比由 2003 年的 27.4%提高到 30.6%，同时，百货专柜、小零售商和其他渠道占比均有所下降。考虑到行业竞争环境，未来街铺资源的争夺已经成为休闲服品牌竞争的重中之重。从已上市的同行业公司募投项目来看，渠道资源投资也是募集资金的主要投资方向。

对比海外知名快时尚品牌在中国的渠道选择，我们发现他们无一例外选择了百货商场和 Shopping Mall 为主开辟网点。我们认为主要原因在于，一方面海外休闲服饰品牌定位较高，与百货渠道的客层贴近，选址便利；另一方面，考虑进入中国市场时间较短，百货业态下联营扣点的模式无疑能够较好控制运营风险。

图表 24. 国内休闲服零售业渠道构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 25. 部分海外休闲服饰品牌经营数据概览

品牌	集团营业收入	同比增长 (%)	全球门店数	直营收入占比 (%)	进入中国时间	中国市场销售收入	同比增长 (%)
Inditex(ZARA)	110.8 亿欧元	7	4,607	91.8	2006 年	-	-
H&M	1,013.9 亿瑞典克朗	14.5	1,988	99.4	2007 年	15.1 亿瑞典克朗	83
凌致	148.6 亿人民	16.2	约 7,600 (加盟店近 7,000 家)	-	1996 年	25.3 亿	96.4
衣恋集团	-	-	-	100	1994 年	68.5 亿人民币	33

注：Inditex 年结日 1 月 31 日，H&M 年结日 11 月 30 日；

凌致销售收入和门店为 2006 年数据。

资料来源：各公司年报，网络信息，中银国际研究

图表 26. 部分海外休闲服饰品牌中国市场发展概况

品牌	布点城市(门店数)及渠道选择
Inditex (ZARA)	已经有四个子品牌进入中国 (Pull & Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius) 绝大多数为购物中心和商场店 上海(13), 沈阳(4), 大连(3), 北京(10), 杭州(2), 无锡(2)、呼和浩特(2)、深圳(3), 天津、长春、哈尔滨、包头、济南、青岛、郑州、武汉、南京、苏州、宁波、西安、太原、昆明、成都、重庆、广州、厦门、福州各 1 家
H&M	北京(8), 上海(9), 杭州(3), 沈阳(2), 郑州(2), 南京(2), 宁波(2), 苏州(2), 广州(2), 大连、天津、青岛、常州、无锡、成都、重庆、深圳各 1 家 绝大多数为购物中心和商场店
C&A	上海(7), 北京(6), 沈阳(3), 郑州(2), 大连、无锡、苏州、南京、天津、广州各 1 家 绝大多数为购物中心和商场店
凌致	目前在国内运作四个品牌。1996 年 ONLY 进入中国，1999 年 Jack&Jones 进入中国，2001 年 Vero Moda 进入中国，2008 年 Selected 进入中国 绝大多数为购物中心和商场店
衣恋集团	在中国店铺数超过 3,700 家，主要位于大型百货商场中 目前在国内的品牌除了 Eland 之外，还包括 SCOFIELD 男女装、Eland Kids、TEENIE WEENIE、EBLIN、ROEM、SCAT、PRICH、BODY POPS、PAW IN PAW、SO BASIC、COCORITA、TERESIA 和 HUNT 等

资料来源：各公司年报，网络信息，中银国际研究

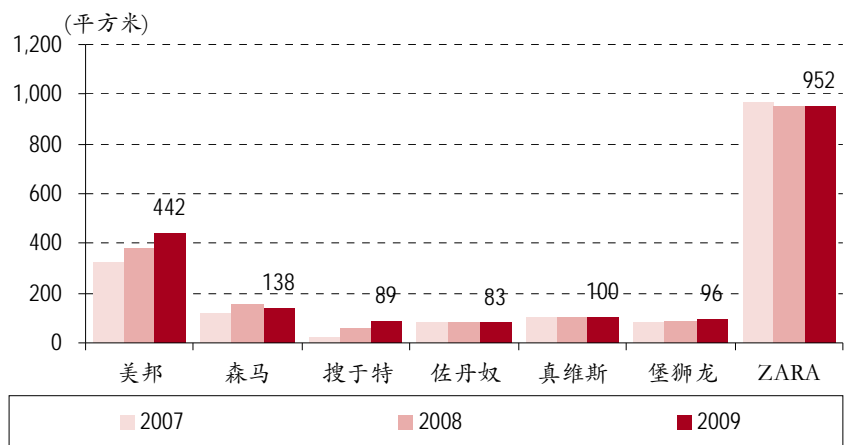
大店抢占稀缺店铺资源

宽敞舒适的大型店铺能给消费者提供愉悦的购物环境，并可充分发挥产品线展示、品牌形象宣传和加盟商带动作用。海外快销品公司非常重视网点选择和大型店铺开设，并将店铺展示作为最重要的营销手段。比如丹麦凌致公司很少打广告，而是最大限度利用门店传递品牌信息。公司设立了陈列部门，每个店铺有专人负责陈列。其策略是最大限度利用店铺资源，保持店铺形象快速更新，在实现销售的同时进行品牌传播，并节约品牌传播费用支出。

2009年，美邦公司直营门店单店平均面积为442平方米，远远高于港股同业佐丹奴、真维斯和堡狮龙，但是落后于ZARA(969平方米)和H&M(1,201平方米)。根据募投计划安排，公司有选择地在重点一级城市黄金地段以租赁或购置物业方式获得一批稀缺的网点资源，特别是开设了多家1,000平方米以上门店作为区域旗舰店。经过2008-2009年网络建设，公司大店策略成效初显。2008和2009年公司新开门店单店平均面积分别为340和841平方米。因此，公司整体单店平均面积由2007年的171平方米提高到243平方米。

根据披露募投项目相关门店信息，我们看到2009-2010年3月，公司通过租赁或购置获得2,000平方米以上网点16个，其中南昌、石家庄、成都和沈阳店铺面积在一万平方米左右。

图表 27. 部分同业 2007—2009 年直营门店单店平均面积对比

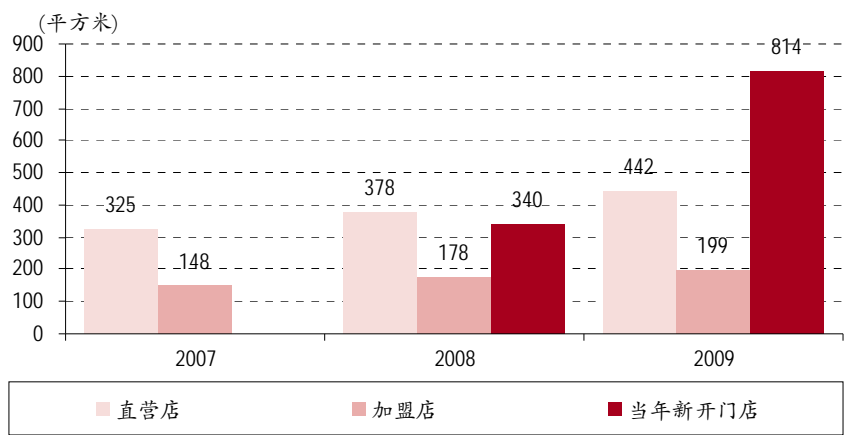


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 28. 2009 年以来部分新开门店信息

公告时间	城市	店铺	建筑面积 (平方米)	获得方式	价格 (万元)	均价 (万/平方米)
2009-1-14	南昌	时代广场	11,811	购买	12,377	1.0
2009-1-14	丹东	新安步行街	1,288	购买	1,960	1.5
2009-4-16	杭州	庆春路店	1,545	购买	3,000	1.9
2009-4-16	长春	重庆路店	2,100	租赁	—	—
2009-4-16	石家庄	桥东店	9,554	租赁	—	—
2009-4-16	杭州	延安路百信店	6,584	租赁	—	—
2009-4-30	昆明	东风东路	3,019	租赁	—	—
2009-5-8	郑州	亚细亚店	2,200	租赁	-	-
2009-5-8	厦门	中华城	2,897	购买	16,880	5.8
2009-6-18	天津	环渤海店	4,739	租赁	-	-
2009-6-18	天津	滨江道 GOGO 街店	7,436	租赁	-	-
2009-6-18	北京	前门大街二店	3,897	租赁	-	-
2009-8-29	成都	春熙路步行街	10,659	购买	37,700	3.5
2009-8-29	北京	王府井穆斯林大厦店	6,132	租赁	—	—
2009-8-29	太原	雅秀店	3,940	租赁	—	—
2009-9-14	上海	金山朱泾店	3,470	租赁	—	—
2010-2-9	乌鲁木齐	金堡大厦店	3,880	租赁	-	-
2010-2-9	武汉	西班牙风情街	3,662	购买	10,518	2.9
2010-3-5	沈阳	太原南街	10,716	购买	22,400	2.1

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 29. 美邦单店平均面积变化


资料来源：中国纺织工业协会，中银国际研究

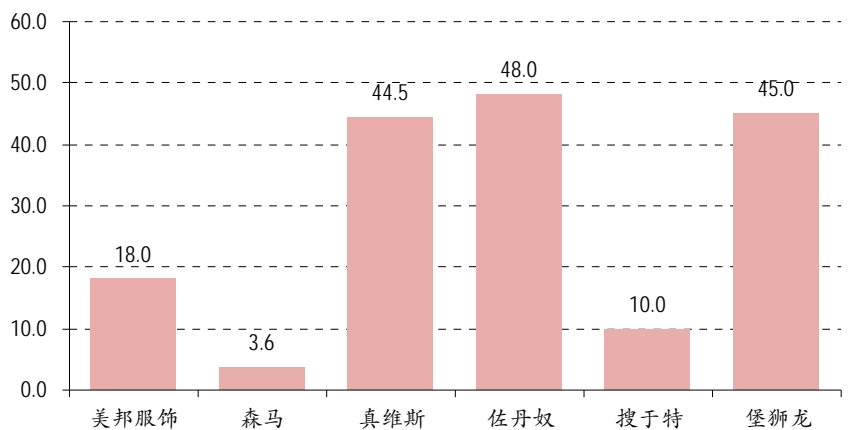
直营 vs 加盟

销售渠道是品牌服饰企业抢占市场的最重要手段。随着行业竞争加剧，商业地产价格和租金持续上升，核心商圈的营销网点获得难度加大。稳定且高质量的店铺资源是行业进入的重要壁垒和核心竞争力因素。覆盖广泛的直营网络为品牌形象提升和渠道扩张打下坚实基础，也是美邦的核心竞争力所在。

香港同业普遍保持较高的直营渠道占比

目前国内休闲服品牌多采用直营与加盟并存的渠道策略，中低档服饰品牌大多数以间接渠道为主，以实现网络的快速扩张。但是，在间接渠道为主的模式下，品牌公司对网点的掌控能力不强。直营店承担主要职能是通过开设直营旗舰店和形象店宣传品牌形象，全面展示产品并获得第一手的市场信息。国际知名快销品品牌 ZARA、H&M、C&A、MANGO、GAP 等公司在中国市场均采用以直营为主或纯直营的发展策略。一贯坚持直营加盟并行发展的西班牙 MANGO 公司，全球发展 1,392 家门店，其中 30% 坚持为直营模式。

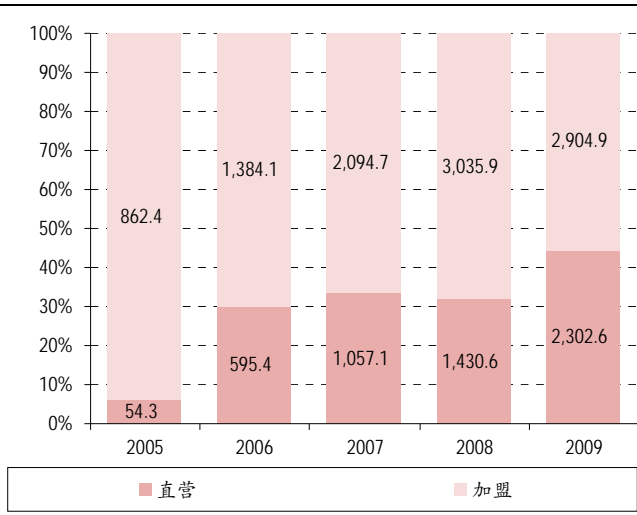
图表 30. 直营渠道数目占比



资料来源：公司最新年报，中银国际研究

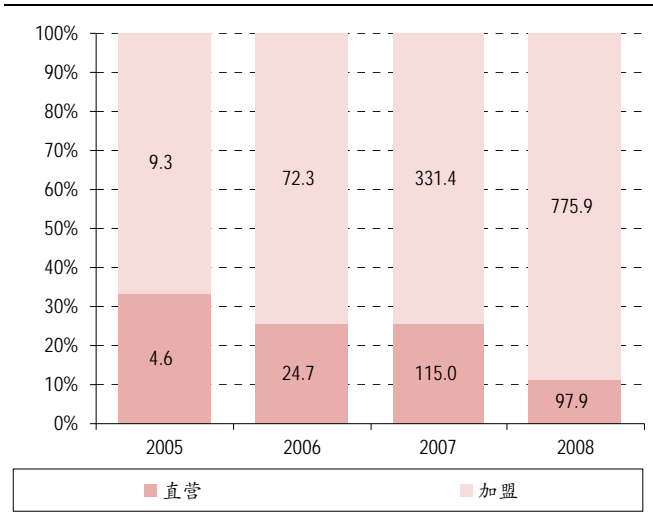
2006-2008 年美邦服饰加盟渠道的收入贡献均在 65-70%。由于 2008 年下半年新品牌 ME&CITY 上线后，公司在全国范围内大力发展直营门店，而新品牌的加盟业务起步较晚，2009-2010 年加盟收入占比有所下降。我们认为较高的直营渠道占比有利于实现整体规模提升和渠道掌控力的合理平衡。我们将三家公司直营渠道覆盖范围和加盟政策进行对比。虽然森马(休闲服类)2010 年网点总数略高于美邦，但是美邦的直营渠道覆盖力明显优于前者。依据招股书披露的信息，美邦退换货规定最为严格。三家公司中，只有森马收取一次性的加盟费并且采用二级加盟的制度安排。

图表 31. 营业收入拆分



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 32. 经营利润拆分



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 33. 三家公司直营渠道对比

	直营门店数	覆盖区域
美邦	700 家左右	覆盖超过十个省区，26 个销售子公司
森马	145	4 个直辖市 (北京上海重庆天津) 和 4 个省会城市
搜于特	96 个网点，其中专卖 2，专柜 94	不详

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 34. 主要加盟政策对比和退换货政策

	主要加盟政策对比	退换货
美邦	一级加盟体系，不收取加盟费 不少于两年的服装销售经验 售价门店必须为不小于 100 平米的街铺	除出现次品、残次品的情况外，一般不允许退货
森马	二级加盟制度。一级加盟商分为省会级、地级、县级三类 签订协议后，加盟商有权在指定区域内发展次级加盟商 省会级加盟商原则上按照 5-10 万的标准一次性收取，地级加盟商按照 1-3 万的标准一次性收取，县级加盟商无需交纳加盟费	加盟商订货部分不允许退货，配货和补货部分可以按照每季度产品进货量的 10% 退货
搜于特	一级加盟体系，不收取加盟费 服装经营历史不少于 3 年 加盟店面积不低于 80 平米 拟开设门店年均盈利评估不少于 15 万元	加盟商收到货品有质量问题的，可在 3 天内申请退换货

资料来源：公司数据，中银国际研究

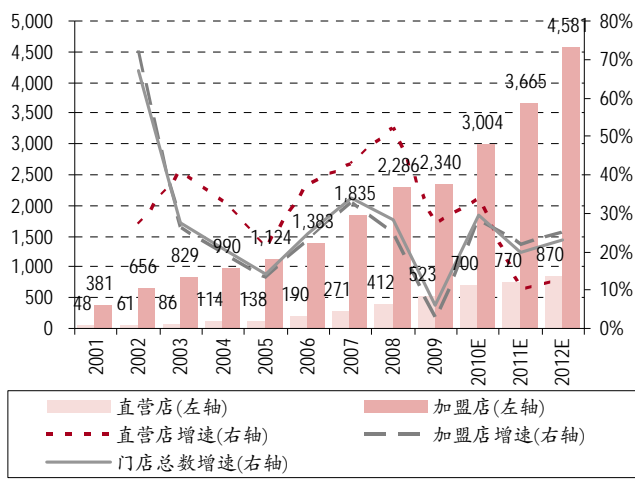
盈利预测和主要假设

渠道扩张是推动业绩增长的重要途径

2007-2010 年公司平均每年新增门店 550 家左右，我们预计 2010 年末公司直营和加盟渠道的总面积将达到 81 万平米。目前 MC 品牌大部分为直营网点，加盟业务主要以童装专柜渠道为主。我们预计未来三年公司网点数和经营面积将保持在 20% 以上的增长。

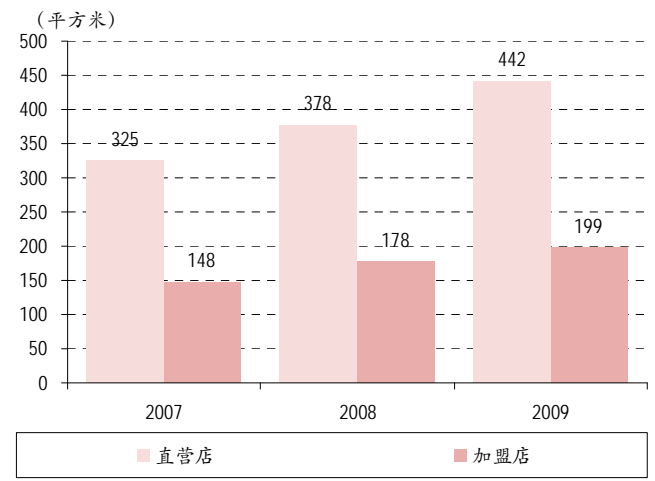
从平均单店面积分析，2008 年以来推行的大店策略得到了较好的执行。在公司渠道系统中，直营门店的形象展示和市场拓展作用得到了有力加强。公司直营和加盟网点的平均单店面积由 2007 年的 325 平米和 148 平米提高到了 442 平米和 199 平米，分别增长了 36% 和 34%。2009 年，公司投入大量资金迅速将 MC 品牌网点进入重点一线城市布点，开设了一批旗舰店；其中包括北京王府井、成都春熙路(购买)、沈阳太原南街(购买)、杭州庆春路(购买)等区域核心商圈稀缺店铺。

图表 35. 2001—2012 年分渠道网点数



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 36. 2007—2009 年平均单店面积



资料来源：公司数据，中银国际研究

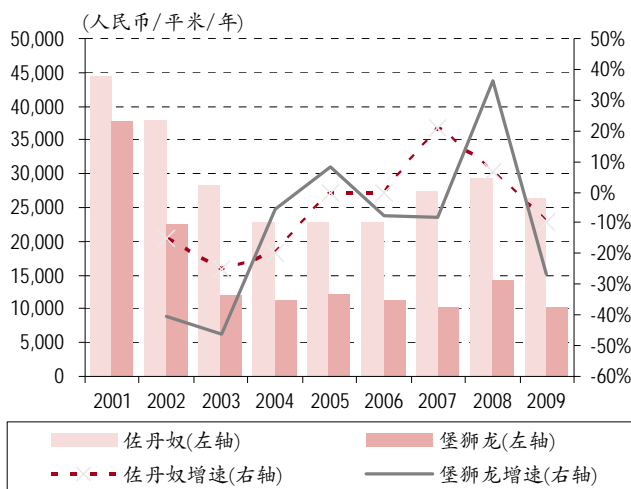
坪销提升值得期待

假设新开门店均于年中开业，我们测算 2009 年公司单个直营和加盟网点平均月度销售收入分别为 40.0 万和 10.5 万元。根据当年门店数和店铺面积数据，我们推算公司直营和加盟网点的坪销为 11,150 和 6,318 元。同业比较来看，我们推算得出的数据略高于堡狮龙(10,420 元)，但是远远低于同期佐丹奴坪销(26,522 元)。

扩张速度和直营加盟比例关系将直营影响整体坪销。由于新开门店尚处于培育期，直接拖累整体坪销水平。2008-2009 年美邦直营渠道快速扩张，分别新开直营门店 141 家和 111 家直营门店面积同比增速分别达 77%和 48%；增速远高于佐丹奴(11%)和堡狮龙(27%)。2008 和 2009 年两年新开门店数占 2009 年末直营门店总数的 48%。通常开业 2-5 年内为坪销快速提升时期。考虑到 2008-2009 年两年新开门店快速成长，我们判断 2011-2012 年美邦服饰坪销能够实现较快增长。我们认为公司还将通过提高提升产品开发能力和产品品质、提高终端零售管理和服务水平、丰富产品线以及加强品牌推广力度实现终端坪销的提升。

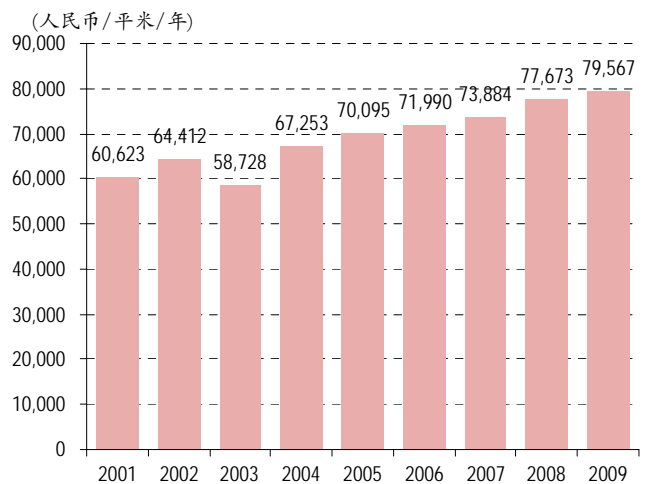
根据公司披露数据折算，2009 年佐丹奴香港地区直营门店坪销已经达到 7.96 万元(2009 年末直营网点 75 家)，为当年美邦坪销的 7 倍。二者之间悬殊的差距与门店年龄结构、区域经济发展水平、人口密度等存在一定关系。但是，从中可以看出美邦坪销仍然有相当大的提升空间。

图表 37. 2001-2009 年佐丹奴和堡狮龙中国内地门店坪销



注：按照业绩期内所有直营门店加权平均计算
所有数据按照港币 0.88 汇率折算
堡狮龙年结日为 6 月 30 日
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 38. 2001—2009 年佐丹奴香港地区门店坪销



注：按照业绩期内所有直营门店加权平均计算
所有数据按照港币 0.88 汇率折算
资料来源：公司数据，中银国际研究

核心假设

我们盈利预测的基本假设包括：

一、我们预计未来三年公司网点数年均增速在 24%。2010-2013 年公司直营和加盟渠道将合计新增网点 841 家、731 家和 1016 家。到 2012 年末，公司直营和加盟网点将分别达到 870 和 4518 家。2010 年 MC 以童装 (MC Kids) 为主发展加盟业务，我们预计 MC 成人休闲装加盟将在 2011 年加快。

二、我们预测 2010-2012 年直营门店平均单店销售收入增速为 11%，加盟店增速在 7-8%。考虑到 2008-2009 年公司连锁网点增速较快，经过 2-3 年培育，这些门店进入快速成长期。我们认为公司门店坪销增速有可能超出我们预期。

三、随着 MC 品牌运营步入正轨以及加盟网点快速推进，加盟业务收入贡献将逐步提高。总体看来，公司仍将坚持以加盟为主的渠道策略。长期目标是加盟业务贡献约 70% 的收入。

图表 39. 盈利预测主要假设

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
门店数量假设								
新增网点数								
直营店	24	52	81	141	111	177	70	100
加盟店	134	259	452	451	54	664	661	916
合计	158	311	533	592	165	841	731	1,016
网点总数								
直营店	138	190	271	412	523	700	770	870
加盟店	1,124	1,383	1,835	2,286	2,340	3,004	3,665	4,581
合计	1,262	1,573	2,106	2,698	2,863	3,704	4,435	5,451
网点数增速(%)								
直营店	21	38	43	52	27	34	10	13
加盟店	14	23	33	25	2	28	22	25
合计	14	25	34	28	6	29	20	23
坪销假设 (万元/平米/店)								
单店月均坪销								
直营店	4	30	38	35	41	49	55	61
加盟店	7	9	11	12	10	12	13	15
同比增长(%)								
直营店	11	743	26	(9)	18	20	12	11
加盟店	4	35	18	13	(15)	16	11	11
收入假设 (人民币 百万)								
直营店	54	595	1,057	1,431	2,303	3,599	4,845	6,001
加盟店	862	1,384	2,095	3,036	2,905	3,893	5,392	7,401
合计	917	1,979	3,152	4,466	5,208	7,492	10,237	13,401
同比增长(%)								
直营店	—	997	78	35	61	56	35	24
加盟店	—	60	51	45	(4)	34	39	37
合计	—	116	59	42	17	44	37	31
收入贡献(%)								
直营店	6	30	34	32	44	48	47	45
加盟店	94	70	66	68	56	52	53	55

备注：2006 年以前门店数字包括合并报表外的部分门店。

假设新年全部于年中开业，贡献 6 个月收入

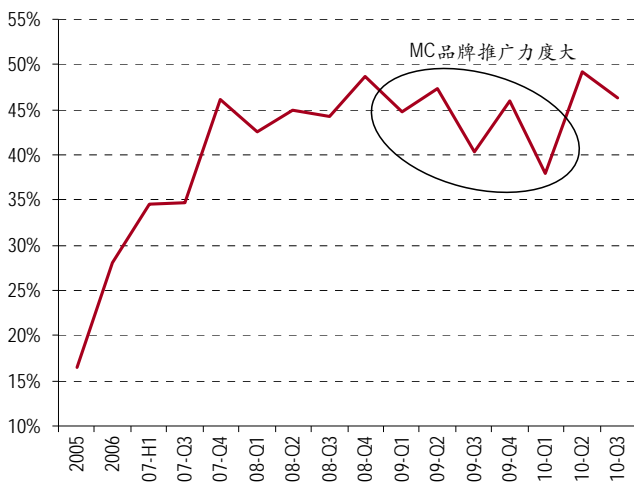
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

利润率和费用率

公司采用综合生产成本和目标毛利率为主的成本加成法定价策略。2005-2008年公司主营毛利率快速提升，主要得益于：(1)销售规模逐步扩大后对上游供应商控制和议价能力增强，产品成本得到有效控制；(2)2007年推出“都市系列”产品，产品线更加丰富，商品结构中高毛利产品，尤其是包和配饰类占比增加；(3)远期订货会制度推行后，产品更加适销对路，减少了清理库存带来的终端折扣，正价销售率提高。

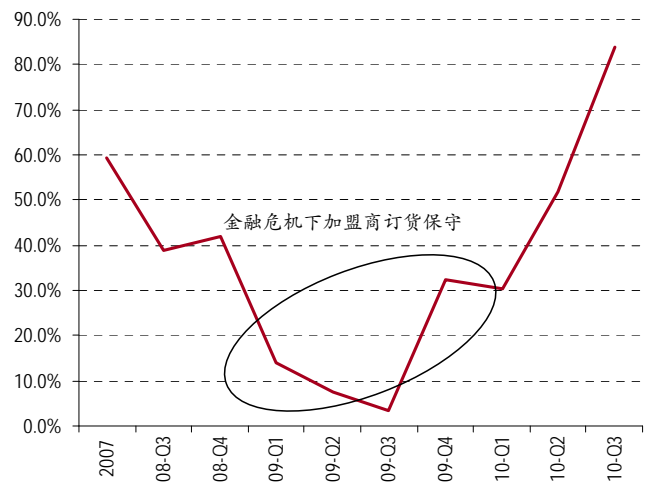
分季度毛利率分析，2007-2008年四季度均为单季度毛利率高点，这反映了服装行业秋冬服装单价高、利润厚的特点。受到全球金融危机影响，2009年全年终端折扣力度较大，公司在2010年初延续了促销以提振销售的策略。同时，新品牌ME&CITY处于品牌推广的初期，为了快速占领市场并提高品牌知名度，公司进行了高频率的促销和推广活动。2010年1季度公司毛利率由上年同期的44.8%下降6.8个百分点至38.0%。2010年2季度和3季度公司毛利率已经恢复到49.3%和46.4%，分别同比提高2%和6%。我们认为随着ME&CITY品牌美誉度积累以及营销活动的常态化，公司毛利率将稳步提升。

图表 40. 分季度毛利率

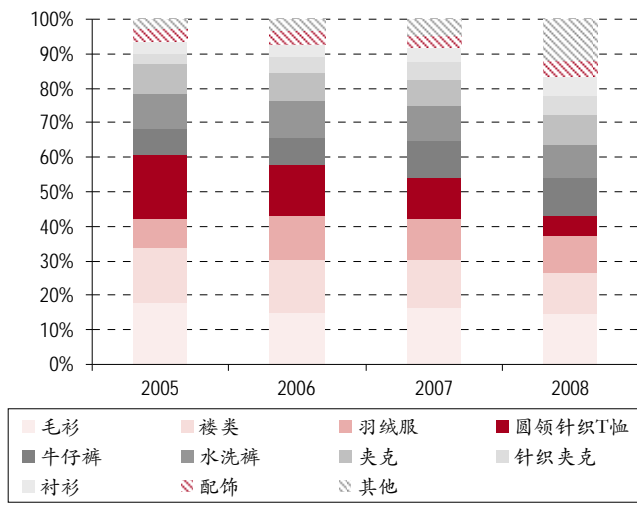


资料来源：公司数据，中银国际研究

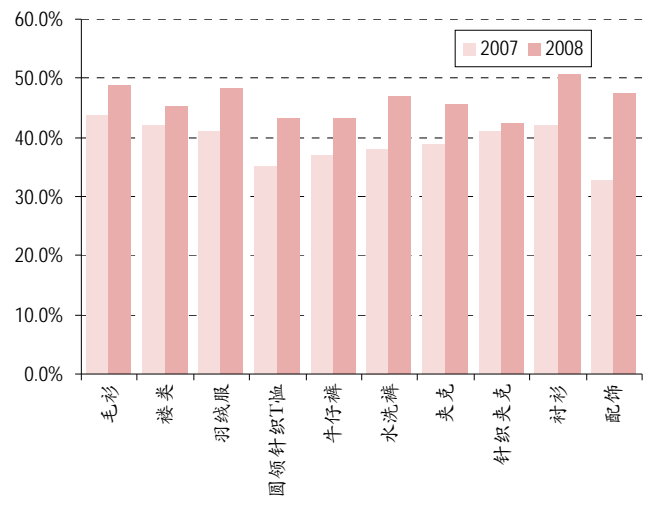
图表 41. 销售收入同比增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 42. 营业收入分产品拆分


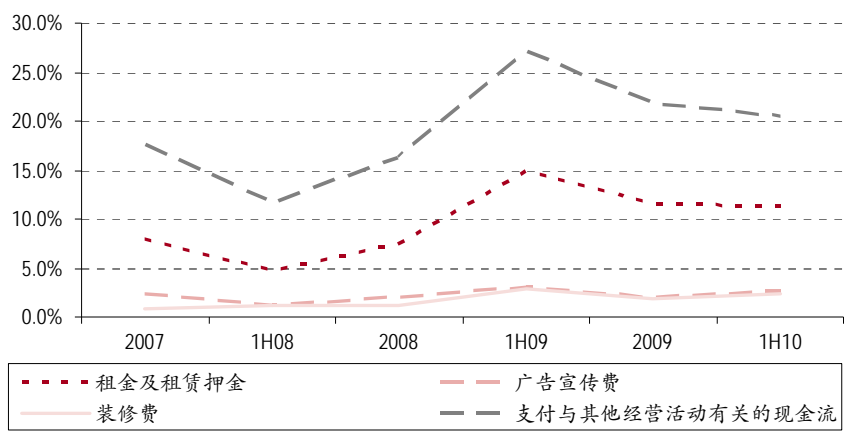
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 43. 2007—2008 年分产品毛利率


资料来源：公司数据，中银国际研究

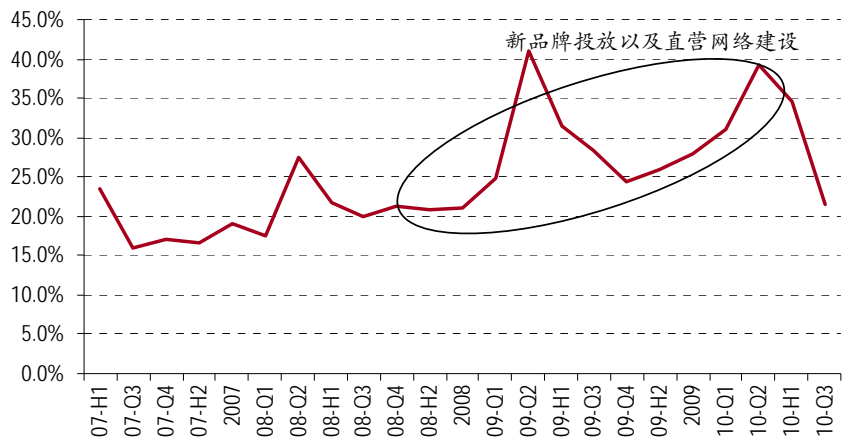
新品牌推出和直营渠道建设拖累费用率攀升

2008年下半年MC品牌正式推出，两个事业部分独立运作以及市场推广等投入较大，公司运营成本大幅增加。2008-2009年，公司加大直营店铺开店步伐，开店速度加快导致一方面租金和装修费有显著增加，另一方面为了配合多品牌运作和直营渠道建设，人力成本支出也相应增加。多种因素叠加侵蚀利润。经过两年多的磨合和调整，MC市场影响力逐步提升，品牌定位也更加清晰，多品牌策略得到完善。我们预计2010-2012年公司销售和管理费用率将下降0.5-1个百分点。

图表 44. 2009 年渠道建设相关费用攀升


注：采用其他与经营活动有关的现金流/主营业务收入

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 45. 分季度销售费用率


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

首批股权激励已经推出

2010年10月公司推出《首期股权激励草案》，此次激励计划覆盖部门经理级以上中高层管理团队和核心技术人员合计185人。首期授予期权581.4万份，其中预留57.5万份，调整后的行权价格为24.53元。在期权授予一年后，激励对象可以分四阶段，按照每阶段25%的比例行权。

行权条件对净利润和净资产收益率两个指标进行了规定，业绩指标中利润要求相当于2009-2013年净利润年均增长25%。2010年净资产收益率指标不低于20%，之后目标要求每年递增0.5%。我们认为对公司而言这一目标并不难实现。从覆盖范围来看，此次激励计划涉及对象占2009年末公司员工总数的10%。但是合计授予期权数量仅占总股本的0.579%，持股数量较少。我们认为不排除公司推出后续激励计划进一步扩大员工持股范围和持股比例。

图表 46. 首期股权激励草案要点

	2011	2012	2013	2014
行权条件				
- 净利润(人民币 百万)	944.11	1180.1	1475.2	1844
- 净利润同比增速(%)	25	25	25	25
- 对应每股收益(人民币)	0.939	1.174	1.468	1.835
- 净资产收益率(%)	20.5	21	21.5	22
期权费用摊销估算(人民币 百万)	12.78	6.67	3.52	1.39

资料来源：公司数据，中银国际研究

所得税优惠将持续到 2011 年

由于享受浦东新区优惠税率政策，2005-2007 年公司减按 15% 税率征收企业所得税。根据过渡政策时间安排，2008 年度企业所得税实际适用税率为 18%，2009 年度为 20%，2010 年度为 22%，2011 年为 24%。另外，2006 年以来公司每年均获得地方政府给予的补贴，2007-2009 年政府补贴金额分别为 549 万、1,246 万和 7,233 万，相当于同期利润总额的 1.3%、1.5% 和 11.4%。由于政府补贴与公司纳税额等有关，我们不排除公司未来仍将收到类似的补贴收入。出于谨慎考虑，我们的盈利预测中未考虑非经常性损益的影响。

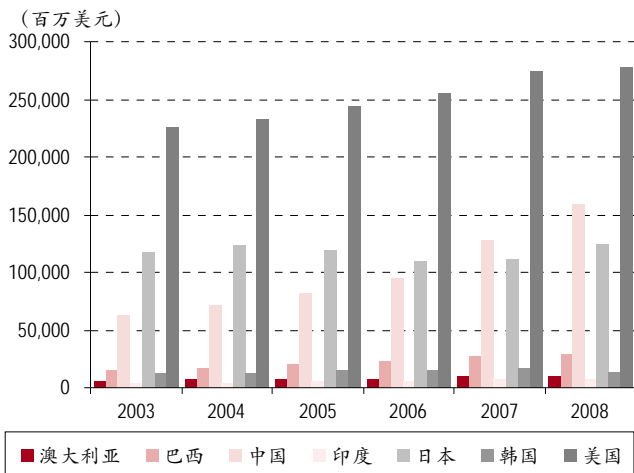
附录、中国休闲服市场

休闲服占据服装市场半壁江山

休闲服子行业是国内服装市场的主要细分行业。根据 Euromonitor 数据，2008 年我国成人休闲服市场销售额达 4,660 亿元，占服装市场销售总额的 47.48%。近年来其市场销售总额保持平稳增长，2003-2008 年销售额复合增长率 13.9%。其中 16-25 岁的成人休闲装是增长最快的细分市场。2003-2008 年 16-25 岁休闲服装市场的销售额年均复合增长率达到 15.1%，高于同期整个服装市场和成人休闲装市场的增长速度，2008 年市场规模占成人休闲装市场销售额的 28.5%。

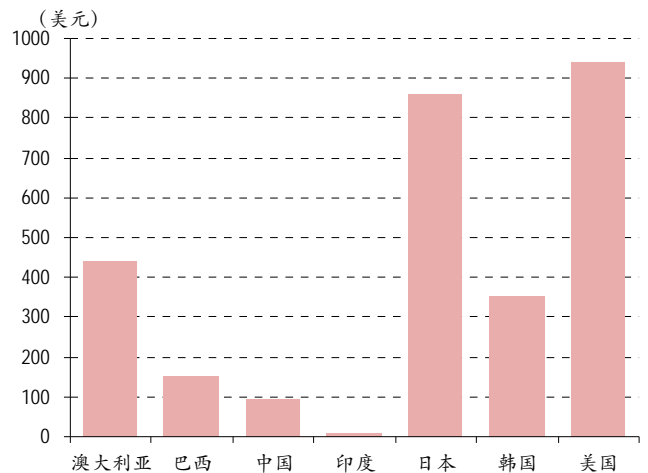
根据韩国纤维产业联合会预计，2008-2012 年中国女装市场总销售额的年均复合增长率为 10.4%。

图表 47. 部分国家 2003—2008 年服装销售总额



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 48. 2008 年人均服装消费

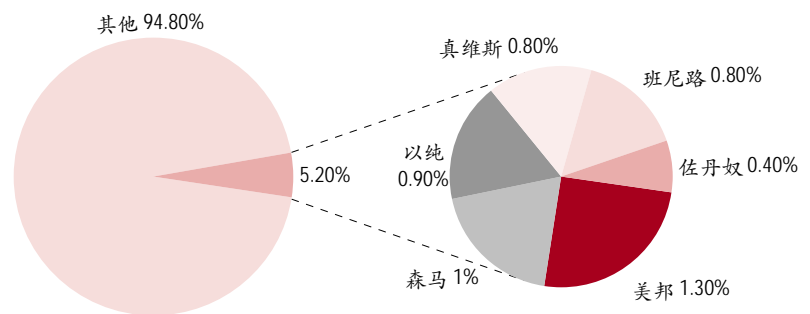


资料来源：公司数据，中银国际研究

市场分散，竞争激烈

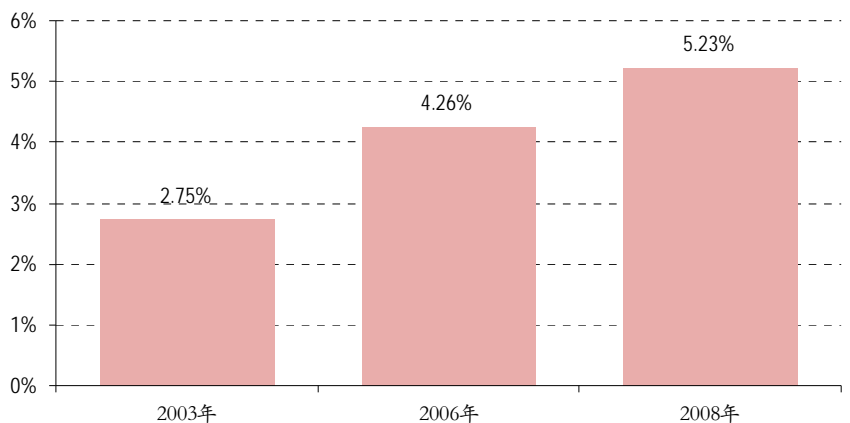
我国休闲服市场品牌众多，市场集中度较低，且国内休闲装品牌主要集中于平价市场，在市场、顾客、价格等方面的定位存在较大重合，行业竞争十分激烈。此外，由于休闲服饰行业涉及品类众多，大量本土服装和纺织企业进入这一领域，推出商务休闲、运动休闲、旅游休闲、家居休闲等细分产品。Euromonitor 市场分析数据显示，2008 年我国休闲服前六大品牌市场占有率仅为 5.2%，市场份额最高的美邦占有率也仅有 1.3%，行业领先优势并不十分明显。但同时，分散的市场集中度也为行业内的各企业提供了充分的发展机会和提升空间。从行业发展趋势看，集中度较为分散。2003 年以来，领先品牌的市场占有率提升幅度非常缓慢。

图表 49. 2008 年国内休闲服市场占有率情况



资料来源：中国纺织工业协会，中银国际研究

图表 50. 国内休闲服前六大品牌市场占有率变化

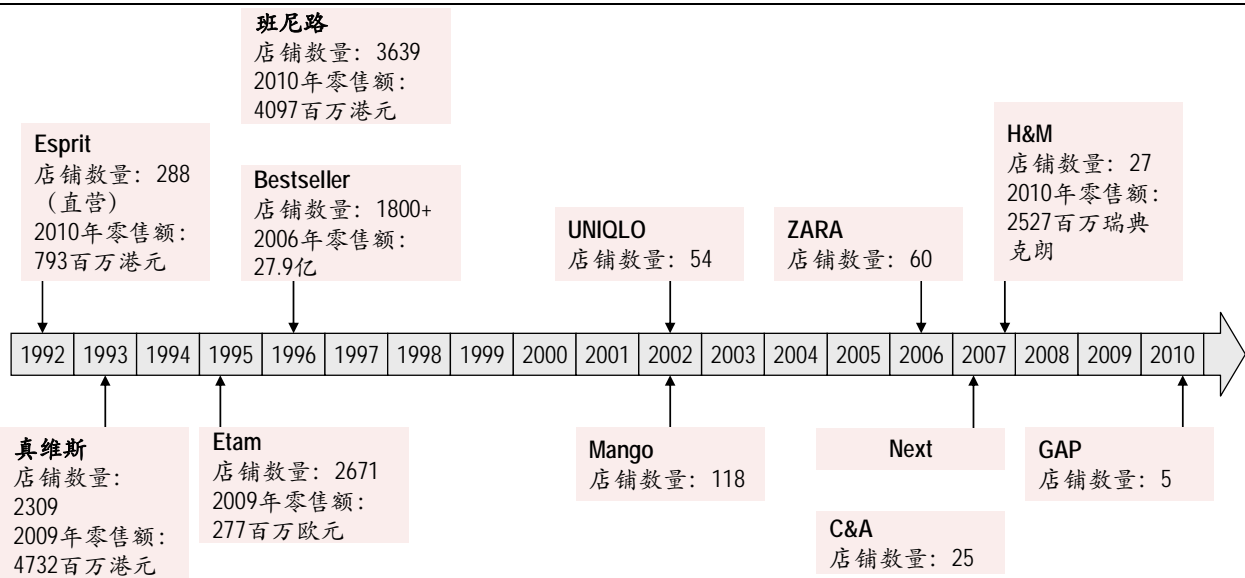


资料来源：Euromonitor，中银国际研究

国际知名品牌悉数进入

从国际知名休闲服品牌在国内市场扩张趋势来看，早期进入国内市场的主要为真维斯、佐丹奴、Esprit等香港品牌以及丹麦公司 Bestseller (绫致) 旗下的品牌。而 2006 年以后，各主要一线品牌纷纷加快了在中国内地市场的布局，ZARA、H&M、C&A、Next 等纷纷在这一时期登陆中国，原有各品牌也加快了国内门店的扩张速度。随着 2010 年美国著名品牌 GAP 中国首店在北京开业，国际四大快速时尚品牌齐聚中国。海外知名休闲服零售商，正通过其强大的品牌建设与管理能力、产品设计能力、渠道建设能力、市场营销能力和供应链管理能力和供应链管理能力引领行业发展趋势。

图表 51. 部分休闲服品牌进入中国大陆市场时间表



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

注 1: Esprit 数据为截至 2010 年 6 月 30 日；优衣库截至 2010 年 8 月 31 日；ZARA 截至 2010 年 10 月 31 日；班尼路截至 2010 年 3 月 31 日；Etam、真维斯截至 2009 年底；

注 2: Mango、C&A、GAP 资料来自网络信息

图表 52. 休闲服行业主要竞争对手

公司	旗下品牌	进入中国时间	国内销售收入	国内门店数据	品牌简介
佐丹奴	佐丹奴	1992年	1,633(百万港元)	1,017	旗下包括佐丹奴、佐丹奴女士、佐丹奴少年、Giordano Core Line、Giordano Concept、Blue Star Exchange 等品牌，目标客户群在 18-45 岁
德永佳	班尼路	1996年	4,097(百万港元)	3,639	创立于 1981 年，为消费者提供高品质的休闲服。包括包括男、女装休闲系列、童装系列、鞋具、配饰以及内衣系列
	S&K	1997年			锁定年青人作为目标市场，牛仔裤及休闲裤为货品亮点
	I.P.Zone	2000年			以有型有格的 15-25 岁的现代青年为目标顾客，产品充满了自由随意的潮流气息
	EBASE	2004年			专为紧贴潮流的都市男士而设，目标客户群为 20-35 岁都市男士
旭日企业	真维斯	1993年	3,750(百万港元)	2,309 (直营店 1,027, 加盟店 1,282)	目标客户群为 18-25 岁低收入青年
	I.T(联营)		706(百万港元)	161(直营店 119, 加盟店 42)	香港最具规模的时装品牌零售店之一，出售一些著名的品牌服饰，深受时髦人士的青睐
迅销集团	优衣库	2002年		54(全部直营)	日本著名的休闲品牌，倡导现代、简约自然、高品质且易于搭配
	Theory	2009年			针对的市场主要是上班一族，特别是一批聪颖，活跃及时尚的女性，旗下包括 Theory Men, Theory Luxe, Helmut Lang and PLST
衣恋集团	Eland 女装	1994年	1,497(百万元)	1,084(全部直营)	
	TEENIE	2004年	1,745(百万元)		款式富含时尚和浪漫气息，适合追求时尚而又有气质的年轻人穿着
	WEENIE				
	SM		379(百万元)		
	Plory	2008年	217(百万元)		衣恋旗下最年轻的男装品牌，拥有无限的活力与朝气，设计灵感来自于美国东部名校 IVY LEAGUE 的生活方式
	Eland Kids		379(百万元)		多个系列的高档品牌童装服饰
	Paw in Paw	2006年	379(百万元)		为 2-11 岁的小朋友提供舒适可爱的衣裳
Inditex	ZARA	2006年	7,077 百万欧元(集团)	60(全部直营)	集团旗舰品牌，开创了快速时尚模式
	Pull & Bear	2009年	771 百万欧元(集团)	13(全部直营)	主要专注于年轻人市场，价格低廉
	Massimo Dutti	2007年	790 百万欧元(集团)	7(全部直营)	主要面向都市生活、富于独立性的男女，目标客户群 25-45 岁的都市人士
	Bershka	2009年	1,177 百万欧元(集团)	20(全部直营)	品牌定位为 13-23 岁的年轻人，以年轻前卫、充满街头感的设计风格取胜
	Stradivarius	2009年	702 百万欧元(集团)	10(全部直营)	主要面向 15-25 岁的年轻女性
H&M	H&M	2007年	1,513(百万瑞典克朗)	27(直营)	关注平价与流行
森马	森马	1996年	4,150(百万元)	5,809(直营 240, 加盟 5569)	针对 16-28 岁年轻时尚的人群
搜于特	潮流前线	2005年	379 百万元	982(加盟 886 家; 直营 96 家)	专注于青春休闲服三四类市场，分为“淑女”、“时尚”、“校园”三大系列

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,474	5,218	7,505	10,255	13,425
销售成本	(2,434)	(2,895)	(4,122)	(5,612)	(7,330)
经营费用	(1,121)	(1,642)	(2,247)	(3,025)	(3,814)
息税折旧前利润	918	681	1,136	1,618	2,281
折旧及摊销	(37)	(66)	(95)	(131)	(172)
经营利润 (息税前利润)	881	615	1,041	1,487	2,109
净利息收入(费用)	(48)	(53)	(33)	(33)	(33)
其他收益/(损失)	8	71	0	0	0
税前利润	841	633	1,008	1,454	2,076
所得税	(254)	(29)	(250)	(349)	(519)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	587	604	758	1,105	1,557
核心净利润	583	551	758	1,105	1,557
每股收益(人民币)	0.584	0.601	0.754	1.099	1.549
核心每股收益(人民币)	0.580	0.548	0.754	1.099	1.549
每股股息(人民币)	0.000	0.420	0.151	0.220	0.310
收入增长(%)	n.a.	17	44	37	31
息税前利润增长(%)	n.a.	(30)	69	43	42
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(26)	67	42	41
每股收益增长(%)	n.a.	3	25	46	41
核心每股收益增长(%)	n.a.	(6)	38	46	41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,852	1,315	1,249	1,864	2,717
应收帐款	414	479	500	684	895
库存	664	902	1,155	1,578	2,065
其他流动资产	383	516	796	1,045	1,393
流动资产总计	3,314	3,211	3,701	5,170	7,071
固定资产	677	1,326	1,455	1,675	2,029
无形资产	320	507	433	368	300
其他长期资产	266	406	514	690	910
长期资产总计	1,263	2,240	2,402	2,734	3,239
总资产	4,577	5,451	6,103	7,904	10,310
应付帐款	417	507	625	855	1,119
短期债务	1,051	459	359	459	559
其他流动负债	322	1,294	985	1,241	1,499
流动负债总计	1,789	2,260	1,970	2,554	3,176
长期借款	200	200	300	250	200
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	670	1,005	1,005	1,005	1,005
储备	1,918	1,986	2,829	4,095	5,929
股东权益	2,588	2,991	3,834	5,100	6,934
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,577	5,451	6,103	7,904	10,310
每股帐面价值(人民币)	2.57	2.98	3.81	5.07	6.90
每股有形资产(人民币)	2.26	2.47	3.38	4.71	6.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(0.65)	(0.59)	(1.15)	(1.95)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	841	633	1,008	1,454	2,076
折旧与摊销	37	66	95	131	172
净利息费用	48	53	33	33	33
运营资本变动	(216)	46	(199)	(319)	(489)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(240)	59	(148)	(234)	(388)
经营活动产生的现金流	470	856	789	1,065	1,405
购买固定资产净值	(629)	(1,059)	(500)	(700)	(700)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(87)	20	(20)	70	10
投资活动产生的现金流	(715)	(1,039)	(520)	(630)	(690)
净增权益	1,352	500	0	0	0
净增债务	603	(592)	(20)	400	450
支付股息	52	261	152	221	311
其他融资现金流	(101)	(411)	(303)	(442)	(623)
融资活动产生的现金流	1,907	(241)	(172)	179	139
现金变动	1,661	(423)	97	614	853
期初现金	191	1,738	1,152	1,249	1,864
公司自由现金流	(246)	(182)	269	435	715
权益自由现金流	358	(774)	249	835	1,165

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.5	13.0	15.1	15.8	17.0
息税前利润率(%)	19.7	11.8	13.9	14.5	15.7
税前利润率(%)	18.8	12.1	13.4	14.2	15.5
净利率(%)	13.1	11.6	10.1	10.8	11.6
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.4	1.9	2.0	2.2
利息覆盖率(倍)	15.0	7.7	27.3	37.5	50.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.0	1.3	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	52.7	51.2	40.8	28.0	19.9
心业务市盈率(倍)	53.1	56.2	40.8	28.0	19.9
目标价对核心业务	66.3	70.3	51.0	35.0	24.8
市盈率(倍)					
市净率(倍)	12.0	10.3	8.1	6.1	4.5
价格/现金流(倍)	65.9	36.1	39.2	29.1	22.0
企业价值/息税折旧前	33.1	44.5	26.7	18.4	12.7
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	99.6	98.7	91.1	88.9	90.7
应收帐款周转天数	33.8	31.2	23.8	21.1	21.5
应付帐款周转天数	34.0	32.3	27.5	26.3	26.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	69.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	22.7	21.7	22.2	24.7	25.9
资产收益率(%)	13.4	11.7	13.6	16.1	17.4
已运用资本收益率(%)	23.2	17.1	25.7	29.0	31.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

美邦服饰 (002269.SZ/人民币 30.80, 买入)
森马服饰 (002563.SZ/人民币 61.53, 未有评级)
搜于特 (002503.SZ/人民币 78.83, 未有评级)
探路者 (300005.SZ/人民币 29.58, 未有评级)
嘉麟杰 (002486.SZ/人民币 14.93, 未有评级)
七匹狼 (002029.SZ/人民币 30.00, 未有评级)
报喜鸟 (002154.SZ/人民币 25.92, 未有评级)
希努尔 (002485.SZ/人民币 24.39, 未有评级)
凯撒股份 (002425.SZ/人民币 42.99, 未有评级)
大杨创世 (600233.SS/人民币 17.39, 未有评级)
际华集团 (601718.SS/人民币 4.58, 未有评级)
华斯股份 (002494.SZ/人民币 25.5, 未有评级)
星期六 (002291.SZ/人民币 16.6, 未有评级)
佐丹奴 (0709.HK/港币 4.50, 未有评级)
德永佳 (0321.HK/港币 7.90, 未有评级)
旭日企业 (0393.HK/港币 2.97, 未有评级)
Fast Retailing (9983.JT/日元 10700, 未有评级)
Inditex (ITX.SM/欧元 54.00, 未有评级)
GAP (GPS.US/美元 21.85, 未有评级)
H&M (HMB.EU/欧元 208.7, 未有评级)

以 2011 年 3 月 22 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371