东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩巨幅增长得益于渠道结构调整

——（002269）半年财报点评

2011 年 8 月 22 日

强烈推荐/维持

美邦服饰 | 财报点评

谭可 纺织服装行业分析师 执业证书编号：S1480209100080
010-6655 4011

事件：

公司今日公布 2011 年半年报，2011 年 1-6 月实现营业总收入 379,527.36 万元、营业利润 45,254.96 万元、净利润 37,636.26 万元，同期分别增长 49.31%、623.72%、833.06%，基本 EPS 为 0.37 元。预计 2011 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 120-140%，对应 EPS 为 0.70-0.77 元。

公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入（百万元）	421.39	359.34	302.49	483.84	673.15	583.15	420.10
增长率（%）	33.21	-14.73	-15.82	59.95	39.13	-13.37	-27.96
毛利率（%）	39.27	39.57	39.00	35.70	37.82	40.08	41.86
期间费用率（%）	24.88	19.78	26.78	14.67	26.27	20.18	28.10
营业利润率（%）	14.52	19.27	11.50	20.86	10.02	18.66	13.31
净利润（百万元）	44.34	50.17	27.27	67.03	67.37	88.67	73.76
增长率（%）	-12.39	13.14	-45.64	145.79	0.51	31.63	-16.81
每股盈利（季度，元）	0.30	0.35	0.02	0.28	0.43	0.20	0.17
资产负债率（%）	13.91	14.83	14.31	17.41	22.98	21.47	18.82
净资产收益率（%）	3.33	3.63	2.08	4.86	4.66	5.78	5.12
总资产收益率（%）	2.87	3.09	1.78	4.02	3.59	4.54	4.16

评论：

积极因素：

- **公司上半年净利润巨幅增长主要得益于毛利率提升和费用率下降。**公司上半年主营业务收入增速48.84%，营业成本仅增长38.24%，对应毛利率较去年同期上升4.24个百分点至47.00%，体现公司较强的议价能力，有效转嫁上游成本上升压力。公司三项费用率显著下降，销售费用下降5.95个百分点至28.47%，管理费用率下降0.62个百分点至3.61%，财务费用升1.53个百分点至2.60%。
- **渠道结构性调整顺利推进。**销售费用率的大幅下降主要得益于公司的渠道结构的调整，公司2011年上半年开始加大加盟渠道拓展力度，1-6月直营模式下实现销售收入189,687.66万元，同比增长43.64%，加盟模式187,267.39万元，同比增长54.41%，快于直营。直营与加盟收入对比由2010年上半年的52：48变动为50:50。

消极因素:

- **公司库存未见明显下降。**截止2011年6月底公司存货为288,975.48万元，同比增幅225.58%，较年初及一季度末分别增长13.40%和下降8.63%。公司从去年下半年爆出库存问题，主要由于前期对于市场预期偏差导致备货过度，公司也积极采取应对措施，但就目前来看，剔除公司新货入仓的正常货量，库存依然偏高。公司还未提取相应的库存跌价准备，对业绩影响暂不可估。

业务展望:

- 对于两品牌的发展规划，MB将继续以加盟模式加大渠道下沉力度，MC也将于2011年年底放开加盟。公司的直营体系投入已积累到一定程度，逐步进入收获期，后续的投入少受益大，整个终端体系将受益于已成型的直营布局，公司还会通过进一步提高产品的丰富度、拉宽客户年龄层来提升平效。对于库存问题，随着未来公司加盟体系收入占比的进一步提升，绝对库存占整体收入比例下降，且公司下半年积极的500-600家特卖终端也将有效消化过季存货，促使存货水平回归正常。

盈利预测与投资建议:

维持此前对公司盈利预测，11-12年EPS分别为1.12和1.63元，同比增速分别为47.90%和45.72%，对应动态PE分别为30.31和20.83倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

公司库存问题迟迟得不到解决，侵蚀业绩。

8 月大批限售股解禁，抛售影响股价。

表 1：公司 2011-2013 盈利预测表（百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,217.52	7,500.48	9,946.14	13,230.41	16,849.17
(+/-)%	16.63%	43.76%	32.61%	33.02%	27.35%
EBITDA	682.07	1,142.46	1,786.61	2,525.16	3,327.17
(+/-)%	-25.86%	67.50%	56.38%	41.34%	31.76%
净利润	604.23	757.85	1,120.85	1,633.31	2,224.08
(+/-)%	2.84%	25.42%	47.90%	45.72%	36.17%
每股净收益（元）	0.60	0.75	1.12	1.63	2.21

资料来源：东兴证券

分析师简介

谭可

英国 Durham 大学硕士，曾赴香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。