

# 财务表现与终端反馈完美互动 经营拐点或如期而至

2010年8月18日

强烈推荐/维持

美邦服饰

财报点评

## ——美邦服饰（002269）2010年中报点评

**银国宏** 策略分析师 职业资格证书编号：S1480109060847

**程远** 纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 MSN: chengyuan0716@hotmail.com

### 事件：

公司在8月16日发布了2010年半年度财务报告，公司10年全上半年实现收入25.4亿元，同比增39.15%；实现综合毛利率43%，同比去年下降2.6个百分点；实现净利润0.4亿元，同比下降82.52%。

### 公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	1618.95	1089.63	732.74	1257.42	2137.73	1418.72	1123.22
增长率（%）	42.00%	13.96%	7.54%	3.30%	32.04%	30.20%	53.29%
毛利率（%）	48.68%	44.84%	46.54%	40.40%	46.09%	37.99%	48.78%
期间费用率（%）	27.04%	29.10%	48.32%	34.16%	28.98%	34.52%	46.31%
营业利润率（%）	21.14%	15.23%	-2.40%	5.79%	15.93%	2.78%	2.05%
净利润（百万元）	245.91	153.75	77.07	68.37	305.04	15.35	24.99
增长率（%）	-2.17%	9.50%	93.78%	-57.62%	24.05%	-90.02%	-67.57%
每股盈利（季度，元）	0.367	0.229	0.077	0.068	0.304	0.015	0.025
资产负债率（%）	43.46%	42.40%	39.30%	53.26%	45.13%	49.46%	58.02%
净资产收益率（%）	9.50%	5.61%	2.94%	2.55%	10.20%	0.51%	0.96%
总资产收益率（%）	5.37%	3.23%	1.79%	1.19%	5.60%	0.26%	0.40%

### 评论：

#### 积极因素：

- 通过大面积的草根调研和对品牌服装核心竞争力的研究，从今年二季度起，我们观察到公司主品牌和新品牌的品牌诉求表达力均出现明显的提升，且这一提升目前逐渐受到终端消费市场的认可。
- 从今年的政策导向看，收入分配体制改革正在向中低收入人群倾斜，各省最低工资标准均出现大幅提升，因此我们认为目标消费群体的消费能力将显著提升。从消费升级的趋势看，国际和我国一线城市的经验告诉我们品牌化、时尚化是大势所趋。公司作为中、低端时尚品牌中最具品牌力的企业，最将受益于以上因素。
- 从新品牌Me&CITY的建设进程来看，我们认为该品牌处在三年品牌培育周期的中段，且大部分单店处在一年单店培育周期的中段。从品牌力的建设的效果看，上半年新品牌实现2.4亿的巨收入以及我们草根调研的反馈说明了该品牌目前在以二、三线城市为主终端市场已经颇具认知度。

- 公司自今年2季度末决定下半期放缓直营店建设等长期投入，以平衡产期利益与短期利益，并计划实行单店周损益表的考核机制，该项操作将直接造成销售费用同比增量的下降。

#### 消极因素：

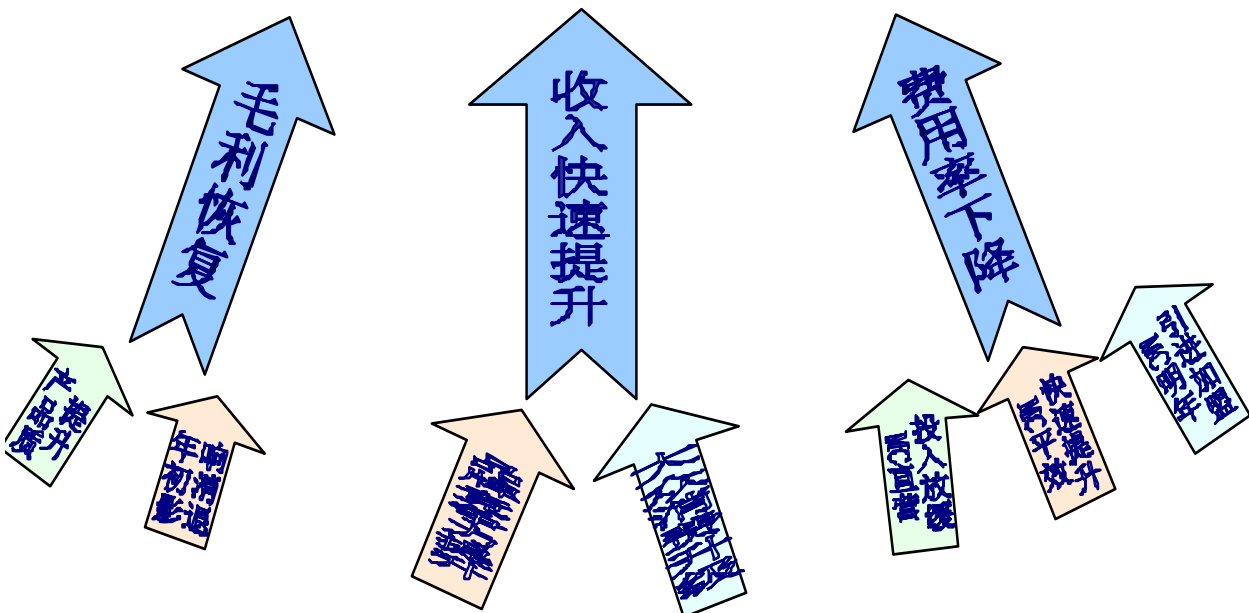
- 公司今年一季度的让利消费者策略不仅影响了当期业绩，同时对品牌形象构成了一定的损伤，该影响需要一定时日修复。

#### 业务展望：

上半年毛利率达 43%，相比一季度 38%的水平有较大幅回升，符合我们毛利率受一季度特殊因素影响弱化及产品品牌加价能力提升而回升的判断；收入增长 39.7%，符合我们认为新、老品牌均由于品牌诉求表达力提升及大众消费向品牌化、时尚化升级而导致收入持续增长的预期；销售费用率继续提升，其主要原因是由于直营投入力度过大，我们维持下半年和明年由于长期投入减缓和原有店面贡献提升以及明年 Me&City 引进加盟致使销售费用率下降的判断。公司预告 1-9 月净利润转为正增长，如果实现，则符合我们下半年公司业绩迎来拐点这一判断的上限状态。以上判断主要基于我们经大范围的草根调研和对品牌核心竞争力的深入研究后，发现的品牌诉求表达力（产品表达和营销表达）的提升和终端消费情绪的转好而做出。

基于上述逻辑，我们认为公司明年 MB 品牌收入将持续高速增长，预计增速将在 25%以上，MC 品牌收入将应该爆发式增长，预计增速在 80%左右，预计明年毛利率可达 45%以上。

图 1：推介美邦服饰的核心逻辑



资料来源：东兴证券研究所

**表 1: MB 品牌渠道及收入预测**

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	523	2,071.08	2863	4,821.08
2010	2691	3,575.00	601	3,037.58	3292	6,612.58
2011	3095	4,647.50	662	3,683.76	3756	8,331.26
2012	3466	5,809.38	728	4,191.87	4194	10,001.24
2013	3882	7,261.72	801	4,803.18	4682	12,064.90
2014	4348	9,077.15	881	5,494.84	5228	14,571.99

资料来源: 东兴证券研究所

**表 2: MC 品牌渠道及收入预测**

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		85	357.00	85	357.00
2010			153	693.60	153	743.60
2011			199	1,060.80	199	1360.80
2012			259	1,516.94	259	2056.94
2013			336	2,151.30	336	3015.30
2014			403	2,689.13	403	4071.53

资料来源: 东兴证券研究所

### 盈利预测

我们预计公司10-12年的EPS分别为0.75（原预测数据为0.67）、1.23、1.75元，基于服装消费升级品牌化、时尚化的大趋势的判断以及公司品牌力优势的不断强化，我们认为给予公司30-35倍的PE较为合理，2011年预测业绩对应的股价区间为36.9-43.05元，目前公司价格仅为25元左右，给予“强烈推荐”的投资评级。

**表 3: 美邦服饰主要财务数据预测**

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5218	7356	9692	12058
(+/-)%	16.63%	40.99%	31.75%	24.41%
经营利润 (EBIT)	713	936	1487	2113
(+/-)%		31.28%	58.84%	42.04%
净利润	604	757	1231	1762
(+/-)%	2.84%	25.35%	62.58%	43.04%
每股净收益 (元)	0.60	0.75	1.23	1.75

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**投资建议:**

综合估值、目前股价以及对未来盈利的预测来看，我们建议投资者可积极买入美邦服饰（002269）。我们给出的 A 股交易区间为 30-36 元人民币。

**表 4：美邦服饰利润表预测**

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	5,217.52	7,356	9,692	12,058	15,080	18,644
	16.6%	41.0%	31.8%	24.4%	25.1%	23.6%
减：业务成本	2,894.60	3,997	5,229	6,499	8,061	9,959
营业税费营业税金及附加	27.65	29	39	48	60	75
	44.5%	45.7%	46.1%	46.1%	46.5%	46.6%
营业费用	1,450.56	2,133.29	2,616.86	3,014.55	3,619.25	4,288.01
管理费用	216.66	279.53	348.91	422.04	527.81	652.52
财务费用	52.87	15.93	(0.06)	(7.81)	(18.22)	(33.09)
其中：利息支出	0.00	27.76	14.00	14.00	14.00	14.00
利息收入	0.00	11.83	14.06	21.81	32.22	47.09
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	13.52	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	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	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	561.66	891.09	1,448.76	2,072.35	2,820.00	3,692.33
加：营业外收入	83.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	12.21	0.00	0.00	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	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	632.82	891.09	1,448.76	2,072.35	2,820.00	3,692.33
减：所得税	28.60	133.66	217.31	310.85	423.00	553.85
	4.52%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>净利润</b>	604.23	757.43	1,231.44	1,761.50	2,397.00	3,138.48
归属于母公司所有者的净利润	604.23	757.43	1,231.44	1,761.50	2,397.00	3,138.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	11.6%	10.3%	12.7%	14.6%	15.9%	16.8%
	2.8%	25.4%	62.6%	43.0%	36.1%	30.9%

发行在外股份数量(百万股)	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00	1,005.00
<b>基本每股收益</b>	0.60	0.772	1.222	1.751	2.383	3.121
<b>稀释每股收益</b>	0.00					
	-36.2%	28.7%	58.3%	43.3%	36.1%	30.9%
<b>股利</b>	261.34	155.17	245.66	351.97	479.03	627.27
<b>期初未分配利润</b>	512.68	846.19	1,389.30	2,249.10	3,480.99	5,157.58
<b>提取盈余公积</b>	196.47	77.59	122.83	175.98	239.51	313.64
<b>期末未分配利润</b>	846.19	1,389.30	2,249.10	3,480.99	5,157.58	7,353.04

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**表 5：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	2013E	2014E
资产						
流动资产						
货币资金	1,314.70	1,051.24	1,761.21	2,600.62	3,842.53	5,576.43
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.40	0.53	0.66	0.83	1.02
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	478.70	604.62	796.61	991.08	1,239.47	1,532.34
其他应收款	88.24	124.41	163.92	203.94	255.05	315.31
预付款项	427.80	443.79	464.71	490.70	522.94	562.78
存货	901.99	1,314.05	1,432.56	1,780.50	2,208.50	2,728.54
待摊费用	0.00	0.00	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	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>3,211.44</b>	<b>3,538.52</b>	<b>4,619.53</b>	<b>6,067.50</b>	<b>8,069.32</b>	<b>10,716.43</b>
非流动资产						
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	136.21	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	22.78	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

固定资产	884.89	1,616.89	1,783.38	2,015.50	2,257.47	2,510.76
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	595.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	130.07	117.06	104.05	91.05	78.04	65.03
开发支出	0.00	0.00				
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	377.18	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00
递延所得税资产	85.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7.84	0.00	0.00	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>2,495.51</b>	<b>2,735.79</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,451.16</b>	<b>5,432.47</b>	<b>6,666.97</b>	<b>8,334.05</b>	<b>10,564.83</b>	<b>13,452.22</b>
流动负债						
短期借款	458.72	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	405.76	76.65	100.28	124.63	154.60	191.00
应付账款	507.38	657.03	859.53	1,068.30	1,325.10	1,637.12
预收款项	26.89	26.89	26.89	26.89	26.89	26.89
应付职工薪酬	82.81	89.43	96.59	104.32	112.66	121.67
应付股利	16.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	65.64	70.89	76.56	82.69	89.30	96.44
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	197.87	207.76	218.15	229.05	240.51	252.53
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	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	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2,260.18</b>	<b>1,128.65</b>	<b>1,378.00</b>	<b>1,635.88</b>	<b>1,949.06</b>	<b>2,325.67</b>
非流动负债						
长期借款	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

非流动负债合计	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
<b>负债合计</b>	<b>2,460.18</b>	<b>1,328.65</b>	<b>1,578.00</b>	<b>1,835.88</b>	<b>2,149.06</b>	<b>2,525.67</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	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>	<b>1,821.13</b>	<b>1,821.13</b>
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	196.47	272.21	395.35	571.50	811.20	1,125.05
未分配利润	846.19	1,376.39	2,238.40	3,471.45	5,149.35	7,346.29
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	2,990.99	3,604.91	4,590.06	5,999.26	7,916.87	10,427.65
少数股东权益	0.00	0.00	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>3,604.91</b>	<b>4,590.06</b>	<b>5,999.26</b>	<b>7,916.87</b>	<b>10,427.65</b>
<b>负债和所有者权益（或股东权益）总计</b>	<b>5,451.16</b>	<b>4,933.56</b>	<b>6,168.06</b>	<b>7,835.15</b>	<b>10,065.92</b>	<b>12,953.31</b>

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 程远

金融工程专业毕业，2008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。