

经营好转，11年净利增速有望创近三年新高 ——调研简报

美邦服饰
002269

2010: MB拐点确立，MC仍在探索，网购开张大吉

收入增长超预期，净利润增速符合市场预期。2010年业绩快报显示公司实现营业收入 75亿元，同比增长 44%；营业利润为 9.6亿元，同比增长 72%；净利润 7.57亿元，同比上涨 29%，折合 EPS0.75元，符合预期。

MB拐点确立，反转 09年颓势，品牌主题化探索成功，恢复加盟，平效提升，收入恢复高增长。 09年受金融危机影响，MB品牌发展缓慢，加盟业务同比下降，2010年以来公司加强了对 MB的品牌投入和对加盟商的支持力度，直营及加盟业务发展较快，加盟拓展恢复，2010年新开门店预计在 500家左右，平效提升 20%左右。MB产品三大主题也获得了市场的认可，尤其 MIEE表现突出，收入增速提升明显。从业绩来看，证明了 10年 MB的调整是成功的。

MC品牌发展低于预期，仍然在探索之中，但是已经表现出向好趋势，费用率控制成效显著。 目前 MC门店约 270家，其中童装约 100多家，平效提升较快，费用占比依然较高。但是从三、四季度看，09年新开门店单店收入增速明显，从业绩快报显示的 2010年收入及营业利润增速反推得出销售费用率一改上升趋势而有所下降，但 2010年实现盈利压力较大。

网购品牌初始运营情况良好，全面展示美邦服饰所有品牌。 年底日销售额最高超过百万，表现出较大的成长潜力。费用方面主要是物流、宣传、网站维护。

2011: 预计收入增速 30%左右，净利润增速 40%以上

由于 2010年第一季度低价促销造成的低基数原因，今年毛利提升明显，一季度预计净利润将大幅增长，可能达 500%以上。去年一季度 MC及 MB采用低价促销造成毛利额较低，而今年折扣力度较小，因此预计一季度两大品牌毛利额均有大幅提升，带来净利润大幅攀升。此外一季度新增门店持续增加，直营及加盟业务都维持了 10年的良好增势。

MB延续高增长。 安踏、李宁已经迈入万家店阶段，与之相比，美邦还有 3倍空间。从平效来看，相对 ZARA等国际巨头 4万左右的水平，美邦还有 2倍以上空间。面对广阔市场，公司 11年策略上将继续主题化操作，

维持

增持

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

s34020041917193

联系信息：

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人：丰婧

联系信息：

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

enjoyinggiving@hotmail.com

日期

分析：2011年 3月 7日

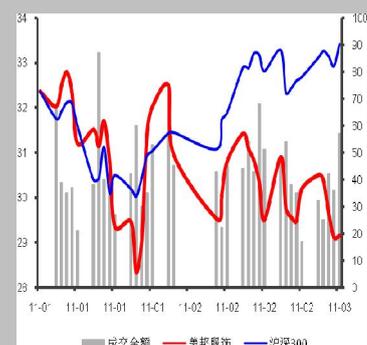
调研：有

价格

当前市价：29.14元

半年目标：35元

股价表现



同时扩大 MIE 系列，并新签约了部分消费者普遍欢迎的卡通形象，而这必将提升销售收入增速。

MC 使用主题化产品探索，严控费用，提升平效。 MC 在设计方面将每季推行一个主题，如春季就是以花为主题的产品系列。通过变换主题寻找适合的风格。在渠道方面则强化直营的管理，严控费用，对经营不佳的店进行调整以保证经营质量。期待 2012 年平效提升 1 倍左右，并放开加盟。MC 童装逐步加快扩张步伐，渠道方面重点考虑商场专柜等方式。

邦购与 MB MC 协同作战，以时尚向导的名义全面展示产品线，打造立体的品牌形象。 目前品牌服装商纷纷触网，而公司在提供产品销售的同时也注重时尚资讯及指导的提供，未来除了公司自有品牌外也会代理其他国际品牌在网上销售。从国际趋势看，这可能成为一个潜在赢利点。网络销售前景广阔，加上垂直化的运营模式因而邦购增速有望持续提升，助力业绩增长。而运营 MC 的经验也让公司在邦购开发、运营和费用控制方面表现出了稳健性。

预计 2011 年收入增速为 30% 左右，毛利率维持稳定，费用率由于收入的提高而持续下降，净利润增速在 50% 左右。未来两年预计收入将保持 30% 左右的增速，毛利继续稳中有升，从而维持较高净利润增速。若 2012 年放开 MC 加盟，则该品牌有可能给出惊喜。 公司 MB MC 网购三驾马车体系已成，未来将更加立体化的进行资源整合式的发展。MB 作为现金牛将加大对加盟商的支持力度，进一步巩固加盟商信心，加快渠道拓展。MC 则严控费用问题，全力提升平效。网购则在对两个品牌进行对接的同时，发展网购品牌。因此预计 11 年收入增速将维持高增速。由于公司采用订货会模式，因而已经提前锁定 2011 年春、夏、秋季大部分原材料，加之规模采购控制成本，因而预计零售价格变动幅度较小，减少了低价促销比例，从而预计今年毛利率将维持稳定甚至略有上升。费用绝对值预计将继续维持高位，但相对收入比率将有下降，从而提高净利润增速。

美邦是国内休闲服行业中零售管理能力最强的公司，值得长期关注。 在现有国内服装企业中，美邦是最有潜力未来与国际品牌一较高下的公司。美邦从经营 MC 直营店中获得的经验将会为其未来在市场上的竞争增加筹码。

盈利预测：预计 2011-2012 年 EPS 为 1.06 元、1.53 元，对应 11 年 33 倍 PE，目标价 35 元。

盈利预测	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	521751.81	751322.61	984232.62	1299187.06
增长率	16.6%	44.0%	31.0%	32.0%
营业利润 (万元)	56165.79	96619.70	135049.10	194095.49
增长率	-32.8%	72.0%	39.8%	43.7%
净利润 (万元)	60422.85	75556.60	106688.79	153335.44
增长率	2.8%	25.0%	41.2%	43.7%
每股净资产 (元)	2.98	3.73	4.79	6.32
每股收益 (元)	0.60	0.75	1.06	1.53

资料来源：东海证券研究所

资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	13147	13147	13147	13147
应收款项	5669	8233	10786	14237
存货净额	9019	19906	20174	26380
其他流动资产	4278	3531	4625	6106
流动资产合计	32114	44818	48733	59871
固定资产	14803	28660	32012	34864
无形资产及其他	1300	1214	1127	1040
投资性房地产	6292	6292	6292	6292
长期股权投资	((((
资产总计	54511	80985	88165	102069
短期借款及交易性金融负债	4587	34301	28848	24593
应付款项	9131	7218	9182	12007
其他流动负债	8883	(((
流动负债合计	22601	41520	38030	36601
长期借款及应付债券	2000	2000	2000	2000
其他长期负债	((((
长期负债合计	2000	2000	2000	2000
负债合计	24601	43520	40030	38601
少数股东权益	((((
股东权益	29909	37465	48134	63467
负债和股东权益总计	54511	80985	88165	102069

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.6	0.7	1.0	1.5
每股红利	0.4	0.0	0.0	0.0
每股净资产	2.9	3.7	4.7	6.3
RCE	12	10	11	12
毛利率	20	20	22	24
EBIT Margin	48	48	48	48
EBITDA Margin	12	14	16	16
收入增长	13	16	18	19
净利润增长	17	44	31	32
资产负债率	3	25	41	44
P/E	48	54	45	38
P/B	1.9	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	37.1	38.1	27.4	19.1

利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	52175	75132	98423	1299187
增长率	16.8	44.0	31.0	32.0
营业成本	28946	41149	53148	699612
营业成本/营业收入	55.5	54.8	54.0	53.9
营业税金及附加	276	375	492	6496
销售费用	14505	19677	25393	329994
销售费用/营业收入	27.8	26.2	25.8	25.4
管理费用	2166	3095	4045	53267
管理费用/营业收入	4.2	4.1	4.1	4.1
财务费用	528	11721	1839	15723
投资收益	(	(	(	0
资产减值及公允价值变动	(1352)	(	(	0
其他收入	(	(	(0)	(0)
营业利润	5616	9662	13504	194095
营业外净收支	-32.8	72.0	39.8	43.7
利润总额	7117	(	(	0
增长率	6328	9662	13504	194095
所得税费用	-24.8	52.7	39.8	43.7
少数股东损益	286	2106	2836	40760
归属于母公司净利润	(	(	(	0
增长率	6042	7555	10668	153335

现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	10610	(147649)	11170	106617
资本开支	(76523)	(149492)	(57171)	(64074)
投资活动现金流	(	(	(	0
权益性融资	(76523)	(149492)	(57171)	(64074)
负债净变化	(	(	(	0
支付股利、利息	(	(	(	0
其它融资现金流	(42210)	(	(	0
融资活动现金流	108	297141	(54532)	(42542)
现金净变动	(83339)	297141	(54532)	(42542)
货币资金的期初余额	(53755)	(	(0)	(0)
货币资金的期末余额	18522	13147	13147	131470
企业自由现金流	13147	13147	13147	131470
权益自由现金流	2896	(287975)	6906	54964

作者简介

张先萍：消费品行业研究员，3年工作经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%—20%之间 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%—5%之间 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所 中国 北京 100089 西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F 电话：(8610) 66216231	上海 东海证券研究所 中国 上海 200122 世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F 电话：(8621) 50586660
--	--