

毛利提升、销售费用控制有效，上半年业绩大增

投资要点：

- 上半年收入增 49.31%、归属上市公司股东的净利润增 833.06%
上半年公司营业总收入为 37.95 亿，同比增 49.31%；营业利润 4.53 亿，同比增 623.72%；归属于上市公司股东利润 3.76 亿，同比增 833.06%。

分季度看，Q2 主营业务收入 17.20 亿，同比增 53.16%；营业利润 1.77 亿，同比增 669.28%；归属于上市公司股东净利润 1.73 亿，同比增 593.80%。

公司预计前三季度归属于上市公司股东净利润同比增 120%-140%。

- 加盟渠道重返高增长，各区域稳定增长

在 2010 年上半年，销售收入直营店增速为 53%，加盟增速 28%。今年上半年直营渠道销售收入为 18.97 亿元，同比增长 43.64%；加盟渠道销售收入为 18.73 亿元，同比增长 54.51%。加盟商信心持续恢复，加盟渠道开拓有力。

各区域销售收入继续保持高增长，东西区增速 48.94%，南北区增速为 33.15%。

- 销售费用下降 5.95%，主营业务毛利率提高 4.1%，是净利润猛增的主要原因

去年上半年拖累公司业绩的是毛利率下降和销售费用率猛增。

今年上半年销售费用率为 28.47%，较去年同期下降 5.95%，主要由于公司战略调整，控制了直营店铺开设速度。

上半年主营业务毛利率为 47.09%，同比大幅提高 4.1%，主要是去年同期直营终端促销多，折扣力度大；今年上半年提高直营终端管理效率，结构性销售策略，毛利率提高。

- 存货仍然有待消化，经营性现金流尚未好转

截止 2011 年 6 月 31 日，公司存货仍有 28.89 亿，年初存货为 25.48 亿，一季度末为 31.63 亿。由于去年年底存货主要为秋冬装，存货是否能够有效消化需看今年三、四季度。由于存货高企，经营活动的现金流量净额为-5.54 亿，有待改善。

- 投资建议

美邦服饰是国内大众休闲龙头，在经历了 2010 年上半年净利润率大幅下降后，公司去年下半年和今年上半年经营情况持续好转。

我们预计 2011-2013 年营业收入分别为 107.0/148.6/204.8 亿，净利润分别为 12.1/17.5/23.8 亿，EPS1.21/1.74/2.37 元，对应 PE 为 29.5/20.5/15.1 倍，维持“推荐”评级。

美邦服饰（002269.SZ）**推荐 维持评级**

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130210060022

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2011.08.19

A 股收盘价（元）	33.95
A 股一年内最高价（元）*	39.57
A 股一年内最低价（元）*	25.59
上证指数	2534
市净率	9.62
总股本（万股）	100,500
实际流通 A 股（万股）	10,500
限售 A 股（万股）	90,000
流通 A 股市值（亿元）	35.65

注：*价格未复权

相关研究

《美邦服饰：业绩复合预期，龙头回复高增长》
2011.4.26

《美邦服饰：三季报业绩将出现巨大改观》
2010.8.18

《美邦服饰：门店开设速度不减，外延扩张继续》
2010.6.20

《美邦服饰：股权激励利好短期股价》
2010.4.22

表 1: 美邦服饰 (002269.sz) 分季度业绩

	10Q1	10Q2	10H1	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11H1
营业总收入	141,872	112,322	254,194	230,981	264,873	207,500	172,027	379,527
同比	30.20%	53.29%	39.49%	83.70%	23.90%	46.26%	53.16%	49.31%
营业成本	87,980	57,533	145,513	123,845	140,096	112,349	88,807	201,156
同比	124.61%	-23.23%	27.52%	65.25%	21.57%	27.70%	54.36%	38.24%
销售费用	43,883	43,621	87,504	49,688	61,678	55,259	52,803	108,063
同比	62.72%	44.84%	53.29%	39.20%	17.99%	25.92%	21.05%	23.49%
管理费用	3,993	6,756	10,749	11,178	10,544	7,230	6,460	13,690
同比	14.76%	61.67%	40.35%	99.01%	25.67%	81.05%	-4.38%	27.36%
财务费用	1,091	1,643	2,734	2,518	3,549	4,401	5,484	9,885
资产减值损失	0	0	0	0	788	0	0	0
营业利润	3,947	2,306	6,253	42,335	47,696	27,514	17,741	45,255
同比	-76.22%	-231.22%	-57.86%	481.71%	40.08%	597.10%	669.28%	623.72%
加: 营业外收入	73	2,149	2,221	2,523	5,706	614	4,638	5,252
减: 营业外支出	308	327	635	1,617	1,100	433	185	618
利润总额	3,711	4,128	7,839	43,242	52,301	27,695	22,194	49,889
同比	-79.44%	372.51%	-58.58%	398.16%	46.60%	646.25%	437.71%	536.44%
减: 所得税	2,177	1,628	3,805	15,214	8,577	7,397	4,856	12,253
净利润	1,535	2,499	4,034	28,027	43,724	20,298	17,338	37,636
同比	-90.02%	-67.57%	-82.52%	309.93%	43.34%	1222.70%	593.80%	833.06%
母公司所有者净利润	1,535	2,499	4,034	28,027	43,724	20,298	17,338	37,636
同比	-90.02%	-67.57%	-82.52%	309.93%	43.34%	1222.70%	593.80%	833.06%
完全摊薄 EPS	0.02	0.02	0.04	0.28	0.44	0.20	0.17	0.37
盈利能力								
毛利率	37.99%	48.78%	42.76%	46.38%	47.11%	45.86%	48.38%	47.00%
营业利润率	2.78%	2.05%	2.46%	18.33%	18.01%	13.26%	10.31%	11.92%
销售净利润率	1.08%	2.22%	1.59%	12.13%	16.51%	9.78%	10.08%	9.92%
所得税率	58.65%	39.45%	48.54%	35.18%	16.40%	26.71%	21.88%	24.56%
管理费用率	2.81%	6.01%	4.23%	4.84%	3.98%	3.48%	3.76%	3.61%
销售费用率	30.93%	38.84%	34.42%	21.51%	23.29%	26.63%	30.69%	28.47%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2:美邦服饰 (002269) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,315	1,107	1,579	2,194	3,022	营业收入	5,218	7,500	10,700	14,863	20,476
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2,895	4,095	5,740	7,926	10,981
应收账款	479	933	981	1,362	1,877	营业税金及附加	28	34	48	67	92
预付款项	428	710	949	1,311	1,816	销售费用	1,451	1,989	2,782	3,864	5,324
其他应收款	88	327	181	251	346	管理费用	217	325	482	669	921
存货	902	2,548	1,789	2,470	3,422	财务费用	53	88	119	125	162
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	8	13	17	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	885	1,727	2,900	3,622	4,407	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	596	325	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业利润	562	963	1,516	2,195	2,975
无形资产	130	128	156	177	193	营业外收支净额	71	71	101	141	194
长期待摊费用	377	332	431	498	531	税前利润	633	1,034	1,617	2,336	3,169
资产总计	5,451	8,587	9,173	12,091	15,821	减: 所得税	29	276	404	584	792
短期借款	459	2,576	2,296	3,187	3,985	净利润	604	758	1,213	1,752	2,377
应付票据	406	41	478	661	915	归属于母公司净利润	604	758	1,213	1,752	2,377
应付账款	507	1,244	991	1,368	1,895	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	27	28	73	101	140	基本每股收益	0.60	0.75	1.21	1.74	2.37
应付职工薪酬	83	115	161	223	309	稀释每股收益	0.60	0.75	1.21	1.74	2.37
应交税费	66	122	122	122	122	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	198	317	317	317	317	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	16.6%	43.8%	42.7%	38.9%	37.8%
长期借款	200	100	0	0	0	EBIT 增长率	-29.0%	68.6%	55.7%	41.8%	35.1%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	2.8%	25.4%	60.1%	44.4%	35.7%
负债合计	2,460	5,256	4,751	6,091	7,682	盈利性					
股东权益合计	2,991	3,331	4,423	5,999	8,138	销售毛利率	44.5%	45.4%	46.4%	46.7%	46.4%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	11.6%	10.1%	11.3%	11.8%	11.6%
净利润	604	758	1213	1752	2377	ROE	20.4%	20.4%	26.0%	27.9%	28.1%
折旧与摊销	0	0	39	132	238	ROIC	28.1%	21.1%	24.5%	29.2%	29.7%
经营活动现金流	856	-1054	2508	1164	1616	估值倍数					
投资活动现金流	-1039	-851	-1015	-940	-1072	PE	59.3	47.3	29.5	20.5	15.1
融资活动现金流	-404	1744	-1021	391	285	P/S	6.9	4.8	3.3	2.4	1.7
现金净变动	-586	-161	472	614	828	P/B	12.0	10.8	8.1	6.0	4.4
期初现金余额	1852	1315	1107	1579	2194	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%
期末现金余额	1266	1154	1579	2194	3022	EV/EBITDA	57.4	36.3	22.2	15.3	11.1

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908