

美邦服饰 (002269)

服装家纺/纺织服装

发布时间: 2012-08-29

报告类型 / 公司动态报告

推荐

上次评级: 推荐

经营状况持续改善, Q2 毛利率创历史新高 50.2%

——2012 年半年报点评

报告摘要:

● 2012 年上半年公司实现营业收入 46 亿元, 同比增长 21.21%; 营业利润 5.28 亿元, 同比增长 16.59%; 归属母公司所有者净利润 4.32 亿元, 同比增长 14.83%; 实现基本每股收益 0.43 元。公司预计 2012 年前三季度归属上市公司股东的净利润同比增长 0-20%。

● **公司经营状况持续改善, 存货恢复至合理水平。**报告期内, 公司积极拓展市场, 新开门店 346 家, 同时依托去年 1134 家次新店今年释放业绩, 公司上半年收入和净利分别获得了 21.21% 和 14.83% 的增长, 经营性净现金流大幅增加至 17 亿元, 存货金额大幅下降至 17.5 亿, 存货结构也持续优化, 公司经营状况持续改善。截止 2012 年 6 月 30 日, 公司拥有 5139 家门店, 其中直营店新增 192 家至 1322 家, 加盟店新增 154 家至 3817 家, 新增门店主要是美特斯邦威品牌以及 MooMoo 品牌的门店, 平均面积为 136 平米。

● **直营占比进一步提高。**公司上半年直营业务和加盟业务分别实现收入 23.17 亿元和 22.44 亿元, 增速分别为 22.15% 和 19.84%, 公司直营收入占比较去年同期提升 0.5 个百分点至 50.8%, 这主要得益于公司近几年对直营门店的拓展和营业能力的提升, 公司今后将保持直营和加盟的平衡发展。

● **二季度毛利率创新高。**上半年公司整体毛利率下降 0.88 个百分点至 46.2%, 但二季度毛利率则较去年同期提升 1.79 个百分点至 50.2%, 创历年新高, 这主要由于公司一季度全力消化存货, 通过折扣店和各类促销, 从而对毛利率有一定的压制, 而二季度是夏装销售旺季, 正价销售比例较高, 公司的毛利率也相对较高。

● **盈利预测。**我们看好公司存货解决后的轻装上阵, 我们维持此前对公司的盈利预测 12-14 年 EPS 分别为 1.44 元、1.86 元和 2.39 元, 目前股价对应 PE 为 13 倍、10 倍和 8 倍, 维持“推荐”评级

● **风险提示。**单店盈利能力提升不及预期; 渠道拓展不及预期; 经济下滑影响终端销售。

股票数据	2012/8/28
收盘价 (元)	19.10
12 个月股价区间 (元)	18.56 ~ 32.71
总市值 (百万元)	19,196
总股本 (百万股)	1,005
A 股 (百万股)	1,005
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	-13%	-38%
相对收益	-1%	2%	-15%

相关报告

《20120731-美邦服饰公司调研: 内外兼修稳增长, 凤凰涅槃待重生》

2012-8-01

《002269-美邦服饰调研简报: 存货情况持续好转, 公司未来将重视精细化管理-20120522》

2012-5-22

《美邦服饰一季报点评: 经营性现金流净流入 9.86 亿元》

2012-4-27

《美邦服饰年报点评: 存货问题如期改善, 经营性现金流净额大幅增加》

2012-4-26

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7500	9945	12308	15104	18288
(+/-)	43.76%	32.59%	23.76%	22.71%	21.08%
归属母公司净利润	758	1206	1447	1872	2399
(+/-)%	25.42%	59.13%	19.98%	29.35%	28.20%
每股收益 (元)	0.75	1.20	1.44	1.86	2.39
市盈率	25	16	13	10	8
市净率	6	5	4	3	2
净资产收益率 (%)	22.75%	29.23%	30.60%	30.35%	29.98%
股息收益率 (%)	1.52%	3.23%	2.26%	2.93%	3.75%
总股本 (百万股)	1005	1005	1005	1005	1005

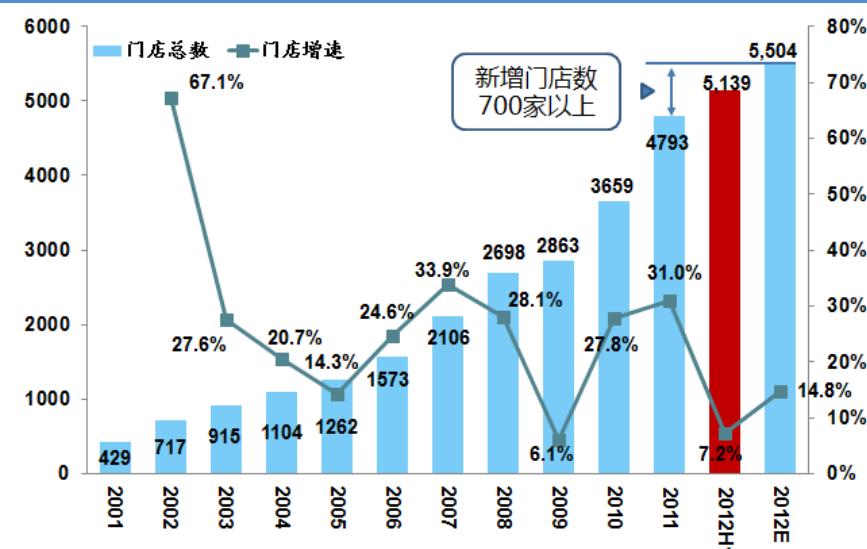
证券分析师: 叶长青

执业证书编号: S0550512050002
(021)20361174 yecq @nesc.cn

研究助理: 周煜斌

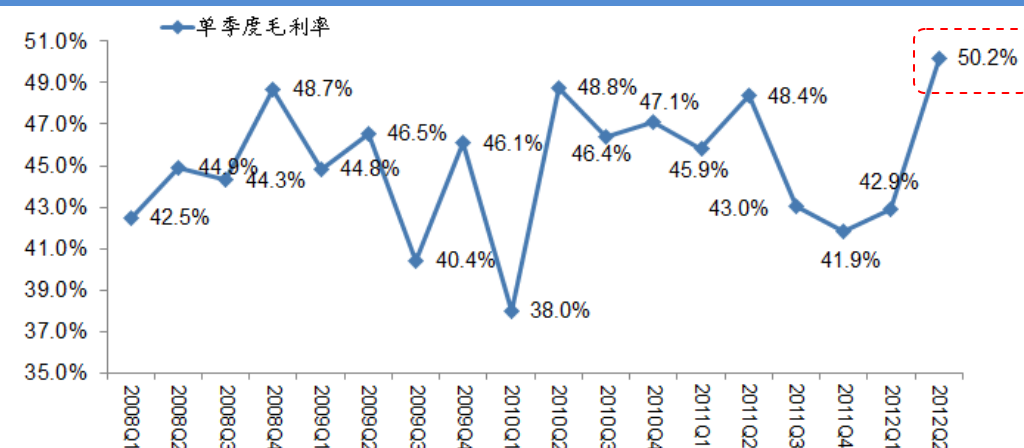
(021)20361154 zhoub @nesc.cn

图表 1: 预计美邦服饰 2012 年新增门店数会 700 家以上



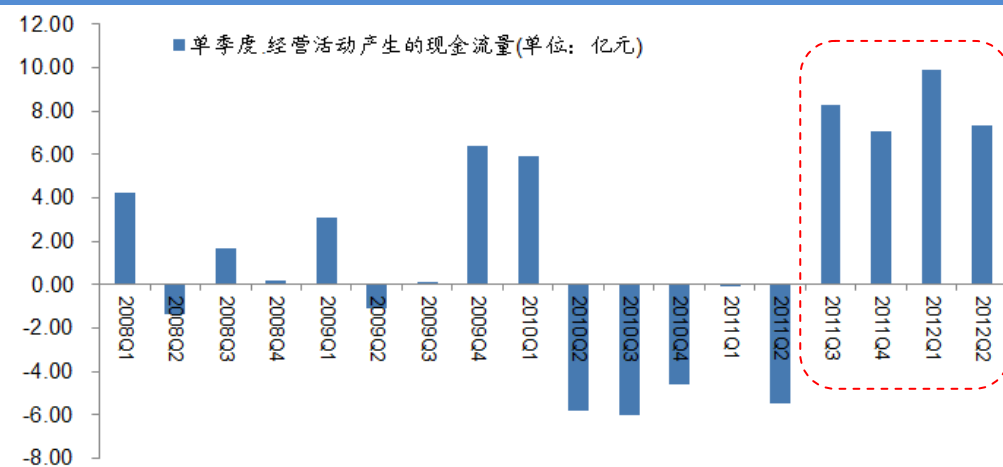
资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 2: 美邦服饰 2012Q2 毛利率创新高 50.2%



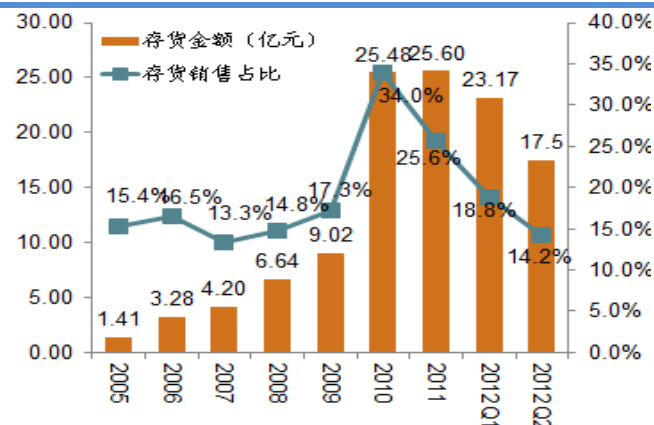
资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 3: 美邦服饰经营性现金流已连续四个季度大幅净流入



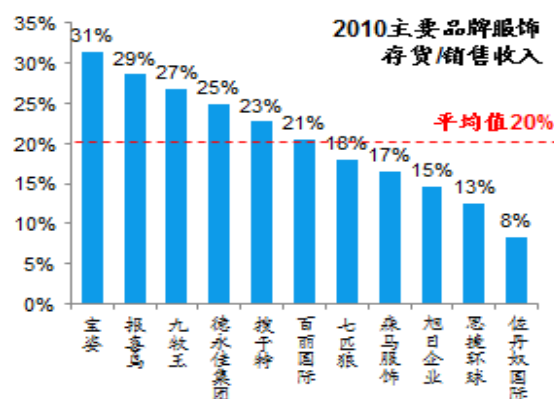
资料来源: 公司年报, 东北证券

图表 4: 2012H1 存货水平已恢复至合理水平



资料来源: 公司年报, 东北证券
注: 2012Q2 存销比按 2012 年预计销售收入计算

图表 5: 2010 年主要服饰品牌存货销售占比



资料来源: 公司年报, 东北证券
注: 2010 年各品牌存货水平相对健康

图表 6: 利润表预测

利润表 (单位: 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	9,945	12,308	15,104	18,288
YOY (%)	32.6%	23.8%	22.7%	21.1%
营业成本	5,552	6,892	8,382	10,058
毛利	4,393	5,415	6,721	8,229
毛利率 (%)	44.17%	44.00%	44.50%	45.00%
营业税金及附加	55	59	72	88
销售费用	2,305	2,843	3,489	4,224
管理费用	341	406	498	603
财务费用	207	160	151	110
资产减值损失	31	18	15	5
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-8	0	0	0
营业利润	1,446	1,929	2,495	3,199
加: 营业外收入	159	0	0	0
减: 营业外支出	29	0	0	0
利润总额	1,576	1,929	2,495	3,199
减: 所得税	370	482	624	800
净利润	1,206	1,447	1,872	2,399
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,206	1,447	1,872	2,399
总股本	1,005	1,005	1,005	1,005
EPS (元)	1.20	1.44	1.86	2.39

资料来源: 公司财报, 东北证券

图表 7: A 股可比公司的相关估值 (2012 年 08 月 26 日): 美邦服饰估值明显低于国内品牌

公司	股票代码	子行业	主要品牌	价格 (当地 货币)	市值 (当地 货币， 亿元)	EPS			PE			
						2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
美邦服饰	002269	ch	时尚休闲	美特斯邦威	19.09	191.9	1.20	1.44	1.86	15.9	13.3	10.3
森马服饰	002563	ch	时尚休闲	森马	22.19	148.7	1.87	1.99	2.39	11.9	11.2	9.3
搜于特	002503	ch	时尚休闲	潮流前线	24.36	70.2	0.60	0.86	1.21	40.6	28.4	20.1
七匹狼	002029	ch	品牌男装	七匹狼	23.8	119.9	0.97	1.17	1.48	24.5	20.4	16.1
报喜鸟	002154	ch	品牌男装	报喜鸟	11.26	66.9	0.63	0.84	1.09	17.9	13.5	10.3
希努尔	002485	ch	品牌男装	希努尔	9.19	29.4	0.63	0.78	0.94	14.7	11.8	9.8
九牧王	601566	ch	品牌男装	九牧王	24.85	142.4	0.99	1.19	1.45	25.1	21.0	17.1
朗姿	002612	ch	品牌女装	朗姿	32.36	64.7	1.25	1.53	2.14	25.9	21.2	15.1
探路者	300005	ch	户外用品	探路者	18.6	65.6	0.31	0.50	0.74	60.5	36.9	25.2
星期六	002291	ch	品牌女鞋	星期六	6.17	22.4	0.27	0.31	0.38	22.9	19.9	16.3
雅戈尔	600177	ch	品牌男装	雅戈尔	7.32	163.0	0.79	1.11	1.37	9.3	6.6	5.3
平均值										24.5	18.5	14.1
中值										22.9	19.9	15.1
美邦服饰	002269	ch	时尚休闲	美特斯邦威	19.09	191.9	1.20	1.44	1.86	15.9	13.3	10.3

资料来源: 彭博, 东北证券

图表 8: 海外可比公司的相关估值 (2012 年 08 月 26 日): 美邦服饰估值明显低于海外品牌

公司	股票 代码	子行业	主要品牌	价格 (当地 货币)	市值 (当地货币, 亿元)	EPS			PE		
						2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
Hennes & Mauritz	hmb ss	时尚休闲	H&M	244.8	4,051.6	9.56	10.93	12.19	25.6	22.4	20.1
Inditex	itx sm	时尚休闲	ZARA	87.32	544.3	2.78	3.08	3.62	31.4	28.3	24.2
Gap Inc.	gps us	时尚休闲	GAP	35.12	171.8	1.89	1.54	2.11	18.6	22.8	16.7
American Eagle	AEO us	时尚休闲	AE	21.96	43.2	0.70	0.86	1.36	31.4	25.7	16.1
Abercrombie & Fitch	ANF us	时尚休闲	A&F	36.19	29.9	1.71	2.31	2.54	21.2	15.7	14.3
Benetton Group	ben im	时尚休闲	Benetton	18300	19,411.5	533.93	764.49	852.81	34.3	23.9	21.5
Fast Retailing	9983 jt	时尚休闲	优衣库	1167	325.6	47.22	94.90	110.25	24.7	12.3	10.6
Honeys	2792 jt	时尚休闲	Honeys	96.86	444.0	4.48	4.93	5.13	21.6	19.7	18.9
Nike, Inc.	nke us	体育用品	Nike	61.89	129.5	3.20	3.84	4.52	19.3	16.1	13.7
adidas	ads gr	体育用品	adidas	228.45	34.5	15.36	13.49	15.67	14.9	16.9	14.6
Puma	pum gr	体育用品	Puma	50.61	17.1	3.06	3.02	3.42	16.5	16.8	14.8
Columbia	colm us	户外用品	Columbia	159.58	145.5	5.91	7.01	7.87	27.0	22.8	20.3
Polo Ralph Lauren	RL us	品牌男装	POLO	150.22	165.1	8.13	9.53	10.98	18.5	15.8	13.7
VF corporation	VFC us	时尚休闲	LEE	244.8	4,051.6	9.56	10.93	12.19	25.6	22.4	20.1
平均值									23.5	19.9	16.9
中值									21.6	19.7	16.1
美邦服饰		时尚休闲	美特斯邦威	19.09	191.9	1.20	1.44	1.86	15.9	13.3	10.3

资料来源: 彭博, 东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760