

## 业绩仍待改善，业务调整持续推进

公司简报

### ◆1~9月收入降5.7%、净利减亏

17年1~9月公司实现营业收入44.43亿元，同比降5.69%；归母净利润-1.24亿元较去年同期-1.54亿元减亏，扣非净利-1.41亿元，较去年同期-1.65亿元减亏。利润端仍处亏损中主要因费用率高企。

收入拆分来看，目前直营：加盟收入比例预计在2:1左右，直营端收入预计增长，但加盟端表现差于直营、收入仍下滑拖累总体。

分单季度来看，17Q1~Q3收入分别-12.89%/+6.04%/-5.49%，因公司仍处于业务调整期单季收入出现波动。单季净利分别为2894/-7369/-7950万元，亏损压力仍较大、经营待改善。

### ◆毛利率改善，费用、存货、应收和现金流仍承压

毛利率改善。17年1~9月毛利率同比升4.81PCT至48.09%，其中Q1~Q3单季毛利率分别同比+6/+5.53/+2.78PCT，较16年全年同比下降0.28PCT出现好转。

费用率高企、相对刚性。17年1~9月期间费用率同比升4.73PCT至47.19%，与毛利率相当侵蚀利润。其中销售/管理/财务费用率分别为41.64%/4.43%/1.12%，同比分别+5.83/-0.29/-0.80PCT。

其他财务指标中，存货、应收账款、经营现金流仍存压力。1) 9月末末存货规模较年初增20.76%，17年以来存货周转率持续下降；2) 应收账款9月末较年初增66.21%系加大赊销比例、扶持加盟商所致，在加盟端销售未见好转背景下预计将继续承压。3) 1~9月经营活动净现金流-3.91亿。2017中报经营活动现金净流出8871万元、由正转负，三季报现金流又现压力需关注。

### ◆业务调整持续推进，短期业绩压力仍存

公司继续推进品牌创新（美邦主品牌由单一休闲风格细分为五大风格）、渠道转型（加强购物中心及其他新兴渠道合作）及供应链优化，但目前仍处调整期、业绩端压力仍存。公司预计17年全年净利润-3.62~-2.07亿。

我们认为：1) 公司业务调整过程中，目前直营端已初步显效、但加盟端销售仍存压力，预计整体收入仍承压。2) 从经营效果来看，毛利率初步改善，但费用、存货和应收仍未见好转，现金流恶化，需要关注后续调整效果。考虑到短期公司业绩压力仍较大，下调17~19年EPS至-0.11/0.01/0.04元，维持“中性”评级。

风险提示：消费疲软、各渠道业务调整进展不及预期。

## 中性（维持）

当前价：3.68元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

孙未未 (执业证书编号：S0930517080001)

021-22169124

[sunww@ebsec.com](mailto:sunww@ebsec.com)

### 市场数据

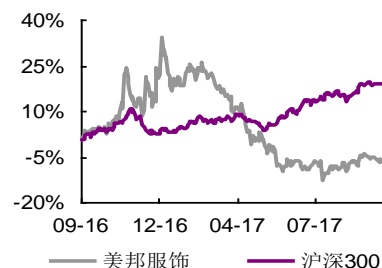
总股本(亿股)：25.13

总市值(亿元)：92.46

一年最低/最高(元)：3.53/5.59

近3月换手率：17.33%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.63	-10.77	-34.45
绝对	-1.37	-2.42	-14.23

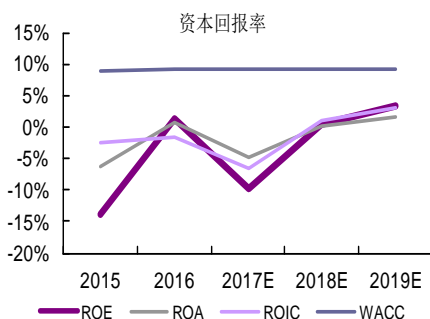
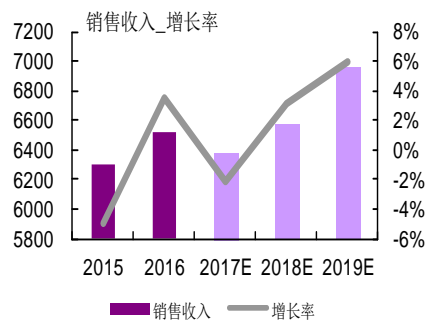
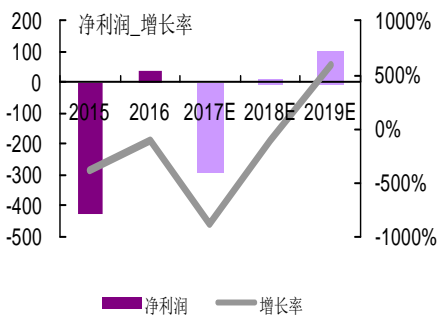
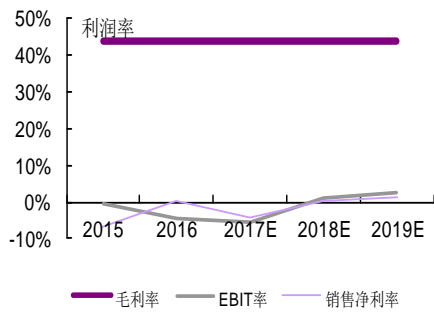
### 相关研报

收入略改善、净利仍承压，调整效果待观察

.....2017-05-06

## 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,295	6,519	6,376	6,571	6,958
营业收入增长率	-4.92%	3.56%	-2.20%	3.07%	5.88%
净利润 (百万元)	-432	36	-283	15	104
净利润增长率	-396.57%	108.37%	-882.66%	105.36%	583.54%
EPS (元)	-0.17	0.01	-0.11	0.01	0.04
ROE (归属母公司) (摊薄)	-13.91%	1.15%	-9.69%	0.52%	3.42%
P/E	-22	257	-33	613	90
P/B	3	3	3	3	3



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>6,295</b>	<b>6,519</b>	<b>6,376</b>	<b>6,571</b>	<b>6,958</b>
营业成本	3,524	3,668	3,570	3,680	3,896
折旧和摊销	199	236	130	134	138
营业税费	51	47	51	53	56
销售费用	2,194	2,446	2,455	2,333	2,400
管理费用	322	333	344	348	355
财务费用	117	114	88	107	112
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	571	50	55	60
<b>营业利润</b>	<b>-151</b>	<b>157</b>	<b>-392</b>	<b>5</b>	<b>118</b>
<b>利润总额</b>	<b>-132</b>	<b>163</b>	<b>-377</b>	<b>20</b>	<b>138</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-431.92</b>	<b>36.16</b>	<b>-283.00</b>	<b>15.16</b>	<b>103.65</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>6,955</b>	<b>6,187</b>	<b>6,029</b>	<b>6,224</b>	<b>6,395</b>
流动资产	4,029	3,647	3,692	3,843	4,002
货币资金	1,194	908	956	986	1,044
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	248	349	383	394	417
应收票据	321	35	0	0	0
其他应收款	118	122	140	145	153
存货	1,875	1,837	1,806	1,897	1,942
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	449	471	491	513	537
固定资产	1,808	1,454	1,410	1,365	1,318
无形资产	154	85	81	77	73
<b>总负债</b>	<b>3,851</b>	<b>3,045</b>	<b>3,108</b>	<b>3,287</b>	<b>3,365</b>
无息负债	1,768	1,674	1,540	1,525	1,632
有息负债	2,082	1,371	1,567	1,763	1,732
<b>股东权益</b>	<b>3,104</b>	<b>3,142</b>	<b>2,922</b>	<b>2,937</b>	<b>3,030</b>
股本	2,526	2,526	2,526	2,526	2,526
公积金	733	716	716	717	728
未分配利润	-92	-37	-320	-306	-224
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-185</b>	<b>328</b>	<b>-176</b>	<b>9</b>	<b>275</b>
净利润	-432	36	-283	15	104
折旧摊销	199	236	130	134	138
净营运资金增加	485	-17	108	167	51
其他	-438	73	-131	-308	-17
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-172</b>	<b>533</b>	<b>54</b>	<b>-67</b>	<b>-64</b>
净资本支出	-172	-267	-100	-100	-100
长期投资变化	449	471	-20	-22	-24
其他资产变化	-449	329	174	55	60
<b>融资活动现金流</b>	<b>109</b>	<b>-1,261</b>	<b>171</b>	<b>88</b>	<b>-153</b>
股本变化	1,515	0	0	0	0
债务净变化	498	-711	196	195	-30
无息负债变化	2	-95	-134	-15	108
<b>净现金流</b>	<b>-247</b>	<b>-401</b>	<b>49</b>	<b>29</b>	<b>58</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-4.92%	3.56%	-2.20%	3.07%	5.88%
净利润增长率	-396.57%	-108.37%	-882.66%	-105.36%	583.54%
EBITDA/EBITDA 增长率	-68.00%	-139.13%	245.49%	-185.32%	61.16%
EBIT/EBIT 增长率	-111.77%	801.08%	17.81%	-116.30%	195.41%
<b>估值指标</b>					
PE	-22	257	-33	613	90
PB	3	3	3	3	3
EV/EBITDA	64	-156	-46	55	34
EV/EBIT	-316	-34	-29	183	62
EV/NOPLAT	-97	-152	-39	244	82
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	3	3	3	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	44.02%	43.74%	44.00%	44.00%	44.00%
EBITDA 率	2.64%	-1.00%	-3.52%	2.91%	4.44%
EBIT 率	-0.53%	-4.61%	-5.55%	0.88%	2.45%
税前净利润率	-2.10%	2.51%	-5.92%	0.31%	1.99%
税后净利润率 (归属母公司)	-6.86%	0.55%	-4.44%	0.23%	1.49%
ROA	-6.21%	0.58%	-4.69%	0.24%	1.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-13.91%	1.15%	-9.69%	0.52%	3.42%
经营性 ROIC	-2.50%	-1.67%	-6.64%	1.03%	3.03%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.35	1.31	1.19	1.17	1.19
速动比率	0.72	0.65	0.61	0.59	0.61
归属母公司权益/有息债务	1.49	2.29	1.86	1.67	1.75
有形资产/有息债务	3.14	4.26	3.66	3.35	3.51
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	-0.17	0.01	-0.11	0.01	0.04
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03
每股经营现金流	-0.07	0.13	-0.07	0.00	0.11
每股自由现金流(FCFF)	-0.13	0.01	-0.01	0.00	0.08
每股净资产	1.23	1.24	1.16	1.16	1.20
每股销售收入	2.49	2.58	2.52	2.60	2.75

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

孙未未，中央财经大学中国金融发展研究院经济学硕士。2015 年 7 月加入光大纺织服装团队。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com

	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com