

零售环境疲软，货期和去库存对利润拖累较大

——美邦服饰(002269.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

中性(下调)

当前价: 2.00元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 25.13

总市值(亿元): 50.25

一年最低/最高(元): 1.99/3.53

近3月换手率: 17.21%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.82	-15.70	-40.93
绝对	-7.05	-8.28	-17.71

资料来源: Wind

相关研报

18年扭亏, 19年业绩有望继续修复——美邦服饰(002269.SZ) 2018年年报点评

..... 2019-04-13

◆19年以来收入持续同比下滑, 净利润端现亏损

19年前三季度公司实现营业收入40.34亿元, 同比下滑27.27%; 归母净利润-2.38亿元, 扣非净利-2.48亿元, EPS-0.09元。净利润亏损主要为收入同比下滑背景下、毛利率下降同时费用刚性所致。

分季度看, 19Q1~Q3收入分别同比增-20.68%、-44.81%、-16.99%, 2019年以来受终端零售疲软以及公司关闭和调整低效直营门店影响, 收入端持续下滑, 其中上半年因19年春夏货品上市延期影响收入同比下滑幅度较大, 该供应链货期问题在下半年逐步改善, 秋冬新品按需求上市, 三季度收入下滑幅度有所收窄。利润方面, 19Q1~Q3单季净利润分别为0.38亿元、-1.76亿元、-1亿元, 二季度以来亏损幅度加大。

◆毛利率降、费用率升, 存货周转略放缓, 应收账款和现金流承压

毛利率: 19年前三季度毛利率同比下降4.33PCT至41.42%。19Q1~Q3单季毛利率分别同比下降1.40、2.93、7.69PCT, 二季度以来去库存力度加大拖累毛利率。

费用率: 期间费用率同比提升1.23PCT至43.63%。销售/管理/研发/财务费用率分别为37.34% (同比+0.22PCT)、2.51% (+0.14PCT)、2.17% (+0.16PCT)、1.61% (+0.44PCT)。费用总额相对刚性、下降幅度小于收入, 致费用率提升。

其他财务指标: 1) 存货较19年初下降8.15%, 较18年同期下降13.16%, 存货周转率为1.05同比略有放缓。

2) 应收账款较19年初增加15.16%至14.02亿元, 主要为信用赊销金额增加。应收账款周转率为3.08, 大幅低于去年同期的6.88。

3) 资产减值损失同比减少38.19%至1.23亿元, 主要为计提存货跌价损失减少。

4) 经营活动净现金流同比大幅减少75.74%至0.51亿元, 其中销售商品获得现金同比减少23.38%至43.88亿元, 采购商品支出现金同比降21.22%至26.15亿元, 现金流压力主要来自于收入下滑和支持加盟商(应收账款增加)。

◆去库存力度将加大, 利润端压力仍存

2018年公司收入开始好转, 收入同比增速自前几年的正负个位数波动提升到接近20%的水平, 显示公司前期积极改革显效, 但2019年以来受终端零售环境疲软、公司继续调整优化渠道以及19年春夏货品货期等影响, 收入转为下滑, 同时利润端亦出现亏损、存在压力。

公司预计2019年归母净利润为-10~-5亿元, 主要为终端销售环境持续疲软背景下, 虽然上半年的供应链货期问题已有改善, 但公司将进一步加大去库存力度、线上线下渠道计划利用四季度“双十一”、“双十二”等重大营销活动节点同步开展大力度促销活动, 加速现金回笼。

公司拟非公开发行募集不超13.04亿元投向品牌升级与产品供应链转型项目（拟使用募集资金9.99亿元）、偿还银行贷款（3.05亿元），发行股份锁定期一年，尚需获得证监会核准。

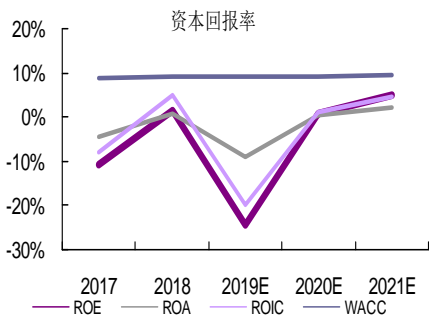
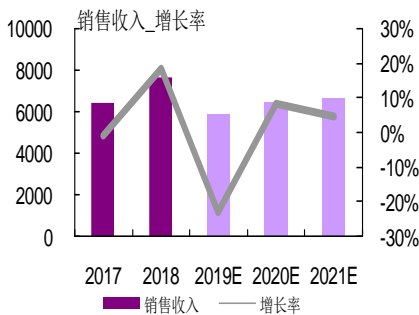
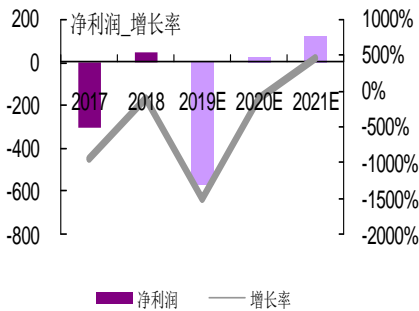
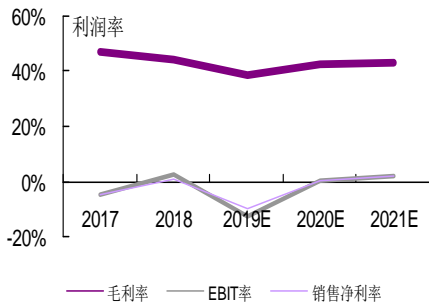
我们认为，短期公司业绩承压，上半年主要受春夏货品货期影响，下半年去库存力度可能加大拖累毛利率和利润，关注四季度加大销售力度促现金流改善。2020年上述因素料将缓解，在19年的低基数背景下有望实现同比改善。考虑到零售需求端未见明显改善和公司业绩压力加大，下调19~21年EPS为-0.23、0.01、0.05元，下调至“中性”评级。

◆风险提示：消费持续疲软，货品消化不及预期或存货积压，控费不当。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,472	7,677	5,902	6,410	6,706
营业收入增长率	-0.72%	18.62%	-23.13%	8.61%	4.61%
净利润（百万元）	-305	40	-570	22	126
净利润增长率	-942.95%	-	-1513.01%	-	461.42%
EPS（元）	-0.12	0.02	-0.23	0.01	0.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	-10.74%	1.40%	-24.72%	0.96%	5.13%
P/E	-16	124	-	224	40
P/B	1.8	1.7	2.2	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月11日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,472	7,677	5,902	6,410	6,706
营业成本	3,401	4,249	3,614	3,677	3,810
折旧和摊销	258	269	119	123	128
营业税费	44	43	41	45	47
销售费用	2,581	2,711	2,420	2,244	2,280
管理费用	277	152	325	256	268
财务费用	65	81	76	67	50
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	39	48	48	53	58
营业利润	-306	55	-765	25	163
利润总额	-299	49	-760	30	168
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-305	40	-570	22	126

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	6,616	7,209	6,253	6,174	6,064
流动资产	4,078	4,436	3,801	3,684	3,549
货币资金	540	382	472	513	536
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	439	1,217	988	954	873
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	193	184	162	176	184
存货	2,565	2,349	1,902	1,761	1,667
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	509	558	577	598	621
固定资产	1,425	1,212	1,176	1,140	1,102
无形资产	68	61	58	55	52
总负债	3,778	4,331	3,946	3,844	3,608
无息负债	2,350	3,251	2,812	2,877	2,969
有息负债	1,428	1,080	1,134	967	639
股东权益	2,837	2,878	2,307	2,330	2,456
股本	2,513	2,513	2,513	2,513	2,513
公积金	666	685	685	687	700
未分配利润	-342	-320	-890	-870	-757
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-319	622	19	343	468
净利润	-305	40	-570	22	126
折旧摊销	258	269	119	123	128
净营运资金增加	119	-288	-428	-182	-227
其他	-391	600	898	379	441
投资活动产生现金流	-80	-284	94	-68	-65
净资本支出	-263	-284	-100	-100	-100
长期投资变化	509	558	-19	-21	-23
其他资产变化	-327	-558	213	53	58
融资活动现金流	46	-352	-22	-234	-379
股本变化	-14	0	0	0	0
债务净变化	57	-348	54	-167	-329
无息负债变化	676	901	-439	65	92
净现金流	-353	-14	90	41	24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-0.72%	18.62%	-23.13%	8.61%	4.61%
净利润增长率	-942.95%	-113.24%	-1513.01%	-103.94%	461.42%
EBITDA 增长率	-59.50%	-1922.21%	-228.99%	-126.29%	74.15%
EBIT 增长率	-5.46%	-173.97%	-450.97%	-105.33%	295.67%
估值指标					
PE	-	124	-	224	40
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	-	11	-	32	17
EV/EBIT	-	26	-	134	32
EV/NOPLAT	-	32	-	179	42
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	47.45%	44.66%	38.76%	42.63%	43.18%
EBITDA 率	-0.41%	6.25%	-10.48%	2.54%	4.22%
EBIT 率	-4.39%	2.74%	-12.50%	0.61%	2.32%
税前净利润率	-4.62%	0.64%	-12.88%	0.47%	2.51%
税后净利润率 (归属母公司)	-4.71%	0.53%	-9.66%	0.35%	1.88%
ROA	-4.61%	0.56%	-9.12%	0.36%	2.08%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-10.74%	1.40%	-24.72%	0.96%	5.13%
经营性 ROIC	-8.00%	5.18%	-20.09%	1.14%	4.94%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.02	0.96	0.96	0.98
速动比率	0.40	0.48	0.48	0.50	0.52
归属母公司权益/有息债务	1.99	2.66	2.03	2.41	3.84
有形资产/有息债务	4.38	6.33	5.20	6.01	8.93
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.12	0.02	-0.23	0.01	0.05
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.13	0.25	0.01	0.14	0.19
每股自由现金流(FCFF)	-0.09	0.16	0.05	0.15	0.21
每股净资产	1.13	1.15	0.92	0.93	0.98
每股销售收入	2.58	3.06	2.35	2.55	2.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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, 本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且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼