

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

美邦服饰 (002269)

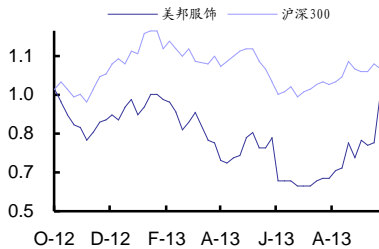
谨慎推荐

2013 年三季报点评

(维持评级)

2013 年 10 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,005/1,005
总市值/流通 (百万元)	13,819/13,819
上证综指/深圳成指	2,194/8,585
12 个月最高/最低价)	15.75/8.37

相关研究报告:

- 《美邦服饰-002269-2012 年三季报点评: 业绩低于预期, 拐点尚需跟踪》——2012-10-29
- 《美邦服饰-002269-直营盈利拐点, 加盟初始发力》——2011-08-22
- 《美邦服饰-002269-在反思中升级品牌和高成长期》——2011-05-19
- 《美邦服饰-002269-开局超预期, 品牌文化底蕴丰厚》——2011-04-29
- 《美邦服饰-002269-多品牌发展架构实现卓越增长轨迹》——2010-11-17

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162  
E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩下降近半, 业务转型有亮点

● 三季报业绩同比下降 49.1%

美邦服饰公布三季报, 前三季实现收入 57.6 亿元, 同比下降 19.9%, 归母净利润 3.83 亿元, 同比下降 49.1%, 折合 EPS0.38 元。其中 Q3 营业收入 20.2 亿元下降 22.0%, 归母净利润 1.6 亿元下降 49.9%。收入下滑, 但毛利率较去年同期提升 1.5 个百分点至 46.1%, 而销售费用率上升 4.1 个百分点至 31.4%, 管理费用率也上升 0.4 个百分点至 3.1%, 净利率仅为 6.6%, 下降 3.8 个百分点。

● 科技绒单品突破, 创新转型积极努力

今年以来公司不断推动组织变革、供应链优化、产品创新和体验店铺重塑等一系列变革。“新能量科技绒”产品自 8 月底上市以来销售情况良好, 定价 198 元竞争力强, 有望成为今年秋冬爆款; 科技绒对美邦而言是一个战略性的单品, 通过单品创新拉动, 对供应链、开发、营销等方面都是差异化于之前模式的重塑, 如果成功运作就有点类似于优衣库当年“抓绒衫”的突破。同时公司又在 30 天内连续在全国推出 6 家新概念体验店, 也为下一步发展探索摸路。公司收回邦购网电子商务平台, 布局 O2O。我们看到公司在创新转型方面的努力。

● 推出股权激励方案, 覆盖面窄

公司为前期引进的副总裁林海舟和销售业务负责人刘毅等人推出限制性股票的股权激励共计 660 万股, 占总股本的 0.66%, 两人各 300 万股, 授予价格 11.63 元;考核条件为 14-17 年净利润不低于 8.5/9.9/11.4/13.2 亿, 且 ROE 不低于 18%, 相当于 13 年经历痛苦调整转型业绩较 12 年大幅下降, 14 年业绩要恢复到 12 年水平, 且 14-17 年复合增长 16% 左右。本次激励的覆盖面较窄, 激励效果则相对有限。

● 风险提示

经济增速放缓导致消费信心不足; 四季度出现暖冬等极端天气影响秋冬装销售; 国际品牌渠道下沉和电商的影响;

● 维持谨慎推荐评级

随着产品、店铺、供应链及人才队伍的改善, 考虑到公司在创新转型方面的努力, 以及股权激励的推出, 我们调整了 13-15 年盈利预测, 13-15 年实现净利润 5.6/8.5/9.9 亿元, 折合 EPS0.56/0.85/0.99 元。维持公司谨慎推荐评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	9,945	9,510	7,798	9,123	10,154
(+/-%)	32.89%	19.05%	-18.0%	17.0%	11.3%
净利润(百万元)	1,206	850	560	851	992
(+/-%)	45.61%	-29.6%	-34.1%	52.0%	16.6%
摊薄每股收益 (元)	1.46	1.21	0.56	0.85	0.99
EBIT Margin	17.9%	13.4%	10.2%	12.9%	13.5%
净资产收益率 (ROE)	29.2%	20.6%	12.4%	16.6%	17.1%
市盈率 (PE)	11.5	16.3	24.7	16.2	13.9
EV/EBITDA	8.9	13.1	19.4	13.7	11.8
市净率 (PB)	3.3	3.3	3.1	2.7	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 三季报业绩同比下降 49.1%

美邦服饰公布三季报，前三季实现收入 57.6 亿元，同比下降 19.9%，归母净利润 3.83 亿元，同比下降 49.1%，折合 EPS 0.38 元。其中 Q3 营业收入 20.2 亿元，同比下降 22.0%，归母净利润 1.6 亿元，下降 49.9%。收入下滑，但毛利率较去年同期提升 1.5 个百分点至 46.08%，而同期销售费用率上升 4.1 个百分点至 31.4%，管理费用率也上升 0.4 个百分点至 3.1%，净利率仅为 6.6%，同比下降 3.8 个百分点。

## 科技绒单品突破，创新转型积极努力

今年以来公司不断推动组织变革、供应链优化、产品创新和体验店铺重塑等一系列变革。“新能量科技绒”产品自 8 月底上市以来销售情况良好，定价 198 元竞争力强，有望成为今年秋冬爆款；科技绒对美邦而言是一个战略性的单品，通过单品创新拉动，对供应链、开发、营销等方面都是差异化于之前模式的重塑，如果成功运作就有点类似于优衣库当年“抓绒衫”的突破。同时公司又在 30 天内连续在全国推出 6 家新概念体验店，也为下一步发展探索摸路。团队上公司也陆续引入了供应链、营销方面的高管。我们看到公司在创新转型方面的努力。

## 收回邦购网电商平台，布局 O2O

公司公告将收回此前剥离上市公司的邦购平台，公司控股股东拟将邦购网域名无偿转让给公司；公司收回邦购网电子商务平台，将全面融合实体店铺及互联网业务运营，为消费者提供生活场景式情趣性购物和互联网化购物的互动体验。公司在线上线下一体化 O2O 方面进行布局，对业绩未必会有直接的大幅贡献，但也是其创新转型方面的积极尝试和努力，值得进一步跟踪。

## 推出股权激励方案，覆盖面窄

公司为前期引进的副总裁林海舟和销售业务负责人刘毅等人推出限制性股票的股权激励共计 660 万股，占总股本的 0.66%，两人各 300 万股，预留 60 万股，授予价格 11.63 元；考核条件为 14-17 年净利润不低于 8.5, 9.9, 11.4, 13.2 亿，且 ROE 不低于 18%，相当于 13 年经历痛苦的调整转型业绩较 12 年大幅度下降（到 Q3 有近 50% 下降），14 年业绩要恢复到 12 年的水平，且 14-17 年复合增长 16% 左右。本次激励的覆盖面较窄，仅对两位引进的高管进行激励，激励效果相对有限。客观地讲，如果纯粹是目前模式继续，这个业绩指标是有一定的挑战的，但如果创新转型方面的很多努力能够一步步看到结果，股权激励所定的业绩指标则有望达成。我们需要密切跟踪其转型创新方面的进展，包括战略性单品“科技绒”的销售情况。

## 大股东公布减持方案

由于美邦的大股东实际持有上市公司股权近 90%，因此大股东减持一直是市场最为关心的问题之一，这次公告大股东通过大宗交易在未来 6 个月内预计减持不超过 10%，我们认为大股东减持短期对市场会有波动，但之前市场也有预期，相当于靴子落地。

## 维持谨慎推荐评级

随着产品、店铺、供应链及人才队伍的改善，考虑到公司在创新转型方面的努力，以及股权激励的推出，我们调整了 13-15 年盈利预测，13-15 年实现净利润 5.6/8.5/9.9 亿元，折合 EPS0.56/0.85/0.99 元。维持公司谨慎推荐评级

## 风险提示

经济增速放缓导致消费信心不足；四季度出现暖冬等极端天气影响秋冬装销售；国际品牌渠道下沉和电商的影响等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	629	900	650	650	营业收入	9510	7798	9123	10154
应收款项	775	1389	1625	1808	营业成本	5273	4219	4908	5453
存货净额	2006	1937	2186	2319	营业税金及附加	62	58	68	76
其他流动资产	297	390	547	609	销售费用	2772	2472	2691	2945
<b>流动资产合计</b>	<b>3706</b>	<b>4616</b>	<b>5008</b>	<b>5386</b>	管理费用	265	254	278	309
固定资产	2108	2694	3212	3700	财务费用	168	88	132	133
无形资产及其他	189	185	181	176	投资收益	(11)	(5)	0	0
投资性房地产	958	958	958	958	资产减值及公允价值变动	(64)	(60)	(40)	(40)
长期股权投资	46	46	46	46	其他收入	0	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>7006</b>	<b>8498</b>	<b>9404</b>	<b>10266</b>	营业利润	894	646	1009	1203
短期借款及交易性金融负债	794	2111	2273	2230	营业外净收支	209	100	125	120
应付款项	583	456	530	587	<b>利润总额</b>	<b>1103</b>	<b>746</b>	<b>1134</b>	<b>1323</b>
其他流动负债	1497	1307	1482	1635	所得税费用	254	187	284	331
<b>流动负债合计</b>	<b>2874</b>	<b>3875</b>	<b>4284</b>	<b>4452</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	100	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>850</b>	<b>560</b>	<b>851</b>	<b>992</b>
其他长期负债	0	0	0	0					
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2874</b>	<b>3975</b>	<b>4284</b>	<b>4452</b>	净利润	850	560	851	992
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	33	(64)	0	0
股东权益	4132	4524	5119	5814	折旧摊销	131	122	146	177
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7006</b>	<b>8498</b>	<b>9404</b>	<b>10266</b>	公允价值变动损失	64	60	40	40
					财务费用	168	88	132	133
					营运资本变动	1297	(1020)	(393)	(168)
					其它	(33)	64	0	0
					<b>经营活动现金流</b>	<b>2342</b>	<b>(278)</b>	<b>644</b>	<b>1041</b>
					资本开支	(112)	(700)	(700)	(700)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(134)</b>	<b>(700)</b>	<b>(700)</b>	<b>(700)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(100)	100	(100)	0
					支付股利、利息	(27)	(168)	(255)	(298)
					其它融资现金流	(2413)	1317	161	(43)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(2667)</b>	<b>1249</b>	<b>(194)</b>	<b>(341)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(459)</b>	<b>271</b>	<b>(250)</b>	<b>0</b>
					货币资金的期初余额	1088	629	900	650
					货币资金的期末余额	629	900	650	650
					企业自由现金流	2446	(1001)	(64)	337
					权益自由现金流	(67)	350	(102)	195

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>固定收益</b>	<b>交通运输</b>	<b>机械</b>
赵 婧     021-60875174	郑 武     0755-82130422	郑 武     0755-82130422
	岳 鑫     0755-82130432	陈 玲     021-60875162
	糜怀清    021-60933167	杨 森     0755-82133343
<b>基础化工及石化</b>	<b>医药</b>	<b>电子</b>
朱振坤     010-88005317	贺平鸽     0755-82133396	刘 翔     021-60875160
	丁 丹     0755-82139908	陈 平     021-60933151
	杜佐远     0755-82130473	卢文汉     021-60933164
	胡博新     0755-82133263	
	刘 勍     0755-82133400	
<b>计算机</b>	<b>传媒</b>	<b>零售、纺织服装及快销品</b>
高耀华     010-88005321	陈财茂     010-88005322	朱 元     021-60933162
	刘 明     010-88005319	
<b>电力及公共事业</b>	<b>非银行金融</b>	<b>银行</b>
陈青青     0755-22940855	邵子钦     0755-82130468	王 婧
	童成墩     0755-82130513	
<b>轻工</b>	<b>建筑工程及建材</b>	<b>家电</b>
邵 达     0755-82130706	邱 波     0755-82133390	王念春     0755-82130407
	刘 萍     0755-82130678	
<b>通信</b>	<b>电力设备</b>	<b>新能源</b>
程 成     0755-22940300	杨敬梅     021-60933160	张 弢     010-88005311
<b>食品饮料</b>	<b>旅游</b>	<b>农业</b>
龙 飞     0755-82133920	曾 光     0755-82150809	杨天明     021-60875165
	钟 潇     0755-82132098	赵 钦     021-60933163
<b>金融工程</b>	<b>基金评价与研究</b>	
戴 军     0755-82133129	李 腾     010-88005310	
林晓明     021-60875168	钱 晶     021-60875163	
秦国文     0755-82133528	潘小果     0755-82130843	
张璐楠     0755-82130833-1379		
陈志岗     0755-82136165		
马璞清     0755-22940643		
吴子昱     0755-22940607		

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				