

## 020 战略深入推进过程中

### 核心观点:

- **公司披露年报,与前期市场预期基本一致:**(1)2013 年收入 78.9 亿,同比下滑 17%;营业利润 5.18 亿,同比下滑 42.1%;净利润 4.05 亿,同比下滑 52%,EPS0.40 元。(2)2013 年 Q4 收入 21.2 亿,同比下滑 8.1%;营业利润 0.13 亿,下滑 56%;净利润 0.23 亿,同比下滑 76.5%。分红方案为每 10 股分 2.8 元,公司当前总市值 96 亿。
- **关闭不盈利直营渠道导致收入下降,存货及零售折扣有效管控带动直营毛利率有所提升。**直营 2013 年收入规模 38.4 亿(下滑 16.7%),在总收入中占比 49%;受益于折扣的有效控制,毛利率从 46.8%提升至 51.4%。从下半年情况看,直营下半年收入 18.5 亿,同比下滑 19.4%,下滑幅度较上半年有所增大;估计 2014 年 Q1 仍将延续下滑。其背后的主要原因在于公司对不良直营渠道的关闭,其中,2012 年末直营渠道约 1300 家,我们估计渠道减少幅度 15%-20%。
- **扶持加盟商发展、降低出货折扣下批发毛利率下滑 4 个百分点,加盟商库存应非常良性。**2013 年加盟收入 39.8 亿(同比下降 18%),在总收入中占 51%;下半年加盟出库收入 22.7 亿,同比下滑 12.6%,下降幅度有所收窄。从公司对加盟商政策看,调整了对加盟商的批发折扣,直接导致毛利率从 42%下降至 38.5%;从给予加盟商授信(应收账款)看,2013 年末估计在 2 亿以内(总应收款 3.19 亿、30%+为关联方欠款),周转天数在 15 天左右,该数据直接体现公司加盟商终端存货良性。
- **费用绝对额下降,销售下滑拖累费用率仍有 3 个点提升。**2013 年公司销售费用 24.8 亿、较上年下降 3 亿(广告节约、租金节约等等),管理费用 2.6 亿,和上年基本持平;但收入 17%的下滑拉动导致销售费用率+管理费用率提高 3 个百分点至 34.8%;从而导致净利润率从上年 8.9%下降至 5.1%。
- **受益于存货控制等因素影响,13 年经营性现金流净额 9.84 亿,报表质量可圈可点。**公司 2013 年末存货进一步下降至 15.8 亿(下降 4.2 亿);应收款控制在非常良性水平,13 年末 3.2 亿,较上年下降 1.4 亿,周转天数 18 天上下。
- **关闭不盈利直营渠道带来一次性营业外支出增加,但有利于销售费用有效控制,2014 年业绩弹性主要依赖于收入增速。**2013 年公司关闭不良直营渠道直接带来 7000 万左右营业外支出,但对于租赁费(2013 年为 9.6 亿、2012 年 10.1 亿)、人员工资(2013 年 8.6 亿、2012 年 8.9 亿)节约将会体现在 2014 年报表中;除此外,对于其他销售费用及管理费用科目我们认为压缩空间非常有限。在此基础上,我们认为公司 2014 年业绩弹性主要依赖于收入增速,考虑到不佳的大需求环境、外资品牌竞争、公司向 O2O 方向转型期的调整,我们假定 2014 年收入同比持平,

## 美邦服饰 (002269.SZ)

**谨慎推荐** 维持评级

### 分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

杨岚: (8610) 8357 4539

( yanglan@chinastock.com.cn )

执业证书编号: S0130112030156

花小伟: (8610) 8357 4523

( huaxiaowei@chinastock.com.cn )

执业证书编号: S0130112090085

对本报告的编制提供信息

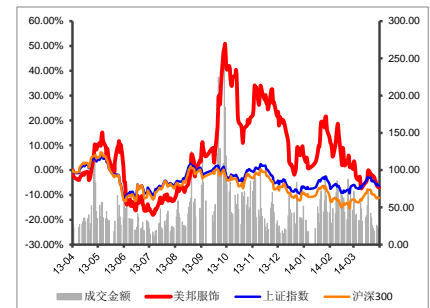
### 市场数据

2014.04.24

|              |        |
|--------------|--------|
| A 股收盘价(元)    | 9.53   |
| A 股一年内最高价(元) | 12.90  |
| A 股一年内最低价(元) | 9.34   |
| 上证指数         | 2057   |
| 市净率          | 2.51   |
| 总股本(万股)      | 101100 |
| 实际流通 A 股(万股) | 100500 |
| 限售 A 股(万股)   | 600    |
| 流通 A 股市值(亿元) | 95.78  |

注: \*价格未复权

### 相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

结合关闭不佳直营渠道带来费用节约, 估计利润 5.65 亿, 同比增 39.3%, EPS 为 0.56 元; 当前股价对应 PE17 倍。

- **针对消费形态变化及线上业务快速发展, 公司 O2O 战略在深入推动过程中。** 由于美邦直营销占比 50%, 渠道扁平, 2014 年公司将会借助邦购平台全面打通线上资源, 加快建立基于会员、商品、物流、门店运营的大数据平台, 针对移动购物所特有的精准定制、碎片时间、会员社交和 O2O 互动让消费者成为整个消费环节的中心, 打造全渠道经营模式。我们认为公司作为国内运营能力最强的前两大休闲装品牌, 这种尝试是值得肯定的, 运营效果的明朗化仍需观察。维持对公司谨慎推荐投资评级。

表 1: 美邦服饰 (002269.SZ) 逐季业绩增速 (百万元)

| 指标            | 11Q4    | 12Q1    | 12Q2    | 12Q3    | 12Q4    | 13Q1    | 13Q2    | 13Q3    | 13Q4     |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业总收入         | 3,152.0 | 2,638.9 | 1,961.5 | 2,594.1 | 2,315.1 | 2,224.1 | 1,514.0 | 2,024.7 | 2,126.9  |
| 同比            | 19.00%  | 27.17%  | 14.02%  | -13.47% | -26.55% | -15.72% | -22.81% | -21.95% | -8.13%   |
| 营业成本          | 1,832.6 | 1,506.9 | 977.4   | 1,492.1 | 1,296.4 | 1,237.6 | 748.5   | 1,121.4 | 1,260.8  |
| 同比            | 30.81%  | 34.13%  | 10.06%  | -12.65% | -29.26% | -17.87% | -23.42% | -24.84% | -2.74%   |
| 销售费用          | 666.7   | 666.3   | 646.7   | 649.6   | 809.5   | 712.0   | 527.5   | 569.9   | 671.9    |
| 同比            | 8.10%   | 20.58%  | 22.48%  | 16.47%  | 21.41%  | 6.85%   | -18.43% | -12.28% | -17.00%  |
| 管理费用          | 127.1   | 77.5    | 63.1    | 52.4    | 72.2    | 56.7    | 58.7    | 62.4    | 83.2     |
| 同比            | 20.54%  | 7.13%   | -2.36%  | -31.93% | -43.18% | -26.78% | -6.88%  | 19.24%  | 15.22%   |
| 财务费用          | 52.1    | 53.3    | 44.2    | 42.3    | 28.2    | 22.6    | 29.5    | 32.5    | 28.0     |
| 资产减值损失        | 29.9    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 64.0    | 0.0     | 32.3    | 0.0     | 50.4     |
| 营业利润          | 413.0   | 313.0   | 214.6   | 335.9   | 30.8    | 176.3   | 105.9   | 222.0   | 13.5     |
| 同比            | -13.41% | 13.77%  | 20.96%  | -42.10% | -92.55% | -43.69% | -50.64% | -33.90% | -56.03%  |
| 加: 营业外收入      | 101.5   | 10.2    | 58.6    | 73.6    | 85.3    | 5.6     | 42.0    | 15.9    | -8.2     |
| 减: 营业外支出      | 2.3     | 2.7     | 1.7     | 5.2     | 8.9     | 7.7     | 15.6    | 32.7    | 29.6     |
| 利润总额          | 512.2   | 320.6   | 271.5   | 404.2   | 107.1   | 174.1   | 132.3   | 205.2   | -24.3    |
| 同比            | -2.07%  | 15.76%  | 22.35%  | -28.46% | -79.08% | -45.69% | -51.26% | -49.23% | -122.65% |
| 减: 所得税        | 52      | 83      | 77      | 84      | 9       | 48      | 36      | 45      | -47      |
| 净利润           | 460.5   | 237.3   | 194.9   | 319.7   | 97.7    | 125.8   | 96.7    | 160.1   | 22.9     |
| 同比            | 5.31%   | 16.90%  | 12.42%  | -13.40% | -78.79% | -46.99% | -50.39% | -49.93% | -76.54%  |
| 母公司所有者净利润     | 460.5   | 237.3   | 194.9   | 319.7   | 97.7    | 125.8   | 96.7    | 160.1   | 22.9     |
| 同比            | 5.31%   | 16.90%  | 12.42%  | -13.40% | -78.79% | -46.99% | -50.39% | -49.93% | -76.54%  |
| 完全摊薄 EPS      | 0.00    | 0.24    | 0.00    | 0.32    | 0.00    | 0.13    | 0.00    | 1.00    | 0.00     |
| <b>盈利能力</b>   |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| 毛利率           | 41.86%  | 42.90%  | 50.17%  | 42.48%  | 44.00%  | 44.35%  | 50.56%  | 44.61%  | 40.72%   |
| 营业利润率         | 13.10%  | 11.86%  | 10.94%  | 12.95%  | 1.33%   | 7.93%   | 7.00%   | 10.96%  | 0.64%    |
| 销售净利润率        | 14.61%  | 8.99%   | 9.94%   | 12.33%  | 4.22%   | 5.66%   | 6.39%   | 7.91%   | 1.08%    |
| 所得税率          | 10.10%  | 25.99%  | 28.22%  | 20.90%  | 8.84%   | 27.76%  | 26.94%  | 21.99%  | --       |
| <b>费用控制能力</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |          |

|       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 21.15% | 25.25% | 32.97% | 25.04% | 34.97% | 32.01% | 34.84% | 28.15% | 31.59% |
| 管理费用率 | 4.03%  | 2.94%  | 3.22%  | 2.02%  | 3.12%  | 2.55%  | 3.88%  | 3.08%  | 3.91%  |

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 美邦服饰 (002269.SZ) 财务报表预测 (百万元)

| 一般企业-利润表(单位：百万元) |  | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     |
|------------------|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入             |  | 9,945.06 | 9,509.55 | 7,889.62 | 7,889.62 | 8,284.10 |
| 营业成本             |  | 5,552.26 | 5,272.80 | 4,368.32 | 4,370.85 | 4,589.39 |
| 营业税金及附加          |  | 55.07    | 62.38    | 61.87    | 63.12    | 66.27    |
| 销售费用             |  | 2,305.13 | 2,772.17 | 2,481.23 | 2,380.00 | 2,410.00 |
| 管理费用             |  | 340.91   | 265.10   | 261.09   | 261.00   | 265.00   |
| 财务费用             |  | 206.61   | 167.93   | 112.52   | 90.61    | 83.25    |
| 资产减值损失           |  | 31.09    | 64.00    | 82.75    | 59.77    | 58.57    |
| 投资净收益            |  | -8.39    | -10.93   | -4.13    | -4.00    | -4.00    |
| <b>营业利润</b>      |  | 1,445.60 | 894.25   | 517.72   | 660.28   | 807.62   |
| 加：营业外收入          |  | 159.14   | 227.71   | 55.27    | 40.00    | 40.00    |
| 减：营业外支出          |  | 28.67    | 18.49    | 85.57    | 20.00    | 20.00    |
| 其中：非流动资产处置净损失    |  | 0.13     | 14.00    | 74.96    | 0.00     | 0.00     |
| <b>利润总额</b>      |  | 1,576.06 | 1,103.47 | 487.42   | 680.28   | 827.62   |
| 减：所得税            |  | 370.06   | 253.89   | 81.94    | 115.65   | 140.69   |
| <b>净利润</b>       |  | 1,206.01 | 849.58   | 405.48   | 564.63   | 686.92   |
| <b>综合收益总额</b>    |  | 1,206.01 | 849.58   | 405.48   | 564.63   | 686.92   |

|                            |                 |                 |                 |                 |                 |
|----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 基本每股收益(元)                  | 1.20            | 0.85            | 0.40            | 0.56            | 0.68            |
| <b>一般企业-资产负债表 (单位：百万元)</b> |                 |                 |                 |                 |                 |
|                            | <b>2011</b>     | <b>2012</b>     | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     |
| 货币资金                       | 1,087.63        | 628.62          | 1,074.60        | 867.86          | 911.25          |
| 应收票据                       | 0.00            | 0.00            | 11.95           | 0.00            | 0.00            |
| 应收账款                       | 1,161.86        | 464.84          | 319.80          | 419.64          | 408.77          |
| 预付款项                       | 487.70          | 296.51          | 349.91          | 274.50          | 381.13          |
| 其他应收款                      | 334.76          | 310.03          | 131.84          | 131.84          | 138.43          |
| 应收股利                       | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 存货                         | 2,559.84        | 2,005.95        | 1,579.75        | 1,782.44        | 1,747.86        |
| <b>流动资产合计</b>              | <b>5,631.79</b> | <b>3,705.95</b> | <b>3,619.07</b> | <b>3,476.28</b> | <b>3,587.44</b> |
| 投资性房地产                     | 68.26           | 80.58           | 129.38          | 122.91          | 116.77          |
| 固定资产净值                     | 1,922.98        | 2,081.08        | 1,949.16        | 1,839.76        | 1,746.79        |
| 在建工程                       | <b>153.92</b>   | <b>26.71</b>    | <b>19.73</b>    | <b>25.00</b>    | <b>40.00</b>    |
| 无形资产                       | 188.18          | 188.92          | 169.88          | 158.70          | 147.52          |
| 长期待摊费用                     | 284.05          | 248.38          | 183.26          | 160.00          | 150.00          |
| 递延所得税资产                    | 385.87          | 457.95          | 485.88          | 485.88          | 510.18          |
| 其他非流动资产                    | 58.85           | 7.84            | 8.84            | 9.84            | 10.84           |
| <b>非流动资产合计</b>             | <b>3,250.70</b> | <b>3,300.39</b> | <b>3,088.24</b> | <b>2,802.10</b> | <b>2,722.09</b> |
| <b>资产总计</b>                | <b>8,882.49</b> | <b>7,006.34</b> | <b>6,707.30</b> | <b>6,278.37</b> | <b>6,309.54</b> |

|                |                 |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 短期借款           | 2,369.31        | 794.22          | 499.68          | 565.20          | 431.42          |
| 应付票据           | 15.55           | 43.91           | 16.17           | 0.00            | 0.00            |
| 应付账款           | 606.39          | 539.26          | 208.76          | 357.86          | 254.06          |
| 预收款项           | 27.20           | 70.64           | 66.61           | 70.60           | 73.47           |
| 应付职工薪酬         | 124.28          | 108.50          | 125.49          | 125.49          | 131.76          |
| 应交税费           | 230.49          | 300.61          | 178.17          | 178.17          | 187.08          |
| 其他应付款          | 245.17          | 207.90          | 205.09          | 205.09          | 215.35          |
| 其他流动负债         | 0.00            | 809.42          | 828.99          | 0.00            | 0.00            |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>4,656.55</b> | <b>2,874.46</b> | <b>2,128.96</b> | <b>1,502.41</b> | <b>1,293.15</b> |
| 长期借款           | 100.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券           | 0.00            | 0.00            | 804.38          | 804.38          | 804.38          |
| 长期应付款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 预计负债           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 递延所得税负债        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 递延收益-非流动负债     | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他非流动负债        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>100.00</b>   | <b>0.00</b>     | <b>804.38</b>   | <b>804.38</b>   | <b>804.38</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>4,756.55</b> | <b>2,874.46</b> | <b>2,933.33</b> | <b>2,306.78</b> | <b>2,097.52</b> |
| 实收资本(或股本)      | 1,005.00        | 1,005.00        | 1,005.00        | 1,005.00        | 1,005.00        |
| 资本公积金          | 1,069.17        | 1,069.73        | 1,060.09        | 1,116.56        | 1,185.25        |

---

|                      |          |          |          |          |            |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|------------|
| 盈余公积金                | 558.72   | 608.54   | 613.69   | 641.92   | 676.26     |
| 未分配利润                | 1,493.05 | 1,448.61 | 1,095.19 | 1,208.12 | 1345.50259 |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b> | 4,125.94 | 4,131.88 | 3,773.97 | 3,971.59 | 4,212.01   |
| <b>所有者权益合计</b>       | 4,125.94 | 4,131.88 | 3,773.97 | 3,971.59 | 4,212.01   |
| <b>负债和所有者权益总计</b>    | 8,882.49 | 7,006.34 | 6,707.30 | 6,278.37 | 6,309.54   |

---

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。本报告清晰准确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)、希努尔 (002485.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。

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  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)