

市价 (人民币): 9.47 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,005.00
总市值(百万元)	95.74
年内股价最高最低(元)	15.46/8.41
沪深 300 指数	2167.83
中小板指数	6046.95



## 相关报告

- 《公司效益能否回升仍需观察》, 2013.9.23
- 《策略调整初见效, 经营改善仍任重道远》, 2013.8.30

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)60230230  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 策略调整初见效, 经营改善仍任重道远

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.845	0.403	0.366	0.403	0.458
每股净资产(元)	4.11	3.76	3.12	1.72	0.78
每股经营性现金流(元)	2.84	0.98	0.36	0.63	0.60
市盈率(倍)	15.45	30.56	25.89	23.48	20.68
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	21.07	21.07	21.07
净利润增长率(%)	-29.55%	-52.27%	-8.81%	10.26%	13.55%
净资产收益率(%)	20.56%	10.74%	11.78%	23.61%	59.15%
总股本(百万股)	1,005.00	1,005.00	1,011.00	1,011.00	1,011.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 13 年实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 78.90 亿元、4.05 亿元、9.84 亿元、0.4 元, 同降 17.03%、52.27%、65.55%、52.94%。每 10 股派发现金 2.8 元 (含税), 本次利润分配 2.83 亿元。

## 经营分析

- 经营策略调整见效, 损益表持续恶化, 资产负债表有所改善: 1) 公司前几年较为激进的经营策略在 12 年消费市场陷入低迷后立现隐患, 自 12 年 3 季度起, 收入、净利持续负增长, 且由于费用投入仍保持原先高速扩张时期的惯性增长, 拖累净利增速大幅低于收入。2) 13 年起, 公司调整经营策略, 在整体战线收缩基础上尝试产品及店铺的创新转型, 资产负债表有所改善及毛利水平提升。
  - 期内, 由于精简结构, 费用支出开始缩减, 销售、管理费用分别较上年同期减少 10% 及 2%, 然不及收入降速, 因而费用率整体上升 2 个百分点至 36%。同时, 公司清库存并加强资金管理, 存货同降 21.25%, 应收账款同降 31%, 周转率均较上年同期有所好转, 预收同降 6%, 加盟商资金压力相对缓解 (上年预收同增 160%), 应付同降 61%, 拖累经营性现金流量净额, 与净利润差额不及上年水平;
  - 13 年整体毛利率微提 0.08 个百分点, 其中, 直营在收入下降 16.7% 的情况下毛利率反而提升 4.62 个百分点至 51.41%, 而为扶持加盟商, 公司降低加盟提货折扣并减少部分期货订单, 使得加盟在收入下降 17.8% 的情况下, 毛利率下降 3.78 个百分点至 38.49%;
  - 值得注意的是, 母公司期末净利依旧超过合并报表值, 但差额较三季度已急速收缩近 3 亿 (1-3 季合并报表净利同降 50%); 母公司应收下降 16% 至 37 亿, 与整体收入降速持平 (母公司收入同降 27%)。

## 盈利调整及投资建议

- 从当前财务指标来看, 美邦 12 年起的战略收缩确有成效, 然而未来发展的具体转型策略尚未清晰。精细化经营是今后快时尚品牌逆势突破的基础, 但近期百城百店等调整计划仍集中于一贯擅长的市场营销领域, 我们尚未看到公司相对明确地转型策略, 直营体系提升毛利率的空间受限。
- 公司经过近 2 年调整, 未来业绩有望出现低基数反弹, 维持增持评级。预计 14-16 年实现净利 3.7、4.08、4.63 亿元, 同增 -8.8%、10.3%、13.6%, 对应 EPS 为 0.37、0.40、0.46 元。

图表1：业绩拆分

项 目	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	2014E	2015E	2016E
<b>加盟</b>												
销售收入 (百万元)	2,904.9	1,212.0	4,335.2	1,872.7	5,653.3	2,244.2	4,843.0	1,711.35	3,982.00	3,782.90	3,782.90	3,972.05
增长率 (YOY)	-4.32%	27.50%	49.24%	54.51%	30.40%	19.84%	-14.33%	-23.74%	-17.78%	-5.00%	0.00%	5.00%
毛利率	41.70%	37.61%	41.02%	42.01%	39.60%	44.12%	42.27%	40.47%	38.49%	38.00%	38.00%	38.00%
销售成本 (百万元)	1,693.6	756.1	2,557.0	1,086.0	3,414.5	1,254.1	2,795.8	1,018.70	2,449.34	2,345.40	2,345.40	2,462.67
增长率 (YOY)	-6.09%	31.27%	50.98%	43.62%	33.54%	15.48%	-18.12%	-18.77%	-12.39%	-4.24%	0.00%	5.00%
毛利 (百万元)	1,211.3	455.9	1,778.3	786.7	2,238.8	990.2	2,047.2	692.6	1,532.67	1,437.50	1,437.50	1,509.38
增长率 (YOY)	-1.72%	21.70%	46.80%	72.57%	25.90%	25.87%	-8.56%	-30.05%	-25.13%	-6.21%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	55.68%	47.68%	57.80%	49.34%	56.85%	48.78%	50.93%	45.78%	50.47%	50.43%	50.41%	50.41%
占主营业务利润比重	52.15%	41.95%	52.21%	44.10%	50.97%	46.79%	48.32%	39.54%	43.53%	43.86%	43.85%	43.85%
<b>直营</b>												
销售收入 (百万元)	2,302.6	1,320.5	3,161.4	1,896.9	4,253.6	2,317.0	4,614.1	1,995.50	3,845.89	3,653.59	3,653.59	3,836.27
增长率 (YOY)	60.96%	53.04%	37.29%	43.64%	34.55%	22.15%	8.48%	-13.88%	-16.65%	-5.00%	0.00%	5.00%
毛利率	47.84%	47.92%	51.36%	52.10%	50.46%	48.21%	46.79%	52.41%	51.41%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	1,201.1	687.7	1,537.6	908.6	2,107.2	1,200.0	2,455.2	949.65	1,868.84	1,826.80	1,826.80	1,918.14
增长率 (YOY)	90.45%	67.15%	28.02%	32.12%	37.05%	32.07%	16.52%	-20.86%	-23.88%	-2.25%	0.00%	5.00%
毛利 (百万元)	1,101.6	632.9	1,623.8	988.3	2,146.4	1,117.0	2,158.8	1,045.9	1,977.05	1,826.80	1,826.80	1,918.14
增长率 (YOY)	37.71%	40.18%	47.40%	56.16%	32.18%	13.03%	0.58%	-6.37%	-8.42%	-7.60%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	44.13%	51.95%	42.15%	49.98%	42.77%	50.37%	48.52%	53.38%	48.75%	48.71%	48.69%	48.69%
占主营业务利润比重	47.42%	58.23%	47.67%	55.41%	48.86%	52.79%	50.95%	59.70%	56.15%	55.74%	55.73%	55.73%
<b>其他业务</b>												
销售收入 (百万元)	10.0	9.4	3.9	25.7	38.2	39.1	52.5	31.2	61.73	64.81	68.06	71.46
增长率 (YOY)	39.29%	5.59%	-60.97%	174.28%	878.17%	51.93%	37.30%	-20.25%	17.68%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	100.00%	-20.50%	100.00%	34.02%	19.98%	22.67%	58.60%	43.07%	18.77%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	0.0	11.3	0.0	17.0	30.6	30.2	21.7	17.7	50.14	51.85	54.44	57.17
增长率 (YOY)	-	112.26%	-	50.18%	-	78.08%	-28.96%	-41.29%	130.86%	3.41%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	10.0	-1.9	3.9	8.8	7.6	8.9	30.7	13.4	11.59	12.96	13.61	14.29
增长率 (YOY)	39.29%	-154.05%	-60.97%	555.10%	95.41%	1.23%	302.72%	51.56%	-62.30%	11.86%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	0.19%	0.37%	0.05%	0.68%	0.38%	0.85%	0.55%	0.83%	0.78%	0.86%	0.91%	0.91%
占主营业务利润比重	0.00%	0.78%	0.00%	0.84%	0.55%	1.22%	0.41%	0.89%	1.15%	1.23%	1.29%	1.29%
销售总收入 (百万元)	5217.52	2541.94	7500.49	3795.27	9945.06	4600.34	9509.56	3738.02	7889.62	7501.31	7504.55	7879.78
销售总成本 (百万元)	2894.60	1455.13	4094.54	2011.56	5552.26	2484.30	5272.80	1986.09	4368.32	4224.05	4226.64	4437.97
毛利 (百万元)	2322.92	1086.81	3405.95	1783.71	4392.79	2116.05	4236.76	1751.93	3521.30	3277.26	3277.91	3441.81
平均毛利率	44.52%	42.76%	45.41%	47.00%	44.17%	46.00%	44.55%	46.87%	44.63%	43.69%	43.68%	43.68%

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,945</b>	<b>9,510</b>	<b>7,890</b>	<b>7,501</b>	<b>7,505</b>	<b>7,880</b>	货币资金	1,088	629	1,075	1,100	1,300	1,500
增长率	4.4%	17.0%	4.9%	0.0%	5.0%		应收款项	1,497	775	464	605	601	627
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,552</b>	<b>-5,273</b>	<b>-4,368</b>	<b>-4,224</b>	<b>-4,227</b>	<b>-4,438</b>	存货	2,560	2,006	1,580	1,701	1,667	1,724
%销售收入	55.8%	55.4%	55.4%	56.3%	56.3%	56.3%	其他流动资产	488	297	501	255	256	268
<b>毛利</b>	<b>4,393</b>	<b>4,237</b>	<b>3,521</b>	<b>3,277</b>	<b>3,278</b>	<b>3,442</b>	流动资产	5,632	3,706	3,619	3,661	3,824	4,118
%销售收入	44.2%	44.6%	44.6%	43.7%	43.7%	43.7%	%总资产	63.4%	52.9%	54.0%	60.9%	62.6%	65.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-55</b>	<b>-62</b>	<b>-62</b>	<b>-60</b>	<b>-53</b>	<b>-55</b>	长期投资	257	290	272	273	272	272
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	2,077	2,108	1,969	1,911	1,850	1,786
<b>营业费用</b>	<b>-2,305</b>	<b>-2,772</b>	<b>-2,481</b>	<b>-2,363</b>	<b>-2,326</b>	<b>-2,403</b>	%总资产	23.4%	30.1%	29.4%	31.8%	30.3%	28.2%
%销售收入	23.2%	29.2%	31.4%	31.5%	31.0%	30.5%	无形资产	472	437	353	162	156	150
<b>管理费用</b>	<b>-341</b>	<b>-265</b>	<b>-261</b>	<b>-263</b>	<b>-263</b>	<b>-276</b>	非流动资产	3,251	3,300	3,088	2,349	2,280	2,210
%销售收入	3.4%	2.8%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	36.6%	47.1%	46.0%	39.1%	37.4%	34.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,692</b>	<b>1,137</b>	<b>717</b>	<b>592</b>	<b>636</b>	<b>708</b>	<b>资产总计</b>	<b>8,882</b>	<b>7,006</b>	<b>6,707</b>	<b>6,011</b>	<b>6,104</b>	<b>6,328</b>
%销售收入	17.0%	12.0%	9.1%	7.9%	8.5%	9.0%	短期借款	2,369	794	500	100	1,405	2,325
<b>财务费用</b>	<b>-207</b>	<b>-168</b>	<b>-113</b>	<b>-106</b>	<b>-104</b>	<b>-105</b>	应付款项	894	862	497	707	706	740
%销售收入	2.1%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	其他流动负债	1,393	1,219	1,133	1,261	1,462	1,676
<b>资产减值损失</b>	<b>-31</b>	<b>-64</b>	<b>-83</b>	<b>-43</b>	<b>-39</b>	<b>-36</b>	流动负债	4,657	2,874	2,129	2,067	3,573	4,740
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	100	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	804	804	804	804
%销售收入	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债总计</b>	<b>4,757</b>	<b>2,874</b>	<b>2,933</b>	<b>2,872</b>	<b>4,377</b>	<b>5,546</b>
<b>%税前利润</b>							<b>普通股股东权益</b>	4,126	4,132	3,774	3,139	1,727	783
<b>营业利润</b>	<b>1,446</b>	<b>894</b>	<b>518</b>	<b>443</b>	<b>494</b>	<b>567</b>	<b>少数股东权益</b>	0	0	0	0	0	0
<b>营业利润率</b>	<b>14.5%</b>	<b>9.4%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,882</b>	<b>7,006</b>	<b>6,707</b>	<b>6,011</b>	<b>6,104</b>	<b>6,328</b>
<b>营业外收支</b>	<b>130</b>	<b>209</b>	<b>-30</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>							
<b>税前利润</b>	<b>1,576</b>	<b>1,103</b>	<b>487</b>	<b>493</b>	<b>544</b>	<b>617</b>							
<b>利润率</b>	<b>15.8%</b>	<b>11.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.8%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-370</b>	<b>-254</b>	<b>-82</b>	<b>-123</b>	<b>-136</b>	<b>-154</b>							
<b>所得税率</b>	<b>23.5%</b>	<b>23.0%</b>	<b>16.8%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>							
<b>净利润</b>	<b>1,206</b>	<b>850</b>	<b>405</b>	<b>370</b>	<b>408</b>	<b>463</b>							
<b>净利润率</b>	<b>12.1%</b>	<b>8.9%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.9%</b>							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>1,206</b>	<b>850</b>	<b>405</b>	<b>370</b>	<b>408</b>	<b>463</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	1.200	0.845	0.403	0.366	0.403	0.458
非现金支出	345	445	362	169	167	166	每股净资产	4.105	4.111	3.755	3.123	1.718	0.779
非经营收益	96	139	178	545	59	60	每股经营现金净流	0.972	2.842	0.979	0.356	0.628	0.603
营运资金变动	-719	1,423	38	-726	-2	-83	每股股利	0.530	0.840	0.750	1.000	1.200	1.400
<b>经营活动现金净流</b>	<b>928</b>	<b>2,856</b>	<b>984</b>	<b>358</b>	<b>631</b>	<b>606</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-443	-353	-176	178	-9	-10	净资产收益率	29.23%	20.56%	10.74%	11.78%	23.61%	59.15%
投资	4	0	0	-1	0	0	总资产收益率	13.58%	12.13%	6.05%	6.15%	6.68%	7.32%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	19.63%	17.77%	11.75%	10.98%	12.12%	13.56%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-438</b>	<b>-353</b>	<b>-176</b>	<b>177</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	0	0	0	0	-614	0	主营业务收入增长率	32.59%	-4.38%	-17.03%	-4.92%	0.04%	5.00%
债权募资	93	-1,875	494	-400	1,305	920	EBIT增长率	59.79%	-32.78%	-36.93%	-17.48%	7.52%	11.19%
其他	-618	-984	-848	-110	-1,114	-1,316	净利润增长率	59.13%	-29.55%	-52.27%	-8.81%	10.26%	13.55%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-525</b>	<b>-2,859</b>	<b>-354</b>	<b>-510</b>	<b>-422</b>	<b>-396</b>	总资产增长率	3.44%	-21.12%	-4.27%	-10.39%	1.56%	3.67%
<b>现金净流量</b>	<b>-35</b>	<b>-356</b>	<b>454</b>	<b>25</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	38.4	31.2	18.2	20.0	20.0	20.0
							存货周转天数	167.9	158.0	149.8	150.0	150.0	150.0
							应付账款周转天数	60.8	39.7	31.3	35.0	35.0	35.0
							固定资产周转天数	70.6	79.9	90.2	92.0	89.0	81.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	33.49%	4.01%	6.08%	-6.23%	52.68%	208.27%
							EBIT利息保障倍数	8.2	6.8	6.4	5.6	6.1	6.8
							资产负债率	53.55%	41.03%	43.73%	47.78%	71.71%	87.63%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	5	7
增持	5	5	6	6	8
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.83</b>	<b>1.92</b>	<b>1.95</b>	<b>1.85</b>	<b>1.80</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-30	增持	19.65	23.76 ~ 23.76
2 2012-08-31	增持	17.08	N/A
3 2013-03-02	增持	12.93	N/A
4 2013-04-12	增持	11.07	12.00 ~ 12.00
5 2013-04-22	增持	10.95	N/A
6 2013-08-30	增持	9.50	N/A
7 2013-09-23	增持	10.66	12.00 ~ 13.00

来源：国金证券研究所


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD