

互联网化创新转型仍在推进过程中，财务业绩仍承压

美邦服饰 (002269.SZ)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **公司一季报业绩承压而报表质量良好:** (1) 美邦服饰自 2012Q3 业绩开始调整, 经过 6 个季度调整, 2014Q1 收入 18.4 亿、同比下滑 17.2%, 营业利润 1.1 亿、同比下滑 36%, 归属于母公司所有者净利润 1.06 亿、同比下滑 15%。(2) 由于市场压力仍较大, 而公司互联网创新转型是从企业文化、内部组织、绩效管理到业务管理和商业运作模式的系统工程, 2014H1 业绩仍将下滑 0-30%; (3) 公司 2011Q3 起去库存、控制对加盟商授信、大幅回收现金流, 2014Q1 该趋势仍延续, 经营性现金流净额 5.9 亿。
- **直营及加盟我们估计均仍呈现两位数下滑。**2014Q1 渠道仍在关闭过程中、但关闭数量大幅低于 2013 年, 直营较 13Q1 约下降 300 家至不到 1000 家; 加盟渠道较上年同期末 (13Q1 末) 100 多家。受渠道下降影响, 我们估计直营及加盟均较上年同期呈现出两位数下降, 结合直营渠道减少数据、直营同店零售应有所增长。除渠道减少外, 不佳的天气环境、订货会下滑也是重要原因。基于订货会、零售环境我们估计 14Q2 降幅要低于 14Q1。
- **关闭不良渠道后, 2014 销售费用绝对额下降显著、2014 关店减少也将使营业外支出减少。**2014Q1 销售费用绝对额 5.75 亿、较上年同期 7.12 亿减少 1.4 亿, 我们估计主要是不佳直营渠道关闭带来的租金、人员工资等下降; 依据此, 全年销售费用控制有望超预期。管理费用绝对额则维持在上年水平, 财务费用小幅增加, 减值损失较上年增加 2500 万。
- **受益于存货控制, 14Q1 经营性现金流净额 5.8 亿, 自 11Q3 以来多个季度大幅超过净利润水平。**公司 2014Q1 存货 16 亿 (较 13Q1 同期减少 2.6 亿、和上年末基本持平); 应收款 3.2 亿、和上年基本持平, 周转天数 20 天左右; 良好的经营性现金流主要源于预付款减少、应付款的增加。
- **互联网转型创新在系统化推动过程中。**公司在年报及季报中均强调服饰消费市场国际化和互联网化的趋势不可逆转, 去年下半年以来美邦服饰通过产品及供应链创新、O2O 体验店铺升级等举措为全面推动互联网化转型创新奠定基础; 2014 年将从企业文化、内部组织、绩效管理到业务管理及商业运作模式等方面进行系列化的调整以适应互联网化创新转型。转型过程中将会伴随着原有盈利模式变化, 而新模式能否在业绩层面带来正贡献仍需时日。
- **收入能否增长决定短期业绩, 互联网化创新转型则表明公司是变革中的公司。**我们假定后三季度收入持平的情况下, 2014 全年收入接近 75 亿、下滑近 5%; 假定销售费用减少 2 亿、直营关店基本完成情况下, 2014 年净利润 5.46 亿、EPS0.54 元, 当前股价对应 14PE16.6 倍; 维持对公司谨慎推荐评级。

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

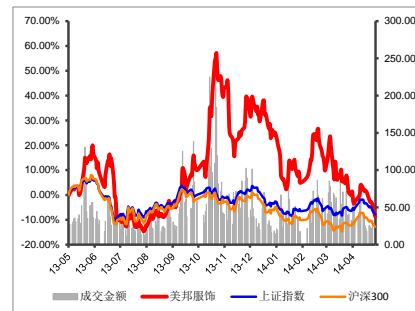
市场数据

2014.04.28

A 股收盘价(元)	9.00
A 股一年内最高价(元)	12.90
A 股一年内最低价(元)	8.98
上证指数	2003
市净率	2.37
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)	90.45

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

表 1: 美邦服饰 (002269.SZ) 逐季业绩增速 (百万元)

指标	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1
营业收入	1,961.5	2,594.1	2,315.1	2,224.1	1,514.0	2,024.7	2,126.9	1,841.4
同比	14.02%	-13.47%	-26.55%	-15.72%	-22.81%	-21.95%	-8.13%	-17.20%
营业成本	977.4	1,492.1	1,296.4	1,237.6	748.5	1,121.4	1,260.8	1,021.8
同比	10.06%	-12.65%	-29.26%	-17.87%	-23.42%	-24.84%	-2.74%	-17.44%
销售费用	646.7	649.6	809.5	712.0	527.5	569.9	671.9	575.1
同比	22.48%	16.47%	21.41%	6.85%	-18.43%	-12.28%	-17.00%	-19.22%
管理费用	63.1	52.4	72.2	56.7	58.7	62.4	83.2	56.3
同比	-2.36%	-31.93%	-43.18%	-26.78%	-6.88%	19.24%	15.22%	-0.75%
EBIT	258.8	378.2	58.9	198.8	135.4	254.4	41.6	142.6
同比	11.41%	-40.52%	-87.32%	-45.72%	-47.68%	-32.71%	-29.49%	-28.26%
财务费用	44.2	42.3	28.2	22.6	29.5	32.5	28.0	30.6
资产减值损失	0.0	0.0	64.0	0.0	32.3	0.0	50.4	25.4
营业利润	214.6	335.9	30.8	176.3	105.9	222.0	13.5	112.0
同比	20.96%	-42.10%	-92.55%	-43.69%	-50.64%	-33.90%	-56.03%	-36.46%
加: 营业外收入	58.6	73.6	85.3	5.6	42.0	15.9	-8.2	29.8
减: 营业外支出	1.7	5.2	8.9	7.7	15.6	32.7	29.6	2.5
利润总额	271.5	404.2	107.1	174.1	132.3	205.2	-24.3	139.3
同比	22.35%	-28.46%	-79.08%	-45.69%	-51.26%	-49.23%	-122.65%	-19.98%
减: 所得税	77	84	9	48	36	45	-47	33
净利润	194.9	319.7	97.7	125.8	96.7	160.1	22.9	106.5
同比	12.42%	-13.40%	-78.79%	-46.99%	-50.39%	-49.93%	-76.54%	-15.30%
母公司所有者净利润	194.9	319.7	97.7	125.8	96.7	160.1	22.9	106.5
同比	12.42%	-13.40%	-78.79%	-46.99%	-50.39%	-49.93%	-76.54%	-15.30%
完全摊薄 EPS	0.00	0.32	0.00	0.13	0.00	0.16	0.00	0.11
盈利能力								
毛利率	50.17%	42.48%	44.00%	44.35%	50.56%	44.61%	40.72%	44.51%
营业利润率	10.94%	12.95%	1.33%	7.93%	7.00%	10.96%	0.64%	6.08%
销售净利润率	9.94%	12.33%	4.22%	5.66%	6.39%	7.91%	1.08%	5.79%
所得税率	28.22%	20.90%	8.84%	27.76%	26.94%	21.99%	194.40%	23.53%
费用控制能力								
销售费用率	32.97%	25.04%	34.97%	32.01%	34.84%	28.15%	31.59%	31.23%
管理费用率	3.22%	2.02%	3.12%	2.55%	3.88%	3.08%	3.91%	3.06%

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)

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	7,495.14	7,869.89
营业成本	5,552.26	5,272.80	4,368.32	4,144.81	4,352.05
营业税金及附加	55.07	62.38	61.87	59.96	62.96
销售费用	2,305.13	2,772.17	2,481.23	2,280.00	2,310.00
管理费用	340.91	265.10	261.09	261.00	265.00
财务费用	206.61	167.93	112.52	85.33	96.60
资产减值损失	31.09	64.00	82.75	47.98	57.39
投资净收益	-8.39	-10.93	-4.13	-4.00	-4.00
营业利润	1,445.60	894.25	517.72	612.06	721.90
加: 营业外收入	159.14	227.71	55.27	50.00	50.00
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
利润总额	1,576.06	1,103.47	487.42	642.06	751.90
减: 所得税	370.06	253.89	81.94	96.31	112.79
归属于母公司所有者的净利润	1,206.01	849.58	405.48	545.75	639.12
综合收益总额	1,206.01	849.58	405.48	545.75	639.12
归属于母公司普通股股东综合收益总额	1,206.01	849.58	405.48	545.75	639.12
基本每股收益(元)	1.20	0.85	0.40	0.54	0.64

资产负债表(单位: 百万元)	2011	2012	2013	2014	2015
货币资金	1,087.63	628.62	1,074.60	974.37	1,023.09
应收账款	1,161.86	464.84	319.80	436.98	370.19
预付款项	487.70	296.51	349.91	242.21	379.51
其他应收款	334.76	310.03	131.84	125.25	131.51
存货	2,559.84	2,005.95	1,579.75	1,380.83	1,727.78
流动资产合计	5,631.79	3,705.95	3,619.07	3,310.85	3,783.30
长期股权投资	24.10	46.17	0.00	0.00	0.00
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	153.92	26.71	19.73	25.00	40.00
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	461.59	484.67
非流动资产合计	3,250.70	3,300.39	3,088.24	2,777.80	2,696.58
资产总计	8,882.49	7,006.34	6,707.30	6,088.65	6,479.88
短期借款	2,369.31	794.22	499.68	469.12	674.06
应付账款	606.39	539.26	208.76	327.72	252.56
预收款项	27.20	70.64	66.61	58.31	72.86
应付职工薪酬	124.28	108.50	125.49	119.21	125.18

应交税费	230.49	300.61	178.17	160.35	168.37
其他应付款	245.17	207.90	205.09	184.58	193.81
流动负债合计	4,656.55	2,874.46	2,128.96	1,319.29	1,486.83
应付债券	0.00	0.00	804.38	804.38	804.38
非流动负债合计	100.00	0.00	804.38	804.38	804.38
所有者权益(或股东权益):					
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	1,114.67	1,178.58
盈余公积金	558.72	608.54	613.69	640.97	672.93
未分配利润	1,493.05	1,448.61	1,095.19	1,204.34	1332.165962
归属于母公司所有者权益合计	4,125.94	4,131.88	3,773.97	3,964.98	4,188.67
所有者权益合计	4,125.94	4,131.88	3,773.97	3,964.98	4,188.67
负债和所有者权益总计	8,882.49	7,006.34	6,707.30	6,088.65	6,479.88

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

机构请致电：

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