



张凤展
021-53519888-1932
zhangfengzhan@shzq.com
执业证书编号：S0870511030001

收入增长依然低迷，毛利率水平大幅改善

基本数据 (2014H1)

报告日股价 (元)	9.35
12mth A 股价格区间 (元)	8.08/16.62
总股本 (百万股)	1011
无限售 A 股/总股本	1005
流通市值 (亿元)	93.96
每股净资产 (元)	3.69
PBR (X)	2.53

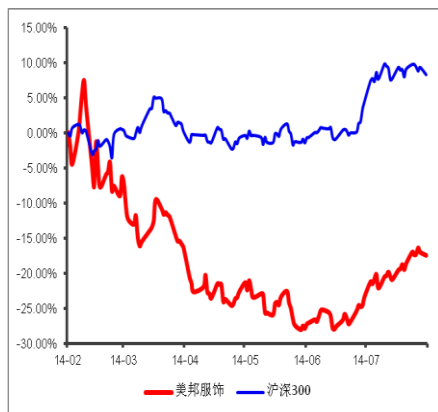
主要股东 (2014H1)

上海华服投资有限公司	70.17%
胡佳佳	8.9%
上海周顺投资管理中心	1.81%

收入结构 (2014H1)

直营	49%
加盟	51%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：ZFZ14-CT06

首次报告日期：

相关报告：

公司动态事项

公司公布2014年度半年报：公司实现主营业务收入29.62亿元，净利润1.79亿元，较上年变动比例分别为-20.11%、-19.61%。

表 1 主要经营数据

	2014H1	2013H1	增减 (%)
营业收入 (元)	2,994,144,866.00	3,738,022,446.00	-19.90%
归属于上市公司 股东的净利润 (元)	178,853,498.00	222,477,721.00	-19.61%
归属于上市公司 股东的扣除非经 常性损益的净利 润 (元)	141,294,297.00	204,249,630.48	-30.82%
经营活动产生的 现金流量净额 (元)	698,417,093.00	379,945,629.00	83.82%
基本每股收益 (元/股)	0.18	0.22	-18.18%
稀释每股收益 (元/股)	0.18	0.22	-18.18%
加权平均净资产 收益率 (%)	4.63%	5.24%	-0.61

数据来源：公司公告 上海证券研究所

事项点评

收入增长未见改善，毛利率改善明显

报告期内，公司实现主营业务收入 29.62 亿元，同比增长-20.11%，二季度销售收入同比下滑更加明显，为-23.86%。上半年销售收入的持续下滑原因主要在于销售环境依然不佳，另外就是公司的门店调整，对低效店铺和商圈变迁店铺进行关停并转。

上半年，公司坚持店铺经营管理模式的创新转型，致力于提升终端零售管理水平，实现了毛利率的持续提升，总体毛利率达到 49%，较去年同期提升 2 个百分点，其中直营毛利率为 55.5%，提升 3 个百分点，加盟毛利率为 42.4%，提升 2 个百分点。

费用率上升

上半年，公司的期间费用总额有所减少，但是费用率提升，其中销售费用率上升 1.2 个百分点，由于公司债的发行公司总体负债规模有所上升，财务费用也有一定的增加。

表 2 季度财务数据

报告期	2014 Q2	2014 Q1	2013Q4	2013 Q3	2013Q2	2013Q1
净资产收益率 ROE (%)	1.88	2.76	0.61	4.35	2.72	1.88
净资产收益率(扣除非经常损益) (%)	1.44	2.23	1.34	4.72	2.16	1.44
销售净利率 (%)	1.03	1.57	0.32	2.28	1.38	1.03
销售毛利率 (%)	6.27	5.79	1.08	7.91	6.39	6.27
营业利润/营业总收入 (%)	56.25	44.51	40.72	44.61	50.56	56.25
净利润/营业总收入 (%)	96.03	93.92	99.30	88.97	92.98	96.03
营业费用/营业总收入 (%)	6.05	6.08	0.64	10.96	7.00	6.05
管理费用/营业总收入 (%)	6.27	5.79	1.08	7.91	6.39	6.27
财务费用/营业总收入 (%)	39.19	31.23	31.59	28.15	34.84	39.19
经营活动净收益/利润总额 (%)	4.56	3.06	3.91	3.08	3.88	4.56
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%)	3.14	1.66	1.32	1.60	1.95	3.14
经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)	49.47	80.38		108.84	80.30	49.47
营业总收入同比增长率 (%)	125.90	117.43	125.84	107.87	106.67	125.90
营业总收入环比增长率 (%)	-23.86	-17.20	-8.13	-21.95	-22.81	-23.86
营业利润同比增长率 (%)	-37.40	-13.42	5.05	33.73	-31.93	-37.40
营业利润环比增长率 (%)	-23.86	-17.20	-8.13	-21.95	-22.81	-23.86
净利润同比增长率 (%)	-37.40	-13.42	5.05	33.73	-31.93	-37.40
净利润环比增长率 (%)	-34.21	-36.46	-56.03	-33.90	-50.64	-34.21

数据来源: wind 上海证券研究所

应收账款周转率改善，存货周转率略有降低

上半年公司的营运情况正常，存货周转率相比去年同期略有下降，应收账款周转率有所改善。

表 4 营运数据

报告期	2014 中报	214 一季报	2013 年报	2013 三季报	2013 中报	2013 一季报
营业周期	196.46	156.16	165.65	198.43	178.57	154.96
存货周转天数	179.52	140.41	147.75	174.66	159.77	140.76
应收账款周转天数	16.94	15.75	17.90	23.78	18.79	14.21
存货周转率	1.00	0.64	2.44	1.55	1.13	0.64
应收账款周转率	10.62	5.71	20.11	11.36	9.58	6.33
流动资产周转率	0.76	0.50	2.15	1.45	1.05	0.57
固定资产周转率	1.57	0.95	3.92	2.81	1.81	1.07
总资产周转率	0.43	0.27	1.15	0.80	0.55	0.31
应付账款周转率	5.19	3.05	11.68	4.61	5.65	2.25

应付账款周转天数	34.68	29.52	30.82	58.60	31.84	40.06
净营业周期	161.78	126.64	134.83	139.84	146.72	114.90

数据来源: wind 上海证券研究所

■ 投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级

在新的市场环境下，公司深入推动互联网转型及 O2O 战略。直营体系在品牌体验、产品创新、渠道升级及店铺营运等方面已取得了持续提升，但整体尚未有效形成合力，管理标准化、精益化水平仍有待提高；同时加盟市场潜力巨大，但也面临较大挑战，原有加盟管理模式已不能完全适应新的市场环境，经营管理水平提升仍滞后于直营体系，因此公司未来的发展主要在于转型成功与否，更多表现在内生性增长的提升上，从目前来看，毛利率提升较快，但同店增长仍未改善，我们给予谨慎增持评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	7889.62	6996.75	7258.30	7830.51
年增长率	-17.03%	-11.32%	3.74%	7.88%
归属于母公司的净利润	405.48	374.74	395.22	479.56
年增长率	-52.27%	-7.58%	5.46%	21.34%
每股收益(元)	0.401	0.371	0.391	0.474
PER (X)	23.31	25.23	23.92	19.71

注：股本按照 10111 百万股计算

附表 1 损益表

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	9945.06	9509.55	7889.62	6996.75	7258.30	7830.51
减：营业成本	5552.26	5272.80	4368.32	3768.96	3919.03	4214.50
营业税金及附加	55.07	62.38	61.87	54.87	56.92	61.40
营业费用	2305.13	2772.17	2481.23	2238.96	2322.66	2466.61
管理费用	340.91	265.10	261.09	244.89	254.04	274.07
财务费用	206.61	167.93	112.52	130.67	95.95	91.77
资产减值损失	31.09	64.00	82.75	82.75	82.75	82.75
加：投资收益	-8.39	-10.93	-4.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1445.60	894.25	517.72	475.65	526.96	639.41
加：其他非经营损益	130.47	209.22	-30.30	24.00	0.00	0.00
利润总额	1576.06	1103.47	487.42	499.65	526.96	639.41
减：所得税	370.06	253.89	81.94	124.91	131.74	159.85
净利润	1206.01	849.58	405.48	374.74	395.22	479.56
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1206.01	849.58	405.48	374.74	395.22	479.56

资料来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。