

美邦服饰 (002269.SZ)

服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

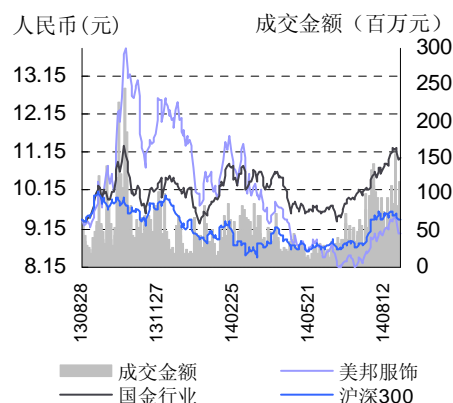
市价(人民币): 9.04元

改革带动毛利率提升 期间费用下降

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)	9,139.44
年内股价最高最低(元)	13.85/8.15
沪深 300 指数	2327.59
中小板综指	7103.84



相关报告

1. 《策略调整初见成效,经营改善仍任重道远》, 2014.4.28
2. 《公司效益能否回升仍需观察》, 2013.9.23
3. 《策略调整初见成效,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

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	0.329	0.351	0.395
每股净资产(元)	4.11	3.76	3.91	4.08	4.28
每股经营性现金流(元)	2.84	0.98	0.68	0.59	0.49
市盈率(倍)	15.45	30.56	28.82	26.96	23.98
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%	-18.07%	6.89%	12.43%
净资产收益率(%)	20.56%	10.74%	8.46%	8.66%	9.29%
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

- 上半年营业收入 29.94 亿元, 净利润 1.79 亿元, 扣非后净利润 1.41 亿元, 分别同比下降 19.9%、19.6%和 30.8%; 每股收益 0.18 元。一、二季度营收分别为 18.4、11.5 亿元, 同降 17.2%、23.9%; 净利润分别为 1.07、0.72 亿元, 同降 15.3%、25.2%。预计 1-9 月净利润变动在-45%至-15%。

经营分析

- **经营管理提升带动毛利率增加、直营渠道调整致使销售费用下降:** 公司店铺管理模式创新逐渐见效, 上半年毛利率 49.03%, 较去年同期增加 2.16 个百分点; 其中, 直营毛利率同增 3.1 个百分点, 加盟毛利率同增 2 个百分点。上半年持续关停并转低效直营渠道, 使得销售费用减少至 10.27 亿元, 同降 17.16%; 管理费用 1.09 亿元, 同降 5.71%。三项费用合计 12.02 亿元, 同比下降 14.53%。
- **下装销售增长抢眼:** 分产品看, 仅下装销售额出现较快增长, 营收 12.24 亿元, 同比增速 19.47%; 毛利率 50.73%, 同增 6.88 个百分点; 上装和其他类服饰营收均有较大程度下滑。
- **财务指标尚未完全企稳, 应收账款周转率有所提高, 但存货周转率仍有下降, 母公司应收账款下降:** 本期末应收账款 2.44 亿元, 同降 22.77%, 周转率 10.6 次, 较去年同期的 9.6 次有所提升。上半年期末存货 14.64 亿元, 同降 3.66%, 存货周转率 1 次, 低于去年同期的 1.1 次。上半年母公司应收账款 34.04 亿元, 同比下降 16.1%, 降幅低于收入。
- **控制经营规模, 应付账款增加, 经营性净现金流大幅上升:** 公司控制生产规模, 经营性现金支出减少 27.82%, 同时应付账款和票据同比大增 2 亿元, 增幅 109%, 使得上半年经营性净现金流 6.98 亿元, 大增 83.82%。
- **公司直营收入降幅首次超过加盟, 调整方向正确:** 08 年以来, 公司在缺乏强大后台支撑下, 盲目扩大直营规模, 使得直营体系大而无当。上半年是公司第一次出现直营收入降幅超过加盟, 表明公司开始正视直营体系问题。我们希望看到既强又大的直营, 而不是一个只有规模的直营体系。

盈利调整及投资建议

- 公司处于战略转型阶段, 虽然财务指标仍未企稳, 但直营体系调整有效果。预计 2014-2016 年净利润分别为 3.32 亿元、3.55 亿元和 3.99 亿元, 同比变动-18.1%、6.9%、12.4%; 对应 EPS0.33 元、0.35 元、0.4 元。

图表1: 业绩拆分

项 目	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	1H14	2014E	2015E	2016E
加盟													
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	1,431.36	3,384.70	3,215.47	3,376.24
增长率 (YOY)	-4.32%	27.50%	49.24%	54.51%	30.40%	19.84%	-14.33%	-23.74%	-17.78%	-16.36%	-15.00%	-5.00%	5.00%
毛利率	41.70%	37.61%	41.02%	42.01%	39.60%	44.12%	42.27%	40.47%	38.49%	42.43%	41.00%	41.00%	41.00%
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	824.07	1,996.97	1,897.12	1,991.98
增长率 (YOY)	-6.09%	31.27%	50.98%	43.62%	33.54%	15.48%	-18.12%	-18.77%	-12.39%	-19.11%	-18.47%	-5.00%	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	607.29	1,387.73	1,318.34	1,384.26
增长率 (YOY)	-1.72%	21.70%	46.80%	72.57%	25.90%	25.87%	-8.56%	-30.05%	-25.13%	-12.32%	-9.46%	-5.00%	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%	47.81%	53.44%	54.69%	54.69%
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%	41.37%	47.37%	49.16%	49.16%
直营													
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	1,530.15	2,884.42	2,595.97	2,725.77
增长率 (YOY)	60.96%	53.04%	37.29%	43.64%	34.55%	22.15%	8.48%	-13.88%	-16.65%	-23.32%	-25.00%	-10.00%	5.00%
毛利率	47.84%	47.92%	51.36%	52.10%	50.46%	48.21%	46.79%	52.41%	51.41%	55.51%	53.00%	52.00%	52.00%
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	680.71	1,355.68	1,246.07	1,308.37
增长率 (YOY)	90.45%	67.15%	28.02%	32.12%	37.05%	32.07%	16.52%	-20.86%	-23.88%	-28.32%	-27.46%	-8.09%	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	849.45	1,528.74	1,349.91	1,417.40
增长率 (YOY)	37.71%	40.18%	47.40%	56.16%	32.18%	13.03%	0.58%	-6.37%	-8.42%	-18.78%	-22.68%	-11.70%	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%	51.10%	45.54%	44.15%	44.15%
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%	57.86%	52.19%	50.33%	50.33%
其他业务													
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	32.6	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%	4.69%	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%	34.60%	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	21.3	51.85	54.44	57.17
增长率 (YOY)	-	112.26%	-	50.18%	-	78.08%	-28.96%	-41.29%	130.86%	20.26%	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	11.29	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%	-15.90%	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%	1.09%	1.02%	1.16%	1.16%
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%	1.40%	1.52%	1.70%	1.70%
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	2994.14	6333.93	5879.50	6173.47
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	1526.12	3404.50	3197.64	3357.52
毛利 (百万元)	2322.92	1086.81	3405.95	1783.71	4392.79	2116.05	4236.76	1751.93	3521.30	1468.03	2929.43	2681.86	2815.95
平均毛利率	44.52%	42.76%	45.41%	47.00%	44.17%	46.00%	44.55%	46.87%	44.63%	49.03%	46.25%	45.61%	45.61%

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
主营业务收入	9,945	9,510	7,890	6,334	5,879	6,173	货币资金	1,088	629	1,075	1,316	1,646	1,875
增长率		-4.4%	-17.0%	-19.7%	-7.2%	5.0%	应收款项	1,497	775	464	457	416	430
主营业务成本	-5,552	-5,273	-4,368	-3,405	-3,198	-3,358	存货	2,560	2,006	1,580	1,373	1,233	1,295
%销售收入	55.8%	55.4%	55.4%	53.8%	54.4%	54.4%	其他流动资产	488	297	501	274	258	271
毛利	4,393	4,237	3,521	2,929	2,682	2,816	流动资产	5,632	3,706	3,619	3,420	3,553	3,871
%销售收入	44.2%	44.6%	44.6%	46.2%	45.6%	45.6%	%总资产	63.4%	52.9%	54.0%	59.2%	60.7%	63.3%
营业税金及附加	-55	-62	-62	-63	-59	-62	长期投资	257	290	272	273	272	272
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	2,077	2,108	1,969	1,921	1,870	1,816
营业费用	-2,305	-2,772	-2,481	-2,027	-1,881	-1,976	%总资产	23.4%	30.1%	29.4%	33.2%	31.9%	29.7%
%销售收入	23.2%	29.2%	31.4%	32.0%	32.0%	32.0%	无形资产	472	437	353	162	156	150
管理费用	-341	-265	-261	-222	-206	-216	非流动资产	3,251	3,300	3,088	2,359	2,300	2,240
%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%	40.8%	39.3%	36.7%
息税前利润 (EBIT)	1,692	1,137	717	618	536	563	资产总计	8,882	7,006	6,707	5,779	5,853	6,111
%销售收入	17.0%	12.0%	9.1%	9.7%	9.1%	9.1%	短期借款	2,369	794	500	0	0	0
财务费用	-207	-168	-113	-145	-103	-96	应付款项	894	862	497	576	496	521
%销售收入	2.1%	1.8%	1.4%	2.3%	1.8%	1.6%	其他流动负债	1,393	1,219	1,133	473	453	487
资产减值损失	-31	-64	-83	-126	-56	-16	流动负债	4,657	2,874	2,129	1,049	949	1,008
公允价值变动收益	0	0	0	2	2	2	长期贷款	100	0	0	0	0	1
投资收益	-8	-11	-4	30	30	30	其他长期负债	0	0	804	804	804	804
%税前利润	n.a	n.a	n.a	7.0%	6.5%	5.6%	负债	4,757	2,874	2,933	1,854	1,754	1,813
营业利润	1,446	894	518	379	408	482	普通股股东权益	4,126	4,132	3,774	3,925	4,099	4,298
营业利润率	14.5%	9.4%	6.6%	6.0%	6.9%	7.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	130	209	-30	50	50	50	负债股东权益合计	8,882	7,006	6,707	5,779	5,853	6,111
税前利润	1,576	1,103	487	429	458	532	比率分析						
利润率	15.8%	11.6%	6.2%	6.8%	7.8%	8.6%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-370	-254	-82	-96	-103	-133	每股指标						
所得税率	23.5%	23.0%	16.8%	22.5%	22.5%	25.0%	每股收益	1.200	0.845	0.403	0.329	0.351	0.395
净利润	1,206	850	405	332	355	399	每股净资产	4.105	4.111	3.755	3.906	4.079	4.276
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.972	2.842	0.979	0.678	0.594	0.488
归属于母公司的净利润	1,206	850	405	332	355	399	每股股利	0.530	0.840	0.750	0.180	0.180	0.200
净利率	12.1%	8.9%	5.1%	5.2%	6.0%	6.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	29.23%	20.56%	10.74%	8.46%	8.66%	9.29%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	13.58%	12.13%	6.05%	5.75%	6.07%	6.53%
净利润	1,206	850	405	332	355	399	投入资本收益率	19.63%	17.77%	11.75%	10.12%	8.47%	8.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	345	445	362	243	174	136	主营业务收入增长率	32.59%	-4.38%	-17.03%	-19.72%	-7.17%	5.00%
非经营收益	96	139	178	552	27	22	EBIT增长率	59.79%	-32.78%	-36.93%	-13.89%	-13.23%	5.00%
营运资金变动	-719	1,423	38	-446	40	-66	净利润增长率	59.13%	-29.55%	-52.27%	-18.07%	6.89%	12.43%
经营活动现金净流	928	2,856	984	681	597	491	总资产增长率	3.44%	-21.12%	-4.27%	-13.84%	1.28%	4.40%
资本开支	-443	-353	-176	178	-9	-10	资产管理能力						
投资	4	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	38.4	31.2	18.2	20.0	20.0	20.0
其他	0	0	0	32	32	32	存货周转天数	167.9	158.0	149.8	160.0	160.0	160.0
投资活动现金净流	-438	-353	-176	209	23	22	应付账款周转天数	60.8	39.7	31.3	35.0	30.0	30.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	70.6	79.9	90.2	109.5	114.8	106.2
债权募资	93	-1,875	494	-500	0	1	偿债能力						
其他	-618	-984	-848	-150	-290	-285	净负债/股东权益	33.49%	4.01%	6.08%	-13.03%	-20.52%	-24.88%
筹资活动现金净流	-525	-2,859	-354	-649	-290	-284	EBIT利息保障倍数	8.2	6.8	6.4	4.3	5.2	5.8
现金净流量	-35	-356	454	241	330	229	资产负债率	53.55%	41.03%	43.73%	32.08%	29.96%	29.67%

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	1	8
增持	6	6	6	6	19
中性	1	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.92

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-31	增持	15.98	N/A
2 2013-03-02	增持	12.10	N/A
3 2013-04-12	增持	10.51	12.00 ~ 12.00
4 2013-04-22	增持	10.42	N/A
5 2013-08-30	增持	9.31	N/A
6 2013-09-23	增持	10.20	12.00 ~ 13.00
7 2014-04-28	增持	8.93	N/A

来源：国金证券研究所

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



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方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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

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