

18年扭亏，19年业绩有望继续修复

——美邦服饰 (002269.SZ) 2018 年年报点评

公司简报

增持 (上调)

当前价: 3.27 元

分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebsecn.com

孙未末 (执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebsecn.com

市场数据

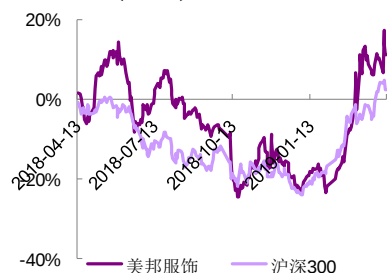
总股本(亿股): 25.13

总市值(亿元): 82.16

一年最低/最高(元): 2.13/3.53

近3月换手率: 28.93%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.11	6.83	8.45
绝对	3.82	35.71	9.72

资料来源: Wind

相关研报

18年以来业绩呈现改善,终端零售环境不佳或影响好转节奏——美邦服饰 (002269.SZ) 2018 年三季报点评
 2018-10-26
 业绩仍待改善,业务调整持续推进
 2017-10-28
 收入略改善、净利仍承压,调整效果待观察
 2017-05-06

◆18年各季度收入增长均回正,净利润扭亏

18年公司实现营业收入76.77亿元,同比增18.62%;归母净利润4036万元较17年的-3.05亿元扭亏,扣非净利1269万元,较17年的-3.21亿元扭亏。EPS0.02元。公司自17Q4以来收入持续正增长,且利润端持续为正、同比扭亏。

分季度看,各季度存在波动、但总体持续保持了同比回升态势。18Q1-Q4收入分别增30.12%、43.97%、4.05%、4.96%,下半年受零售环境疲弱影响收入增速放缓至个位数,归母净利润分别为5041、271、-1297、22万元。公司业绩表现符合我们在三季报点评中的预期,即收入端在前期业务调整显效背景下的见底回升为大方向,但随着18Q2以来终端消费环境疲软,复苏的幅度上受到一定干扰。

◆加盟渠道收入增长较高、表现突出

分渠道来看,加盟渠道收入表现突出、18年同比增长33%、占总收入比重提升至35%左右(17年为30%左右);直营渠道中,电商占总收入比例约为十几、同比增速在低双位数,线下直营门店销售收入估计增长10%左右、其中可比门店销售同比增长约7%贡献主要增长。

分品牌来看,主品牌美邦、ME&CITY、童装品牌Moomoo+米喜迪收入分别同比增13%、48%、24%,其中,主品牌仍占收入主导,估计主品牌美邦收入占比目前在80%左右,ME&CITY在低双位数,两个童装品牌占比个位数,另一个小品牌祺规模较小、估计收入体量在几千万。

分品类来看,主力品类男装、女装收入占比分别为55%、37%,收入分别同比增10.95%、31.58%。

渠道数量上来看,估计公司总体渠道数在3500~4000家,近几年数量有所收缩,但考虑到公司持续对渠道进行升级、开设新店,估计总面积有所增长。

◆毛利率、费用率、资产减值损失均下降,存货消化已过波峰

毛利率: 18年毛利率同比下降2.79PCT至44.66%,去库存持续进行影响毛利率,另外毛利率较低的加盟业务增速较高、占比提升也有影响。直营和加盟渠道的毛利率估计变化不大,分别在50%左右、40%左右。Q1-Q4单季毛利率分别同比下降5.73、1.57、0.21、4.23PCT。

费用率: 18年期间费用率同比下降4.78PCT至40.37%,降幅明显、且超过毛利率。销售/管理+研发/财务费用率分别为35.31%(同比-4.56PCT)、4.01%(-0.27PCT)、1.05%(+0.05PCT)。其中,销售费用总额18年较17年增加2亿元左右,主要分布于租金及物业管理费、员工工资福利等,但随着收入端好转、增速提升,销售费用率下降、显示费用管理效益得到一定释放。

其他财务指标: 1) 存货较18年初下降6.19%,存货周转率自18年初以来持续加快,存货周转天数208天、低于17年233天、但相比历史仍为高位,预计存货水平已过波峰、仍在消化。

2) 应收账款较18年初增10.26%至12.17亿元，主要为信用赊销金额增加。

3) 资产减值损失同比减少30.97%至3.13亿元，其中存货跌价损失2.30亿元、同比降37.66%，坏账损失4391万元、同比增189.22%。

从存货计提角度，2014~2017年存货账面余额和存货跌价准备双双增加，但计提比例（存货跌价准备/存货账面余额）在2016年攀升至高点20.39%后，2017~2018年持续下降、2018年为16.01%。结合2018年公司存货账面余额和跌价准备均出现同比减少，显示近年来公司去库存工作逐步体现效果，在总额和结构上均有所改善。

4) 经营活动净现金流转正至6.22亿元，其中销售商品获得现金同比增12.10%至82.42亿元（高于收入），采购商品支出现金同比降4.72%至44.26亿元，说明公司主动控制采购规模、库存管理上仍较为谨慎。

◆业务调整见底回升，直营、加盟先后好转

回顾公司近几年发展历史，2012年开始，公司跟随行业进入调整期、收入下滑，2013~2014年收入下滑幅度达到高双位数，2015年收入下滑幅度有所收窄，但费用刚性及所得税大增致公司净利润亏损4.32亿元，为近年来业绩低点，2016~2017年收入端低个位数正负波动、难言明显好转，且17年亏损3.05亿元、系费用刚性和大额计提所致。

2018年公司收入出现明显好转，收入同比增速自前几年的正负个位数波动提升到接近20%的水平，主要变化为主品牌调整显效、收入增速回升，其中加盟渠道明显改善是主要贡献因素。

主品牌在公司收入中占据主导，2012~2017年主品牌的持续调整致公司总体收入未见明显起色。主品牌分直营和加盟来看，直营渠道好转先于加盟，2015年直营渠道收入已经同比转正、增长7%，2016年增长10%继续改善，但由于加盟渠道调整效果还未体现、继续下滑，拖累总体收入增长。2018年，加盟端总体收入增33%（大部分为主品牌）呈现明显好转，促公司收入增速提升明显。

分析主品牌业务改善原因，近年来公司持续进行品牌、产品、渠道升级，其中2016年公司针对主品牌的品牌定位和产品进行重新梳理、升级和裂变，全面风格化及品质化，推出五大系列NEWear、HYSTYL、Nōvachic、MTEE和ASELF适应不同风格和需求，提升了产品适销度。渠道方面，公司对直营和加盟渠道先后实施终端形象升级、店铺管理标准化、精细化、促销管理精细化，调整优化渠道结构和布局、开设购物中心标杆店等，店铺数量减少背景下总营业面积则在提升，单店面积及效益等指标均有所改善。

小品牌方面，目前占比还较低，但保持了较高的增速、增长潜力较大。ME&CITY品牌2015~2017年连续保持了20%以上的增长，18年增速提升至48%；两个童装品牌Moomoo和米喜迪合计收入16、17、18年分别增41%、32%、24%。

◆调整效果释放中，期待业绩继续修复

我们认为：1) 18年以来公司业务前期调整开始显效，收入端增速回升、利润端实现扭亏，结合存货、计提等指标，预计去库存仍在继续、但波峰已过。2) 公司以直营带动加盟，加盟好转效果滞后于直营渠道，但从18年加

盟渠道增速较高可看出整体业务调整效果已经体现。未来公司将继续重点提升单店效益、以加盟为主要拓展渠道，控费效果将显现，结合计提继续改善，期待净利和净利率进一步修复。3) 公司作为曾经的本土服装龙头品牌仍具备较强的领先优势和影响力基础，根据欧睿数据，2018年公司主品牌在男装、女装子行业中的品牌份额分别为0.8%、0.4%，排名第14、15位，2018年在男装、女装中的份额均较2017年提升0.1PCT。

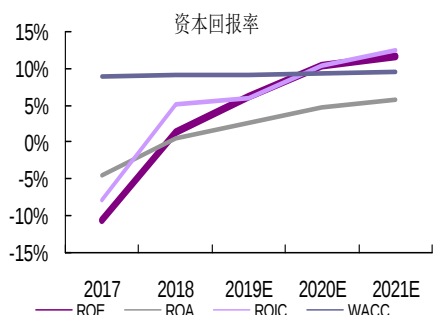
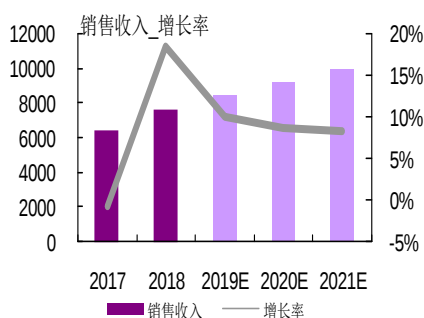
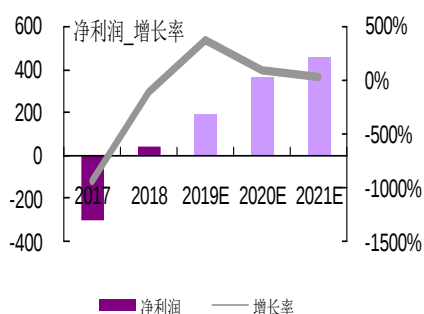
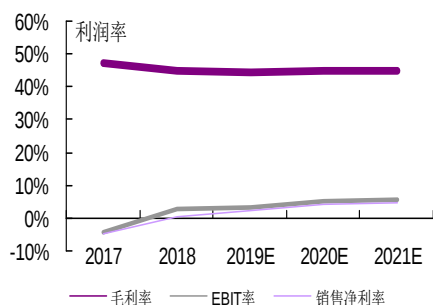
我们上调19~20年、新增21年EPS为0.08、0.14、0.18元，19年PE43倍，虽然目前PE估值较高，但考虑到公司业务角度调整已经见底回升，直营、加盟渠道先后好转，未来预计恢复良性增长，且利润端随着销售收入回升、业务结构优化和经营质量提升（如加盟业务占比提升等）以及控费、计提减少等措施的推进，有望逐步恢复到前期合理水平，低基数促净利增速较高，上调评级至“增持”。

◆风险提示：消费疲软、各渠道业务调整进展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,472	7,677	8,455	9,191	9,957
营业收入增长率	-0.72%	18.62%	10.12%	8.71%	8.33%
净利润（百万元）	-305	40	189	360	455
净利润增长率	-942.95%	-	368.35%	90.46%	26.26%
EPS（元）	-0.12	0.02	0.08	0.14	0.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	-10.74%	1.40%	6.16%	10.51%	11.71%
P/E	-27	204	43	23	18
P/B	2.9	2.9	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年4月12日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,472	7,677	8,455	9,191	9,957
营业成本	3,401	4,249	4,711	5,092	5,480
折旧和摊销	258	269	119	123	128
营业税费	44	43	59	64	70
销售费用	2,581	2,711	2,875	3,033	3,286
管理费用	277	152	338	368	398
财务费用	65	81	63	38	16
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	39	48	48	53	58
营业利润	-306	55	232	460	586
利润总额	-299	49	252	480	606
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-305	40	189	360	455

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	6,616	7,209	7,259	7,570	7,907
流动资产	4,078	4,436	4,603	4,857	5,133
货币资金	540	382	676	735	797
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	439	1,217	1,101	1,197	1,296
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	193	184	232	252	273
存货	2,565	2,349	2,251	2,307	2,378
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	509	558	577	598	621
固定资产	1,425	1,212	1,176	1,140	1,102
无形资产	68	61	58	55	52
总负债	3,778	4,331	4,192	4,143	4,026
无息负债	2,350	3,251	3,439	3,689	3,937
有息负债	1,428	1,080	754	454	89
股东权益	2,837	2,878	3,067	3,427	3,881
股本	2,513	2,513	2,513	2,513	2,513
公积金	666	685	704	740	785
未分配利润	-342	-320	-150	174	583
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-319	622	591	465	507
净利润	-305	40	189	360	455
折旧摊销	258	269	119	123	128
净营运资金增加	119	-288	-253	4	28
其他	-391	600	535	-22	-103
投资活动产生现金流	-80	-284	94	-68	-65
净资本支出	-263	-284	-100	-100	-100
长期投资变化	509	558	-19	-21	-23
其他资产变化	-327	-558	213	53	58
融资活动现金流	46	-352	-390	-338	-381
股本变化	-14	0	0	0	0
债务净变化	57	-348	-326	-300	-365
无息负债变化	676	901	187	250	248
净现金流	-353	-14	295	59	61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-0.72%	18.62%	10.12%	8.71%	8.33%
净利润增长率	-942.95%	-113.24%	368.35%	90.46%	26.26%
EBITDA 增长率	-59.50%	-1922.21%	-23.57%	55.10%	18.11%
EBIT 增长率	-5.46%	-173.97%	17.70%	79.94%	22.15%
估值指标					
PE	-27	204	43	23	18
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	-342	18	23	14	11
EV/EBIT	-32	41	33	18	14
EV/NOPLAT	-31	50	45	24	19
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	47.45%	44.66%	44.28%	44.60%	44.96%
EBITDA 率	-0.41%	6.25%	4.33%	6.18%	6.74%
EBIT 率	-4.39%	2.74%	2.93%	4.84%	5.46%
税前净利润率	-4.62%	0.64%	2.98%	5.22%	6.09%
税后净利润率 (归属母公司)	-4.71%	0.53%	2.24%	3.92%	4.57%
ROA	-4.61%	0.56%	2.60%	4.76%	5.75%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-10.74%	1.40%	6.16%	10.51%	11.71%
经营性 ROIC	-8.00%	5.18%	5.92%	10.53%	12.60%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.02	1.10	1.17	1.27
速动比率	0.40	0.48	0.56	0.62	0.68
归属母公司权益/有息债务	1.99	2.66	4.07	7.55	43.84
有形资产/有息债务	4.38	6.33	9.15	15.89	85.25
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.12	0.02	0.08	0.14	0.18
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.13	0.25	0.24	0.19	0.20
每股自由现金流(FCFF)	-0.09	0.16	0.27	0.22	0.23
每股净资产	1.13	1.15	1.22	1.36	1.54
每股销售收入	2.58	3.06	3.37	3.66	3.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼