

审慎推荐-A (维持)

森马服饰 002563.SZ

当前股价: 9.49 元
2017 年 04 月 26 日

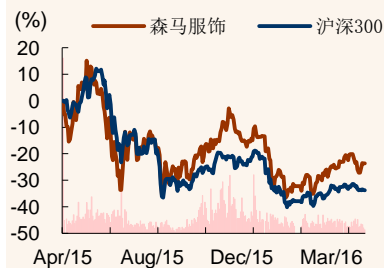
模式调整背景下增速放缓 关注改革推进效果

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	269454
已上市流通股(万股)	183855
总市值(亿元)	256
流通市值(亿元)	174
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	14.3
资产负债率	22.8%
主要股东	邱光
主要股东持股比例	17.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-10	-7
相对表现	2	-12	-16



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《森马服饰(002563)——模式转换导致16年增长低于预期 17年改革持续推进中》2017-03-28
- 2、《森马服饰(002563)——快反能力提升加强周转效率 渠道升级加快集中化过程》2017-02-22
- 3、《森马服饰(002563)——业绩如期稳步增长 可关注后续估值切换行情》2016-10-28

孙妤

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
S1090516090006

现货模式转换背景下,部分收入确认延后,叠加增设直营购物中心店、部分费用相对刚性带来的费用率上升, Q1 收入/净利润增速均放缓至个位数。考虑到今年将继续加大现货比例, 预计报表库存、应收账款及收入等指标今年仍会因模式变化受到一定影响, 同时, 因今年计划增设 100 家直营购物中心店, 费用投入的增加预计会影响短期利润表现。公司目前市值 256 亿, 对应 17 年 PE 17X, 短期估值相对合理, 考虑到今年是公司模式持续切换的改革年, 部分指标的增长质量仍会阶段性受损, 维持“审慎推荐-A”; 但中长期而言, 供应链整合及渠道升级符合大众品牌集中化发展趋势, 有利于公司后期可持续发展。

- 现货模式转换背景下, Q1 收入和净利润增速放缓至个位数。17Q1 公司实现收入 20.67 亿元, 同比增长 7.47%, 营业利润和归母净利润分别为 3.29 和 2.52 亿元, 同比分别增长-0.46%/3.16%, 基本每股收益 0.09 元。
- 休闲装变革中维稳发展, 童装及电商业务拉动收入增长。一季度预计童装终端销售保持双位数增长, 线上增速仍然较快, 线下休闲装持平左右。休闲装方面, 17 年公司的核心工作在于供应链长单转短单的改革, 提升现货比率, 逐渐向 50%现货+50%期货的模式转换(基础款主要采用期货的模式, 时尚款采用现货的模式)。渠道方面, 公司和代理商的关系将逐渐向类直营方式转变, 同时线下消费正在标准化, 未来或将形成购物中心为主的业态, 目前森马品牌中心渠道有 200 家左右, 17 年计划增设 60 个千平以上的标准购物中心店。因此, 铺货模式的调整及渠道购物中心化的打造均会对报表造成阶段性影响, 但新模式的推行更利于终端零售能力的提升。童装方面, 受益于产业大背景, 公司龙头地位继续巩固。在童装市场消费从低端向中高端升级的产业大背景下, 以巴拉为代表的中等价位品牌获益匪浅。同时, 随着二胎政策不断深化, 公司童装品牌也将从儿童基数的不断增加中受益。此外, 从全球经验来看, 儿童消费品集中度均不断提高, 巴拉目前市占率 5%, 未来计划通过购物中心集中化趋势加强巴拉市场份额的提升, 希望利用 5 年左右的时间提升到 10%。巴拉巴拉与国内市占率第二名的品牌差距较大, 目前尚无真正意义上的竞争对手, 易于与国内大型连锁购物中心形成长期稳定的战略合作关系, 目前公司拥有购物中心店 700 家左右, 预计 17 年达到 1000 家。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9454	10667	11869	13275	14989
同比增长	16%	13%	11%	12%	13%
营业利润(百万元)	1796	1866	2002	2198	2476
同比增长	22%	4%	7%	10%	13%
净利润(百万元)	1349	1427	1528	1674	1882
同比增长	24%	6%	7%	10%	12%
每股收益(元)	0.50	0.53	0.57	0.62	0.70
PE	19.0	17.9	16.7	15.3	13.6
PB	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

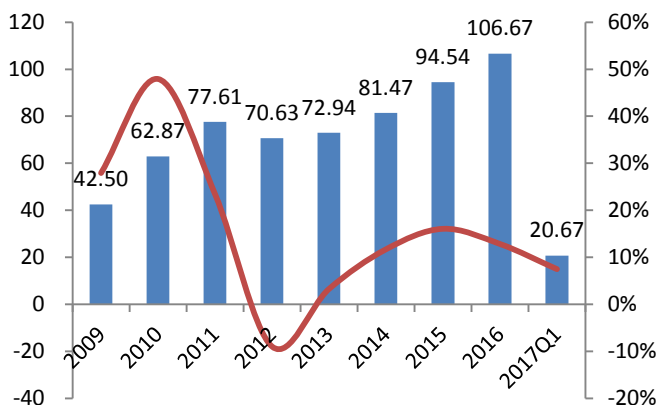
□ **增设直营购物中心店及部分费用相对刚性致费用率提升，营业利润同比基本持平，营业外收入拉动净利润个位数增长。**Q1 综合毛利率 42.09%，同比上升 5.22PCT；费用率方面，Q1 公司期间费用率 24.16%，同比上升 7.16PCT。其中，销售费率上升 4.12PT 至 18.21%，主要由业务增长，员工薪酬、租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加所致；管理费上升 2.29PCT 至 6.58%，主要由公司加大研发投入，吸引人才使研发费、员工薪酬等增加所致；财务费率上升 0.76PCT 至 -0.63%，主要由银行定期存款到期较少所致。费用率增幅高于毛利率，营业利润基本持平，营业外收入拉动净利润个位数增长。一季末库存 22.81 亿元，较期初增长 0.78 亿元；应收账款为 13.37 亿元，较期初减少 6.07 亿元，主要由收回期初贷款所致。经营性净现金流-0.42 亿元，同比减少 129.22%。

□ **盈利预测与投资建议：**公司经历了从 2013 年起至今循序渐进的供应链改革、产品质量和研发改革、到最终的渠道和明星广告推广等一系列改革过程，实现了巴拉巴拉品牌的持续稳健增长和森马品牌的逐渐复苏。现阶段公司正在持续深化供应链改革，优化供应商结构，提升现货比例，加速商品周转，同时着力于拓展电商和购物中心店等新兴渠道，不断提升公司竞争力。

由于今年将继续加大现货比例，预计报表库存、应收账款及收入等指标今年仍会因模式变化受到一定影响，同时，因今年计划增设 100 家直营购物中心店，费用投入的增加预计影响短期利润表现。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.57、0.62、0.70 元，公司目前市值 256 亿，对应 17 年 PE 17X，短期估值相对合理，考虑到今年仍是公司模式持续切换的改革年，部分指标的增长质量仍会阶段性受损，维持“审慎推荐-A”的投资评级；中长期而言，现货比例的提升有助于公司掌握终端需求的变化，提升适销能力，有效控制库存，供应链整合及渠道升级符合大众品牌集中化发展趋势。

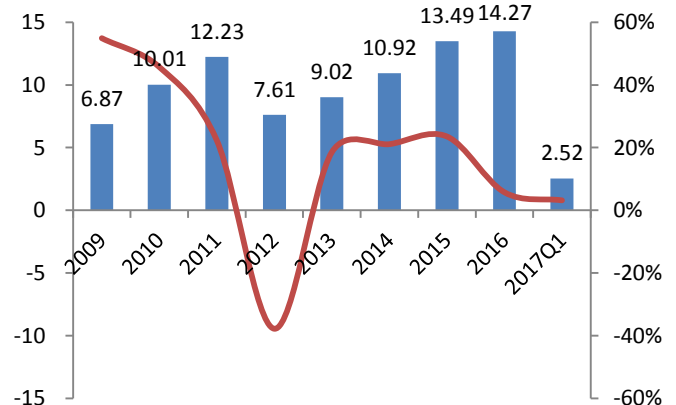
□ **风险提示：**终端消费持续疲软；费用率持续提升；模式转型不达预期。

图 1：公司营业收入及增速（亿）



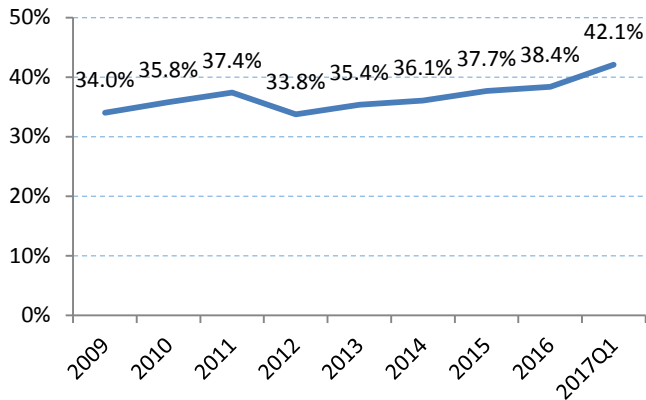
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司净利润及增速（亿）



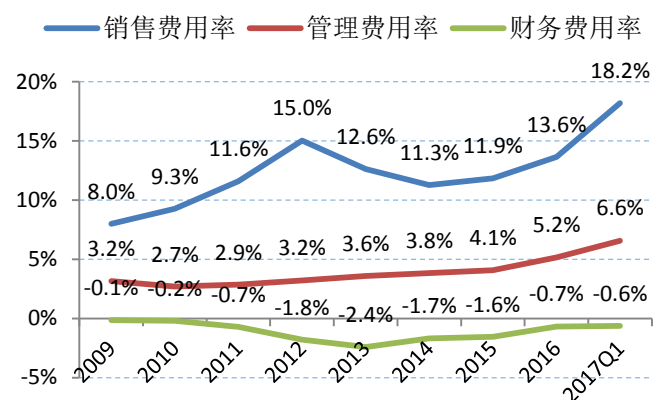
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司 17Q1 业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	1923	3543	2067	7%	-42%
营业毛利	709	1357	870	23%	-36%
销售费用	271	477	376	39%	-21%
管理费用	82	227	136	65%	-40%
财务费用	(27)	(9)	(13)	-51%	49%
营业利润	331	524	329	0%	-37%
归属母公司净利润	244	425	252	3%	-41%
EPS (元)	0.09	0.16	0.09		

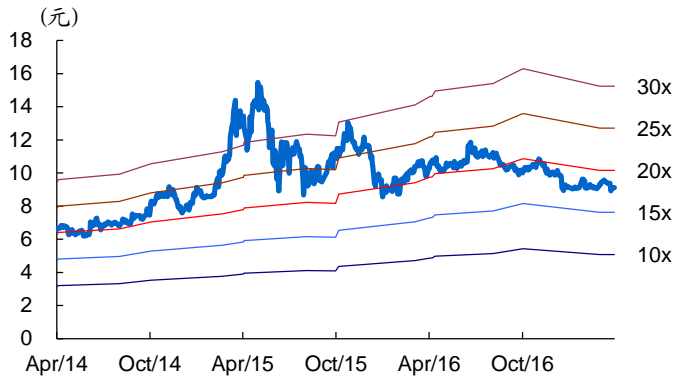
数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司单季度财务数据对比

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	1656	1714	2800	3285	1923	1956	3245	3543	2067
营业毛利	589	667	1029	1275	709	774	1253	1357	870
销售费用	231	256	286	348	271	321	387	477	376
管理费用	68	91	84	144	82	97	146	227	136
财务费用	(49)	(46)	(29)	(23)	(27)	(20)	(17)	(9)	(13)
营业利润	279	285	521	712	331	327	684	524	329
归属母公司净利润	196	226	406	520	244	268	489	425	252
EPS (元)	0.29	0.17	0.15	0.19	0.09	0.10	0.18	0.16	0.09
主要比率									
毛利率	36%	39%	37%	39%	37%	40%	39%	38%	42%
销售费用率	14%	15%	10%	11%	14%	16%	12%	13%	18%
管理费用率	4%	5%	3%	4%	4%	5%	4%	6%	7%
财务费用率	-3%	-3%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	-1%
营业利润率	17%	17%	19%	22%	17%	17%	21%	15%	16%
有效税率	28%	20%	24%	29%	26%	19%	30%	23%	24%
净利率	12%	13%	15%	16%	13%	14%	15%	12%	12%
YoY									
收入	14%	16%	15%	18%	16%	14%	16%	8%	7%
归属母公司净利润	22%	24%	24%	24%	25%	18%	20%	-18%	3%

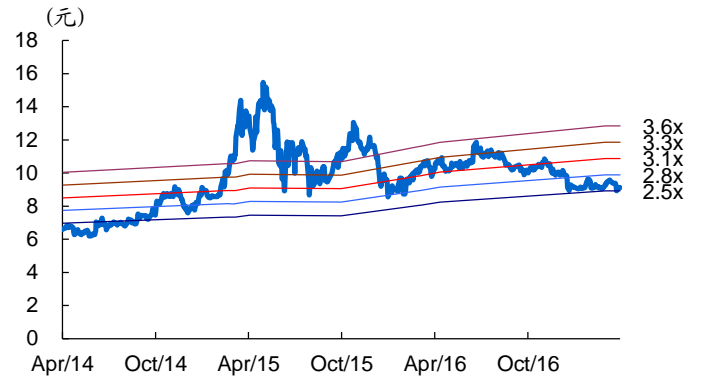
数据来源: 公司公告、招商证券

图 5: 森马服饰历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 森马服饰历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《森马服饰-市场不振与公司调整影响业绩 但业绩降幅逐季收窄》2013/2/26
- 2、《森马服饰-改革措施持续推进 公司运营健康度有所恢复》2013/4/26
- 3、《森马服饰-收购增厚短期业绩 长期协同效果有待观察》2013/6/19
- 4、《森马服饰-改革措施显成效 公司逐步走出低谷》2013/8/20
- 5、《森马服饰-改善效果持续 业绩弱市下逐步恢复》2013/10/30
- 6、《森马服饰-暖冬天气略影响 Q4 收入表现 但盈利改善趋势符合预期》2014/2/28
- 7、《森马服饰-13 年业绩有所改善 14 年童装多品牌发展是亮点》2014/3/17
- 8、《森马服饰-弱市下收入表现平平, 但营业外收益及费用严控推升利润》2014/4/29
- 9、《森马服饰-童装发展潜力大 收购早教业务开启产业链延伸之路》2014/7/21
- 10、《森马服饰-Q2 高基数背景下 童装业务拉动中期业绩表现》2014/8/27
- 11、《森马服饰-三季报符合预期 儿童产业链延伸收购预期仍具催化作用》2014/10/30
- 12、《森马服饰-基本面有支撑 儿童产业链延伸预期仍将催化明年股价》2014/12/24
- 13、《森马服饰-基本面领先 后续对外投资收购预期提高股价弹性》2015/3/17
- 14、《森马服饰-在基本面支撑下 对外投资预期可增强股价弹性》2015/3/23
- 15、《森马服饰-布局互联网领域 后续热门领域并购仍将继续提升估值》2015/4/21
- 16、《森马服饰-Q1 业绩表现领先, 后续投资并购预期仍将加大估值弹性》2015/4/28
- 17、《森马服饰-股权激励目标彰显信心 基本面支撑持续性强》2015/7/14
- 18、《森马服饰-中报表现稳健 未来基本面支撑持续强》2015/8/30
- 19、《森马服饰-业绩领先 二胎概念及后续潜在投资预期加大股价弹性》2015/11/02
- 20、《森马服饰-业绩如期稳健增长 白马价值突显》2016/2/28
- 21、《森马服饰-业绩增长稳定性强 具备估值优势的稳健品种》2016/3/29
- 22、《森马服饰-开局表现靓丽 白马价值突显》2016/4/29
- 23、《森马服饰-运营基础扎实 中报业绩如期稳定增长》2016/8/29
- 24、《森马服饰-业绩如期稳步增长 可关注后续估值切换行情》2016/10/28
- 25、《森马服饰-快反能力提升加强周转效率 渠道升级加快集中化过程》2017/2/2
- 26、《森马服饰-模式转换导致 16 年增长低于预期 17 年改革持续推进中》2017/3/28

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8196	8976	10207	11646	13308
现金	2544	2441	2995	3593	4231
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1531	1944	2141	2395	2704
其它应收款	50	96	107	119	135
存货	1596	2203	2416	2689	3023
其他	2476	2291	2548	2849	3216
非流动资产	3458	3972	3679	3414	3175
长期股权投资	80	12	12	12	12
固定资产	1435	1186	952	739	545
无形资产	196	468	421	379	341
其他	1747	2306	2294	2284	2276
资产总计	11655	12948	13887	15061	16483
流动负债	1798	2307	2417	2619	2865
短期借款	0	30	0	0	0
应付账款	826	1216	1339	1490	1675
预收账款	75	84	92	102	115
其他	898	977	987	1026	1075
长期负债	596	642	642	642	642
长期借款	0	0	0	0	0
其他	596	642	642	642	642
负债合计	2394	2949	3059	3261	3506
股本	2695	2694	2694	2694	2694
资本公积金	2495	2499	2499	2499	2499
留存收益	4046	4800	5655	6656	7865
少数股东权益	25	6	(20)	(49)	(81)
归属于母公司所有者权益	9235	9993	10848	11849	13057
负债及权益合计	11655	12948	13887	15061	16483

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	872	857	1044	1029	1064
净利润	1349	1427	1528	1674	1882
折旧摊销	151	187	167	139	113
财务费用	0	0	(20)	(26)	(31)
投资收益	(64)	(87)	(87)	(87)	(87)
营运资金变动	(516)	(593)	(517)	(643)	(783)
其它	(48)	(77)	(26)	(28)	(30)
投资活动现金流	(2057)	(338)	216	216	216
资本支出	(509)	(492)	129	129	129
其他投资	(1548)	155	87	87	87
筹资活动现金流	(555)	(640)	(706)	(647)	(642)
借款变动	(885)	(97)	(53)	0	0
普通股增加	2025	(1)	0	0	0
资本公积增加	(1971)	4	0	0	0
股利分配	(168)	(674)	(673)	(673)	(673)
其他	444	128	20	26	31
现金净增加额	(1741)	(120)	554	598	637

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9454	10667	11869	13275	14989
营业成本	5894	6575	7237	8056	9054
营业税金及附加	65	88	98	110	124
营业费用	1120	1455	1697	1965	2278
管理费用	387	552	641	730	824
财务费用	(147)	(73)	(20)	(26)	(31)
资产减值损失	405	290	300	330	350
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	64	87	87	87	87
营业利润	1796	1866	2002	2198	2476
营业外收入	25	22	22	22	22
营业外支出	12	13	13	13	13
利润总额	1809	1876	2011	2207	2485
所得税	466	473	509	561	635
净利润	1343	1402	1502	1646	1850
少数股东损益	(7)	(24)	(26)	(28)	(32)
归属于母公司净利润	1349	1427	1528	1674	1882
EPS (元)	0.50	0.53	0.57	0.62	0.70

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	16%	13%	11%	12%	13%
营业利润	22%	4%	7%	10%	13%
净利润	24%	6%	7%	10%	12%
获利能力					
毛利率	37.7%	38.4%	39.0%	39.3%	39.6%
净利率	14.3%	13.4%	12.9%	12.6%	12.6%
ROE	14.6%	14.3%	14.1%	14.1%	14.4%
ROIC	13.0%	13.1%	13.5%	13.5%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	20.5%	22.8%	22.0%	21.7%	21.3%
净负债比率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	3.9	4.2	4.4	4.6
速动比率	3.7	2.9	3.2	3.4	3.6
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	4.5	3.5	3.1	3.2	3.2
应收帐款周转率	7.3	6.1	5.8	5.9	5.9
应付帐款周转率	7.2	6.4	5.7	5.7	5.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.50	0.53	0.57	0.62	0.70
每股经营现金	0.32	0.32	0.39	0.38	0.39
每股净资产	3.43	3.71	4.03	4.40	4.85
每股股利	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
估值比率					
PE	19.0	17.9	16.7	15.3	13.6
PB	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	4.8	4.4	3.9	3.6	3.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。