



森马服饰 (002563): 童装强者恒强, 休闲装短期承压, 公司运营提升

2019年10月31日

强烈推荐/维持

森马服饰 公司报告

报告摘要:

事件: 公司发布三季报, 2019 前三季度公司实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 132.61 亿元、13.07 亿元、12.50 亿元, 同比增长 35.82%、2.79%、3.53%; 2019Q3 公司实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 50.42 亿元、5.85 亿元、5.81 亿元, 同比增长 19.14%、-3.18%、-1.20%。

童装龙头强者恒强, 休闲装受发货模式变化影响增速承压。分业务板块看, 公司原童装业务 (主要是巴拉品牌) 体现出绝对的领先优势, 前三季度收入实现 20% 以上增速, 前两个季度增速接近 30%, 三季度增速 10+%。公司休闲装业务今年以来面临的行业环境较为严峻, 前三季度取得个位数增长。公司在休闲装业务最先推行柔性发货制, 发货频次由原来的一年四次, 变为现在每年 12 次甚至每个季度 4 次。冬装业务发货频次增多使得收入确认变得分散和滞后, 一定程度上影响了报表收入增速。我们认为从长期看, 这种发货制度对公司的品牌建设和渠道运营效率都有极大的助益。

公司在渠道和供应链方面的提升显著, 报表体现出的运营质量改善。公司充分利用加盟、直营、电商三个渠道的分工和协同, 在品牌营销和库存管理方面均取得良好效果: 1) 截止三季度末公司的存货 52.9 亿, 原业务存货同比仅增 8%, 存货中新货占比一半, 存货结构得到优化。2) 公司在直营渠道开设多个旗舰店, 提升了品牌力, 在新兴渠道方认可度得到提升。公司供应链方面, 公司采取更为柔性的订货和发货制度, 有利于公司长远的健康运营。

我们认为公司的看点主要在童装业务的优势, 以及公司本身体现出的运营能力提升。公司的巴拉品牌市占率在过去几年持续提升, 2018 年市占率为 5.6%, 类比海外童装龙头, 市占率仍有较大提升空间。公司休闲装目前面临压力, 部分原因是公司牺牲增长速度而追求发展质量, 公司目前阶段更重视在渠道运营和供应链管理方面积累优势, 这将助力公司穿越行业周期。

投资建议: 考虑并购标的 KIDILIZ 的亏损情况, 我们对业绩预测略作下调。预计公司 2019-2021 年实现营业收入 214.13、244.50、279.93 亿元; 归母净利润分别为 18.72、22.67、26.96 亿元, 对应 EPS 分别为 0.70 元、0.84 元、1.00 元, PE 分别为 16.23X、13.43X、11.30X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、终端消费意愿持续低迷; 2、新店开拓不及预期。

财务指标预测

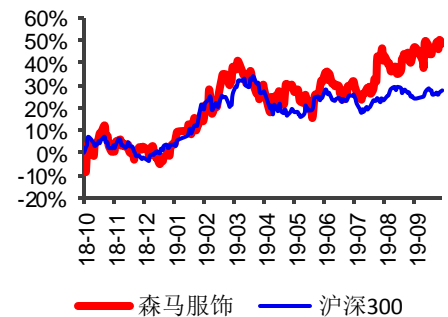
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,026.30	15,719.13	21,412.60	24,450.42	27,992.59
增长率 (%)	12.74%	30.71%	36.22%	14.19%	14.49%
净利润 (百万元)	1,130.47	1,681.55	1,872.06	2,266.96	2,695.88
增长率 (%)	-19.38%	48.75%	11.33%	21.09%	18.92%
净资产收益率 (%)	11.27%	15.20%	15.25%	16.60%	17.65%
每股收益 (元)	0.42	0.63	0.70	0.84	1.00
PE	26.83	18.03	16.23	13.43	11.30

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	23.50-50.99
总市值 (亿元)	337.05
流通市值 (亿元)	230.89
总股本/流通 A 股 (万股)	269,854/ 184,851
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.42

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

研究助理: 汪玲

010-66554061

wangling_yjs@dxzq.net.cn

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	8948	11241	16339	18507	21297	营业收入	12026	15719	21413	24450	27993
货币资金	1287	2435	4731	5594	6863	营业成本	7756	9466	12829	14622	16709
应收账款	1422	1953	2660	3037	3477	营业税金及附加	83	111	259	295	338
其他应收款	81	221	300	343	393	营业费用	1763	2570	4711	5257	5878
预付款项	134	203	296	296	296	管理费用	639	522	964	1100	1260
存货	2384	4417	6338	7224	8255	财务费用	-79	-76	-23	-100	-100
其他流动资产	3640	2013	2013	2013	2013	资产减值损失	466.00	867.36	475.00	541.37	618.64
非流动资产合计	4695	5327	4708	4438	4177	公允价值变动收	0.00	9.39	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	4	9	9	9	投资净收益	79.15	127.06	-50.00	-50.00	-30.00
固定资产	1115.21	1985.68	1806.97	1628.26	1449.55	营业利润	1511	2080	2148	2685	3259
无形资产	447	787	708	637	573	营业外收入	11.49	200.51	380.51	380.51	380.51
其他非流动资产	122	120	120	120	120	营业外支出	8.99	12.48	13.00	13.00	13.00
资产总计	13643	16568	21047	22945	25474	利润总额	1514	2268	2516	3052	3627
流动负债合计	2878	4410	5553	6068	6800	所得税	383	587	644	785	931
短期借款	21	175	0	0	0	净利润	1130	1682	1872	2267	2696
应付账款	1898	2626	3510	4001	4572	少数股东损益	-7	-12	-9	-7	-7
预收款项	123	166	223	247	275	归属母公司净利	1138	1694	1881	2274	2703
一年内到期的	21	2	2	2	2	EBITDA	1994	2932	2383	2834	3401
非流动负债合计	647	965	3119	3150	3338	EPS (元)	0.42	0.63	0.70	0.84	1.00
长期借款	0	157	157	157	157	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	2200	2231	2419						
负债合计	3526	5375	8672	9218	10139	成长能力					
少数股东权益	16	47	38	31	24	营业收入增长	12.74%	30.71%	36.22%	14.19%	14.49%
实收资本(或	2689	2700	2700	2700	2700	营业利润增长	-19.03%	37.65%	3.28%	24.96%	21.39%
资本公积	2500	2559	2559	2559	2559	归属于母公司净	11.07%	20.89%	11.07%	20.89%	18.86%
未分配利润	3917	4769	4576	4343	4065	获利能力					
归属母公司股	10101	11146	12337	13696	15311	毛利率(%)	35.51%	39.78%	40.09%	40.20%	40.31%
负债和所有者	13643	16568	21047	22945	25474	净利率(%)	9.40%	10.70%	8.74%	9.27%	9.63%
现金流量	单位: 百万元					总资产净利润	12.19%	8.34%	10.22%	8.94%	9.91%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.27%	15.20%	15.25%	16.60%	17.65%
经营活动现金	2191	955	1124	2238	2717	偿债能力					
净利润	1130	1682	1872	2267	2696	资产负债率(%)	26%	32%	41%	40%	40%
折旧摊销	561.94	927.50	0.00	178.71	178.71	流动比率					
财务费用	-79	-76	-23	-100	-100	速动比率					
应收账款减少	0	0	-707	-377	-440	营运能力					
预收帐款增加	0	0	58	24	28	总资产周转率	0.90	1.04	1.14	1.11	1.16
投资活动现金	-1859	791	-187	-591	-649	应收账款周转率	7	9	9	9	9
公允价值变动	0	9	0	0	0	应付账款周转率	7.72	6.95	6.98	6.51	6.53
长期股权投资	0	0	338	0	0	每股指标(元)					
投资收益	79	127	-50	-50	-30	每股收益(最新	0.42	0.63	0.70	0.84	1.00
筹资活动现金	-1043	-785	1359	-784	-800	每股净现金流	-0.26	0.36	0.85	0.32	0.47
应付债券增加	0	0	2200	31	188	每股净资产(最	3.76	4.13	4.57	5.07	5.67
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-4	10	0	0	0	P/E	26.83	18.03	16.23	13.43	11.30
资本公积增加	-44	59	0	0	0	P/B	3.01	2.74	2.48	2.23	1.99
现金净增加额	-712	961	2297	863	1269	EV/EBITDA	14.63	9.70	11.82	9.64	7.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《2019年一季报点评, 行业承压下四季度业绩超预期, 童装多品牌发展潜力可期》	2019-08-28
公司	《2019年一季报点评, 内生外延共同推动收入持续高增长, 供应链升级有望提升盈利能力》	2019-04-30
公司	《业绩快报点评, 行业承压下四季度业绩超预期, 童装多品牌发展潜力可期》	2019-03-04

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后任职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位, 北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名, 万得wind食品饮料最佳分析师第三名, 同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理: 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 曾就任于买方机构, 覆盖大消费行业研究, 2019年1月加入东兴证券研究所, 从事纺织服装行业研究。

研究助理: 汪玲

中国人民大学金融硕士, 2019年7月加入东兴证券研究所, 从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。