

森马服饰 (002563)

证券研究报告

2019年11月01日

发货频次提升短期影响休闲业务增长，但报表质量边际改善

事件：公司公布 19 年前三季度业绩，公司实现营收 132.61 亿元 (+35.82%)，实现归母净利润 13.07 亿元 (+2.79%)，实现扣非净利润 12.50 亿元 (+3.53%)，业绩稳健增长，略低于我们预期。19Q3 单季度实现营收 50.42 亿元 (+19.14%)，实现归母净利润 5.85 亿元 (-3.18%)，实现扣非净利润 5.81 亿元 (-1.20%)。其中童装及电商渠道增速保持较快增长。

19 年前三季度拆分：我们预计 19 年前三季度 KIDILIZ 实现收入 21 亿元左右；剔除 KIDILIZ 并表后，19 年前三季度公司本部业务预计实现营收 110 亿元左右 (+13%)。其中，森马休闲业务预计低个位数增长；童装业务（不含 K）预计实现 20% 左右的增长；电商业务增长 30% 左右。

19Q3 单季度拆分：KIDILIZ 预计贡献收入增速的 15% 左右，收入规模在 6 亿--6.5 亿元左右，预计亏损 5000-6000 万元；剔除 KIDILIZ 并表后，19Q3 单季度公司本部预计实现营收 44 亿元左右 (+4%)。其中，森马休闲业务预计低个位数下滑，线下业务预计下滑 10% 左右，线上预计实现 15%-20% 左右的增长；童装业务（不含 K）19Q3 单季度预计实现 12-13% 左右的增长。

森马休闲业务由于发货频次问题短期受到影响，但利于长期发展。

1) 发货频次调整，短期受到影响：19 年前三季度森马休闲业务增速预计略增，我们认为主要系公司发货频次提高使得发货时间窗口有所不同，从而使得确认收入时点不同所致。我们认为这一因素是短期影响，从长期来看，发货频次的调整使得产品与市场更加贴合，前端生产控制更加灵活，公司的下单更为科学，有利于提升公司的运营效率。

2) 品牌刷新后费用端有所提升，但利于品牌长久发展：公司休闲业务近年开始修炼内功，刷新品牌定位，希望创造森马休闲业务的二次成长。森马在人群和品类上进行拓宽，从以往的“以低价拥有流行服饰”为品牌价值；以 16-24 岁个性化着装需求为中心的青年休闲潮流服装品牌的定位，转变为以“质在日常”为品牌的价值主张，以 18-35 岁大众品质化提升的生活向往为中心的大众日常生活方式品牌。由此，森马在产品、研发、设计创新等都进行了更多的投入，短期来看，费用端预计会有所提升，但有利于森马品牌未来的良好发展。

3) 打造种子店铺，加大品牌营销，提升品牌形象。公司通过种子店铺建立理想店铺模型，强化店铺生活场景感，提升门店形象；同时公司与知名 IP 进行联名，提升推进品牌宣传，如森马与梅花牌推出系列联名款产品；携手方正字库参加中华精品字库工程成果展。另外公司在品牌营销层面持续推进，参加了米兰时装周同步发布双城记系列产品等。

童装业务持续快速增长，龙头优势地位进一步巩固

1) 公司 19 年前三季度童装（不包含 KIDILIZ）业务保持快速增长，预计在 20% 左右，与同行业其他可比上市公司相比增速较高，龙头优势地位进一步巩固。

2) 公司童装品牌进一步优化，通过差异化发展各品牌，满足市场不同需求，报告期内公司童装业务持续进行品牌推广和宣传。巴拉巴拉、马卡乐、The Children's Place 参加中国孕婴童展；巴拉巴拉品牌亮相中国国际儿童时装周，进一步提升品牌形象和知名度。

KIDILIZ 集团主打高端细分市场，目前仍在培育期。

1) 在高端细分市场，公司打造以 KIDILIZ 集团旗下 CATIMINI 品牌和 ABSORBA 品牌为主的全渠道零售业务组合。由于品牌仍在培育期，目前有所亏损，19Q3 预计亏损 5000 万元，预计全年亏损在 2 亿元以上，未来有望改善。

2) 森马与 KIDILIZ 在研发、供应链等方面进行合作协同；研发方面，森马集团在

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,698.54
流通 A 股股本(百万股)	1,848.51
A 股总市值(百万元)	30,034.71
流通 A 股市值(百万元)	20,573.92
每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	29.93
一年内最高/最低(元)	12.89/8.00

作者

吕明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001	
lvming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《森马服饰-半年报点评:巴拉巴拉童装保持快速增长，森马进行品牌定位刷新》 2019-08-28
- 《森马服饰-季报点评:剔除 KIDILIZ 并表后 19Q1 业绩超市场预期，期待 KIDILIZ 业绩改善》 2019-05-05
- 《森马服饰-年报点评报告:休闲强劲复苏，童装延续高增长，看好业绩持续向上趋势》 2019-04-28

法国设立研发中心，将欧洲的时尚、技术传递到国内；供应链方面，双发可以进行协同合作，法国拥有国际化采购中心，产品大部分在东南亚生产，拥有东南亚供应链的资源优势，森马在全球化采购的过程中也将会受益；另外巴拉巴拉国内的供应链资源也可与 KIDILIZ 进行共享，利于未来的长期发展。

毛利率有所提升，净利率略有下降。

毛利率：19 前三季度公司实现毛利率 44.37% (+5.60pct)。其中 Q3 单季度毛利率为 43.62% (+4.3pct)。公司毛利率提升明显，我们认为主要原因系毛利率较高的 KIDILIZ 集团并表所致。

费用率：19 前三季度公司费用率明显上升，其中销售/管理+研发/财务费用率分别为 22.62% (+7.82pct)、5.95% (+1.86pct)、-0.60% (+0.20pct)。公司销售费用率有所上升主要系销售人员薪酬、租赁费、广告费等伴随业务增长而增加、以及合并 KIDILIZ 集团所致。管理费用率上升原因系引进优秀人才薪酬增加、加大研发投入及合并 KIDILIZ 集团所致。分季度来看，19Q3 公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 20.53% (+8.78pct)、4.67% (+0.82pct)、-0.29% (+0.14pct)。

资产减值损失：19 年前三季度公司资产减值损失为 3.97 亿元 (+32.53%)，我们认为主要系存货规模增长后，存货计提增加所致；同时法国 KIDILIZ 并表也对该项目产生一定影响。

净利率：由于毛利率上升幅度不抵费用率上升幅度，公司净利率有所下降。19 年前三季度实现归母净利率 9.86% (-3.17pct)。其中 19Q3 归母净利率为 11.61% (-2.68pct)。

19Q3 公司存货及经营性现金流净额改善明显，经营质量明显提升

存货：19 年前三季度公司存货规模 52.90 亿元 (+27.03%)，相比年初增加 19.76%，主要系公司三季度备货及合并 KIDILIZ 集团所致。我们预计 KIDILIZ 集团存货规模在 8-9 亿元，剔除并表因素影响，预计森马本部存货规模在 45 亿元左右，同比增长 8%，增速低于营收增速。其中从 19Q3 单季度存货增加的规模来看，19Q3 相比 18Q3 同比减少 28%，存货改善明显。

应收账款：19 年前三季度公司应收账款规模为 22.81 亿元(+44.36%)，有明显增长，相比 19 年初增长了 16.80%。我们认为主要系合并了 KIDILIZ 集团所致，预计占应收账款规模的 20%左右。若剔除 K 集团的应收账款规模，公司本部的应收账款规模同比增长 15.5%。

经营性现金流净额：19 年前三季度公司经营性现金流净额为-2.88 亿元，相比 19H1 有所改善；其中 19Q3 单季度为 1.30 亿元 (+246.23%)，公司现金流改善明显，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加 29%，同时由于银行利息收入增加及 KIDILIZ 并表使得公司收到其他经营活动的现金增加 49%。

维持“买入”评级，略下调盈利预测。

考虑到公司 19Q3 低于预期及 KIDILIZ 并表带来的亏损影响，我们略下调盈利预测。预计 2019-2021 年公司归母净利润为 18.64、21.16、24.35 亿元，同比增长 10.04%、13.54%、15.09%；预计 19-21 年 EPS 为 0.69/0.78/0.90 元（原值为 0.71/0.82/0.96 元），对应 PE 为 16.12/14.19/12.33 倍。

风险提示：KIDILIZ 亏损拖累公司业务，存货及资产减值大幅增加，消费疲软等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,026.30	15,719.13	20,297.93	22,924.90	25,658.78
增长率(%)	12.74	30.71	29.13	12.94	11.93
EBITDA(百万元)	1,533.87	2,499.18	2,505.08	2,946.99	3,442.77
净利润(百万元)	1,137.93	1,693.63	1,863.62	2,116.02	2,435.27
增长率(%)	(20.23)	48.83	10.04	13.54	15.09
EPS(元/股)	0.42	0.63	0.69	0.78	0.90
市盈率(P/E)	26.39	17.73	16.12	14.19	12.33
市净率(P/B)	2.97	2.69	2.52	2.35	2.18
市销率(P/S)	2.50	1.91	1.48	1.31	1.17
EV/EBITDA	11.52	7.90	10.42	8.76	7.42

资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：森马与梅花联名款系列产品



资料来源：中国商域网，天风证券研究所

图 2：森马与梅花联名款系列产品



资料来源：中国商域网，天风证券研究所

图 3：森马米兰时装周产品



资料来源：赢商网，天风证券研究所

图 4：森马米兰时装周产品



资料来源：赢商网，天风证券研究所

图 5：巴拉巴拉亮相中国国际时装周



资料来源：服装新闻网，天风证券研究所

图 6：巴拉巴拉亮相中国国际时装周



资料来源：服装新闻网，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,286.58	2,434.62	2,029.79	2,086.17	2,371.97
应收票据及应收账款	1,422.15	1,952.68	3,067.17	2,228.53	3,907.91
预付账款	133.90	202.76	208.84	253.68	261.90
存货	2,384.29	4,417.49	3,163.50	5,768.31	3,958.07
其他	3,721.06	2,233.30	2,949.61	2,710.36	2,781.15
流动资产合计	8,947.98	11,240.85	11,418.92	13,047.05	13,281.01
长期股权投资	10.08	3.62	(21.99)	(33.38)	(47.87)
固定资产	1,115.21	1,985.68	2,177.25	2,407.67	2,639.06
在建工程	844.71	253.82	188.29	160.98	126.59
无形资产	447.09	786.68	920.40	1,018.00	1,164.70
其他	2,278.13	2,297.05	2,300.57	2,233.22	2,179.59
非流动资产合计	4,695.22	5,326.86	5,564.53	5,786.49	6,062.07
资产总计	13,643.21	16,567.71	16,983.45	18,833.53	19,343.08
短期借款	20.50	174.57	323.98	38.22	0.00
应付票据及应付账款	2,277.18	3,058.45	3,041.27	4,051.11	3,722.29
其他	580.65	1,177.22	940.67	1,174.37	1,090.05
流动负债合计	2,878.33	4,410.24	4,305.92	5,263.70	4,812.35
长期借款	0.00	156.95	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	647.45	807.80	727.62	767.71	747.67
非流动负债合计	647.45	964.75	727.62	767.71	747.67
负债合计	3,525.77	5,374.98	5,033.55	6,031.41	5,560.02
少数股东权益	16.02	46.90	27.80	10.92	(9.67)
股本	2,689.45	2,699.85	2,698.54	2,698.54	2,698.54
资本公积	2,499.89	2,559.17	2,559.17	2,559.17	2,559.17
留存收益	7,432.08	8,513.60	9,223.56	10,092.67	11,094.19
其他	(2,520.00)	(2,626.78)	(2,559.17)	(2,559.17)	(2,559.17)
股东权益合计	10,117.44	11,192.73	11,949.90	12,802.12	13,783.06
负债和股东权益总	13,643.21	16,567.71	16,983.45	18,833.53	19,343.08

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,130.47	1,681.55	1,863.62	2,116.02	2,435.27
折旧摊销	183.25	244.48	180.81	278.85	403.03
财务费用	1.00	33.49	(55.56)	(56.31)	(66.30)
投资损失	(79.15)	(127.06)	(97.63)	(101.28)	(97.00)
营运资金变动	(1,271.96)	682.66	(805.74)	(235.52)	(346.74)
其它	2,227.12	(1,560.16)	(19.10)	(16.88)	(20.59)
经营活动现金流	2,190.73	954.97	1,066.40	1,984.89	2,307.68
资本支出	692.67	595.62	520.75	539.46	766.77
长期投资	(2.07)	(6.46)	(25.62)	(11.38)	(14.49)
其他	(2,550.08)	202.10	(936.26)	(975.61)	(1,370.79)
投资活动现金流	(1,859.49)	791.26	(441.13)	(447.54)	(618.50)
债权融资	41.16	333.72	335.40	45.03	9.12
股权融资	55.80	97.99	121.86	56.31	66.30
其他	(1,139.78)	(1,217.05)	(1,487.37)	(1,582.32)	(1,478.78)
筹资活动现金流	(1,042.82)	(785.34)	(1,030.11)	(1,480.98)	(1,403.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(711.58)	960.89	(404.83)	56.37	285.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,026.30	15,719.13	20,297.93	22,924.90	25,658.78
营业成本	7,755.67	9,465.86	11,573.57	13,005.09	14,497.31
营业税金及附加	83.05	111.37	152.23	164.23	186.01
营业费用	1,763.44	2,570.38	4,293.01	4,814.23	5,414.00
管理费用	638.83	521.90	854.54	1,031.62	1,231.62
研发费用	353.37	364.31	527.75	573.12	667.13
财务费用	(79.29)	(75.80)	(55.56)	(56.31)	(66.30)
资产减值损失	466.00	867.36	670.18	769.75	719.97
公允价值变动收益	0.00	9.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	79.15	127.06	97.63	101.28	97.00
其他	(545.21)	(322.91)	(195.26)	(202.56)	(194.00)
营业利润	1,511.29	2,080.22	2,379.83	2,724.44	3,106.04
营业外收入	11.49	200.51	106.00	106.00	152.24
营业外支出	8.99	12.48	10.73	10.73	11.31
利润总额	1,513.79	2,268.26	2,475.10	2,819.71	3,246.97
所得税	383.32	586.71	630.58	720.57	832.28
净利润	1,130.47	1,681.55	1,844.53	2,099.14	2,414.69
少数股东损益	(7.45)	(12.08)	(19.10)	(16.88)	(20.59)
归属于母公司净利润	1,137.93	1,693.63	1,863.62	2,116.02	2,435.27
每股收益(元)	0.42	0.63	0.69	0.78	0.90

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.74%	30.71%	29.13%	12.94%	11.93%
营业利润	-19.03%	37.65%	14.40%	14.48%	14.01%
归属于母公司净利润	-20.23%	48.83%	10.04%	13.54%	15.09%
获利能力					
毛利率	35.51%	39.78%	42.98%	43.27%	43.50%
净利率	9.46%	10.77%	9.18%	9.23%	9.49%
ROE	11.27%	15.20%	15.63%	16.54%	17.66%
ROIC	19.37%	22.41%	25.49%	24.89%	26.39%
偿债能力					
资产负债率	25.84%	32.44%	29.64%	32.02%	28.74%
净负债率	-12.31%	-18.77%	-14.18%	-15.94%	-17.14%
流动比率	3.11	2.55	2.65	2.48	2.76
速动比率	2.28	1.55	1.92	1.38	1.94
营运能力					
应收账款周转率	7.14	9.32	8.09	8.66	8.36
存货周转率	5.24	4.62	5.35	5.13	5.28
总资产周转率	0.90	1.04	1.21	1.28	1.34
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.63	0.69	0.78	0.90
每股经营现金流	0.81	0.35	0.40	0.74	0.86
每股净资产	3.74	4.13	4.42	4.74	5.11
估值比率					
市盈率	26.39	17.73	16.12	14.19	12.33
市净率	2.97	2.69	2.52	2.35	2.18
EV/EBITDA	11.52	7.90	10.42	8.76	7.42
EV/EBIT	12.63	8.51	11.23	9.67	8.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com