

森马服饰(002563)

点评报告

行业公司研究——纺织服装——

证券研究报告

# 营收增速低于预期，经营质量边际改善

## ——森马服饰 19 季报点评报告

✍️：于健 执业证书编号：S1110518090002  
☎️：02180105934  
✉️：yujian01@stocke.com.cn

**事件：**2019Q1-3 营收 132.61 亿元(+35.82%)，归母净利润 13.07 亿元(+2.79%)，扣非归母净利润 12.5 亿元，同比增长 3.53%；Q3 营收 50.42 亿元(+19.14%)，归母净利润 5.85 亿元(-3.18%)，扣非归母净利润 5.81 亿元(-1.20%)。

### 投资要点

#### □ 线下零售端承压，营收驱动因素减弱导致增速不及预期

**2019Q3 营收驱动因素不及预期：**1) 加盟商提货不及预期：受去年暖冬影响，加盟商 18 秋冬季零售端承压，库存压力加大。公司为保证加盟商良性运营，主动放缓了加盟商提货速度。2) 同店增速不及预期。受零售整体环境下行、竞争加剧等因素，公司同店增长不及预期。我们预计 Q3 童装线下实现低个位数增长，休闲服线下出现近两位数的下滑。

#### □ 渠道结构持续调整，品牌力有望提升

公司 2019Q3 国内门店数量提升至 9582 家，较 2018 年净增 459 家。其中童装店铺达到 5682 家，净增 389 家。休闲服店铺达到 3900 家，净增 70 家。我们预计公司 Q1-3 对于渠道进行了较大调整，童装及休闲装关店、开店均在 500 家以上，预计休闲装新开店中一半左右为购物中心店，品牌力有望进一步提升。

#### □ 存货增速低于营收增速，经营质量环比得到明显改善

公司 Q1-3 存货为 52.9 亿元，同比上升 27%，低于同期营收增速。我们预计 Kidiliz 存货 8-9 亿元，剔除并表影响后公司存货上升幅度为 8%左右。现金流方面，Q3 经营性净现金流 1.3 亿元，环比改善明显。

#### □ 盈利预测及估值

公司 Q3 经营质量边际改善。因行业下行、终端库存压力较大等因素导致公司零售端承压，我们下调盈利预测。预计公司 2019-2021 年营业收入为 202.42/232.63/263.93 亿元，同比增长 28.77%/14.92%/13.46%，实现归属于母公司净利润分别为 17.18 亿/20.74 亿/24.54 亿元，同比增长 1.46%/20.76%/18.29%；对应 EPS 分别为 0.64/0.77/0.91 元。我们给予 19 年 20 倍估值，目标价 12.8 元，给予“买入”评级。

**风险因素：**商场扣点率提升、折扣力度加大、经销商拿货折扣加大。

#### 财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	15719	20242	23263	26393
(+/-)	30.71%	28.77%	14.92%	13.46%
净利润	1694	1718	2074	2454
(+/-)	48.83%	1.46%	15.65%	18.29%
每股收益(元)	0.63	0.64	0.77	0.91
P/E	17.38	16.44	13.66	11.56

### 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 10.52

### 单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.22

2Q/2019

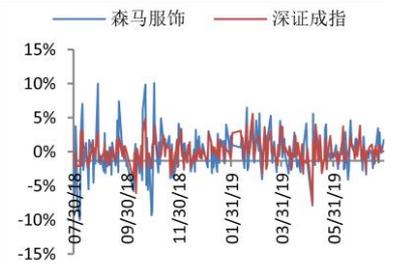
0.14

1Q/2019

0.13

4Q/2018

0.16



### 公司简介

森马服饰是以成人休闲服装和儿童服饰主导产品的品牌服饰公司，公司立足主业，大力推动主营业务向儿童产业、电商产业、投资性产业的延伸，未来将逐步创造四大产业集群共同发展的新格局。目前公司旗下拥有“森马”及“巴拉巴拉”两大核心品牌，通过内部孵化和外部引入，逐步完善品牌矩阵。

### 相关报告

《森马服饰跟踪报告-休闲服厚积薄发，有望迎来二次成长》2019.08.12

报告撰写人：于健

数据支持人：于健

## 正文目录

<b>1. 营收增速低于预期，经营质量边际改善 .....</b>	<b>3</b>
1.1. 主业收入利润还原：预计森马 Q3 收入利润均实现中低个位数增长，低于市场预期.....	3
1.2. 分品类：零售端疲软导致线下收入承压，电商业务维持较高增速 .....	3
1.3. 渠道结构持续优化，加码布局购物中心渠道 .....	3
1.4. 经营质量改善，终端存货压力有望得到缓解 .....	3
1.5. 盈利预测及评级.....	4
1.6. 风险提示 .....	4

## 1. 营收增速低于预期，经营质量边际改善

### 1.1. 主业收入利润还原：预计森马 Q3 收入利润均实现中低个位数增长，低于市场预期

公司 2019Q3 实现整体营业收入 50.42 亿元，同比增长 19.14%；实现净利润 5.83 亿元，同比下滑 3.8%，低于市场预期。由于其中包含 Kidiliz 业务的并表，因此我们进行拆分，试图还原公司主业经营情况。（主业为森马品牌+巴拉巴拉品牌）

- 1、Kidiliz 业务：我们预计公司 Q3 营收增长的主要来源为 Kidiliz 业务的并表，预计 Q3 贡献了 6 亿元左右的收入以及-0.55 亿元的净利润。
- 2、主业：我们预计公司 Q3 主业收入增长为 4-5%。预计 Q3 贡献了 44 亿元左右的收入以及 6.4 亿元左右的净利润。

### 1.2. 分品类：零售端疲软导致线下收入承压，电商业务维持较高增速

Q1-3 我们预计休闲服业务为高个位数增长，童装业务增速为 20%左右。单看 Q3 我们预计：

（1）休闲服业务整体出现低单位数下滑，休闲服线下收入下滑 10%左右，线上增速 15-20%。我们认为主要原因为：1) 休闲服线下零售端增长乏力。2019H1 公司休闲服业务实现营业收入 29.44 亿元，同比增长 12.15%。19 年下半年受入秋较晚、宏观经济下行压力等影响，休闲服零售端面临较大压力，目前公司终端库存同比有 3%左右的提升。因此休闲服业务营收 Q3 预计出现单位数下滑，主要受线下零售的拖累。此外，公司提升了发货频次导致收入确认减少，也较大的影响了报表端收入。我们认为 Q4 休闲服终端零售压力仍然存在，预计线下同比将实现低个位数增长。

2) 线上业务增长较为稳定。我们预计 Q3 休闲服线上收入增长 15-20%，目前双十一预售同比增长 20%以上，森马品牌双十一零售额预计超 5 亿元。

（2）童装业务（不含 Kidiliz）增速为 10-15%，有所放缓。我们预计 Q1-3 童装增速为 20%，高于 Q3 单季增速。分渠道看，我们预计 Q1-3 童装线上增速 30%左右，线下增速 10%以上。单看 Q3，预计线上增速维持 30%左右，线下低个位数增长。童装副品牌增长情况良好，预计 mini 巴拉巴拉线上业务同比增长 90-100%，全年有望实现 5 亿左右的零售额，报表端贡献 3 亿元左右收入。

### 1.3. 渠道结构持续优化，加码布局购物中心渠道

2019Q3 公司国内店铺总数 9582 家，较 2019H1 净增 178 家。分品类看，童装店铺达到 5682 家，环比 H1 净增 136 家，贡献主要开店。休闲服店铺达到 3900 家，环比 H1 净增 42 家。我们预计 19Q1-3 童装及休闲服开店及关店均达到 500 家左右，新开店位置主要为购物中心及无森马的街道，关店对象主要为流量低或面积小、形象差的店铺，结构优化明显。购物中心渠道方面，预计公司 19 年新开店中一半左右为购物中心店，目前有接近 300 家左右，基本实现每年新开 150 家购物中心店的目标。

此外，公司还与如万达等优质企业达成战略合作关系，能拿到位置较好的店铺，目前公司万达系购物中心内有 100 家店左右，零售情况良好。随着公司未来逐步放开购物中心店的开店标准，预计将吸引更多加盟商入驻购物中心，森马品牌有望得到二次成长。

### 1.4. 经营质量改善，终端存货压力有望得到缓解

存货方面，公司 Q1-3 存货为 52.9 亿元，同比上升 27%，低于同期营收增速。我们预计 Kidiliz 存货 8-9 亿元，剔除并表影响后公司存货上升幅度为 8%左右，低于去年同期增速。库存结构方面，我们预计 2018 冬季休闲服存货占比不超过 10%，约为 4-5 亿。目前公司整体存货周转天数为 178 天，环比提升主要受并表及双十一备货影响。单看休闲服业务，Q1-3 预计存货周转天数为 90 天左右，与去年同期基本持平。

费用端，公司 2019Q3 销售费用率上升至 20.5%(+8.76pct)，管理费用率上升至 3.81%(+1.66pct)，主要系并表导致，预计 Kidiliz 相关管理费用占总管理费用 20%左右。现金流方面，Q3 经营性净现金流 1.3 亿元，环比改善明显。

## 1.5. 盈利预测及评级

公司 Q3 经营质量边际改善。因行业下行、终端库存压力较大等因素导致公司零售端承压，我们下调盈利预测。预计公司 2019-2021 年营业收入为 202.42/232.63/263.93 亿元，同比增长 28.77%/14.92%/13.46%，实现归属于母公司净利润分别为 17.18 亿/20.74 亿/24.54 亿元，同比增长 1.46%/20.76%/18.29%；对应 EPS 分别为 0.64/0.77/0.91 元。我们给予 19 年 20 倍估值，目标价 12.8 元，给予“买入”评级。

## 1.6. 风险提示

库存积压带来的存货减值风险；终端门店运营费用增加的风险；新品牌培育过程中投入过多导致费用率大幅增加的风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	11240.85	12438.84	13394.29	14691.87	<b>营业收入</b>	15719.13	20242.26	23262.64	26392.98
现金	2434.62	2054.14	2146.16	3276.06	营业成本	9465.86	11789.96	13532.75	15333.04
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	111.37	150.31	166.07	190.46
应收账款	1952.68	2226.65	2605.42	3008.80	营业费用	2570.38	4459.37	4885.15	5278.60
其它应收款	220.58	200.66	237.83	300.61	管理费用	521.90	900.78	1035.19	1055.72
预付账款	202.76	236.85	265.13	312.29	研发费用	364.31	485.81	558.30	633.43
存货	4417.49	5119.75	5388.52	5339.20	财务费用	-75.80	-15.23	-12.47	-23.32
其他	2012.72	2600.79	2751.23	2454.91	资产减值损失	867.36	303.63	465.25	791.79
<b>非流动资产</b>	5326.86	5541.95	5897.01	6226.41	公允价值变动损益	9.39	0.00	0.00	0.00
金额资产类	437.70	437.70	437.70	437.70	投资净收益	127.06	97.63	101.28	108.66
长期投资	3.62	3.62	3.62	3.62	其他经营收益	50.02	27.85	37.14	38.33
固定资产	1985.68	2104.52	2344.57	2648.14	<b>营业利润</b>	2080.22	2293.11	2770.80	3280.25
无形资产	786.68	957.63	1100.76	1305.44	营业外收支	188.04	-3.86	-3.46	-4.11
在建工程	253.82	268.59	254.31	80.87	<b>利润总额</b>	2268.26	2289.24	2767.34	3276.14
其他	1859.35	1769.88	1756.03	1750.63	所得税	586.71	583.23	707.19	839.76
<b>资产总计</b>	16567.71	17980.79	19291.29	20918.28	<b>净利润</b>	1681.55	1706.02	2060.15	2436.38
<b>流动负债</b>	4410.24	5237.67	5818.89	6605.85	少数股东损益	-12.08	-12.25	-14.79	-17.50
短期借款	174.57	291.30	174.57	174.57	<b>归属母公司净利润</b>	1693.63	1718.27	2074.95	2453.88
应付款项	3058.45	3829.83	4399.05	4979.07	<b>EBITDA</b>	2494.37	2472.76	2974.31	3500.17
预收账款	165.51	193.08	235.09	265.46	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.63	0.64	0.77	0.91
其他	1011.71	923.46	1010.17	1186.75	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	964.75	855.99	875.04	898.59		<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	156.95	156.95	156.95	156.95	<b>成长能力</b>				
其他	807.80	699.04	718.10	741.65	营业收入增长率	30.71%	28.77%	14.92%	13.46%
<b>负债合计</b>	5374.98	6093.66	6693.93	7504.44	营业利润增长率	37.65%	10.23%	20.83%	18.39%
少数股东权益	46.90	34.64	19.85	2.36	归属于母公司净利润	48.83%	1.45%	20.76%	18.26%
归属母公司股东权益	11145.83	11852.49	12577.51	13411.48	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	16567.71	17980.79	19291.29	20918.28	毛利率	39.78%	41.76%	41.83%	41.90%
					净利率	10.70%	8.43%	8.86%	9.23%
					ROE	15.90%	14.89%	16.95%	18.87%
					ROIC	14.52%	13.67%	15.77%	17.47%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	32.44%	33.89%	34.70%	35.88%
					净负债比率	6.21%	7.61%	5.14%	4.55%
					流动比率	2.55	2.37	2.30	2.22
					速动比率	1.55	1.34	1.24	1.18
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.04	1.17	1.25	1.31
					应收账款周转率	9.32	9.69	9.63	9.40
					应付账款周转率	4.18	4.00	3.85	3.82
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	0.64	0.77	0.91
					每股经营现金流(最)	0.35	0.34	0.76	1.19
					每股净资产(最新摊)	4.13	4.39	4.66	4.97
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.38	17.13	14.18	11.99
					P/B	2.64	2.48	2.34	2.19
					EV/EBITDA	8.84	11.28	9.30	7.57

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>