

# 消费疲软、发货频次增加拖累线下低于预期，电商维持较高增速

## ——森马服饰(002563.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 11.40元

### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 26.99

总市值(亿元): 307.63

一年最低/最高(元): 7.48/12.89

近3月换手率: 14.87%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.28	1.93	8.95
绝对	-4.28	2.89	35.41

资料来源: Wind

### 相关研报

原有业务保持稳健增长, Kidiliz 继续拖累利润——森马服饰(002563.SZ) 2019年中报点评

..... 2019-08-29

利润增长保持稳健, 原有业务表现突出——森马服饰(002563.SZ) 2019年一季度报点评

..... 2019-04-30

18年业绩靓丽, 童装、休闲装发展均向好——森马服饰(002563.SZ) 2018年年报点评

..... 2019-04-27

#### ◆前三季度收入增36%、净利增3%, Q3收入放缓、利润现下滑

公司发布2019年三季度报, 实现营业收入132.61亿元、同比增35.82%, 归母净利润13.07亿元、同比增2.79%, 扣非净利润12.50亿元、同比增3.53%。EPS0.48元, 业绩低于预期。净利润增速低于收入主要为费用率提升超过毛利率、资产减值计提增加1.26亿元、投资收益减少3911万元。

分季度来看, 19Q1~Q3收入分别同比增63.90%、35.81%、19.14%, 归母净利润分别增11.06%、5.68%、-3.18%。19Q3收入增速放缓、低于预期, 主要为零售环境仍疲软背景下线下业务收入增长不及预期(其中休闲装还有发货频次增加影响出货收入的因素)。

#### ◆收入拆分: Kidiliz 继续增厚收入、拖累利润, 原有业务Q3弱于上半年

2018年10月开始公司并入法国Sofiza SAS公司, 19年上半年贡献并表收入14.83亿元、利润约-1.1亿元。前三季度公司收入增速仍较高(19%)、净利润增速(3%)明显低于收入, 仍为并表K公司带来增厚收入、拖累利润的影响, 前三季度K公司估计贡献并表收入21亿左右, 仍为亏损。

公司原有业务估计前三季度收入增长10%以上, 净利润增速略高于收入。单三季度原有业务经营表现弱于上半年, 估计收入增长4~5%、净利润增长略高于收入。

#### ◆原有业务收入拆分: 电商保持较高增长, 线下Q3增速放缓

对原有业务再进行拆分: 1) 儿童服饰业务(巴拉巴拉、迷你巴拉、马卡乐等)保持较高增速, 前三季度收入增长估计为20%左右、Q3估计增长10~15%(较19H1的30%左右放缓)。

分拆线上线下来看, 前三季度童装线上收入估计增长30%左右(其中小品牌迷你巴拉、马卡乐增速继续较高), 线下估计增长10%以上。Q3线上增速30%左右、线下低个位数增长。

2) 休闲服饰业务前三季度收入估计个位数增长, Q3低个位数下滑, 其中Q3分线上线下来看, 线下收入估计下滑10%、线上收入增长15~20%。休闲装线下业务下滑, 一方面为零售端疲软影响, 另一方面公司发货频次提高、生产发货更加贴近销售当季, 导致出货收入同比减少也有影响。

#### ◆门店情况: 外延增4%, 开关店调整优化力度较大

19年前三季度保持了一定外延扩张速度, 9月末扣除K公司并表后的原有业务门店数合计9582家, 较年初净增459家、外延增4.8%。其中童装5682家、净增389家、外延增7%(门店数量和面积均有增加, 共促童装线下收入增长), 休闲装3900家、净增70家、外延增2%。

前三季度童装和休闲装开店和关店规模均超过500家, 显示终端调整优化仍在继续。

◆**财务指标：Kidiliz 并表影响多个指标致不可比，毛利率和费用率均提升明显，现金净流出**

**毛利率：**前三季度毛利率同比提升 5.60PCT 至 44.37%，主要为 KIDILIZ 毛利率较高拉动（K 公司以直营模式为主、毛利率较高、为 66%左右），若扣除 KIDILIZ 影响，估计原有业务毛利率变化不大。

19Q1~Q3 单季度毛利率分别为 41.68%（+2.59PCT）、48.01%（+10.28PCT）、43.62%（+4.29PCT）。

**费用率：**期间费用率同比上升 9.88PCT 至 27.97%，主要为 K 公司直营占比高、费用率较高拉升总体，另外原有业务投入加大也有影响。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 22.62%（+7.82PCT）、4.27%（+1.81PCT）、1.69%（+0.05PCT）、-0.60%（+0.20PCT）。19Q1~Q3 单季度期间费用率分别提升 7.33PCT、11.71PCT、9.75PCT。

其中销售费用增加较多主要为随业务增长，员工薪酬、租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及并入 K 公司所致；管理费用增加较多主要为员工薪酬增加及并入 K 公司所致。

**其他财务指标：**1) 19 年 9 月末存货较年初增加 19.76%至 52.90 亿元，较上年同期增加 27.03%（18 年 9 月末尚未并表 K 公司）。存货周转率为 1.52、较上年同期的 1.83 有所放缓。估计 K 公司存货 8~9 亿，若扣除 K 公司存货，估计公司原有业务存货较上年同期增加 8%左右，增速低于收入增速。

2) 应收账款 19 年 9 月末较年初增加 16.80%至 22.81 亿元，较上年同期增加 44.36%，应收账款周转率为 6.27，较上年同期的 6.51 小幅放缓。

3) 资产减值损失+信用减值损失同比增 41.85%至 4.25 亿元、净增 1.26 亿元，主要为存货跌价损失增加。

4) 投资收益同比减少 45.48%至 4689 万元，主要为理财产品收益减少。

5) 经营活动现金流净流出 2.88 亿元，相比上年同期净流入 0.29 亿元净流出压力加大，Q3 单季净现金流入 1.30 亿元。其中，销售商品获得现金为 139.08 亿元（同比增 28.95%），购买商品、接受劳务支付现金为 98.83 亿元（同比增 19.18%），增速均低于收入增速。公司支付其他与经营活动相关现金和为职工支付现金各净增 9.05 亿元、6.74 亿元，导致现金流净流出。

◆**Kidiliz 亏损和零售端压力仍需关注，长期童装龙头竞争力仍可期**

我们认为：1) 短期来看，Kidiliz 在 19 年将继续增厚收入和拖累利润，关注公司对其投后整合提效进展。

2) 三季度业绩低于预期的主要原因是原有业务收入增速放缓，其中电商仍保持较高增长、零售疲软背景下线下增速放缓，另外休闲装发货频次增加亦影响出货收入，后续发货频次因素逐步消化、休闲装收入增长有望得到改善。四季度为传统销售旺季，叠加 20 年春节提前贡献，预计四季度销售仍可期待。

3) 长期来看公司童装龙头和电商优势地位仍稳固。童装行业高景气度下公司仍将持续受益，并通过自创、收购、代理合作等方式已经构建童装多年龄段、多定位、国际国外品牌均涵盖的全面布局，在巴拉巴拉品牌龙头地

位的基础上发展多品牌、未来童装业务板块发展空间较大。休闲装产品、渠道、品牌多方面积极年轻化改革，19年秋冬货品已经有所体现、三季度推出梅花系列联名款，产品革新促品牌焕发活力。

4) 公司账上货币资金 17.31 亿元+交易性金融资产 8.34 亿元，资金储备仍充足。

5) 2019 年 9 月 2 日控股股东之一邱坚强以 10.83 元/股转让合计 60 万股予高管张伟（首席人力资源官）、陈新生（财务总监），9 月 11 日公司控股股东之一邱光和以 10.45 元/股均价转让合计 805.69 万股予高管徐波（总经理）、邵飞春（电商负责人），分享股权有利于提升管理层积极性。

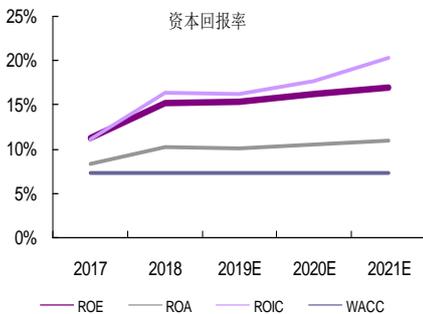
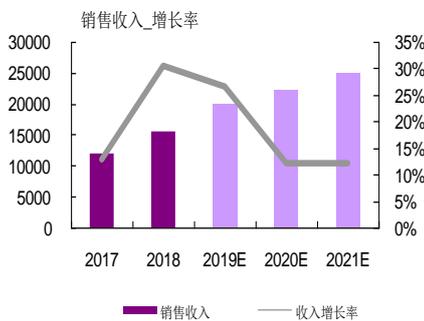
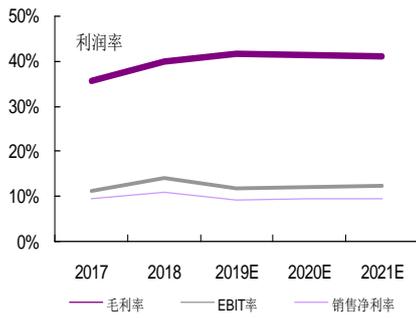
考虑到三季度业绩不及预期、同时零售环境持续疲软，我们略下调公司 19~21 年 EPS 为 0.68 元、0.78 元、0.89 元，对应 19 年 PE17 倍，我们继续看好公司基于童装龙头优势和性价比定位等促长期发展做大的空间，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**终端消费疲软；电商销售不及预期；线下渠道拓展不力或费用等投入超出预期；并购后整合效果不及预期，致 Kidiliz 亏损加大；汇率波动影响并购品牌境外业务业绩。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,026	15,719	19,937	22,362	25,068
营业收入增长率	12.74%	30.71%	26.83%	12.17%	12.10%
净利润（百万元）	1,138	1,694	1,834	2,109	2,395
净利润增长率	-20.23%	48.83%	8.27%	15.01%	13.58%
EPS（元）	0.42	0.63	0.68	0.78	0.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.27%	15.20%	15.24%	16.17%	16.89%
P/E	27	18	17	15	13
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>12,026</b>	<b>15,719</b>	<b>19,937</b>	<b>22,362</b>	<b>25,068</b>
营业成本	7,756	9,466	11,656	13,135	14,801
折旧和摊销	183	244	241	265	282
营业税费	83	111	159	179	201
销售费用	1,763	2,570	3,768	4,182	4,612
管理费用	639	522	1,545	1,677	1,780
财务费用	-79	-76	-76	-75	-58
公允价值变动损益	0	9	0	0	0
投资收益	79	127	80	80	80
<b>营业利润</b>	<b>1,511</b>	<b>2,080</b>	<b>2,442</b>	<b>2,803</b>	<b>3,185</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,514</b>	<b>2,268</b>	<b>2,438</b>	<b>2,805</b>	<b>3,187</b>
少数股东损益	-7	-12	-5	-5	-5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,138</b>	<b>1,694</b>	<b>1,834</b>	<b>2,109</b>	<b>2,395</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>13,643</b>	<b>16,568</b>	<b>18,236</b>	<b>19,987</b>	<b>21,944</b>
流动资产	8,948	11,241	12,959	14,124	16,094
货币资金	1,287	2,435	3,133	3,850	5,335
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,422	1,953	2,596	2,963	3,297
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	81	221	239	268	301
存货	2,384	4,417	4,745	4,768	4,852
可供出售投资	423	438	438	438	438
持有到期金融资产	60	0	0	0	0
长期投资	10	4	4	4	4
固定资产	1,115	1,986	2,401	2,792	2,873
无形资产	447	787	708	637	573
<b>总负债</b>	<b>3,526</b>	<b>5,375</b>	<b>6,160</b>	<b>6,904</b>	<b>7,733</b>
无息负债	3,485	5,041	6,003	6,747	7,576
有息负债	41	334	157	157	157
<b>股东权益</b>	<b>10,117</b>	<b>11,193</b>	<b>12,077</b>	<b>13,083</b>	<b>14,211</b>
股本	2,689	2,700	2,699	2,699	2,699
公积金	3,515	3,745	3,910	3,910	3,910
未分配利润	3,917	4,769	5,494	6,506	7,639
少数股东权益	16	47	42	37	32

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,191</b>	<b>955</b>	<b>2,086</b>	<b>2,234</b>	<b>2,811</b>
净利润	1,138	1,694	1,834	2,109	2,395
折旧摊销	183	244	241	265	282
净营运资金增加	748	302	817	141	143
其他	122	-1,286	-806	-281	-10
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,859</b>	<b>791</b>	<b>-468</b>	<b>-567</b>	<b>-203</b>
净资本支出	-802	-471	-647	-647	-283
长期投资变化	10	4	0	0	0
其他资产变化	-1,067	1,258	179	80	80
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,043</b>	<b>-785</b>	<b>-919</b>	<b>-950</b>	<b>-1,123</b>
股本变化	-4	10	-1	0	0
债务净变化	-12	293	-177	0	0
无息负债变化	588	1,557	962	744	829
<b>净现金流</b>	<b>-712</b>	<b>952</b>	<b>699</b>	<b>717</b>	<b>1,485</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	12.74%	30.71%	26.83%	12.17%	12.10%
净利润增长率	-20.23%	48.83%	8.27%	15.01%	13.58%
EBITDA 增长率	-20.55%	61.22%	4.13%	15.31%	14.27%
EBIT 增长率	-22.57%	65.07%	4.77%	15.85%	15.04%
<b>估值指标</b>					
PE	27	18	17	15	13
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	20	12	12	10	8
EV/EBIT	22	14	13	11	9
EV/NOPLAT	30	18	17	15	12
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	35.51%	39.78%	41.54%	41.26%	40.96%
EBITDA 率	12.52%	15.44%	12.67%	13.03%	13.28%
EBIT 率	10.99%	13.88%	11.47%	11.84%	12.15%
税前净利润率	12.59%	14.43%	12.23%	12.54%	12.71%
税后净利润率 (归属母公司)	9.46%	10.77%	9.20%	9.43%	9.56%
ROA	8.29%	10.15%	10.03%	10.53%	10.89%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.27%	15.20%	15.24%	16.17%	16.89%
经营性 ROIC	11.05%	16.34%	16.25%	17.72%	20.30%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.11	2.55	2.56	2.46	2.48
速动比率	2.28	1.55	1.62	1.63	1.73
归属母公司权益/有息债务	245.44	33.40	76.68	83.13	90.35
有形资产/有息债务	310.69	45.36	109.83	120.11	133.04
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.42	0.63	0.68	0.78	0.89
每股红利	0.25	0.35	0.41	0.47	0.53
每股经营现金流	0.81	0.35	0.77	0.83	1.04
每股自由现金流(FCFF)	0.03	0.73	0.38	0.74	1.03
每股净资产	3.74	4.13	4.46	4.83	5.25
每股销售收入	4.46	5.83	7.39	8.29	9.29

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会与，不与，也将不会与本报告中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見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