

森马服饰(002563)

知名 IP+优质供应链，森马电商持续 50%+ 高增长成最大亮点

买入(维持)

2017年08月29日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
021-60199793
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001
021-60199793
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003
021-60199793
linjch@dwzq.com.cn

事件:

公司公布半年报, 2017H1 收入同比增长 14.28%至 44.33 亿元, 归母净利润同比增长 4.16%至 5.34 亿元, 扣非归母净利润同比增长 1.15%至 4.93 亿元。

具体到二季度, 收入同比增长 20.97%至 23.66 亿元, 归母净利润同比增长 5.07%至 2.82 亿元

公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润同比增长 0%-30%至 10.02-13.03 亿元。

投资要点:

■ 分渠道来看: 线上高增长拉动公司整体收入提升。

表: 森马服饰半年报收入按渠道分拆 (亿元)

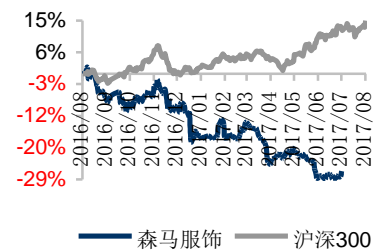
	2016H1	2017H1	YOY
线下渠道			
收入	30.73	32.15	4.62%
占比	79.22%	72.52%	-6.70pp
电子商务渠道			
收入	8.06	12.18	51.12%
占比	20.78%	27.48%	6.70pp
合计			
收入	38.79	44.33	14.28%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

本期公司电商渠道收入依然实现亮眼增长: 电商子公司收入同比增长 51.12%至 12.18 亿元, 主要来自本期公司加大电子商务产品研发投入及人力配置以更好匹配线上产品销售特点与上货批次, 并针对大型线上活动节日进行专项产品企划, 由此商品系统电商产品团队及杭州电商运营团队完成密切配合, 带动线上销售实现快增长。

另为支持电子商务业务快速发展、提高电商供应链运营效率和能力, 公司持续推进森马电子商务(杭州)工业园、森马(嘉兴)物流仓储基地、温州森马园区二期等项目建设, 其中森马电子商务(杭州)工业园已于 2017H1 开工, 森马(嘉兴)物流仓储基地部分工程将于 2017 年交付电商物流使用。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 8.23
一年最低/最高价 7.75/11.42
市净率(倍) 2.32
流通 A 股市值(百万元) 15,134

基础数据

每股净资产(元) 3.54
资本负债率(%) 18.51
总股本(百万股) 2,694
流通 A 股(百万股) 1,839

相关研究

1. 森马服饰: 一季报业绩符合预期, 期待 Q2 现货制改革进展 -20170427

表：森马服饰电商收入增速情况（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017H1
电商渠道	3.53	6.57	12.07	21.33	12.18
YOY		86.21%	83.67%	76.76%	51.12%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

线下方面：本期收入同比增长 4.62% 至 32.15 亿元，囿于成人装线下销售增速趋缓，公司线下业务整体收入增速呈现放缓态势。

表：森马服饰线下收入增速情况（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017H1
线下渠道	69.41	74.90	82.48	85.34	32.15
YOY		7.91%	10.11%	3.47%	4.62%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 分品牌来看：作为童装市场龙头销售增长仍然强劲，收入规模首超休闲装业务；休闲装处于调整阵痛期，增速稍缓

儿童装业务延续强劲增长势头，17H1 收入同比增长 24.97% 至 22.47 亿元，规模首超休闲装。旗下巴拉巴拉品牌作为国内童装市占率第一品牌优势日益凸显、公司亦不断通过加强渠道管理、加大研发投入提升产品竞争力及适销性、整合供应商资源提升产品品质等方式巩固已有市场地位，受益于此，公司产品在时尚性及性价比上皆有持续提高，带动儿童装业务毛利率在过去几年稳中有升。

休闲服饰方面，17H1 收入同比增长 5.34% 至 21.52 亿元，现货制改革进行中，阵痛期内收入增速整体放缓：公司由去年 4 季度起推动整体订货模式改革、提高现货比例、优化产品结构并提升产品时尚度，以缩短销售周期并提升商品售罄率。现货制改革对公司的产品设计、企划、供应链组织管理（包括生产计划及品控）提出新挑战，摸索期内公司收入增长难免放缓。

表：森马服饰休闲服、童装收入（亿元）及毛利率变动情况

	2013	2014	2015	2016	2017H1
休闲服饰					
收入	46.83	49.03	54.06	56.01	21.52
YOY	-4.04%	4.70%	10.26%	3.61%	5.34%
收入占比	64.20%	60.18%	57.18%	52.51%	48.55%
毛利率(%)	33.60	32.80	35.64	34.80	38.43
同比增减 (pp)	0.92	-0.80	2.84	-0.84	3.57
儿童服饰					
收入	25.35	31.67	39.53	50.01	22.47
YOY	19.86%	24.93%	24.82%	26.51%	24.97%
收入占比	34.75%	38.87%	41.81%	46.88%	50.69%
毛利率(%)	39.31	42.01	41.09	42.87	42.57
同比增减 (pp)	2.03	2.70	-0.92	1.78	-0.13
合计					
收入	72.94	81.47	94.54	106.67	44.33

YOY	3.27%	11.69%	16.04%	12.83%	14.28%
毛利率(%)	35.36	36.06	37.66	38.36	40.20
同比增减(pp)	1.60	0.70	1.59	0.71	1.99

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 费用方面：线下销售推广+电商发展带来销售费用提升、设计开发投入增加带来管理费用提升明显。

本期销售费用同比增 32.86% 至 7.86 亿元，主要来自线下销售推广带来的人员薪酬提升及电商发展（主要是运杂费）带来的费用增加，管理费用同比增长 36.24% 至 2.44 亿元，主要来自加大研发投入及人员工资增加。总体来看，期间费用率上升 3.51pp 至 22.17%，因此虽然本期公司综合毛利率较去年同期提升 1.99pp 至 40.20%，整体净利润仅增长 4.29% 至 5.29 亿元。

表：森马服饰期间费用率

	2013	2014	2015	2016	2017H1
销售费用	9.21	9.19	11.20	14.55	7.86
销售费用率	12.63%	11.28%	11.85%	13.64%	17.73%
管理费用	2.61	3.12	3.87	5.52	2.44
管理费用率	3.58%	3.83%	4.09%	5.17%	5.50%
财务费用	-1.76	-1.36	-1.47	-0.73	-0.47
财务费用率	-2.41%	-1.67%	-1.55%	-0.68%	-1.06%
期间费用率	13.79%	13.44%	14.39%	18.13%	22.17%
同比增减(pp)	-2.67	-0.35	0.94	3.75	3.51

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 经营性现金流方面较去年同期明显改善至 3.18 亿元（去年同期-1.12 亿元），

主要由于应收账款较去年同期下降 5.76% 至 11.65 亿元，同时应付票据（同比增长 43.71% 至 6.07 亿元）及预收账款（同比增长 35.56% 至 1.34 亿元）增加。

■ 盈利预测与投资建议：

公司于 2017 年 1 月曾披露实际控制人及关联人员拟减持公告，至 7/17 减持计划期限届满并无减持操作，反映对公司发展信心。我们预计公司 17/18/19 年归母净利润规模在 15.3/17.2/19.5 亿元，同比增长 7.4%/12.3%/13.3%，对应当前 222 亿市值 PE 为 15/13/11 倍。考虑公司近三年股利支付率平均水平达到 60%，对应当前股价 17 年股息率达到 4%，作为白龙马龙头具有低估值高分红属性，加之公司账上现金充足（货币资金+其他流动资产达到 35.48 亿元），不排除未来通过创新、投资、合作等方式推进多品牌发展战略，维持“买入”评级。

■ 风险提示：现货制改革推进不及预期、线上增长不及预期。

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8975.8	10093.3	11066.3	12084.9	营业收入	10667.2	11402.0	12556.9	13869.5
现金	2441.2	3087.4	3499.7	3938.4	营业成本	6574.9	6952.9	7663.7	8437.4
应收款项	1944.3	2468.4	2388.2	3002.5	营业税金及附加	88.4	0.0	0.0	0.0
存货	2203.1	2093.5	2633.5	2598.1	销售费用	1455.4	1538.1	1693.9	1871.0
其他	2142.0	2200.0	2300.0	2300.0	管理费用	551.6	591.6	647.4	709.7
非流动资产	3972.3	3488.4	3472.3	3460.2	财务费用	(72.6)	(92.6)	(105.0)	(118.2)
长期股权投资	12.2	12.2	12.2	12.2	投资净收益	86.7	60.0	60.0	60.0
固定资产	1186.2	1126.9	1064.7	1002.6	其他	116.3	308.8	301.7	307.8
无形资产	468.0	458.9	449.8	440.7	营业利润	1866.4	2043.2	2295.2	2601.8
其他	58.0	58.0	58.0	58.0	营业外净收支	9.4	0.0	0.0	0.0
资产总计	12948.1	13581.8	14538.6	15545.2	利润总额	1875.8	2043.2	2295.2	2601.8
流动负债	2307.3	2362.4	2540.0	2542.3	所得税费用	473.5	510.8	573.8	650.4
短期借款	30.0	1.0	2.0	3.0	少数股东损益	(24.2)	1.0	2.0	3.0
应付账款	1216.2	1298.0	1423.6	1412.2	归属母公司净利润	1426.5	1531.4	1719.4	1948.3
其他	8.0	1.0	2.0	3.0	EBIT	2085.2	2319.4	2551.9	2851.4
非流动负债	641.9	658.5	727.4	792.3	EBITDA	2272.6	2362.2	2596.7	2898.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	22.9	24.8	33.1	27.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2949.2	3020.9	3267.4	3334.6	每股收益(元)	0.53	0.57	0.64	0.72
少数股东权益	5.8	1.0	2.0	3.0	每股净资产(元)	3.71	3.92	4.18	4.53
归属母公司股东权益	9993.1	10560.8	11271.2	12210.5	发行在外股份(百万股)	2693.8	2693.8	2693.8	2693.8
负债和股东权益总计	12948.1	13581.8	14538.6	15545.2	ROIC(%)	15.5%	16.5%	17.0%	17.5%
					ROE(%)	14.8%	14.9%	15.8%	16.6%
					毛利率(%)	38.4%	39.0%	39.0%	39.2%
					EBIT Margin(%)	19.5%	20.3%	20.3%	20.6%
					销售净利率(%)	13.4%	13.4%	13.7%	14.0%
					资产负债率(%)	22.8%	22.2%	22.5%	21.5%
					收入增长率(%)	12.8%	6.9%	10.1%	10.5%
					净利润增长率(%)	5.7%	7.4%	12.3%	13.3%
					P/E	15.5	14.5	12.9	11.4
					P/B	2.22	2.10	1.97	1.82
					EV/EBITDA	9.8	9.4	8.5	7.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

