

谨慎推荐 (维持)

## 森马服饰 (002563) 2017 年三季度报点评

风险评级: 中风险

收入保持较快增长 净利润受费用拖累增速持续下滑

2017 年 10 月 31 日

### 投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

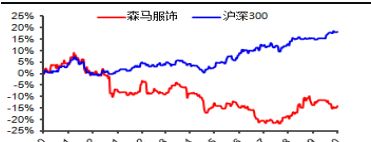
点评:

### 主要数据

2017 年 10 月 30 日

收盘价(元)	8.71
总市值(亿元)	234.63
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	18.39
ROE(TTM)	15.20%
12 月最高价(元)	10.86
12 月最低价(元)	7.75

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

- 收入实现较快增长主要得益于童装业务保持快增, 净利润受费用拖累有所下滑。预计前三季度公司童装业务保持两位数水平增长, 休闲服饰业务实现微幅增长。净利润有所下滑, 主要原因在于加大研发投入、提升人员薪酬、电商业务发展导致费用增加较大, 以及公司加大了对加盟商的支持力度, 存货增加, 计提相应资产减值损失增加。分季度来看, 2017Q3 实现营收和归母净利润分别为 36.09 亿元和 4.78 亿元, 分别同比增长 11.24% 和 -2.29%, 2017Q1、Q2 营收分别同比增长 7.47% 和 20.97%, 归母净利润分别同比增长 3.16% 和 5.07%。
- 毛利率有所上升, 净利率受费用拖累而有所下降。公司 2017 年前三季度毛利率同比提高 0.35 个百分点至 38.75%, 主要受休闲服饰毛利率回升及电商业务保持快增影响。期间费用率同比提高 1.61 个百分点至 19.01%, 其中销售费用率和管理费用率分别同比上升 1.3 个百分点和 0.13 个百分点, 财务费用率同比下降 0.18 个百分点。受费用上升较快拖累, 净利率同比降低 1.46 个百分点至 12.47%。
- 存货增长较快, 应收账款有所减少, 财务保持稳健。2017 年三季度末, 公司存货 33.61 亿元, 同比增长 8.78 亿元, 存货增加较多主要为秋冬装以及双十一销售备货; 存货周转天数同比延长 27 天至 152 天。应收账款 16.45 亿元, 同比减少 0.34 亿元; 应收账款周转天数 60 天, 与上年同期几乎持平。前三季度, 经营性现金流净额为 6.29 亿元, 保持较好的净流入。三季度末, 公司账上现金 18.41 亿元, 较为充裕。资产负债率 24.62%, 维持在较低的水平。
- 持续推进内部变革。在股份公司方面, 公司继续推进阿米巴经营管理, 推动合伙人制度及其他激励实施、推进物流基地建设、继续加大互联网投入, 推动线上线下业务融合。在休闲服饰业务方面, 公司加大研发投入, 提高产品竞争力; 优化渠道布局, 推进全渠道发展; 调整订货模式, 推动快反业务; 优化供应商结构, 提高供应链效率。在儿童服饰业务方面, 公司加强渠道管理, 进一步提升渠道竞争力; 提高品类竞争力, 加大产品研发力度; 整合供应商资源, 提升供应链效能。在电商业务方面, 继续加强经营计划能力和推动运营精细化管理, 线上线下进一步融合。
- 维持谨慎推荐评级。预计公司 2017-2018 每股收益分别为 0.51 元和 0.59 元, 对应估值分别为 17 倍和 14 倍。公司持续变革, 短期业绩承压。变革有利于中长期发展, 维持谨慎推荐评级。**风险提示:** 终端消费低迷等。

图 1: 公司盈利预测简表

科目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>10,667</b>	<b>11,734</b>	<b>12907</b>	<b>14,198</b>
<b>营业总成本</b>	<b>8,887</b>	<b>9,893</b>	<b>10811</b>	<b>11,793</b>
营业成本	6575	7,158	7,873	8590
营业税金及附加	88	82	90	99
销售费用	1455	1760	1936	2130
管理费用	552	634	671	682
财务费用	-73	-57	-83	-62
<b>其他经营收益</b>	<b>87</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	87	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1866</b>	<b>1841</b>	<b>2097</b>	<b>2405</b>
加 营业外收入	22	0	0	0
减 营业外支出	13	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1876</b>	<b>1841</b>	<b>2097</b>	<b>2405</b>
减 所得税	473	497	524	601
<b>净利润</b>	<b>1402</b>	<b>1344</b>	<b>1572</b>	<b>1803</b>
减 少数股东损益	(24)	(18)	(21)	(24)
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>1427</b>	<b>1362</b>	<b>1593</b>	<b>1828</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.53</b>	<b>0.51</b>	<b>0.59</b>	<b>0.68</b>
<b>PE (倍)</b>	<b>16.13</b>	<b>16.89</b>	<b>14.44</b>	<b>12.59</b>

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系:**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺:**

本人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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明:**

东莞证券为全国综合性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: [www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)