

森马服饰(002563)

森马服饰跟踪报告：成人装线下逐步复苏其余业务稳步推进，低估值下投资价值已现 买入(维持)

2017年12月25日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
01066573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
02160199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
02160199793

linjch@dwzq.com.cn

投资要点：

■ **线下休闲装业务再次调整，18年有望恢复增长。**森马线下休闲装在15年冬开始由于消费环境的变化出现下滑，目前森马希望通过供应链的再次调整以及渠道的拓展逆转下滑的局面：**1)**16年再次调整供应链，一方面通过与供应商的重新磨合以及新合作伙伴的寻找提升供应链响应速度，另一方面通过搭建买手团队提升整体决策流程速度；**2)**森马于17年开始进入购物中心新渠道，目前已在全国拥有了近300家购物中心店，我们预计18年购物中心数量仍将增长百家以上；**3)**在已经举办的18春夏订货会及今年冬季的销售中数据反馈良好，我们预计18年线下休闲装业务由负转正，出现复苏式增长。

■ **线下巴拉巴拉业务持续巩固龙头地位。**巴拉巴拉目前在通胀行业中的市占率优势较为明显，其拥有的规模优势让其在供应链和渠道端均拥有独特优势：**(1) 供应链端**，由于童装市场在面料及款式设计上侧重点较强，巴拉巴拉由于较大的规模以及15年经营积累下的研发优势，在产品质量和产品生产上拥有着规模及先发优势；**(2) 渠道端**，一方面巴拉巴拉由于较为宽泛的产品价格带在全国范围内均有拓展渠道的可能，另一方面巴拉巴拉较大的规模使得其在购物中心注重单店销售的模式中拥有着独特优势。

■ **线上业务依靠供应链及平台导流优势迅速崛起，未来向多元化方向转型：**森马电商受益于本身品牌较强的供应链优势以及阿里对传统品牌流量的倾斜，其电商业务迅速发展领先行业，2017年GMV预计超过50亿。在已经具备较大规模的情况下，森马电商未来希望在已有的处理存货以及销售特供款的情况下，尝试新的盈利模式，例如作为运营平台利用森马已有的品牌和流量优势整合已经适应现实供应链要求的工厂，为这些工厂提供销售渠道，目前这种新模式已经处于实验过程中。

投资建议：

公司目前市值与估值均处于历史低点，未来增长前景看好，继续推荐！由于16~17年整体线下销售环境不利以及森马线下成人装再次进入调整阶段，森马的市值与估值在16年以来持续下跌目前PE TTM不到15倍。我们预计在公司线下成人装业务逐步复苏，其余业务稳步推进的情况下，公司在18年有望迎来恢复性增长。我们预计公司17/18/19净利润分别为11.5亿/16.1亿/19.5亿，增速分别为-19.3%/40.0%/21.3%，对应估值18.5X/13.2X/10.9X，在公司目前估值低于历史均值同时未来业绩有望恢复增长的情况下，我们认为在当前时点具备投资价值，维持“买入”评级！

风险提示：终端需求不及预期；新渠道拓展进度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.89
一年最低/最高价	7.19/10.21
市净率(倍)	2.12
流通A股市值(百万元)	14,508

基础数据

每股净资产(元)	3.72
资本负债率(%)	24.62
总股本(百万股)	2,694
流通A股(百万股)	1,839

相关研究

1. 森马服饰三季报：电商带动收入增长，让利加盟商+费用上行影响Q3业绩 -20171031
2. 森马服饰：知名IP+优质供应链，森马电商持续50%+高增长成最大亮点 -20170829
3. 森马服饰：一季报业绩符合预期，期待Q2现货制改革进展 -20170427

目录

1 公司概况：家族持股比例集中上市近七年来未减持，休闲装童装两大业务齐头并进	3
2 线下休闲装业务：供应链二次调整适应全新时代，有条不紊推进渠道调整进驻购物中心	3
2.1 市场空间广阔，海外龙头进入不改市占率分散格局	3
2.2 供应链端：14年之后重新梳理供应链体系效率当先，努力迎合个性化风潮	4
2.3 渠道端：进入购物中心顺应新时代渠道变化，有望获益头部客户优势	4
3 线下童装业务：龙头优势稳固，规模优势下持续增长可期	5
3.1 童装市场整体较为分散巴拉巴拉优势相对明显，婴幼儿童市场增长成为新亮点	5
3.2 供应链端：巴拉巴拉受益规模及先发优势，龙头地位稳固	5
3.3 渠道端：受益规模优势，顺利转型购物中心渠道	5
4 线上业务：依靠供应链及平台导流优势迅速崛起，未来向多元化方向转型	6
5 业务拆分及未来业绩展望：17年成人装转型调整完毕未来有望开始增长，童装与线上业务龙头地位稳固增长可期	7
6 投资建议：估值处于历史低点，业绩逐步复苏下投资价值已现	8
7 风险提示	9

图表目录

图表 1：森马集团大股东持股比例	3
图表 2：森马收入结构	3
图表 3：近年我国出生人口数	5
图表 4：中国童装市场零售规模	5
图表 5：森马电商发展情况	6
图表 6：森马各项业务收入拆分	7
图表 7：森马净利润预测	8
图表 8：森马周转情况	8
图表 9：森马 ROE 分析	8
图表 10：森马总市值与市盈率	9

1 公司概况：家族持股比例集中上市近七年来未减持，休闲装童装两大业务齐头并进

公司股权集中，家族成员持股超过 80%。公司董事长邱光和与总裁周平凡、以及邱艳芳、邱坚强和戴智约为亲属关系，同时其共同持股 100% 森马集团持有公司 12.47% 股份，因此整个家族共计持有森马超过 80% 的股权。同时自从 11 年 3 月上市以来，公司大股东在持股比例如此高的情况下并没有过减持行动，侧面反映对公司主业的持续看好及专注。

图表 1：森马集团大股东持股比例

	持股比例
邱光和	17.24%
邱坚强	13.37%
森马集团有限公司	12.47%
周平凡	11.29%
邱艳芳	11.29%
戴智约	9.20%
郑秋兰	4.45%
邱光平	2.36%
总计	81.67%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从业务结构看，公司休闲装与童装两大业务体量相当，毛利润占比童装业务已明显超过成人装。公司旗下“森马”品牌主打成人休闲装领域，“巴拉巴拉”品牌则是知名的儿童服饰品牌。目前两大品牌业务体量大致相当，儿童装在多年的快速发展后在 17 年 H1 收入体量超过成人装，而由于较高的毛利率其贡献毛利润在 16 年便已超过成人装。

图表 2：森马收入结构

(单位：百万元)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
成人装收入	4677	5587	4882	4683	4903	5406	5601	2153
YOY	46.4%	19.4%	-12.6%	-4.1%	4.7%	10.3%	3.6%	5.40%
占比	74.4%	72.0%	69.1%	64.2%	60.2%	57.2%	52.5%	48.6%
毛利率	36.0%	37.7%	32.7%	33.6%	32.8%	35.6%	34.8%	38.4%
毛利润占比	74.9%	72.6%	66.9%	61.0%	54.7%	54.1%	47.6%	46.4%
童装收入	1468	2053	2115	2535	3167	3953	5001	2248
YOY	53.8%	39.9%	3.0%	19.9%	24.9%	24.8%	26.5%	25.03%
占比	23.3%	26.5%	29.9%	34.8%	38.9%	41.8%	46.9%	50.7%
毛利率	37.8%	38.0%	37.3%	39.3%	42.0%	41.1%	42.9%	42.6%
毛利润占比	24.7%	26.9%	33.1%	38.7%	45.3%	45.6%	52.4%	53.7%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2 线下休闲装业务：供应链二次调整适应全新时代，有条不紊推进渠道调整进驻购物中心

2.1 市场空间广阔，海外龙头进入不改市占率分散格局

虽然海外快时尚巨头在今年在中国展店势头明显，但是其体量与森马也大致相当，市场依旧较为分散：ZARA 截止 2016 年在中国门店共计 193 家，假设每家门店年收入 5000 万，其在中国销售额大约在 100 亿元；优衣库 2017 财年（2017 年 8 月 31 日）在大中华区收入 2600 亿日元（约 150 亿人民币）。森马休闲装终端零售在今年预计将超过 100 亿（假设报表收入是终端零售收入的 60%），其终端零售规模与几大巨头较为接近。

2.2 供应链端：14 年之后重新梳理供应链体系效率当先，努力迎合个性化风潮

打造大众休闲装市场的过程中，效率是核心竞争力。不同于追求差异化的设计师品牌，大众休闲装市场极快的市场变化，对品牌的首要要求便是效率。森马在 14 年对供应链进行第一次整合梳理，将原有松散型供应链转向集中式供应链（供应商数量由 400 减至 200、SKU 从 8000 减到 5000），便是为了提升单款单量进而提升生产效率。森马目前 200+ 家供应商中包括核心供应商 70+ 家，德永佳、益达、天虹等知名一线供应商均已纳入公司供应商体系，产品质量得到极大优化。

然而在 15 年冬之后，由于消费市场个性化需求的迅速提升，森马休闲装在受到冲击后再次对供应链体系进行调整。首先，公司加快了供应链体系的反应速度。在市场需求变化不断加快的情况下，森马休闲装业务受到一定冲击。因此 16 年开始森马逐步将原先的 4 次订货会改为 8 次，同时将 30% 的产品进行现货发货。公司在供应链端通过与核心供应商在产品制造周期上的调整（淡季生产基本款，将产能预留给需要翻单的产品）、对数据管理能力的提升、选择性开拓拥有柔性供应能力具备快反生产经验的优秀贸易商加入供应链等方式，全面提升公司的快反翻单能力。

在搭建快速反应的供应链体系外，为了提升前后端衔接效率，公司开始着手搭建全新的买手体系团队。为了解决销售部门（要求小批量、快翻单）与供应链部门（希望尽可能规模化生产）之间的矛盾，公司开始效仿欧洲快时尚品牌搭建买手制体系，让具备成熟经验的买手根据市场协调销售和供应链部门，确定生产上新产品，进而替代目前各个事业部各自为政的局面，提升整个供应链体系的运转效率。

2.3 渠道端：进入购物中心顺应新时代渠道变化，有望获益头部客户优势

针对原先基本聚集于街边店的渠道特点，森马将未来渠道拓展的重心放在了购物中心。经过近两年的开拓，森马目前已在全国拥有了近 300 家购物中心店，其中的旗舰型购物中心门店已拥有超过千万收入。在目前情况下，我们认为公司 18 年购物中心门店数量将继续以百家以上速度扩张。

我们认为，随着在购物中心渠道拓展速度的加快，来自该种渠道的红利将会逐渐释放，这主要是由于：（1）购物中心渠道由于对体验区域的重视，使其留给购物的区域较为有限，小品牌其实较难在购物中心获得足够流量入口。因此在森马进入各个地区的购物中心后，其有望受益于品牌集中度提升带来的流量红利；（2）购物中心给予核心品牌（一楼品牌）的租金条件较其他非核心品牌优惠较大，对于森马这样在三四线城市依旧拥有优势的国内传统品牌来说，进驻当地购物中心能够对公司引流成本上带来明显优势。

3 线下童装业务：龙头优势稳固，规模优势下持续增长可期

3.1 童装市场整体较为分散巴拉巴拉优势相对明显，婴幼儿童市场增长成为新亮点

童装整体市场在近年有望保持接近 10% 的增长速度，其中幼童领域在近年有望获得较快增长。虽然长期看我国整体生育意愿有所下降，但是开放二胎政策带来补偿生育需求，有望带来未来几年婴幼儿童市场需求的加速，目前包括巴拉巴拉（17 年婴幼儿童产品收入占公司童装总收入 20%，我们预计 18 年婴幼儿童产品收入有望翻番）在内的品牌都已经感受到婴幼儿童市场的增长潜力。

图表 3：近年我国出生人口数

(单位：万人)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
出生人数	1604.00	1635.00	1640.00	1687.00	1655.00	1786.00
YOY		1.9%	0.3%	2.9%	-1.9%	7.9%
二胎出生人数	470.00	497.00	511.00	606.00	652.00	800.00
YOY		5.7%	2.8%	18.6%	7.6%	22.7%

资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

从整体增速看，整个市场在未来两年还是能够保持在 10% 左右的行业增速。

图表 4：中国童装市场零售规模

(单位：亿元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
童装市场实际零售额	964.00	1059.00	1164.00	1271.00	1372.00	1484.00	1627.00	1795.00	1976.00
YOY		9.9%	9.9%	9.2%	7.9%	8.2%	9.6%	10.3%	10.1%

资料来源：欧睿咨询，东吴证券研究所

从行业格局看，整体格局依旧较为分散，但是巴拉巴拉优势相对较为明显。根据欧睿的数据，15 年童装市场前十大品牌集中度为 10.75%。作为龙头巴拉巴拉 16 年终端零售规模大约在 80 亿左右（假设报表收入是终端零售收入的 60%），市占率接近 5.5%，相对于包括安踏 kid、361 度 kid 等品牌具有较明显优势。

3.2 供应链端：巴拉巴拉受益规模及先发优势，龙头地位稳固

在供应链端，童装市场在面料及款式设计上侧重点较强，巴拉巴拉受益规模及先发优势。首先，童装由于特殊需求，对舒适性和安全性要求较高，在高品质面料以及质量控制上对供应商有较高要求。巴拉巴拉目前在自身规模领先同行的基础上还共享森马的供应链体系，前文所述的众多大型供应商也均是巴拉巴拉的供应商，与知名供应商的合作以及较大的采购规模保证了巴拉巴拉在产品质量和性价比上的优势。

另一方面，为了适应儿童身高增长迅速、胖瘦分化明显的生长特征以及活泼好动的特点，童装产品码数细分更多，在结构上更为关注松量设置、领袖型等设计细节。巴拉巴拉目前已经拥有 15 年的童装运作经验，相较于其他品牌具备一定先发优势，其在研发设计上积累下的经验让其能够针对童装的特殊需求设计进行更多改良设计。

3.3 渠道端：受益规模优势，顺利转型购物中心渠道

在渠道端，巴拉巴拉受益于龙头优势，其在全国范围渗透率的提升以及购物中心的拓展商均有着独特优势。首先，巴拉巴拉较大的整体销售规模以及超过 15 年的发展历程，使其积累下了横跨各个价格区间带的产品，这使得巴拉巴拉能够以不同价格区间的产品在全国从一线城市到四线城市的各个地域开设门店，这对于其在全国范围内集中度的提升有着天然优势。

另一方面，在进驻购物中心的大趋势中，巴拉巴拉的转变相较森马更为顺利。这主要由于虽然目前童装依旧是购物中心用来引流的手段之一，但是如前文所说购物中心重体验的商业模式使得其在儿童服饰类品牌中只会挑选一到两家龙头公司入驻，因此作为规模体量以及产品性价比均在国内品牌名列前茅的巴拉巴拉，已经逐渐成为了购物中心的标配。目前，巴拉巴拉在全国范围内的购物中心渠道已经拥有接近 1000 家门店，随着全国范围内购物中心数量的迅速增长，我们认为作为购物中心标配的巴拉巴拉在明后年依旧预期保持较快的拓展速度。

4 线上业务：依靠供应链及平台导流优势迅速崛起，未来向多元化方向转型

作为线下服装企业的龙头，森马电商的发展在行业中首屈一指。森马在 2012 年打开线上渠道，之后以极快的速度爆发式增长，在 2016 年终端销售额已经达到 32 亿，17 年全年有望突破 50 亿。同时在过去几年的双十一中，森马电商不断创造佳绩，今年双十一其总计销售超过 8.2 亿，在童装品类中持续排名第一，在休闲装中也名列前茅。

图表 5：森马电商发展情况

	2013	2014	2015	2016	2017E
森马电商全年 GMV (亿元)	5.29	9.86	18.10	32.00	50.00
YOY		86.2%	83.7%	76.8%	56.3%
森马电商双十一销售			3.96	6.50	8.20
YOY				64.0%	26.5%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所预测

阿里重点扶持品牌商的战略以及森马本身在线下知名度的优势，成为森马电商发展的重要优势。由于阿里自身在天猫上的品牌升级，森马作为传统龙头品牌一直以来获得了较为优惠的扣点。同时，在双十一等大型促销活动时，森马旗下森马和巴拉巴拉作为休闲装和童装的龙头，经常可以获得位置上的优势。这些优势叠加森马在线下本身极强的品牌效应，为森马电商的发展提供了极为便利的条件。

同时，森马电商借助森马在线下具有的强供应链优势，在线上产品中极具性价比。森马电商依托于森马的供应链体系，能够轻松覆盖线上的全部品类，为线上消费者提供其他淘品牌无法拥有的产品品质；另一方面，森马电商的存在，使得其能够为公司提供线上大量用户的消费记录供公司加以分析，来弥补线下的用户来去无痕难以提供营销信息的劣势，这为公司未来转型现货制提供了坚实的保障。

未来在强化线上性价比优势同时，开辟新的盈利模式。从产品构成来看森马电商的产品主要集中在：1) 库存清理（加盟商模式下公司线下童装、休闲装对加盟商都有一定退换货政策，主要依靠线上甩清）；2) 线上专供款，公司在线上主打 2 倍左右加价倍率、讲究性价比的爆款，目前两部分品类占比基本各半。在保证这两款业务继续稳健增

长的情况下，公司希望在电商已经达到近 50 亿体量的情况下尝试新的盈利模式，例如作为运营平台利用森马已有的品牌和流量优势整合已经适应现实供应链要求的工厂，为这些工厂提供销售渠道，目前这种新模式已经处于实验过程中。

5 业务拆分及未来业绩展望：17 年成人装转型调整完毕未来有望开始增长，童装与线上业务龙头地位稳固增长可期

三大业务板块中，森马线下业务有望企稳回升，巴拉线下及电商业务有望持续保持较快增长。从三块业务来看，（1）线下森马业务在 14 年开始调整供应链、提升产品竞争力后收入有所提升；在 15 年冬整体服装整体消费环境下滑、竞争加剧的情况下，线下森马收入在 16 年以及 17 年均预计有所下滑。但是在森马供应链二次调整完成、购物中心渠道拓展开始提速、整体服装消费环境开始复苏的多重利好下，森马线下成人装终端零售在 17 年四季度已经出现明显复苏迹象，我们认为在 18 年森马的线下业务有望恢复增长轨迹。

图表 6: 森马各项业务收入拆分

(单位: 百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
森马收入	7760.58	7063.47	7293.72	8147.13	9454.45	10667.17	11815.91	13754.23
YOY		-9.0%	3.3%	11.7%	16.0%	12.8%	10.8%	16.4%
线下森马业务	5586.51	4881.56	4454.40	4503.95	4709.03	4473.90	4147.77	4572.92
YOY		-12.6%	-8.8%	1.1%	4.6%	-5.0%	-7.3%	10.3%
线下巴拉巴拉业务	2052.79	2114.73	2411.54	2909.23	3443.07	3994.78	4542.97	5243.41
YOY		3.0%	14.0%	20.6%	18.3%	16.0%	13.7%	15.4%
电商业务			352.90	657.13	1206.92	2133.33	3333.33	4333.33
YOY				86.2%	83.7%	76.8%	56.2%	30.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所预测

（2）线下巴拉巴拉业务近年来一直保持着超过两位数的增速，我们认为随着婴幼儿童业务在近年的快速发展以及巴拉巴拉随着全国购物中心数量增加而推进的渠道布局，我们认为其依旧有望保持目前 15% 左右的收入增速。

（3）电商业务一直是森马近年最大的收入增长驱动力，随着其整体规模的不断扩大，我们认为其在 18 年增速可能会有所下降，基本与线上服装市场整体 30% 左右的增速持平。

因此，在拆分三块业务之后，我们预计森马服饰在明年有望保持超过 15% 的收入增速。

我们预计 18 年森马有望实现复苏式增长。（1）从毛利率来看，近年来随着毛利率较高的巴拉巴拉业务占比的逐渐提升，公司毛利率在近年保持了缓慢增长的状态，我们预计在目前位置公司毛利率基本会保持稳定。（2）从销售费用率和管理费用率来看，17 年由于销售增速的下滑我们预计销售费用率有所上升，之后我们预计公司整体费用率基本能保持稳定。（3）在资产减值损失方面，由于 17 年森马线下业务依旧处于调整阶段，我们预期全年由于库存及应收账款的处理，会产生较高的资产减值损失进而拖累业绩。

(4) 我们预计, 在 18 年随着收入上升带来的费用率下降, 以及资产减值损失的稳定, 公司全年业绩有望出现复苏式增长。

图表 7: 森马净利润预测

(单位: 百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
毛利率	37.4%	33.8%	35.3%	36.1%	37.7%	38.4%	38.2%	38.3%
销售费用率	11.6%	15.0%	12.6%	11.3%	11.8%	13.6%	15.6%	14.2%
管理费用率	2.9%	3.2%	3.6%	3.8%	4.1%	5.2%	5.7%	5.3%
资产减值损失	162.2	182.8	282.2	365.3	404.7	289.7	468.3	471.0
净利润	1223.4	760.8	902.0	1092.3	1349.2	1426.5	1150.1	1611.2
YOY	22.3%	-37.8%	18.6%	21.1%	23.5%	5.7%	-19.3%	40.0%
净利润率	15.8%	10.8%	12.4%	13.4%	14.3%	13.4%	9.8%	11.7%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

从周转情况来看, 森马在应收和存货上在 17 年由于整体线下业务的下滑均出现了绝对值上升, 周转速度下降的问题。然而在 18 年我们预计随着森马线下业务的回暖以及公司供应链调整和买手团队搭建后对市场需求变化应对能力的提升, 公司整体周转能力有望获得提升。

图表 8: 森马周转情况

(单位: 百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
应收账款	735.88	656.07	615.96	1,076.52	1,530.59	1,944.27	2617.1	2731.1
应收账款周转率	16.9	10.1	11.5	9.6	7.3	6.1	5.2	5.2
存货	1,096.47	1,084.87	921.92	1,034.29	1,595.82	2,203.12	2325.4	2776.7
存货周转率	4.6	4.3	4.7	5.3	4.5	3.5	3.4	3.5

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

从 ROE 角度来看, 17 年森马的 ROE 水平我们预计会受累于应收、存货上升导致的利润率和周转率的下降会出现一定程度的下滑, 但是我们预计随着 17 年存货的充分计提, 森马 ROE 水平有望在 18 年随着净利率的恢复回升至正常水平。

图表 9: 森马 ROE 分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
ROE	25.1%	9.8%	11.3%	13.2%	15.2%	14.8%	11.4%	15.1%
净利率	15.8%	10.8%	12.4%	13.4%	14.2%	13.2%	9.8%	11.7%
资产周转率	1.23	0.77	0.77	0.81	0.86	0.87	0.89	0.97
权益乘数	1.29	1.18	1.19	1.21	1.24	1.28	1.31	1.33

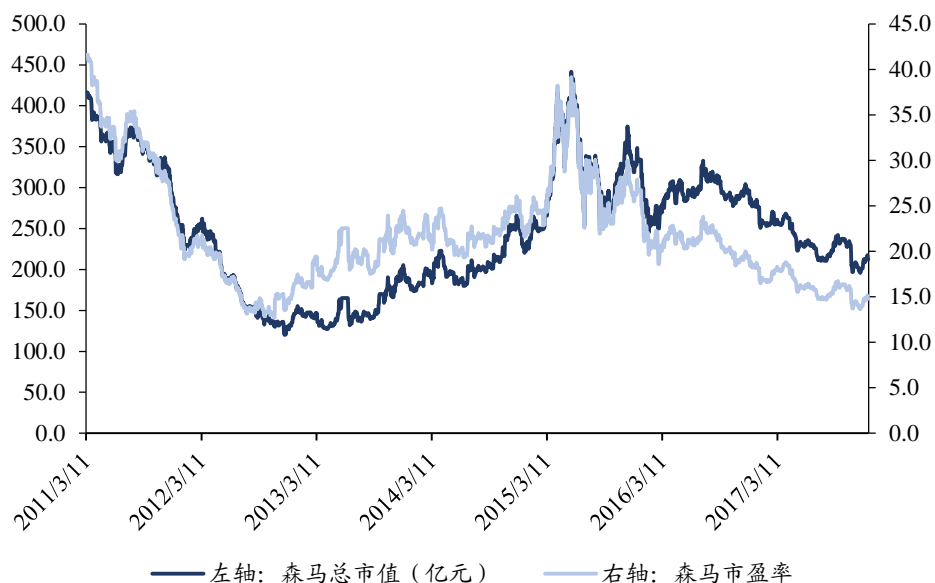
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

6 投资建议: 估值处于历史低点, 业绩逐步复苏下投资价值已现

公司目前市值与估值均处于历史低点, 未来前景看好维持买入评级。由于 16~17 年整体线下销售环境不利以及森马线下成人装再次进入调整阶段, 森马的市值与估值在 16 年以来持续下跌目前 PE TTM 不到 15 倍。我们预计在公司线下成人装业务逐步复苏, 其余业务稳步推进的情况下, 公司在 18 年有望迎来恢复性增长。我们预计公司 17/18/19 净利润分别为 11.5 亿/16.1 亿/19.5 亿, 增速分别为 -19.3%/40.0%/21.3%, 对应估值

18.5X/13.2X/10.9X，在公司目前估值低于历史均值同时未来业绩有望恢复增长的情况下，我们认为在当前时点具备投资价值，维持“买入”评级！

图表 10: 森马总市值与市盈率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

7 风险提示

终端需求不及预期: 消费环境快速变化对森马的休闲装业务造成一定冲击，市场需求的持续变化导致休闲装终端需求增长不及预期；我国生育意愿下降导致童装终端需求增长不及预期；宏观经济不佳导致服装终端需求增长不及预期。

新渠道拓展进度不及预期: 进驻一、二线城市难以对购物中心在引流成本上带来明显优势，与购物中心沟通不畅，渠道扩张运营管理效率低等因素导致新渠道拓展进度不及预期。

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	9412.9	10958.9	12372.8	营业收入	10667.2	11775.9	13804.4	16189.8
现金	2441.2	2026.5	2906.2	3229.1	营业成本	6574.9	7275.1	8521.8	10000.0
应收款项	1944.3	2617.1	2731.1	3559.3	营业税金及附加	88.4	90.4	105.2	127.3
存货	2203.1	2325.4	2776.7	3038.3	销售费用	1455.4	1835.9	1958.8	2232.6
其他	2142.0	2200.0	2300.0	2300.0	管理费用	551.6	671.6	725.7	851.1
非流动资产	3972.3	3951.2	4014.9	4039.4	财务费用	(72.6)	(60.2)	(86.4)	(96.0)
长期股权投资	12.2	12.2	12.2	12.2	投资净收益	86.7	40.0	40.0	40.0
固定资产	1186.2	1126.9	1064.7	1002.6	其他	116.3	388.3	391.0	428.4
无形资产	468.0	458.9	449.8	440.7	营业利润	1866.4	1534.8	2148.3	2606.4
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	13364.1	14973.8	16412.2	利润总额	1875.8	1534.8	2148.3	2606.4
流动负债	2307.3	2519.1	2979.7	3317.3	所得税费用	473.5	383.7	537.1	651.6
短期借款	30.0	1.0	2.0	3.0	少数股东损益	(24.2)	0.0	0.0	0.0
应付账款	1216.2	1444.4	1834.7	2136.7	归属母公司净利润	1426.5	1151.1	1611.2	1954.8
其他	8.0	1.0	2.0	3.0	EBIT	2085.2	1993.3	2598.1	3106.1
非流动负债	641.9	665.5	779.9	894.6	EBITDA	2272.6	2038.3	2643.1	3151.1
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	3184.6	3759.6	4212.0	每股收益(元)	0.53	0.427	0.598	0.726
少数股东权益	5.8	1.0	2.0	3.0	每股净资产(元)	3.71	3.78	4.16	4.53
归属母公司股东权益	9993.1	10179.5	11214.2	12200.2	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	13364.1	14973.8	16412.2	ROIC(%)	15.5%	14.7%	17.4%	19.1%
					ROE(%)	14.8%	11.4%	15.1%	16.7%
					毛利率(%)	38.4%	38.2%	38.3%	38.2%
					EBIT Margin(%)	19.5%	16.9%	18.8%	19.2%
					销售净利率(%)	13.4%	9.8%	11.7%	12.1%
					资产负债率(%)	22.8%	23.8%	25.1%	25.7%
					收入增长率(%)	12.8%	10.4%	17.2%	17.3%
					净利润增长率(%)	5.7%	-19.3%	40.0%	21.3%
					P/E	14.9	18.5	13.2	10.9
					P/B	2.13	2.09	1.90	1.74
					EV/EBITDA	9.4	10.4	8.0	6.7

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>

