

# 森马服饰(002563)

## 森马服饰：牵手北美第一大全年龄段童装零售 售商，管理输出迈出第一步

买入(维持)

2018年03月20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  
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

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

### 事件：

公司 20 日晚间发布公告，与北美第一大全年龄段童装零售商 THE CHILDREN'S PLACE 签署战略合作协议，其中：

1) 协议期内，THE CHILDREN'S PLACE 授权公司在指定区域内使用其商标、其他知识产权和专有技术，公司将从 THE CHILDREN'S PLACE 采购产品，同时为满足中国市场需求，公司将进行自主设计开发、生产和销售。

2) 在指定区域内，公司将通过直营、零售商及电子商务全渠道方式开展业务，公司将按照营业收入的一定比例向 THE CHILDREN'S PLACE 支付许可费。

3) 协议期限分为三个阶段：第一阶段 5 年，第二阶段 5 年，第三阶段 10 年。

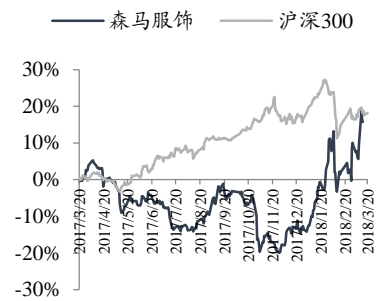
### 投资要点：

■ 牵手北美最大全年龄段童装零售商，全授权+全渠道运营，凸显森马在童装类目运营方面话语权，成为公司输出品牌管理经验的第一步。

本次战略合作方 THE CHILDREN'S PLACE 是北美地区规模最大的全年龄（0-14 岁）童装零售商，旗下拥有“The Children's Place,”“Place” and “Baby Place”等品牌，销售高性价比大众童装、鞋类及配饰（详见图表 2）。2017 财年（2017/1/23-2018/2/3），其销售收入达到 18.7 亿美元（同增 4.8%，约合 118.3 亿人民币），经营利润 0.85 亿美元（约合 5.4 亿人民币，净利润率 4.5%），目前，其在美加地区拥有 1014 个网点（包括直营及加盟，平均门店面积在 430 m<sup>2</sup>），并在 19 个国家拥有 190 个国际授权业务网点，合计渠道超过 1200 家，作为成立于 1969 年的老牌童装企业，其品牌运营、设计研发、供应链管理、销售管理等方面皆具有世界领先水平

全授权+全渠道运营合作，体现森马在童装类目运营能力受到同业高度认可和信赖，授权业务有望成为森马童装又一增长动力：根据 THE CHILDREN'S PLACE 发布在官网上的合作通稿，森马童装目前在全国运营 4400 家门店，并且天猫、京东、唯品会等第三方平台电商业务呈现迅猛增速，本身作为国内童装市占率第一的品牌具有突出的产品设计、供应链、渠道及零售管理优势，本次合作，森马将全权负责 THE CHILDREN'S PLACE 在大中华区（中国大陆及港澳台）的全渠道业务拓展，包括开设 300 家 THE CHILDREN'S PLACE 线下门店（直营及加盟），以及电商渠道业务拓展，争取 5 年内零售收入规模达到 1.25-1.5 亿美元（约合 8-9.5 亿人民币）。考虑森马本身已经是零售规模过百亿的童装龙头，THE CHILDREN'S PLACE 的授权业务成为公司输出优秀运营管理经验的第一步，未来有望成为森马童装的又一增长动力。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.48
一年最低/最高价	7.19/10.92
市净率(倍)	2.82
流通 A 股市值(百万元)	19,272

### 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

- 森马服饰 17 业绩快报：调整到位、蓄势待发-20180227
- 森马服饰深度：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-20171224
- 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
- 森马服饰半年报：知名 IP+优质供应链，森马电商持续 50%+高速增长成最大亮点-20170829

## ■ 投资建议及盈利预测:

**17 业绩快报利空出尽, 18 年电商、童装持续强劲, 休闲装 6 年磨一剑调整到位重启开店计划, 看好 18 年业绩反弹, 继续坚定推荐!**

公司电商、童装持续强劲, 2017 年电商零售端收入超过 50 亿元 (16 年为 30 亿元), 凭借渠道影响力和供应链上的巨大优势, 电商未来将延续高速增长势头; 巴拉巴拉作为国内童装市占率第一品牌强者恒强, 渠道铺设顺畅、购物中心数量有望在 2018 年冲击 1500 家, 且 0-3 岁婴童线产品在 2017 年展现爆发式增长, 为童装 2018 年增长提供动能, 本次与 THE CHILDREN'S PLACE 强强联手更凸显公司管理实力。

休闲装方面, 经历 2013 年以来供应链、产品开发及订货改革, 17 年调整到位; 在 18 年订货改革的落实及加盟商队伍持续优化背景下, 休闲装预计将以标准店 (200-500 平方米) 为核心开展全渠道 (购物中心/百货/街边店/奥莱店) 拓店, 重启外延增长, 预期休闲装 2018 年将释放活力。

我们预计公司 17/18/19 年归母净利润规模至 11.3/16.1/19.2 亿元, 同比增长-21.0%/43.2%/19.3%, 对应当前市值 PE 为 25.1/17.5/14.7 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 18 年股息率达到 3.4%, 作为白龙马龙头仍具有低估值高分红属性 (公司账上现金充足, 17Q3 货币资金+其他流动资产达到 36.76 亿元)。在渠道与供应链集中度逐步提升的背景下, 公司作为线下龙头品牌, 自身调整到位, 有望步入新的发展阶段, 维持“买入”评级。










■ **风险提示:** 渠道扩张不及预期、同店增长不及预期、线上业务增长不及预期、存货去化不畅导致减值增加。

图表 1: 森马服饰季度经营数据

	2016-03-31	2016-06-30	2016-09-30	2016-12-31	2017-03-31	2017-06-30	2017-09-30
营业总收入(百万元)	1,923.01	1,956.25	3,244.54	3,543.36	2,066.59	2,366.49	3,609.16
YOY	16.15%	14.15%	15.88%	7.86%	7.47%	20.97%	11.24%
毛利率	36.87%	39.55%	38.62%	38.28%	42.09%	38.53%	36.97%
销售费用(百万元)	271.01	320.65	387.15	476.59	376.32	409.73	423.37
销售费用率	14.09%	16.39%	11.93%	13.45%	18.21%	17.31%	11.73%
管理费用(百万元)	82.46	96.67	145.72	226.79	136.03	108.02	133.38
管理费用率	4.29%	4.94%	4.49%	6.40%	6.58%	4.56%	3.70%
财务费用(百万元)	-26.64	-20.08	-17.10	-8.73	-12.97	-34.23	-10.87
财务费用率	-1.39%	-1.03%	-0.53%	-0.25%	-0.63%	-1.45%	-0.30%
期间费用率	17.00%	20.31%	15.90%	19.60%	24.16%	20.43%	15.12%
归母净利润(百万元)	244.45	268.12	489.39	424.54	252.18	281.73	478.17
YOY	24.53%	18.47%	20.48%	-18.43%	3.16%	5.08%	-2.29%
归母净利润率	12.71%	13.71%	15.08%	11.98%	12.20%	11.90%	13.25%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: THE CHILDREN'S PLACE 服装设计及定价 (男童、女童、婴幼儿)

NEW!	NEW!	NEW!
 <p>Boys Ramones Short Sleeve Band Graphic Tee</p> <p><b>\$6.78</b> Was: \$16.95</p>	 <p>Boys The Doors Short Sleeve Band Graphic Tee</p> <p><b>\$6.78</b> Was: \$16.95</p>	 <p>Boys Aerosmith Short Sleeve Band Graphic Tee</p> <p><b>\$6.78</b> Was: \$16.95</p>
 <p>Girls Sleeveless Crochet Lace To Floral Belted Woven Dress</p> <p><b>\$15.98</b> Was: \$39.95</p>	 <p>Girls Sleeveless Sparkle Foil Butterfly Print Mesh Belted Woven Dress</p> <p><b>\$15.98</b> Was: \$39.95</p>	 <p>Girls Sleeveless Lace To Rose Print Belted Woven Dress</p> <p><b>\$9.99</b> Was: \$39.95</p>
 <p>Unisex Baby Counting Sheep Take-Home 4-Piece Set</p> <p><b>\$13.18</b> Was: \$32.95</p>	 <p>Unisex Baby Counting Sheep Printed Sleep-And-Play And Cloud Sheep Bib Set</p> <p><b>\$9.98</b></p>	 <p>Unisex Baby Counting Sheep Printed Sleep-And-Play And '123456' Bib Set</p> <p><b>\$9.98</b> Was: \$24.95</p>

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

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
<b>流动资产</b>	<b>8975.8</b>	<b>9660.0</b>	<b>11184.1</b>	<b>12652.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>10667.2</b>	<b>12085.7</b>	<b>14203.4</b>	<b>16532.9</b>
现金	2441.2	1991.4	3053.2	3273.2	营业成本	6574.9	7496.0	8818.7	10276.6
应收款项	1944.3	2740.3	2765.9	3660.0	营业税金及附加	88.4	92.8	108.2	130.0
存货	2203.1	2484.4	2820.0	3173.0	销售费用	1455.4	1884.2	1987.1	2246.8
其他	2142.0	2200.0	2300.0	2300.0	管理费用	551.6	713.5	788.8	918.1
<b>非流动资产</b>	<b>3972.3</b>	<b>3961.8</b>	<b>4028.5</b>	<b>4051.1</b>	财务费用	(72.6)	(59.2)	(90.8)	(97.3)
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	415.5	397.9	448.4
无形资产	468.0	458.9	449.8	440.7	<b>营业利润</b>	<b>1866.4</b>	<b>1503.0</b>	<b>2153.5</b>	<b>2570.2</b>
其他	58.0	58.0	58.0	58.0	营业外净收支	9.4	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>12948.1</b>	<b>13621.8</b>	<b>15212.5</b>	<b>16703.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>1875.8</b>	<b>1503.0</b>	<b>2153.5</b>	<b>2570.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>2307.3</b>	<b>2628.0</b>	<b>3023.7</b>	<b>3416.4</b>	所得税费用	473.5	375.8	538.4	642.6
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	1544.8	1872.4	2227.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1426.5</b>	<b>1126.3</b>	<b>1613.1</b>	<b>1924.7</b>
其他	8.0	1.0	2.0	3.0	EBIT	2085.2	1992.1	2608.9	3091.3
<b>非流动负债</b>	<b>641.9</b>	<b>838.1</b>	<b>982.2</b>	<b>1122.6</b>	EBITDA	2272.6	2038.3	2655.0	3137.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	22.9	24.8	33.1	27.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2949.2</b>	<b>3466.1</b>	<b>4005.9</b>	<b>4538.9</b>	每股收益(元)	0.53	0.42	0.60	0.71
少数股东权益	5.8	1.0	2.0	3.0	每股净资产(元)	3.71	3.77	4.16	4.52
归属母公司股东权益	9993.1	10155.7	11206.6	12164.4	发行在外股份(百万股)	2693.8	2693.8	2693.8	2693.8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12948.1</b>	<b>13621.8</b>	<b>15212.5</b>	<b>16703.3</b>	ROIC(%)	15.5%	14.7%	17.5%	19.1%
					ROE(%)	14.8%	11.2%	15.1%	16.5%
					毛利率(%)	38.4%	38.0%	37.9%	37.8%
					EBIT Margin(%)	19.5%	16.5%	18.4%	18.7%
					销售净利率(%)	13.4%	9.3%	11.4%	11.6%
					资产负债率(%)	22.8%	25.4%	26.3%	27.2%
					收入增长率(%)	12.8%	13.3%	17.5%	16.4%
					净利润增长率(%)	5.7%	-21.0%	43.2%	19.3%
					P/E	19.8	25.1	17.5	14.7
					P/B	2.82	2.78	2.52	2.32
					EV/EBITDA	12.4	13.9	10.6	9.0

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>

