

森马服饰(002563)

森马服饰 17 年报&18 一季报: Q1 收入增速超 20%，现金流大幅改善成亮点

买入(维持)

2018 年 04 月 26 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:

公司公布 17 年报和 18 一季报, 其中, 2017 全年收入同增 12.74% 至 120.26 亿元, 归母净利同降 20.23% 至 11.38 亿元, 经营活动现金净流量大增 155.54% 至 21.91 亿元, 具体到 17Q4, 收入同增 12.44% 至 39.84 亿元, 归母净利同降 70.36% 至 1.26 亿元, 经营活动现金流净额同增 40.78% 至 15.62 亿元。

2018Q1 公司收入同增 21.57% 至 25.12 亿元, 归母净利同增 23.88% 至 3.12 亿元, 经营活动现金净流量大幅改善至 3.77 亿元 (去年同期-4208 万元)。

分红方面, 公司计划每 10 股派发现金股利 2.5 元, 派息比例 59%。另, 在发布业绩报告同时, 公司公布第二期限限制性股票激励计划以及第一期员工持股计划草案。

投资要点:

■ 18Q1 报表亮点丰富, 电商、童装高增加之休闲装线下重新焕发活力, 18Q1 收入/利润增速双双超 20%。18Q1 来看收入高增 21.57% 至 25.12 亿元, 我们估计线上维持 30% 以上增速同时线下童装/休闲装增速达到 20%/双位数。虽然在逐步收回订货权力过程中, 公司适当放宽部分款式退货比例使得存货有所增长, 致资产减值损失同增 88% 至 7455 万元, 但归母净利在此基础上仍实现同增 24% 至 3.12 亿元。

■ 18Q1 现金流大幅改善成为最大亮点, 验证回款顺畅、销售焕发活力。与收入的高速增长相匹配, 公司 18Q1 周转情况相较去年同期明显向好, 应收账款周转天数同降 26 天至 45 天, 存货周转天数同降 27 天至 142 天, 尤其值得注意的是经营性现金流净额 3.77 亿元 (去年同期-4208 万元), 现金流大幅改善凸显回款良好、销售焕发活力, 验证在电商、童装持续蓬勃发展同时休闲装也迎来发力阶段。

■ 公布二期股权激励及首期员工持股计划, 涉及包括童装及电商业务负责人在内的多位高管及大量核心业务骨干, 彰显对公司发展坚定信心: 二期股权激励方面, 拟以 5.05 元/股价格授予 513 名公司核心骨干 1447 万股股票 (占总股本 0.54%), 解锁条件为以 17 年为基准, 18/19/20 年收入增速不低于 15%/32%/52%, 归母净利增速不低于 25%/44%/65%; 一期员工持股计划方面, 拟向包括徐波 (童装负责人)、江少勇、邵飞春 (电商负责人)、陈新生、宗惠春等高管及 93 名中层管理人员及核心骨干募集 1.198 亿元进行员工持股, 锁定期 1 年。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	9.95
一年最低/最高价	7.19/10.92
市净率 (倍)	2.57
流通 A 股市值 (百万元)	18,298

基础数据

每股净资产 (元)	3.87
资产负债率 (%)	24.75
总股本 (百万股)	2,689
流通 A 股 (百万股)	1,839

相关研究

1. 森马服饰 17 业绩快报点评: 调整到位、蓄势待发
2. 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
3. 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
4. 森马服饰半年报: 知名 IP+优质供应链, 森马电商持续 50%+高增长成最大亮点-20170829

■ **回顾 2017 年报：调整到位、蓄势待发。**2017 年公司收入同增 12.74% 至 120.26 亿元，其中：

1) **电商业务迅猛发展：**2017 年 GMV 超 50 亿，报表收入同增 40.5% 至 31.24 亿元，收入占比达到 26%，2012 年起步的电商业务持续保持高速发展态势，未来将继续通过多品牌、多渠道、多模式战略发展，并进一步通过推行时尚合伙人计划实现线上线下业务融合。

2) **童装持续强势：**17 收入同增 26.4% 至 63.2 亿元，收入占比 53% 超过休闲装，线上高增外，线下渠道数量净增 217 家至 4795 家，总面积增长 13.8% 至 69.8 万 m²，单店面积增长 8.7% 至 146 m²，单店面积提升主要与购物中心和奥莱店数量增加有关。

3) **休闲装线上高增线下 17 年渠道调整逐步到位、为 18 年重启全渠道扩张蓄势：**17 年休闲装收入同增 0.6% 至 56.3 亿元，线上高增长，线下渠道数量净减 46 家至 3628 家，总面积增长 3.2% 至 80.4 万 m²，单店面积增 4.5% 至 222 m²，2018 年重新启动全渠道门店扩张，我们预计线下可贡献双位数增长。

■ **分渠道来看 17 线下：单店面积持续扩充、渠道调整继续。**公司直营/加盟单店面积同增 17%/5% 至 198/177 m²，直营单店收入/加盟单店出货同比增长 9.5%/1.2% 至 215/95 万元/店（排名前 10 的直营店铺单店平均收入/平效达到为 2427 万元/1.38 万元/m²），平效方面，由于 2017 休闲装门店仍在渠道调整中，直营/加盟单店平效同比降 6.6%/3.3% 至 1.09/0.54 万元/m²。

图表 1：公司线下直营加盟单店情况拆解

	直营			加盟			线下合计		
	2016	2017	YOY	2016	2017	YOY	2016	2017	YOY
总收入（亿元）	11.74	14.63	24.57%	72.00	73.72	2.38%	83.75	88.35	5.49%
总面积（万 m ² ）	10.10	13.46	33.29%	129.15	136.76	5.89%	139.25	150.22	7.88%
总店数	597	679	13.74%	7,655	7,744	1.16%	8,252	8,423	2.07%
平均单店面积（m ² ）	169.17	198.26	17.20%	168.71	176.60	4.67%	168.74	178.34	5.69%
平均单店收入（万元）	196.68	215.42	9.53%	94.06	95.19	1.20%	101.49	104.89	3.35%
平均平效（万元/平米）	1.16	1.09	-6.55%	0.56	0.54	-3.31%	0.60	0.59	-2.21%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

■ **17 归母净利同降 20.23% 至 11.38 亿元，一方面来自休闲装库存处理带来的综合毛利率下降（休闲装毛利率同降 5.49pp 至 29.31%），另一方面来自：**

1) **销售及管理费用增长：**销售费用方面，电商发展及加强对加盟商支持力度带来 17 年销售费用同增 21.2% 至 17.6 亿元，另一方面，公司在 2017 年在原有 4 季传统订货会基础上增开 4 季网络订货会以完善产品组合、提升款式适销性，并针对购物中心渠道成立专门小组进行设计组货，带来研发费用上升，同时人员薪酬亦有所提升，导致管理费用同增 15.8% 至 6.4 亿元。

2) **逐步收回订货权力，阵痛期过季存货增加导致资产减值损失相应增加：**公司 2016Q4 开始实行现货制改革并逐步尝试将部分订货权力收回公司（对于部分公司希望推广的货品，将对经销商进行订货指导并给予适当退货比例放款），此举有利于公司在渠道推广完善的产品组合提升零售管理效率，并有效避免订单零碎化从而保证供应链效率，但与此同时公司存货规模同增 8.22% 至 23.84 亿元，带来资产减值损失中的存货减值损失增长 31% 至 4.34 亿元。我们认为随着公司休闲装改革推进，当前的 8 季（逐渐增加至 12 季）订货制度叠加公司订货主导力增强有利于公司零售管理和供应链效率的长期提升，转型阵痛过后 18 年存货增长有望得到有效控制、运营效率有望上一个台阶。

图表 2：森马服饰财务摘要（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2016	2017
营业收入	2,066.59	2,366.49	3,609.16	3,984.05	2,512.40	10,667.17	12,026.30
YOY	7.47%	20.97%	11.24%	12.44%	21.57%	12.83%	12.74%
毛利率	42.09%	38.53%	36.97%	28.98%	39.09%	38.36%	35.51%

期间费用率	24.16%	20.43%	15.12%	19.93%	20.43%	18.13%	19.32%
销售费用	376.32	409.73	423.37	554.02	438.72	1,455.39	1,763.44
/总收入	18.21%	17.31%	11.73%	13.91%	17.46%	13.64%	14.66%
管理费用	136.03	108.02	133.38	261.39	122.18	551.64	638.83
/总收入	6.58%	4.56%	3.70%	6.56%	4.86%	5.17%	5.31%
财务费用	-12.97	-34.23	-10.87	-21.23	-47.64	-72.56	-79.29
/总收入	-0.63%	-1.45%	-0.30%	-0.53%	-1.90%	-0.68%	-0.66%
资产减值损失	39.63	72.71	85.81	267.86	74.55	289.70	466.00
/总收入	1.92%	3.07%	2.38%	6.72%	2.97%	2.72%	3.87%
利润总额	331.87	379.91	682.92	119.09	408.23	1,875.77	1,513.79
YOY	0.33%	16.60%	-1.18%	-77.45%	23.01%	3.71%	-19.30%
所得税率	24.3%	27.0%	30.5%	-7.0%	24.6%	25.2%	25.3%
归母净利润	252.18	281.73	478.17	125.85	312.39	1,426.51	1,137.93
YOY	3.16%	5.08%	-2.29%	-70.36%	23.88%	5.73%	-20.23%
净利率	12.20%	11.90%	13.25%	3.16%	12.43%	13.37%	9.46%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ **17年现金流大幅改善，良好周转情况延续至Q1。** 逐步收回订货权力加大配货比例，加之多品牌发展战略带来销售备货增长需求，17年存货周转天数较16年同期略延长2天至106天，但应收账款受益加强对经销商授信管理，周转天数下降8天至50天，受益于应收账款周转改善以及优化采购资金支付，17年公司经营性现金流大幅改善，同比增155.54%至21.91亿元，良好现金流情况延续至Q1。

图表 3：公司周转情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2017Q1	2018Q1
存货周转天数	76.60	67.60	80.33	104.00	106.47	168.60	142.00
应收账款周转天数	31.39	37.39	49.64	58.64	50.39	71.45	45.22

数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 投资建议及盈利预测：

电商、童装持续强劲，休闲装6年磨一剑调整到位18年重启门店扩张，看好巩固童装地位并成为大众休闲装龙头品牌。

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。

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，预期休闲装未来将持续释放活力。

我们预计公司18/19/20年归母净利润规模至16.1/19.3/22.5亿元，同比增长41%/20%/16%，对应当前市值PE为17/14/12倍。考虑公司近三年股利支付率平均水平达到60%，预计2018年股息率达到3.6%，作为白龙马龙头仍具有低估值高分红属性。在行业需求向好、竞争格局改变、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。

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8948.0	9924.7	11852.4	13060.7	营业收入	12026.3	14557.2	17005.5	19594.3
现金	1286.6	1323.7	2286.4	2844.1	营业成本	7755.7	9228.9	10792.6	12441.6
应收款项	1422.1	1817.6	2231.0	2438.0	营业税金及附加	83.1	107.2	127.9	142.3
存货	2384.3	2853.7	3411.2	3790.0	销售费用	1763.4	1992.9	2283.8	2631.5
其他	3640.2	3640.0	3640.0	3640.0	管理费用	638.8	797.3	904.0	1021.4
非流动资产	4695.2	4671.8	4708.2	4740.5	财务费用	(79.3)	(81.6)	(140.9)	(175.3)
长期股权投资	10.1	10.1	10.1	10.1	投资净收益	79.2	80.0	80.0	80.0
固定资产	1115.2	1292.2	1449.6	1599.9	其他	274.2	286.4	375.9	453.2
无形资产	447.1	438.2	429.4	420.6	营业利润	1511.3	2146.0	2582.3	2999.6
其他	121.6	121.6	121.6	121.6	营业外净收支	2.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	13643.2	14596.5	16560.6	17801.2	利润总额	1513.8	2146.0	2582.3	2999.6
流动负债	2878.3	2691.9	3564.3	3579.5	所得税费用	383.3	536.5	645.6	749.9
短期借款	20.5	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(7.5)	2.0	3.0	3.0
应付账款	1898.1	1754.9	2551.7	2520.4	归属母公司净利润	1137.9	1607.5	1933.7	2246.7
其他	19.1	2.0	3.0	3.0	EBIT	1868.4	2538.1	3025.1	3499.8
非流动负债	647.4	856.2	977.9	1116.7	EBITDA	2051.6	2580.1	3074.1	3556.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	24.8	15.9	13.6	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	3525.8	3548.1	4542.1	4696.2	每股收益(元)	0.42	0.60	0.72	0.835
少数股东权益	16.0	2.0	3.0	3.0	每股净资产(元)	3.76	4.11	4.47	4.87
归属母公司股东权益	10101.4	11048.3	12018.5	13104.9	发行在外股份(百万股)	2689.5	2689.5	2689.5	2689.5
负债和股东权益总计	13643.2	14596.5	16560.6	17801.2	ROIC(%)	13.8%	17.2%	18.9%	20.0%
					ROE(%)	11.3%	15.2%	16.8%	17.9%
					毛利率(%)	35.5%	36.6%	36.5%	36.5%
					EBIT Margin(%)	15.5%	17.4%	17.8%	17.9%
					销售净利率(%)	9.5%	11.0%	11.4%	11.5%
					资产负债率(%)	25.8%	24.3%	27.4%	26.4%
					收入增长率(%)	12.7%	21.0%	16.8%	15.2%
					净利润增长率(%)	-20.2%	41.3%	20.3%	16.2%
					P/E	23.5	16.6	13.8	11.9
					P/B	2.65	2.42	2.23	2.04
					EV/EBITDA	13.1	10.4	8.7	7.5

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>

