

休闲装和童装双龙头，业绩强势复苏

投资要点

- **休闲服装和童装的绝对龙头，2018H1业绩强势回升。**2018年上半年公司实现销售收入55.3亿元，同比增长24.8%，实现归母净利润6.7亿元，同比增长25%。其中休闲服饰业务继续强势复苏，同比增长21.9%；童装业务继续维持高增长，同比增长27.7%。上半年，公司营运能力也显著改善，应收账款周转天数同比下降26天至38天，存货周转天数同比下降24天至133天。渠道方面，公司加快对线下渠道的调整，关闭不经济店铺，重点拓展购物中心等新型店铺，上半年公司线下销售收入38.9亿元，同比增长22.1%。电商业务则继续保持快速发展的态势。2018年1-6月电商主营业务收入为16.0亿元，增长率32.0%。
- **行业景气上行，公司库存、渠道调整到位，供应链提效，休闲服装增速重振。**从2016Q1开始，服装行业逐步走出库存危机，行业景气上行。森马的休闲服装业务的强势逆转一方面受益于行业整体向好趋势，另一方面由于公司此前对渠道的调整，关闭了一部分店效较低的门店，在购物中心和奥特莱斯开设门店，覆盖了包括购物中心、专卖店、百货店、奥特莱斯和电子商务平台的全渠道，2018H1新增门店数量转正，较2017年末增加254家店。
- **童装市场空间大，现阶段增速高、集中度低，森马童装增速稳定，通过并购可以覆盖中高端童装和进军海外市场，进一步奠定童装霸主地位。**我国的童装市场规模过去5年年均复合增速达到了8.6%，但目前童装市场集中度较低，CR10为11%，龙头企业有望受益集中度加强的趋势，进一步做大市场份额。森马的童装业务增速稳定，2018H1同比增长27.7%，新开门店186家。主打童装品牌巴拉巴拉市场占有率一直位于童装领域第一。为进一步拓展童装领域，占领童装市场的全等级，公司通过收购法国童装品牌Kidiliz和TCP的合作，能填补在高端童装领域的空白。
- **盈利预测与评级。**预计2018-2020年EPS分别为0.58元、0.71元、0.84元，对应PE为21倍、17倍、15倍。考虑到公司未来三年归母净利润复合增速为25%及存在龙头溢价，给予公司2018年25倍估值，对应目标价14.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**渠道调整或不及预期、去库存或不及预期、行业景气度或不及预期。

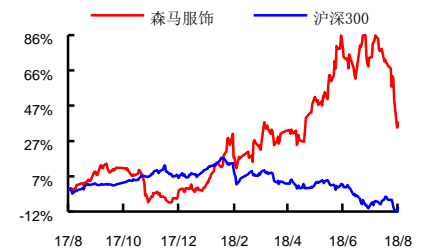
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12026.30	14523.50	17285.35	20369.35
增长率	12.74%	20.76%	19.02%	17.84%
归属母公司净利润(百万元)	1137.93	1566.92	1915.54	2252.09
增长率	-20.23%	37.70%	22.25%	17.57%
每股收益EPS(元)	0.42	0.58	0.71	0.84
净资产收益率ROE	11.17%	13.56%	14.58%	15.00%
PE	29	21	17	15
PB	3.31	2.92	2.56	2.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈雯琪
执业证号: S1250518010002
电话: 021-58351995
邮箱: swq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

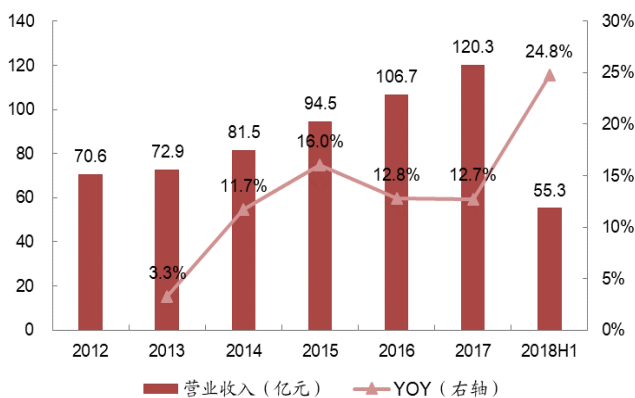
总股本(亿股)	26.86
流通A股(亿股)	18.39
52周内股价区间(元)	7.28-14.32
总市值(亿元)	285.21
总资产(亿元)	132.13
每股净资产(元)	3.76

相关研究

1 休闲服饰和童装双龙头，上半年业绩强势复苏

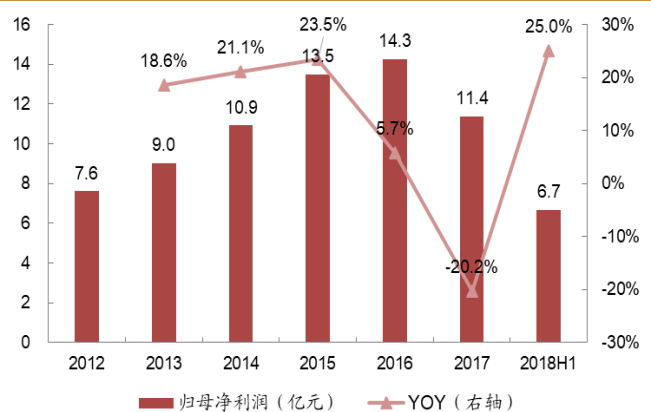
森马服饰在休闲服装和童装领域都是绝对龙头，2018H1 业绩强势回升。森马公司拥有两个主要品牌，大众休闲装品牌“森马”和中等价位的童装品牌“巴拉巴拉”童装品牌，森马品牌市场占有率、品牌知名度在国内休闲服市场名列前茅，巴拉巴拉品牌在品牌知名度、市场占有率、渠道规模等多项指标遥遥领先其他品牌，在国内童装市场位居第一。2018 年上半年公司营业总收入 55.3 亿元，同比增长 24.8%；主要的驱动因素是：休闲服装业务强势复苏，同比增长 21.9%；童装业务稳定增长，同比增长 27.7%；线上销售的快速发展，电商业务增速 32%；考虑到下半年“双十一”活动，电商业务增速有望进一步提高。

图 1：18H1 公司营业收入 55.3 亿元，同比增长 24.8%



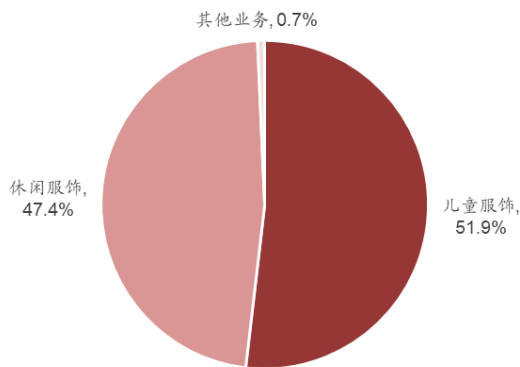
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：18H1 归母净利润 6.7 亿元，增速大幅提升



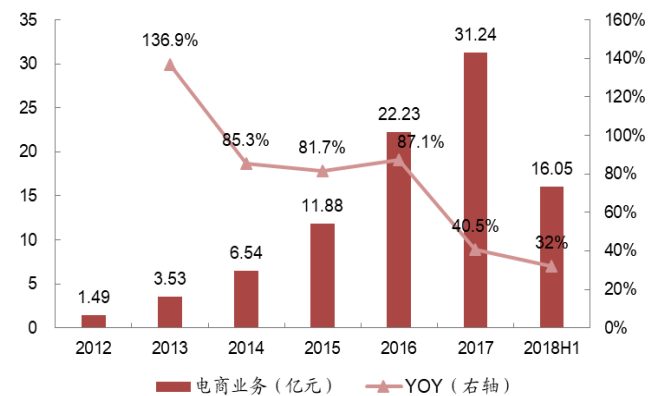
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2018H1 公司童装仍是主要收入来源



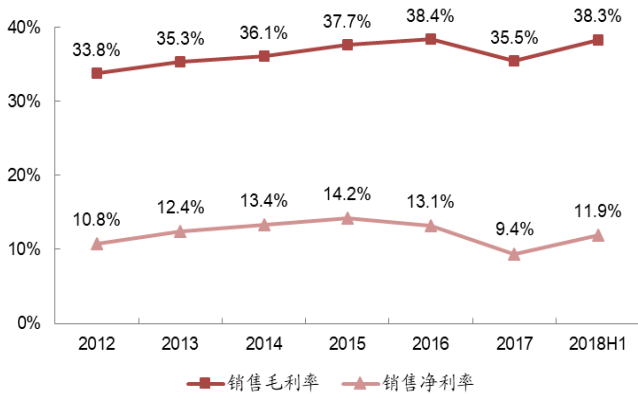
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：18H1 电商业务增速 32%

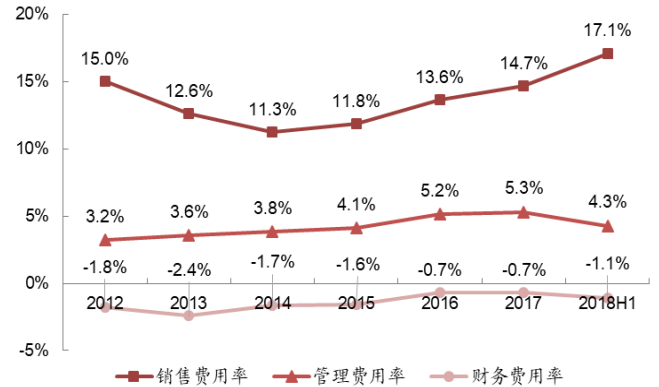


数据来源：Wind，西南证券整理

2018 上半年公司的毛利率较去年同期下降 1.8pp 到 38.3%，主要是因为休闲服饰毛利率下降 3.5pp，童装毛利率基本不变；伴随销售的增长，公司销售费用率和管理费用率分别下降 0.6pp 和 1.22pp 到 17.1% 和 4.3%，显示公司较强的控费能力。

图 5: 18H1 毛利率 38.3%，净利率 11.9%


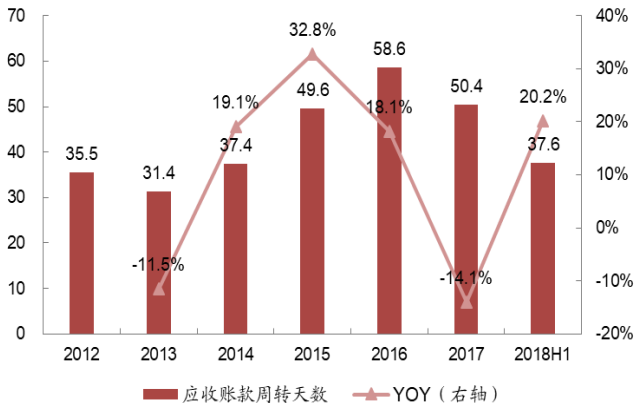
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 18H1 公司管销售和管理费用率有所降低


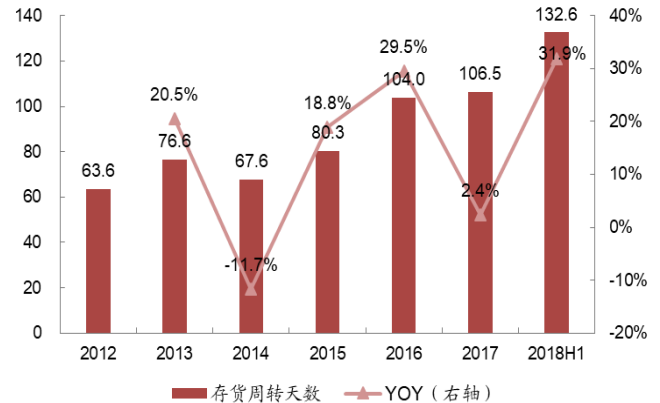
数据来源: Wind, 西南证券整理

18H1 公司营运能力显著改善。应收账款周转天数同比下降 26 天至 38 天，存货周转天数同比下降 24 天至 133 天。应收账款周转天数的减少和存货周转情况的改善显示公司资金回款状况极佳，逐步走出库存阴影，全品类全渠道焕发生机。

渠道方面，公司加快对线下渠道的调整，关闭不经济店铺，重点拓展购物中心等新型店铺，实现销售增长。2018 年 1-6 月，公司线下销售收入 38.9 亿元，同比增长 22.1%。公司电商业务则继续保持快速发展的态势。2018 年 1-6 月电商主营业务收入为 16.0 亿元，增长率 32.0%。截至 2018 年 6 月 30 日，公司已在全国各省、自治区及直辖市建立了 8,864 家线下门店，其中直营店 766 家，加盟店 8,098 家；同时，公司在淘宝、天猫、唯品会等国内知名电子商务平台建立了线上销售渠道。

图 7: 18H1 应收账款周转天数同比下降 26 天


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 18H1 存货周转天数同比下降 24 天


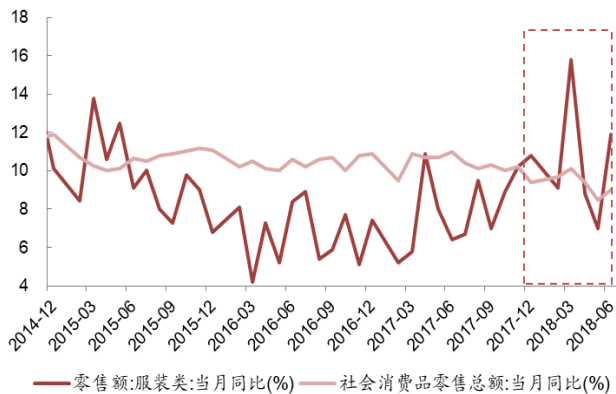
数据来源: Wind, 西南证券整理

2 服装行业整体回暖 童装景气程度高

2.1 服装行业整体回暖

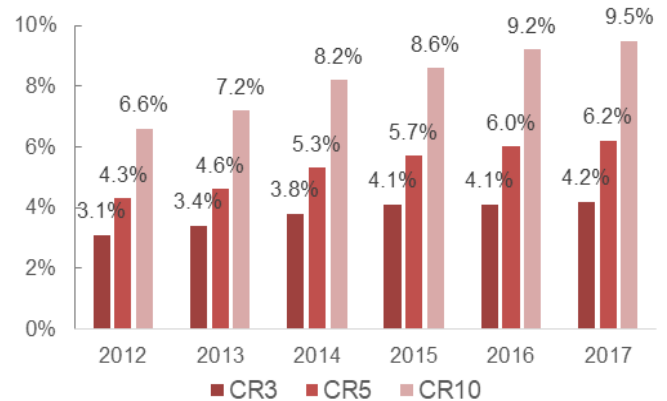
从 2016Q1 开始，服装行业逐步走出库存危机，行业景气上行。2018 年初开始，服装类的零售额同比增速开始超过社会消费品零售总额的当月同比增速，服装消费重振。行业整体需求好转的情况下，大众服饰品牌龙头去库存基本到位，供应链进一步完善，品牌力增强。此外，服装行业的一大趋势是集中度提升，2012 年到 2017 年间，CR3 从 3.1% 提升至 4.2%，CR5 从 4.3% 提升至 6.2%，CR10 从 6.6% 提升至 9.5%。但相较于美国 2017 年 CR10 为 21.2% 和日本 CR10 为 34.4%，我国的服装行业的竞争格局尚不明显，未来龙头企业还有广阔市场份额。

图 9：2018 年初服装类销售开始回暖



数据来源: Wind, 西南证券整理

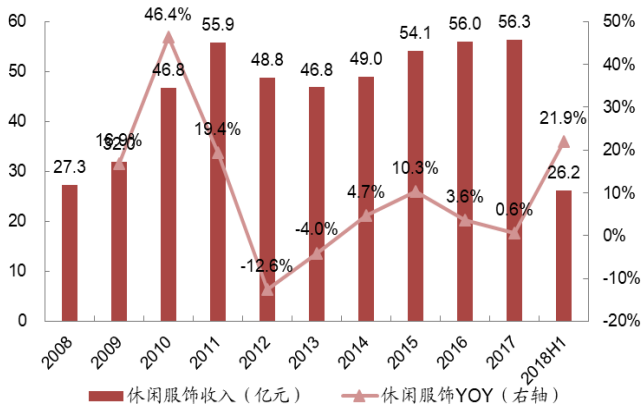
图 10：我国服装行业集中度逐步提高



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

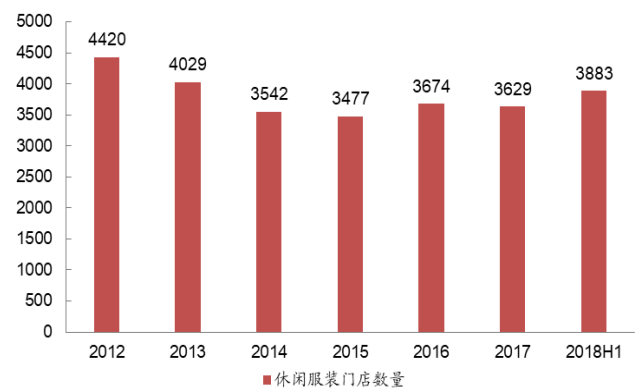
森马的休闲服装业务的强势逆转一方面受益于行业整体向好趋势，另一方面由于公司此前对渠道的调整，关闭了一部分店效较低的门店，在购物中心和奥特莱斯开设门店，覆盖了包括购物中心、专卖店、百货店、奥特莱斯和电子商务平台的全渠道，2018H1 新增门店数量转正，较 2017 年末增加 254 家店，真正反映销售的增长。

图 11：18H1 公司休闲服装业务强势复苏，增速达 21.9%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12：18H1 公司休闲服装门店新增门店数量转正

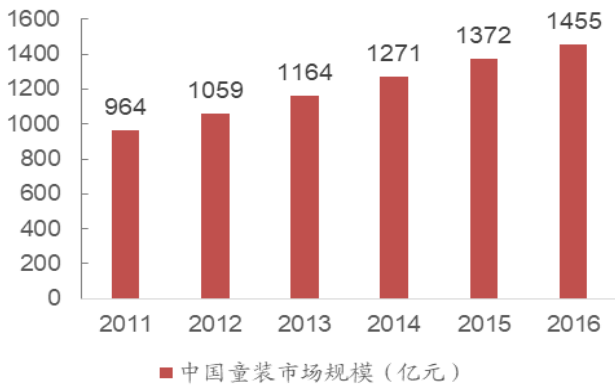


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 童装市场规模增长迅速

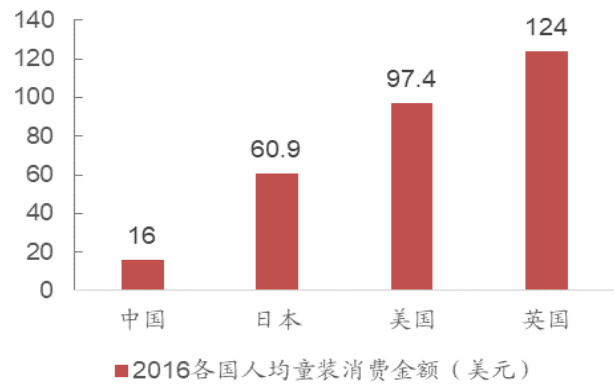
我国的童装市场规模已经由 2011 年的 964 亿上升到 2016 年的 1455 亿元，年均复合增速达到了 8.6%，预计 2016-2021 年童装行业的复合增速约为 6.3%。虽然增速较快，但到 2016 年，我国人均童装消费只有 16 美元，远不及美、日、英等发达国家。此外，目前童装市场集中度较低，CR10 为 11%，低于发达国家。因此国内童装行业增长空间大，龙头企业有望受益集中度加强的趋势，进一步做大市场份额。

图 13: 中国童装市场规模



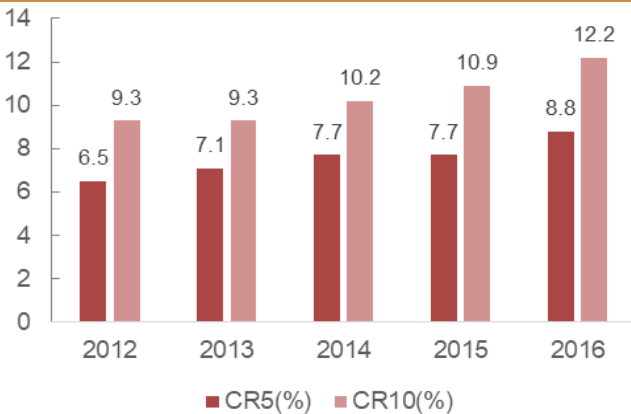
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 14: 中国人均童装消费远低于发达国家



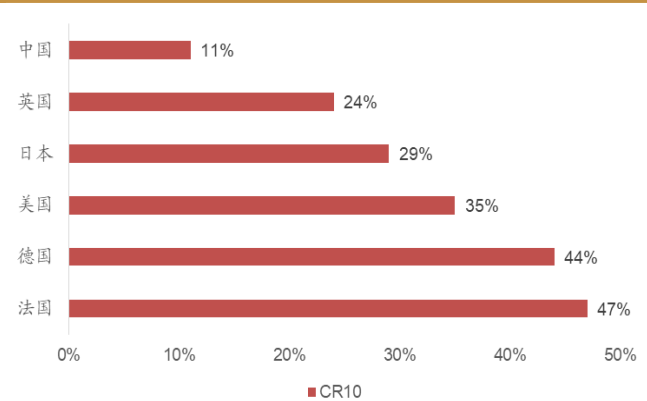
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 15: 中国童装市场集中度逐年提升



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

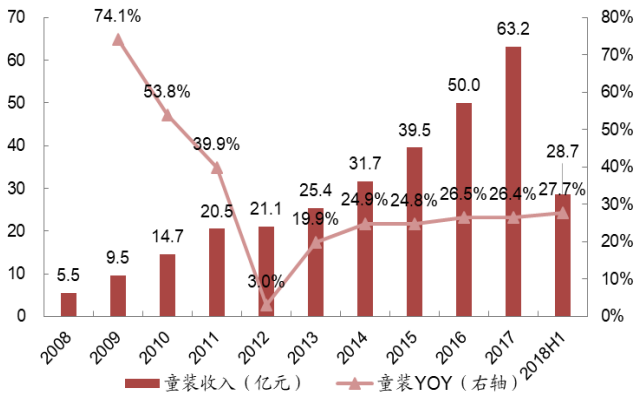
图 16: 中国童装市场集中度远低于发达国家



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

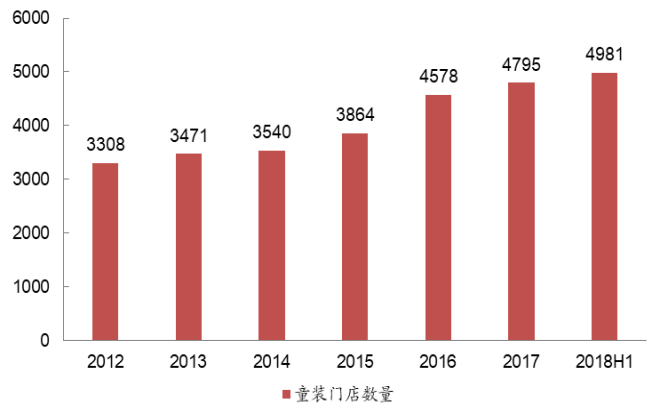
公司的童装业务增速稳定，2018H1 同比增长 27.7%，新开门店 186 家。主打童装品牌巴拉巴拉市场占有率一直位于童装领域第一。为进一步拓展童装领域，占领童装市场的全等级，公司于 2018 年 5 月拟用 1.1 亿欧元收购法国童装品牌 Kidiliz，来填补在高端童装领域的空白，开始向国际市场进军。Kidiliz 在全球有 8 家子公司，11000 个销售网点和 829 家门店，旗下品牌包括 KENZO kids, Levis Kids, Paul Smith Junior 等中高端知名品牌，若收购完成，则有望发挥公司童装多品牌的协同效应，大幅提高公司童装销售收入，奠定童装巨头无可撼动的地位。

图 17: 公司童装收入增速稳定



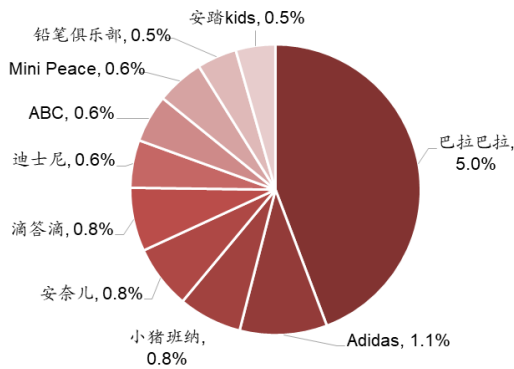
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 2018H1 新开童装门店 186 家



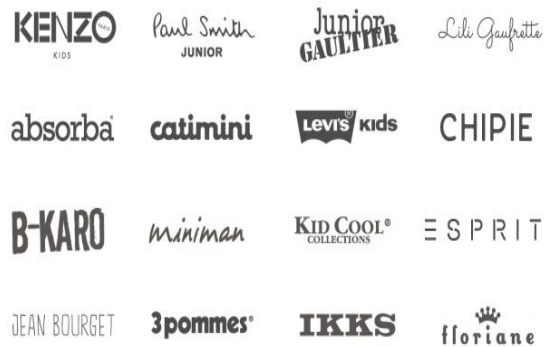
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 童装主品牌巴拉巴拉市占率第一



数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 20: Kidiliz 集团旗下多为中高端童装品牌



数据来源: Kidiliz 官网, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 儿童服饰收入增速稳中有降, 预计到 2020 年收入增速为 23%;

假设 2: 休闲服饰收入提速, 毛利率在 30%左右;

假设 3: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
儿童服饰	收入	6321.54	7965.14	9876.77	12148.43
	增速	26.4%	26.00%	24.00%	23.00%
	毛利率	41.5%	42.00%	42.00%	41.50%
休闲服饰	收入	5634.27	6479.41	7321.73	8127.12
	增速	0.6%	15.00%	13.00%	11.00%
	毛利率	29.3%	31.00%	31.00%	30.00%
其他业务	收入	70.49	78.95	86.84	93.79
	增速	8.2%	12.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	-8.1%	-2.00%	1.00%	2.00%
合计	收入	12026.30	14523.50	17285.35	20369.35
	增速	12.74%	20.76%	19.02%	17.84%
	毛利率	35.51%	36.85%	37.13%	36.73%

数据来源: Wind, 西南证券

表 2: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE		
				2017A	2018E	2019E
600398.SH	海澜之家	10.7	481.6	14.0	13.0	11.7
603877.SH	太平鸟	26.1	125.5	23.7	19.0	14.7
002875.SZ	安奈儿	17.5	23.15	29.0	28.1	22.6
行业平均	-	-	210.1	22.2	20.0	16.3
中位数	-	-	125.5	23.7	19.0	14.7

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12026.30	14523.50	17285.35	20369.35	净利润	1130.47	1551.17	1898.51	2231.20
营业成本	7755.67	9171.10	10866.50	12887.74	折旧与摊销	183.25	242.56	242.56	242.56
营业税金及附加	83.05	106.96	127.31	148.46	财务费用	-79.29	7.20	8.52	10.07
销售费用	1763.44	2080.25	2495.42	2932.95	资产减值损失	466.00	437.59	447.06	443.91
管理费用	638.83	735.13	892.51	1049.88	经营营运资本变动	-651.32	-1493.68	-1129.51	-1482.74
财务费用	-79.29	7.20	8.52	10.07	其他	1141.62	-546.31	-521.02	-528.71
资产减值损失	466.00	437.59	447.06	443.91	经营活动现金流净额	2190.73	198.53	946.12	916.27
投资收益	79.15	80.30	83.42	81.65	资本支出	-875.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-983.76	29.82	82.40	45.46
其他经营损益	0.00	2.00	3.00	3.00	投资活动现金流净额	-1859.49	29.82	82.40	45.46
营业利润	1511.29	2067.57	2534.44	2980.99	短期借款	-9.50	75.54	-96.04	0.00
其他非经营损益	2.50	8.83	7.21	5.93	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1513.79	2076.40	2541.65	2986.93	股权融资	-48.70	0.00	0.00	0.00
所得税	383.32	525.23	643.14	755.73	支付股利	-1006.09	-227.59	-313.38	-383.11
净利润	1130.47	1551.17	1898.51	2231.20	其他	21.47	89.47	48.24	50.23
少数股东损益	-7.45	-15.76	-17.03	-20.90	筹资活动现金流净额	-1042.82	-62.58	-361.19	-332.88
归属母公司股东净利润	1137.93	1566.92	1915.54	2252.09	现金流量净额	-711.58	165.77	667.33	628.85
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1286.58	1452.35	2119.68	2748.53	成长能力				
应收和预付款项	1636.94	2307.49	2612.89	3132.64	销售收入增长率	12.74%	20.76%	19.02%	17.84%
存货	2384.29	2935.35	3551.90	4301.40	营业利润增长率	-19.03%	36.81%	22.58%	17.62%
其他流动资产	3640.18	4396.04	5232.01	6165.49	净利润增长率	-19.38%	37.21%	22.39%	17.52%
长期股权投资	10.08	10.08	10.08	10.08	EBITDA 增长率	-18.47%	43.47%	20.20%	16.09%
投资性房地产	1264.15	1264.15	1264.15	1264.15	获利能力				
固定资产和在建工程	1959.92	1798.69	1637.47	1476.24	毛利率	35.51%	36.85%	37.13%	36.73%
无形资产和开发支出	484.29	418.00	351.71	285.42	三费率	19.32%	19.43%	19.65%	19.60%
其他非流动资产	976.78	1012.22	998.20	1019.35	净利率	9.40%	10.68%	10.98%	10.95%
资产总计	13643.21	15594.38	17778.11	20403.31	ROE	11.17%	13.56%	14.58%	15.00%
短期借款	20.50	96.04	0.00	0.00	ROA	8.29%	9.95%	10.68%	10.94%
应付和预收款项	2691.69	3120.52	3726.60	4405.50	ROIC	14.71%	18.00%	19.22%	19.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.43%	15.96%	16.11%	15.87%
其他负债	813.58	938.02	1026.58	1124.79	营运能力				
负债合计	3525.77	4154.58	4753.18	5530.29	总资产周转率	0.90	0.99	1.04	1.07
股本	2689.45	2689.45	2689.45	2689.45	固定资产周转率	10.45	14.04	19.79	28.60
资本公积	2499.89	2499.89	2499.89	2499.89	应收账款周转率	7.14	8.42	8.01	8.09
留存收益	4932.20	6271.53	7873.68	9742.67	存货周转率	2.84	2.93	2.94	2.94
归属母公司股东权益	10101.42	11439.54	13041.69	14910.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.40%	—	—	—
少数股东权益	16.02	0.26	-16.77	-37.66	资本结构				
股东权益合计	10117.44	11439.80	13024.93	14873.02	资产负债率	25.84%	26.64%	26.74%	27.10%
负债和股东权益合计	13643.21	15594.38	17778.11	20403.31	带息债务/总负债	0.58%	2.31%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.11	3.27	3.44	3.52
					速动比率	2.28	2.41	2.54	2.59
					股利支付率	88.41%	14.52%	16.36%	17.01%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1615.25	2317.33	2785.52	3233.61	每股收益	0.42	0.58	0.71	0.84
PE	29.38	21.34	17.46	14.85	每股净资产	3.76	4.26	4.86	5.55
PB	3.31	2.92	2.56	2.24	每股经营现金	0.82	0.07	0.35	0.34
PS	2.78	2.30	1.93	1.64	每股股利	0.37	0.08	0.12	0.14
EV/EBITDA	17.09	11.84	9.58	8.04					
股息率	3.01%	0.68%	0.94%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn