

推荐 (上调)

森马服饰 (002563) 深度报告

风险评级: 中风险

低估值服装龙头 业绩增速持续回升

2018年9月28日

投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

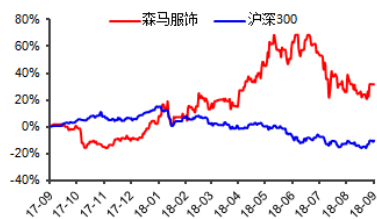
电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2015年9月27日

收盘价(元)	11.10
总市值(亿元)	299.68
总股本(亿股)	27.00
流通股本(亿股)	18.39
ROE (TTM)	12.59%
12月最高价(元)	14.32
12月最低价(元)	7.05

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- **公司主营成人休闲服饰和儿童服饰。**旗下拥有两大核心品牌,即大众休闲品牌“森马”和中等价位的“巴拉巴拉”童装品牌。除此之外,公司还拥有哥来买、迷你巴拉巴拉、梦多多、minette等自有品牌,并代理 Marc O'Polo、Sarabanda、it michaa 等品牌。近几年,公司儿童服饰业务保持快速发展,2017年儿童服饰业务收入占比由2008年的16.5%上升至52.6%,休闲服饰业务收入占比由2008年的82.3%下降至46.9%。
- **童装业务有望保持快增。**公司旗下童装品牌主要包括“Balabala”、“Mongdodo”和“马卡乐”等三个自有品牌,以及代理的意大利高端童装品牌“Sarabanda”。2014-2017年,公司童装业务收入保持在25%左右的增速增长,2018年上半年童装业务收入同比增速达到27.7%,增速持续提高;童装业务收入占比提高至50%以上。近三年童装业务毛利率稳定在42%左右。童装终端渠道保持较快扩张。童装终端门店在2012年出现了一定数量的净关闭,但在2013年恢复净增加。2014-2017年,童装终端门店数量分别净增加69家、324家、714家和217家。2018年上半年,童装终端门店总数净增加186家,上半年末童装终端门店总数达到4981家,营业面积总数达到75.38万平方米。目前国内童装市场仍有较大增长空间,市场集中度仍较低。公司作为国内童装龙头,未来持续加大线下渠道的拓展和渗透及线上渠道投入,持续推进多品牌战略及国际布局,童装业务有望保持快增。
- **休闲服饰业务有望保持稳增。**公司休闲服饰业务渠道恢复扩张。2018年上半年末,休闲服饰终端门店总数净增加255家至3883家,营业面积总数达到86.03万平方米。休闲服饰单店营业面积有所扩大。未来休闲服饰业务将加大对购物中心渠道的拓展,调整渠道结构,形成专卖店、百货店、购物中心、奥特莱斯等渠道格局,进一步挖掘市场增长空间。
- **公司现金较为充裕,财务保持稳健。**公司资产负债率较低,负债多为经营性负债,资产质量较高,且不对外担保。截至2018年上半年末,公司货币资金及理财金额达41.34亿元,现金储备充足。与A股可比上市公司相比,公司流动比率和速动比率均高于可比公司均值,资产负债率低于可比公司均值,财务保持稳健。
- **投资建议:调高评级至推荐。**预计公司2018-2019 每股收益分别为0.53元和0.64元,对应估值分别为21倍和17.5倍。经过前期下跌,公司目前股价对应估值较低。公司是服装龙头,业绩增速有望持续回升,估值有望迎来修复,调高评级至推荐。
- **风险提示。**终端消费低迷、业绩增长不达预期等。

目 录

1.公司是国内休闲装和童装龙头企业	3
3.童装业务有望保持快增	5
4.休闲服饰业务有望保持稳增	6
5.持续推进全渠道发展战略 持续优化渠道布局	7
6.财务指标	8
6.1 盈利能力分析	8
6.2 偿债能力分析	10
6.3 营运能力分析	11
7.投资建议：给予推荐评级	12
8.风险提示	12

插图目录

图 1：公司 2018H1 收入构成（%）	3
图 2：公司两大业务近几年营收（亿元）	3
图 3：公司两大业务收入占比变动情况（%）	3
图 4：公司两大业务毛利占比变动情况（%）	3
图 5：公司旗下品牌	4
图 6：公司童装收入及同比增速（亿元，%）	6
图 7：公司童装终端门店总数（家）	6
图 8：公司休闲服饰收入及同比增速（亿元，%）	7
图 9：公司休闲服饰终端门店总数（家）	7
图 10：公司电商业务收入及同比增速（亿元，%）	8
图 11：公司电商业务营收占比（%）	8
图 12：公司近几年营业收入和归母净利润（亿元）	8
图 13：公司营业收入和归母净利润同比增速（%）	8
图 14：公司综合毛利率净利率（%）	9
图 15：公司分业务毛利率（%）	9

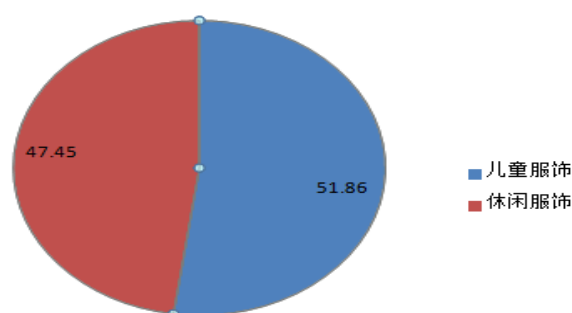
表格目录

表 1：公司品牌结构	4
表 2：国内童装市场的层次及特点	5
表 3：与 A 股同行业可比公司毛利率对比	9
表 4：与 A 股同行业可比公司净利率费用率对比	9
表 5：公司偿债能力主要指标	10
表 6：与 A 股同行业可比公司偿债能力指标比较	10
表 7：公司营运能力	11
表 8：与 A 股同行业可比公司营运能力指标比较	11
表 9：公司利润预测简表	错误!未定义书签。

1. 公司是国内休闲装和童装龙头企业

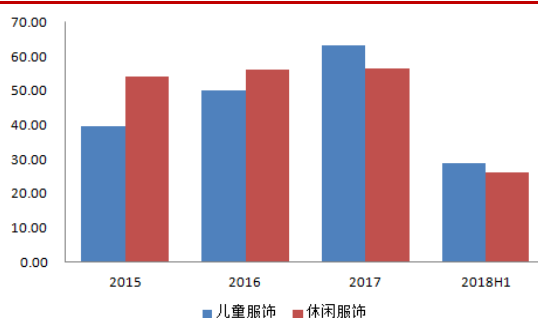
公司主营成人休闲服饰和儿童服饰。公司旗下拥有两大核心品牌，即大众休闲品牌“森马”和中等价位的“巴拉巴拉”童装品牌。其中，“森马”品牌创立于1996年，产品及品牌定位于年轻、时尚、活力和高性价比的大众休闲服饰，主要面向16-30岁追求时尚、潮流的年轻人。目前森马品牌知名度及市场占有率位列国内休闲装前列。“巴拉巴拉”品牌创立于2002年，定位为专业、时尚、活力童装，主要面向中等收入小康家庭的0-14岁的儿童消费群体。目前巴拉巴拉品牌知名度和市场占有率位居国内童装行业之首。

图1：公司2018H1收入构成（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

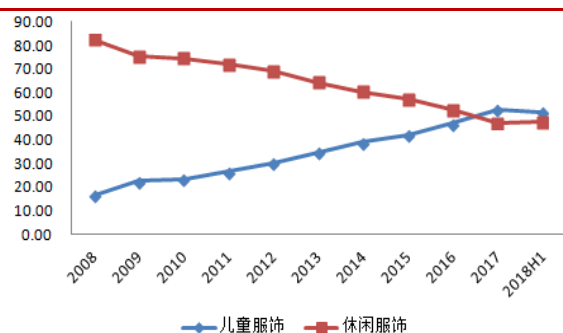
图2：公司两大业务近几年营收（亿元）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

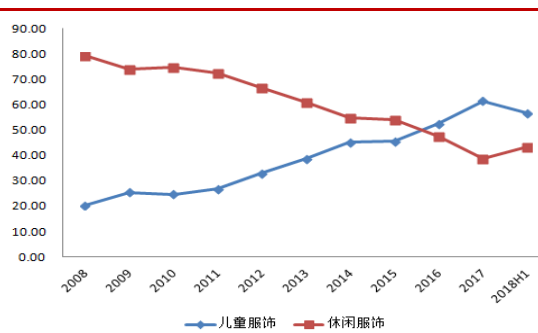
公司儿童服饰业务收入及毛利占比不断上升，休闲服饰业务占比有所下降。近几年，公司儿童服饰业务保持快速发展，2017年儿童服饰业务收入占比由2008年的16.5%上升至52.6%，休闲服饰业务收入占比由2008年的82.3%下降至46.9%。2018年上半年公司儿童服饰业务和休闲服饰业务收入占比分别达到51.9%和47.5%。儿童服饰业务毛利占比逐年提高。2017年儿童服饰业务毛利占比由2008年的20.4%提高至61.5%，休闲服饰毛利占比由2008年的79.2%下降至38.7%；2018年上半年儿童服饰和休闲服饰毛利占比分别达到56.8%和43.2%。

图3：公司两大业务收入占比变动情况（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图4：公司两大业务毛利占比变动情况（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司持续推进多品牌发展战略。公司不断丰富品牌结构。目前除了拥有除“森马”、“巴拉巴拉”两大核心品牌之外，公司还拥有哥来买、迷你巴拉巴拉、梦多多、minette 等自有品牌，并代理 Marc O'Polo、Sarabanda、it michaa 等品牌。

图5：公司旗下品牌



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

表 1：公司品牌结构

	品牌名称	目标群体	运营方式	品牌定位
休闲装	森马	16-30 岁的年轻人	自有品牌	年轻时尚的大众休闲服饰
	Marc O'Polo	25-40 岁成功男士	代理品牌	德国高端休闲服饰品牌
	GSON	20-35岁年轻时尚男士	自有品牌	时尚精致男装
	UTB	年轻时尚男性	自有品牌	年轻风尚性价比高的时尚男装品牌
	哥来买	年轻时尚男士	自有品牌	互联网专属品牌，主打高性价比、潮流时尚男装
童装	巴拉巴拉	0-14 岁儿童	自有品牌	专业时尚童装
	梦多多	3-12岁儿童	自有品牌	一站式儿童时尚搭配中心
	Sarabanda	0-16 岁儿童	代理品牌	意大利高端童装品牌
	马卡乐	0-7岁儿童	自有品牌	为 0-7 岁儿童提供一站式服饰穿搭解决方案
女装	It MICHAA	25—40岁的都市职场白领与时尚女性	合资品牌	韩国中高端职业休闲品牌
	minette	20-32岁大学生、职场新人、年轻时尚妈妈	自有品牌	快时尚女装品牌
内衣	初纺	15-35岁年轻人群	自有品牌	性价比高的内衣

资料来源：公司网站，东莞证券证券研究所

3. 童装业务有望保持快增

公司拥有四大童装品牌。公司旗下童装品牌主要包括“Balabala”、“Mongdodo”和“马卡乐”等三个自有品牌，以及代理的意大利高端童装品牌“Sarabanda”。其中巴拉巴拉（Balabala）创牌于2002年，是公司旗下两大核心品牌之一，定位于0-14岁儿童消费群体，致力于打造儿童生活方式品牌，带给新生代家庭一站式购物体验。目前巴拉巴拉终端店铺数已超过4000家，遍布全国31个省市。从收入与渠道规模来看，“巴拉巴拉”是国内第一童装品牌，目前市场占有率约为4%。“Mongdodo”创立于2013年，是针对3-12岁儿童推出的一站式搭配中心，目前已开设上百家终端店铺。

表2：国内童装市场的层次及特点

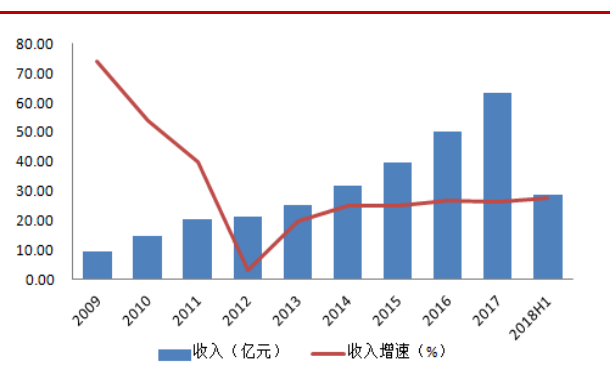
产品价位	代表性品牌	产品特征及市场状况	竞争策略及运作方式	与公司竞争关系
中低端市场	散货为主，无品牌及区域小品牌	产品价位低，对品牌消费不敏感，主要占领城乡和农村市场	利用价格优势和丰富的款式切入市场	与巴拉巴拉的消费群体不一致，直接竞争程度低
中端市场	巴拉巴拉、派克兰帝、安奈儿、小猪班纳、米奇	主要占领中档市场，全国布局，并拥有各自的优势区域	采用特许加盟经营方式，利用产品、促销、服务、网络优势等方式展开竞争	与巴拉巴拉展开直接竞争，是最主要的竞争对手
中高端市场	依恋、史努比、巴布豆、耐克等	属于国际一流童装品牌，主要占领中高端市场	利用卡通形象和品牌优势，采取连锁加盟的形式展开竞争	定位较高，主要集中在大城市，与巴拉巴拉错位竞争

资料来源：公司公告，东莞证券证券研究所

公司近几年童装业务保持快速发展。（1）童装收入保持快增。2014-2017年，公司童装业务收入保持在25%左右的增速增长，2018年上半年童装业务收入同比增速达到27.7%，增速持续提高；童装业务收入占比提高至50%以上。近三年童装业务毛利率稳定在42%左右。（2）童装终端渠道保持较快扩张。童装终端门店在2012年出现了一定数量的净关闭，但在2013年恢复净增加。2014-2017年，童装终端门店数量分别净增加69家、324家、714家和217家。2018年上半年，童装终端门店总数净增加186家，上半年末童装终端门店总数达到4981家，营业面积总数达到75.38万平米。（3）童装单店营业面积不断扩大。2016年末和2017年末，公司童装终端门店平均单店营业面积分别达到134平米和145.65平米，2018年上半年末达到151.34平米。（4）加快国际布局。2018

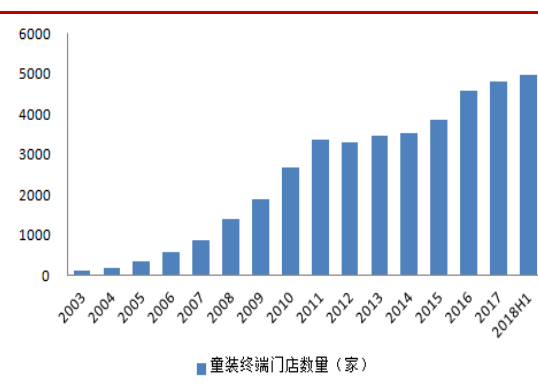
年上半年, 公司与 THE CHILDREN' S PLACE INTERNATIONAL, LLC 签署协议, 在中国, 包括香港、澳门和台湾地区开发和代理经营北美地区童装品牌 THE CHILDREN' S PLACE 业务; 公司与 Inchiostro SA 签订《关于收购 Kidiliz 集团的最终约束性报价书》及其附件《股份购买协议》等文件, 通过公司全资子公司收购 Inchiostro SA 持有的 Sofiza SAS100%股权, 进而达到收购 Kidiliz 集团全部资产的目的, Kidiliz 集团总部设在法国巴黎, 拥有 11000 个销售网点和 829 家门店。Kidiliz 集团在 6 个国家开设 11 个采购办公室, 全面实施全球化采购。Kidiliz 集团旗下主要业务包括: Z 品牌业务(1983 年创立), Absorba 品牌业务(1949 年创立), Catmini 品牌业务(1972 年创立), Kidiliz 多品牌集合店业务(2015 年创立), 授权品牌业务(主要包括 Kenzo Kids, Levi' s Kids, Paul Smith Junior 等 5 个品牌), 其他自有品牌批发业务和电商业务。上述对外投资及合作项目正在按计划稳步推进, 未来将促进公司业务快速发展。

图6: 公司童装收入及同比增速 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图7: 公司童装终端门店总数 (家)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

国内童装市场仍有较大增长空间, 目前市场集中度仍较低。根据欧睿国际分析数据显示, 2017 年我国童装市场规模约为 1800 亿元, 2012-2017 年年均复合增速约为 11%。未来随着全面放开二胎政策的实施和消费升级, 预计到 2022 年我国童装市场规模有望突破 3000 亿元。目前我国童装市场集中度仍较低, CR10 不足 15%, 而美国和日本童装 CR10 分别为 35%和 30%以上。

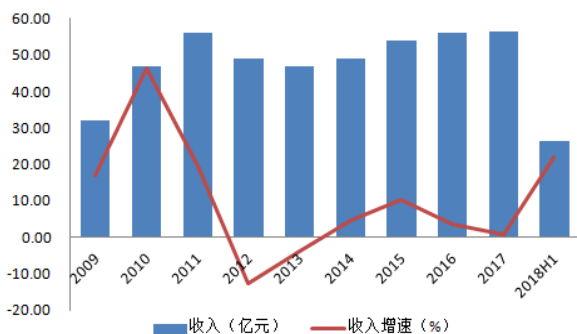
公司未来童装业务有望保持快增。增长动力主要来自: (1) 线下渠道不断向二三四线城市下沉, 终端门店数量仍有扩张空间。(2) 不断加大在线上投入, 线上收入有望保持快速增长。(3) 持续推进多品牌发展战略, 其他品牌培育出来后, 有望对公司现有品牌形成互补, 形成新的增长动力。(4) 加快国际布局, 有望促进童装业务快速发展。

4.休闲服饰业务有望保持稳增

休闲服饰业务渠道恢复扩张。休闲服饰业务终端门店在 2011 年末达到 4472 家高峰后, 2012-2015 年持续出现净关闭, 2015 年末总数达到 3477 家, 较 2011 年末高峰值净关闭 995 家。2016 年终端门店恢复净增加 (2016 年末净增加 197 家), 但因扩张速度过快, 2017 年又出现净关闭 (2017 年末净关闭 46 家)。2018 年恢复扩张。2018 年上半年末, 休闲服饰终端门店总数净增加 255 家至 3883 家, 营业面积总数达到 86.03 万平米。休

闲服饰单店营业面积有所扩大。2018年上半年末单店营业面积达到221.56平方米,较2016年末增加9.56平方米。

图8: 公司休闲服饰收入及同比增速(亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图9: 公司休闲服饰终端门店总数(家)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

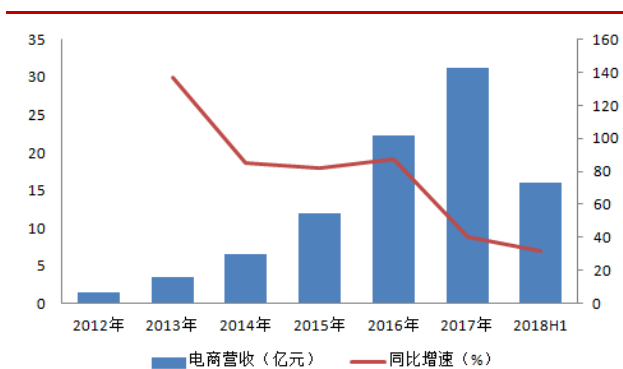
休闲服饰业务收入增速回升至两位数。2015-2017年,公司休闲服饰业务收入增速持续下降,2017年收入同比增长仅0.59%,主要受终端渠道调整及去库存影响所致。2018年,休闲服饰业务收入同比增长21.9%,增速大幅回升。上半年休闲服饰终端门店较年初净增加255家,营业面积净增加5.65万平方米。

5.持续推进全渠道发展战略 持续优化渠道布局

线下持续优化渠道布局。公司线下采取直营与加盟相结合的营销网络模式。截至2018年上半年末,公司已在全国各省、自治区及直辖市建立了8864家线下门店,其中直营店766家,加盟店8098家。公司重点拓展购物中心渠道,调整渠道结构,形成专卖店、百货店、购物中心、奥特莱斯等渠道格局。加速重点城市布局,进一步挖掘市场空间。构建超大零售商发展梯队,培育规模零售商,不断提升零售服务质量与优化终端陈列效果,实现服务和门店的迭代升级,打造更多千万店。

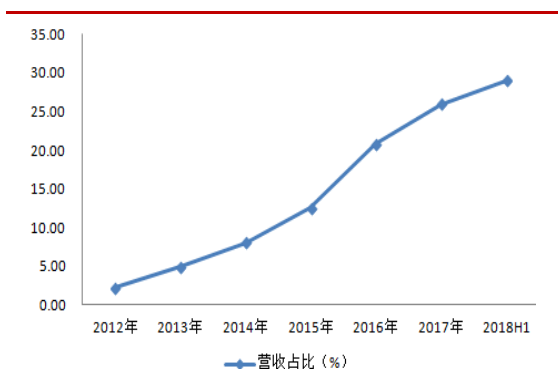
不断加大对电商的投入,电商业务有望保持快增。公司于2012年开始开展电商业务,目前已在淘宝、天猫、唯品会等国内知名电子商务平台建立了线上销售渠道。公司从2014年开始加快推行电商差异化运营策略。公司于2014年7月份推出了互联网专属品牌“哥来买”,主打高性价比、潮流时尚男装,在天猫、唯品会等电商平台上销售,并相继推出衬衫、羽绒服、牛仔裤等产品,产品复购率较高。未来,公司将持续推出互联网专属新品,延伸产品范围。公司持续推进物流基地建设。公司按计划持续推进浙江森马电子商务产业园项目、森马嘉兴物流仓储基地项目、温州森马园区二期等项目的建设,支持公司各项业务,特别是电子商务业务的快速发展。截至目前,公司已建成的温州、上海、嘉兴、天津等物流仓储共63.62万平方米,构建了完善的仓储物流网络系统,为公司业务进一步发展奠定了基础。公司电商业务保持快速增长。2017年电商营收由2012年的1.49亿元增长至31.24亿元,营收占比由2012年的2.1%提升至26%。公司2018年上半年,电商业务实现营收16.05亿元,同比增长32%,营收占比达到29%。

图10: 公司电商业务收入及同比增速 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图11: 公司电商业务营收占比 (%)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

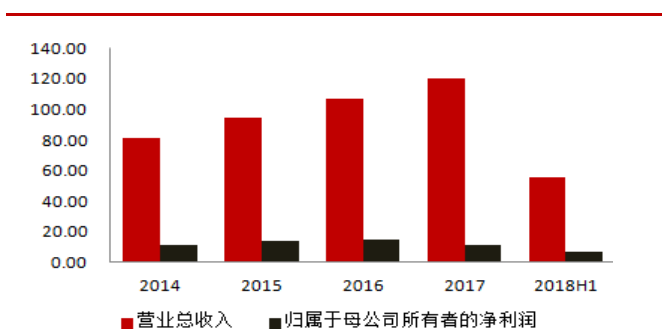
线上线下业务进一步融合。公司持续推进时尚合伙人计划, 加大各类 IP 资源积累, 和新消费者建立良好的互动和优质的客户体验, 逐步实现品牌传播线上对线下的共享与增值。

6. 财务指标

6.1 盈利能力分析

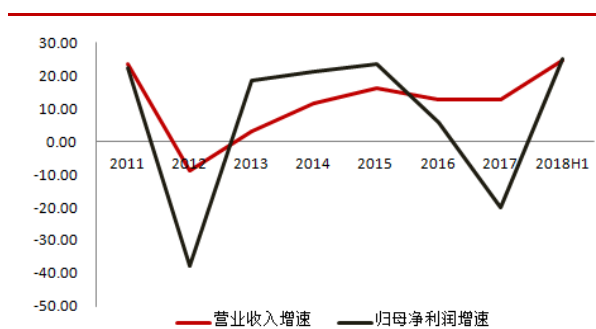
2018 年业绩增速持续回升。公司 2015-2017 年营业总收入分别同比增长 16.05%、12.83% 和 12.74%，归母净利润分别同比增长 23.53%、5.73%和-20.23%。营收保持两位数增长主要受童装业务和线上业务拉动，增速持续下降主要受休闲服饰业务增速持续下降影响。净利润增速持续下降，主要受期间费用率持续较快上升影响；2017 年净利润出现同比较大的回落主要受毛利率下滑及计提存货减值损失大幅增加等因素影响。2018 年以来，公司业绩增速持续回升，主要得益于休闲服饰业务增速回升至 20%以上增长、儿童服饰业务及电商业务保持快增。2018 年上半年公司实现营业总收入 55.32 亿元，同比增长 24.8%；实现归母净利润 6.67 亿元，同比增长 25%；其中休闲服饰业务和儿童服饰业务分别实现营业收入 26.25 亿元和 28.69 亿元，分别同比增长 21.91%和 27.7%；电商业务实现收入 16.05 亿元，同比增长 32%。

图12: 公司近几年营业收入和归母净利润 (亿元)



数据来源: wind, 东莞证券研究所

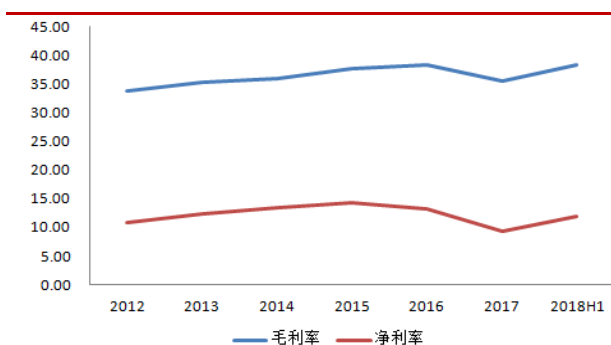
图13: 公司营业收入和归母净利润同比增速 (%)



数据来源: wind, 东莞证券研究所

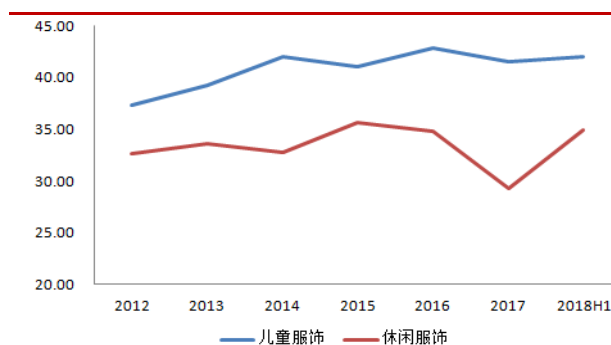
休闲服饰毛利率受打折去库存影响有所下降,儿童服饰毛利率较为稳定。公司 2015-2017 年综合毛利率分别为 37.66%、38.36%和 35.51%,其中休闲服饰业务毛利率分别为 35.64%、34.8%和 29.31%,儿童服饰毛利率分别为 41.09%、42.87%和 41.52%。休闲服饰毛利率持续下降主要受打折去库存影响,儿童服饰近几年毛利率基本稳定在 41%-43%。公司 2018 年上半年综合毛利率 38.35%,同比下降 1.84 个百分点,其中休闲服饰业务和儿童服饰业务毛利率分别达到 34.93%和 42.02%,分别同比下降 3.5 个百分点和 0.55 个百分点。与 A 股可比公司(休闲服饰业务选取美邦服饰、拉夏贝尔进行对比,儿童服饰业务选取金发拉比、安奈儿和起步股份进行对比)相比,公司休闲服饰毛利率和儿童服饰毛利率均低于可比公司毛利率均值,这主要是由于公司休闲服饰和儿童服饰产品定位更加大众化。随着去库存的推进,公司毛利率有望逐步企稳回升。

图14: 公司综合毛利率净利率 (%)



数据来源: wind, 东莞证券研究所

图15: 公司分业务毛利率 (%)



数据来源: wind, 东莞证券研究所

表 3: 与 A 股同行业可比公司毛利率对比

项目	公司简称	2018H1	2017 年	2016 年
休闲服饰毛利率 (%)	美邦服饰	46.79	47.45	43.74
	拉夏贝尔	62.96	62.54	64.08
	均值	54.88	54.88	54.88
儿童服饰毛利率 (%)	公司休闲服饰	34.93	29.31	34.8
	金发拉比	52.86	53.27	50.92
	安奈儿	57.19	55.46	59.10
	起步股份	36.36	35.05	35.44
	均值	48.80	47.93	48.49
	公司儿童服饰	42.02	41.52	42.87

资料来源: 东莞证券研究所, wind

公司净利率有回升之势。公司 2015-2017 净利率分别为 14.2%、13.15%、9.4%。2017 年毛利率显著下降,主要受第四季度大幅计提存货减值准备、毛利率下降及费用率上升等因素影响所致。2018 年公司净利率有回升之势。2018 年 Q1 净利率同比回升 0.09 个百分点至 12.25%;上半年净利率达到 11.89%,与上年同期几乎持平。公司的净利率略高于 A 股可比公司,主要是因为公司的期间费用率相对较低。

表 4: 与 A 股同行业可比公司净利率费用率对比

项目	公司简称	2018H1	2017年	2016年
净利率 (%)	美邦服饰	1.35	-4.71	0.55
	拉夏贝尔	5.51	5.97	6.69
	金发拉比	17.90	21.29	18.88
	安奈儿	9.75	6.68	8.60
	起步股份	17.81	14.51	14.24
	均值	10.46	8.75	9.79
	公司净利率	11.89	9.4	13.15
期间费用率 (%)	美邦服饰	41.45	45.15	44.38
	拉夏贝尔	54.43	52.90	51.91
	金发拉比	34.96	28.48	25.35
	安奈儿	44.66	47.47	47.08
	起步股份	18.12	18.72	18.38
	均值	38.72	38.54	37.42
	公司期间费用率	20.31	19.32	18.13
净资产收益率 (%)	美邦服饰	1.84	-10.74	1.15
	拉夏贝尔	5.90	12.86	16.08
	金发拉比	3.63	9.52	8.20
	安奈儿	6.65	8.68	21.70
	起步股份	7.40	13.91	18.16
	均值	5.08	6.85	13.06
	公司 ROE	6.61	11.27	14.28

资料来源：东莞证券研究所，wind

6.2 偿债能力分析

公司偿债能力较好，财务保持稳健。公司资产负债率较低，负债多为经营性负债，资产质量较高，且不对外担保。截至 2018 年上半年末，公司货币资金及理财金额达 41.34 亿元，现金储备充足。与 A 股可比上市公司相比，公司流动比率和速动比率均高于可比公司均值，资产负债率低于可比公司均值。

表 5：公司偿债能力主要指标

财务指标	2018 年上半年	2017 年	2016 年
流动比率 (倍)	3.15	3.11	3.89
速动比率 (倍)	2.17	2.28	2.94
资产负债率 (%)	23.33	25.84	22.78
经营性现金流净额 (亿元)	-0.08	21.91	8.57

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 6：与 A 股同行业可比公司偿债能力指标比较

项目	公司简称	2017 年	2016 年	2015 年
流动比率 (倍)	美邦服饰	1.07	1.08	1.31
	拉夏贝尔	1.27	1.35	1.50
	金发拉比	6.12	5.87	9.86

	安奈儿	3.26	3.07	1.68
	起步股份	3.12	4.06	2.94
	均值	2.97	3.09	3.46
	公司流动比率	3.15	3.11	3.89
速动比率 (倍)	美邦服饰	0.52	0.40	0.65
	拉夏贝尔	0.64	0.73	0.87
	金发拉比	4.46	4.46	7.99
	安奈儿	2.00	2.06	0.73
	起步股份	2.82	3.65	2.56
	均值	2.09	2.26	2.56
	公司速动比率	2.17	2.28	2.94
	美邦服饰	54.58	57.11	49.22
	拉夏贝尔	44.44	48.31	44.31
	金发拉比	11.38	11.96	7.96
净资产负债率 (%)	安奈儿	25.65	26.99	41.07
	起步股份	24.44	19.14	22.84
	均值	32.10	32.70	33.08
	公司资产负债率	23.33	25.84	22.78

资料来源：东莞证券研究所，wind

6.3 营运能力分析

存货周转能力：公司 2017 年下半年加大去库存力度，存货周转效率持续回升；与 A 股可比上市公司相比，公司的存货周转效率相对较高。

应收账款周转能力：公司不断加强应收账款管理力度，及时回收货款，应收账款周转效率持续回升。与 A 股可比上市公司相比，公司的应收账款周转效率略高。

表 7：公司营运能力

	2018 年上半年	2017 年	2016 年
存货 (亿元)	26.42	23.84	22.03
应收账款 (亿元)	8.89	14.22	19.44
存货周转天数 (天)	132.62	106.47	104.00
应收账款周转天数 (天)	37.60	50.39	58.64

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 8：与 A 股同行业可比公司营运能力指标比较

项目	公司简称	2018 年上半年	2017 年	2016 年
存货周转率天数 (天)	美邦服饰	192.76	232.96	182.17
	拉夏贝尔	243.14	216.70	203.36
	金发拉比	379.67	293.57	265.25
	安奈儿	243.80	210.79	225.75
	起步股份	62.37	49.21	54.99
	均值	224.35	200.65	186.30

应收账款周转天数 (天)	公司存货周转天数	132.62	106.47	104.00
	美邦服饰	28.85	21.93	16.50
	拉夏贝尔	37.01	42.12	44.14
	金发拉比	46.14	39.59	35.73
	安奈儿	21.20	20.70	19.60
	起步股份	126.44	100.99	95.49
	均值	51.93	45.06	42.29
	公司应收账款周转天数	37.60	50.39	58.64

资料来源：东莞证券研究所，wind

7.投资建议：给予推荐评级

公司是国内休闲服饰和童装龙头公司。其中休闲服饰业务渠道恢复扩张及去库存进程不断推进后，业绩增速有望持续回升。童装业务持续推进多品牌战略，未来加大渠道的渗透，渠道仍有扩张空间；国内童装市场仍有较大增长空间，目前市场集中度还较低，公司作为童装龙头，不断完善产品及品牌结构和渠道布局，未来有望提高市场集中度，保持快增。公司账上现金较为充裕，财务保持稳健。预计公司 2018-2019 每股收益分别为 0.53 元和 0.64 元，对应估值分别为 21 倍和 17.5 倍。经过前期下跌，公司目前股价对应估值较低，调高评级至推荐。

8.风险提示

终端消费持续低迷、业绩增长不达预期等。

表 9：公司盈利预测简表

科目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	12,026	14,913	17597	20,236
营业总成本	10,628	13,012	15316	17,592
营业成本	7756	9,544	11,262	12951
营业税金及附加	83	104	123	142
销售费用	1763	2162	2640	3035
管理费用	639	626	827	911
财务费用	-79	-22	-64	-54
其他经营收益	79	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	79	0	0	0
营业利润	1478	1901	2281	2644
加 营业外收入	11	0	0	0
减 营业外支出	9	0	0	0
利润总额	1480	1901	2281	2644
减 所得税	383	475	570	661
净利润	1097	1426	1711	1983
减 少数股东损益	(7)	(10)	(9)	(8)
归母公司所有者的净利润	1104	1435	1720	1991
基本每股收益(元)	0.41	0.53	0.64	0.74
PE (倍)	27.28	20.99	17.52	15.13

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。本报告清晰准确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