

2018年10月24日

森马服饰 (002563.SZ)

公司快报

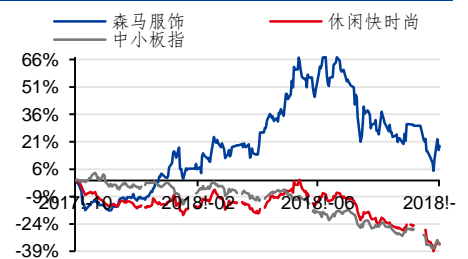
纺织服装 | 休闲快时尚 III

 投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2018-10-24) 10.17 元

交易数据

总市值(百万元)	27,457.45
流通市值(百万元)	18,701.05
总股本(百万股)	2,699.85
流通股本(百万股)	1,838.84
12个月价格区间	7.19/14.90 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.22	-3.22	54.26
绝对收益	-9.03	-23.3	21.17

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 吴雨舟
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

森马服饰: 内生外延推动休闲童装向好, 轻装上阵助力业绩较快增长 2018-08-08

森马服饰: 收购欧洲中高端童装 Kidiliz 集团, 国内外协同有望推升童装业绩 2018-05-04

森马服饰: 童装、电商稳步增长, 库存优化, 18年Q1业绩稳步回暖 2018-04-26

森马服饰: 收入增速环比放缓, 费用上升拖累净利润 2017-10-30

森马服饰: 童装保持快速增长, 费用增加拖累净利润 2017-08-29

三季度收入增速有所放缓, 费用管控推升净利率 维持业绩增速

事件

10月24日盘后, 公司发布2018年三季报。报告期内, 公司实现营业收入97.64亿元, 较上年同期增加21.41%; 归属于上市公司股东的净利润12.72亿元, 较上年同期增加25.66%。EPS为0.47元。

其中第三季度公司营业收入42.32亿元, 同比增长17.25%, 实现归母净利润6.04亿元, 同比增长26.41%。

投资要点

◆ **三季度增速有所放缓, 净利率提升维持业绩增速:** 分季度看, 前三季度公司营收增长分别为21.57%、27.62%、17.25%, 三季度营收增速有所放缓, 我们认为主要受整体消费及服装零售增速下滑, 以及童装市场竞争更为激烈影响。三季度公司费用管控良好, 单季度净利率较上半年提升1.37pct至14.31%, 使前三季度净利润增速维持25.66%的较快增长。公司对全年业绩预期为同比增长20%~50%, 四季度为传统消费旺季, 且去年四季度公司进行较大资产减值计提形成低基数, 公司全年增长目标有望实现。

◆ **费用管控良好推升净利率, 存货占营收比例回到去年同期水平:** 盈利能力方面, 第三季度毛利率环比微升, 前三季度毛利率同比微升0.02pct至38.77%。费用管控良好, 前三季度销售费用率同比略降0.25pct至14.79%, 管理费用率及研发费用率合计同比下行0.59pct至4.10%, 财务费用率微降0.09pct至-0.81%, 整体期间费用较去年同期下行0.93pct至18.08%, 另有资产减值损失占营收同比上行0.61pct至3.07%, 最终销售净利率上升0.47pct至12.94%, 费用管控带动净利率有所提升。存货方面, 三季度末公司存货较去年提升75%, 较二季度末环比增加58%, 但存货占营收比例仅较去年同期提升0.86pct至42.65%, 存货周转率较去年同期微升0.06次至1.83次, 公司称存货增长主要为应对秋冬装以及双十一电商销售增长所致, 今年四季度资产减值损失有望同比减少。

◆ **童装品牌矩阵更加完善, 有望逐步形成较强业绩推动力:** 公司童装布局稳步拓展。今年一季度与美国童装品牌The Children's Place签署代理协议, 于大中华区经营TCP品牌童装。TCP品牌是北美第一大全年龄专业童装零售商, 在全球拥有1200家门店与约120亿元的销售额。另外, 公司出资约1.1亿欧元收购Sofiza SAS 100%股权取得Kidiliz童装集团事项已于今年10月交割。截止目前, 公司TCP品牌已开始国内布局, Kidiliz品牌门店落地也正稳步推进, 公司童装业务品牌矩阵更加完善, 有望逐步形成较强业绩推动力。

◆ **投资建议:** 森马服饰是国内休闲服饰、童装龙头, 公司稳步优化渠道及供应链, 17年公司库存清理起效, 18年前三季度业绩实现较快增长, 四季度消费旺季有望使公司业绩维持较快增速。我们预计公司2018年至2020年每股收益分别为0.58、0.70和0.83元。净资产收益率分别为13.5%、14.6%和16.0%, 目前公司股价约为2018

年对应 EPS 的 18 倍，维持“买入-A”建议。

- ◆ **风险提示：**童装市场竞争更加激烈；休闲服饰转型或不及预期；电商流量增速放缓或影响销售增速；存货余额环比增长较快。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	10,667.2	12,026.3	14,747.3	17,391.6	20,407.5
同比增长(%)	12.8%	12.7%	22.6%	17.9%	17.3%
营业利润(百万元)	1,866.4	1,511.3	2,058.3	2,489.4	2,965.2
同比增长(%)	3.9%	-19.0%	36.2%	20.9%	19.1%
净利润(百万元)	1,426.5	1,137.9	1,559.2	1,884.9	2,244.7
同比增长(%)	5.7%	-20.2%	37.0%	20.9%	19.1%
每股收益(元)	0.53	0.42	0.58	0.70	0.83
PE	19.2	24.1	17.6	14.6	12.2
PB	2.7	2.7	2.4	2.1	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,667.2	12,026.3	14,747.3	17,391.6	20,407.5	年增长率					
减:营业成本	6,574.9	7,755.7	9,384.4	11,013.8	12,848.8	营业收入增长率	12.8%	12.7%	22.6%	17.9%	17.3%
营业税费	88.4	83.1	132.7	156.5	183.7	营业利润增长率	3.9%	-19.0%	36.2%	20.9%	19.1%
销售费用	1,455.4	1,763.4	2,212.1	2,643.5	3,163.2	净利润增长率	5.7%	-20.2%	37.0%	20.9%	19.1%
管理费用	551.6	638.8	781.6	921.8	1,081.6	EBITDA 增长率	9.5%	-20.6%	39.3%	20.3%	18.6%
财务费用	-72.6	-79.3	-66.8	-83.4	-90.0	EBIT 增长率	8.8%	-22.0%	42.4%	20.8%	19.5%
资产减值损失	289.7	466.0	320.0	320.0	320.0	NOPLAT 增长率	9.6%	-20.3%	39.7%	20.8%	19.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.5%	20.1%	8.1%	-14.0%	1.6%
投资和汇兑收益	86.7	79.2	75.0	70.0	65.0	净资产增长率	8.0%	1.2%	14.2%	11.4%	8.7%
营业利润	1,866.4	1,511.3	2,058.3	2,489.4	2,965.2	盈利能力					
加:营业外净收支	9.4	2.5	-	-1.0	-2.0	毛利率	38.4%	35.5%	36.4%	36.7%	37.0%
利润总额	1,875.8	1,513.8	2,058.3	2,488.4	2,963.2	营业利润率	17.5%	12.6%	14.0%	14.3%	14.5%
减:所得税	473.5	383.3	514.6	622.1	740.8	净利润率	13.4%	9.5%	10.6%	10.8%	11.0%
净利润	1,426.5	1,137.9	1,559.2	1,884.9	2,244.7	EBITDA/营业收入	18.1%	12.8%	14.5%	14.8%	14.9%
						EBIT/营业收入	16.8%	11.6%	13.5%	13.8%	14.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	22.8%	25.8%	28.6%	28.8%	31.5%
货币资金	2,441.2	1,286.6	2,164.3	4,510.1	5,496.4	负债权益比	29.5%	34.8%	40.0%	40.4%	46.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.89	3.11	2.95	3.13	2.96
应收帐款	2,040.1	1,503.0	2,593.4	2,237.6	3,431.2	速动比率	2.94	2.28	2.21	2.39	2.29
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-24.72	-17.64	-29.82	-28.86	-31.94
预付帐款	141.9	133.9	211.1	192.8	274.0	营运能力					
存货	2,203.1	2,384.3	2,829.2	3,167.2	3,614.2	固定资产周转天数	44	34	34	37	32
其他流动资产	2,149.5	3,640.2	3,500.0	3,250.0	3,000.0	流动营业资本周转天数	138	136	124	103	85
可供出售金融资产	389.8	422.8	443.9	466.1	489.4	流动资产周转天数	290	268	247	255	257
持有至到期投资	58.7	60.5	63.5	66.7	70.0	应收帐款周转天数	61	53	50	50	50
长期股权投资	12.2	10.1	10.1	10.1	10.1	存货周转天数	64	69	64	62	60
投资性房地产	1,210.3	1,264.2	1,264.2	1,264.2	1,264.2	总资产周转天数	415	398	364	355	340
固定资产	1,186.2	1,115.2	1,694.3	1,843.2	1,819.9	投资资本周转天数	178	182	168	138	110
在建工程	187.8	844.7	457.9	183.2	73.3	费用率					
无形资产	468.0	447.1	438.9	430.7	422.2	销售费用率	13.6%	14.7%	15.0%	15.2%	15.5%
其他非流动资产	459.2	530.8	512.6	462.3	476.5	管理费用率	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总额	12,948.1	13,643.2	16,183.4	18,083.9	20,441.3	财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
短期债务	30.0	20.5	-	-	-	三费/营业收入	18.1%	19.3%	19.8%	20.0%	20.4%
应付帐款	1,335.7	2,024.5	2,708.3	3,154.4	4,038.6	投资回报率					
应付票据	310.0	379.1	606.8	500.9	760.4	ROE	14.3%	11.3%	13.5%	14.6%	16.0%
其他流动负债	631.6	454.2	517.5	612.5	540.4	ROA	10.8%	8.3%	9.5%	10.3%	10.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	26.6%	19.4%	22.5%	25.2%	34.9%
其他非流动负债	641.9	647.4	793.9	936.3	1,098.7	分红指标					
负债总额	2,949.2	3,525.8	4,626.5	5,204.1	6,438.0	DPS(元)	0.37	0.25	0.06	0.21	0.42
少数股东权益	5.8	16.0	0.6	-18.1	-40.3	分红比率	70.8%	59.1%	10.0%	30.0%	50.0%
股本	2,693.8	2,689.5	2,699.8	2,699.8	2,699.8	股息收益率	3.7%	2.4%	0.6%	2.1%	4.1%
留存收益	7,344.6	7,432.1	8,856.5	10,198.1	11,343.7						
股东权益	9,998.9	10,117.4	11,556.9	12,879.9	14,003.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.53	0.42	0.58	0.70	0.83
净利润	1,402.3	1,130.5	1,559.2	1,884.9	2,244.7	BVPS(元)	3.70	3.74	4.28	4.78	5.20
加:折旧和摊销	187.3	183.3	144.9	164.6	173.6	PE(X)	19.2	24.1	17.6	14.6	12.2
资产减值准备	289.7	466.0	-	-	-	PB(X)	2.7	2.7	2.4	2.1	2.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	28.4	1,582.9	27.4	9.5	12.8
财务费用	0.4	1.0	-66.8	-83.4	-90.0	P/S	2.6	2.3	1.9	1.6	1.3
投资损失	-86.7	-79.2	-75.0	-70.0	-65.0	EV/EBITDA	11.9	15.6	10.8	8.1	6.5
少数股东损益	-24.2	-7.5	-15.4	-18.7	-22.2	CAGR(%)	10.0%	25.3%	4.8%	10.0%	25.3%
营运资金的变动	-359.7	-1,272.0	-338.1	916.8	-252.2	PEG	1.9	1.0	3.7	1.5	0.5
经营活动产生现金流量	857.3	2,190.7	1,208.7	2,794.3	1,988.8	ROIC/WACC	2.5	1.8	2.1	2.4	3.3
投资活动产生现金流量	-337.5	-1,859.5	-278.2	14.1	6.4						
融资活动产生现金流量	-639.5	-1,042.8	-52.8	-462.6	-1,008.9						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn