

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 森马服饰 (002563.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.8.24

#### 李丹 分析师

执业编号: S1500518010001  
 联系电话: +86 10 83326735  
 邮箱: lidan@cindasc.com

#### 李沁 分析师

执业编号: S1500517120001  
 联系电话: +86 10 83326716  
 邮箱: liqin@cindasc.com

#### 相关研究

- 《各项经营指标平稳增长 儿童、休闲业务持续提升》17.04.27
- 《童装占比持续增长 电商渠道业绩靓丽》17.9.4
- 《童装业务保持稳定增长 继续加强渠道调整》17.11.2
- 《童装龙头地位巩固 收购海外品牌打造全品类童装矩阵》18.05.08
- 《上半年业绩增长提速, 各项经营指标控制良好》18.08.24

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

## 消费环境疲软下公司基本面表现良好, 毛利率改善明显

2018年10月26日

**事件:** 2018年10月25日, 森马服饰发布2018年三季报。公司2018年1-9月实现营业收入97.64亿元, 同比增长21.41%; 实现归母净利润12.72亿元, 同比增长25.66%; 基本每股收益0.47元, 同比增长23.68%。

#### 点评:

- **三季度利润增速有所加快, 销售毛利率改善明显:** 18年前三季度在消费市场弱市环境下, 公司运营依然保持稳健增长。公司核心业务童装板块龙头优势依然明显, 18年前三季度收入占比同比提升约20%左右; 同时公司电商业务目前占比逐渐提升, 达到30%左右; 但休闲装业务较18年H1略有放缓, 主要是由于线下加盟终端库存控制及自营业务受终端市场低迷影响所致。从单季度数据来看, 第三季度公司营业收入同比增长17.25%, 增速较Q1(+21.57%)、Q2(+27.62%)增速略有下滑; 但第三季度归母净利润(+26.41%)较Q1(+23.88)、Q2(+26.01)有所提升, 主要是由于第三季度销售毛利率(39.32%)和销售净利率(14.31%)都有所改善, 分别环比提升1.59个百分点、2.72个百分点所致。
- **核心业务童装板块布局逐渐完善:** 公司在保持核心童装业务巴拉巴拉龙头优势地位稳固的情况下, 通过不断收购海外优良童装品牌扩充童装板块业务。2018年10月, 公司完成收购Inchiostro SA持有的Sofiza SAS100%股权及债权交割工作, 间接纳入欧洲中高端童装龙头Kidiliz集团全部资产。Kidiliz集团总部设在法国巴黎, 拥有11000多个销售网点和800多家门店, 旗下拥有10个具有悠久历史和鲜明特点的自有童装品牌以及反映当下时尚潮流的5个授权业务品牌, 提供从中端到高端定位、从新生儿到青少年, 多年龄段差异化的产品选择。公司此次并购后将拥有多年龄层多档次的童装品类, 童装业务体量也将进一步扩大, Kidiliz和森马旗下的巴拉巴拉品牌童装业务在品牌定位和主力市场上具有明确的互补性, 在产品设计研发、国际市场经营和全球采购等价值链上具备整合效应。
- **收购中高端女装JASON WU 丰富公司品牌矩阵:** 为了进一步完善公司品牌矩阵, 18年9月12日森马拟以500万美元入股认购JWU, LLC公司11%的新股, 并在上海共同设立合资公司, 其中森马出资占比75%; 并由合资公司推广与JASON WU、GREY JASON WU以及设计、生产、销售经营除香水类产品以外的JWU系列品牌产品及业务。JASON WU高级时装品牌是由著名青年华裔时装设计师吴季刚2007年在美国创立的公司, 定位于中高端女装高级成衣, 产品主要面向于25-40岁具有时尚度及经济基础的女性。目前, JASON WU品牌主要在中高端商场和精品店销售。根据美国会计师审计数据, 2017年JWU, LLC实现营业收入981.1万美元, 净利润-555.8万美元, 总资产为2278.6万美元。我们认为公司此次对外投资是为了进一步丰富公司品牌矩阵, 推动公司在中高端国际品牌阵营的建设和拓展, 并促进业务在国内市场的

发展，符合公司多品牌战略的实施与发展。

- **盈利预测及评级：**按照公司最新股本计算，我们预计公司 18-20 年每股收益分别为 0.58 元、0.70 元、0.82 元。公司目前业务经营稳健增长，渠道结构不断优化，产品研发供应链管理领先，电商强势，公司作为中国童装领导品牌业绩进入新一轮发展阶段。维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**消费市场疲弱、具体开店扩张计划不得当。

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,667.17	12,026.30	14,593.28	17,183.17	19,795.29
增长率 YoY %	12.83%	12.74%	21.34%	17.75%	15.20%
归属母公司净利润(百万元)	1,426.51	1,137.93	1,577.05	1,893.92	2,204.53
增长率 YoY%	5.73%	-20.23%	38.59%	20.09%	16.40%
毛利率%	38.36%	35.51%	37.65%	37.55%	37.73%
净资产收益率 ROE%	14.84%	11.33%	14.95%	16.41%	17.25%
EPS(摊薄)	0.53	0.42	0.58	0.70	0.82
市盈率 P/E(倍)	18	23	16	14	12
市净率 P/B(倍)	2.59	2.57	2.36	2.14	1.92

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 10 月 25 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	8,975.78	8,947.98	10,258.73	11,828.36	13,655.12
货币资金	2,441.22	1,286.58	1,857.65	2,590.86	3,591.19
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,944.27	1,422.15	1,725.70	2,031.96	2,340.86
预付账款	141.90	133.90	157.10	185.29	212.81
存货	2,203.12	2,384.29	2,797.23	3,299.19	3,789.20
其他	2,245.26	3,721.06	3,721.06	3,721.06	3,721.06
<b>非流动资产</b>	3,972.28	4,695.22	4,720.84	4,756.74	4,833.15
长期投资	12.16	10.08	10.08	10.08	10.08
固定资产	1,186.24	1,115.21	1,484.96	1,874.66	1,849.65
无形资产	468.05	447.09	362.88	278.66	194.45
其他	2,305.83	3,122.84	2,862.91	2,593.33	2,778.96
<b>资产总计</b>	12,948.06	13,643.21	14,979.57	16,585.10	18,488.26
<b>流动负债</b>	2,307.31	2,878.33	3,326.79	3,860.76	4,383.79
短期借款	30.00	20.50	20.50	20.50	20.50
应付账款	1,216.23	1,898.06	2,226.79	2,626.38	3,016.47
其他	1,061.08	959.77	1,079.50	1,213.88	1,346.82
<b>非流动负债</b>	641.88	647.45	647.45	647.45	647.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	641.88	647.45	647.45	647.45	647.45
<b>负债合计</b>	2,949.19	3,525.77	3,974.24	4,508.21	5,031.23
少数股东权益	5.79	16.02	5.69	-6.72	-21.16
归属母公司股东权益	9,993.07	10,101.42	10,999.65	12,083.62	13,478.19
<b>负债和股东权益</b>	12948.06	13643.21	14979.57	16585.10	18488.26

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,667.17	12,026.30	14,593.28	17,183.17	19,795.29
同比	12.83%	12.74%	21.34%	17.75%	15.20%
归属母公司净利润	1,426.51	1,137.93	1,577.05	1,893.92	2,204.53
同比	5.73%	-20.23%	38.59%	20.09%	16.40%
毛利率	38.36%	35.51%	37.65%	37.55%	37.73%
ROE	14.84%	11.33%	14.95%	16.41%	17.25%
每股收益(摊薄)(元)	0.53	0.42	0.58	0.70	0.82
P/E	18	23	16	14	12
P/B	2.59	2.57	2.36	2.14	1.92
EV/EBITDA	12.56	15.23	11.49	9.61	8.31

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	10,667.17	12,026.30	14,593.28	17,183.17	19,795.29
营业成本	6,574.90	7,755.67	9,098.87	10,731.67	12,325.58
营业税金及附加	88.39	83.05	100.78	120.28	138.57
营业费用	1,455.39	1,763.44	2,159.81	2,543.11	2,929.70
管理费用	551.64	638.83	729.66	859.16	950.17
财务费用	-72.56	-79.29	-42.22	-69.94	-95.11
资产减值损失	289.70	466.00	542.39	579.69	714.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	86.68	79.15	76.72	80.85	78.91
<b>营业利润</b>	1,866.38	1,511.29	2,080.70	2,500.06	2,910.96
营业外收入	21.94	11.49	19.58	19.58	19.58
营业外支出	12.54	8.99	11.32	10.95	10.42
<b>利润总额</b>	1,875.77	1,513.79	2,088.96	2,508.69	2,920.12
所得税	473.49	383.32	522.24	627.17	730.03
<b>净利润</b>	1,402.28	1,130.47	1,566.72	1,881.51	2,190.09
少数股东损益	-24.23	-7.45	-10.33	-12.41	-14.44
<b>归属母公司净利润</b>	1,426.51	1,137.93	1,577.05	1,893.92	2,204.53
EBITDA	2,063.48	1,698.04	2,260.24	2,701.04	3,125.35
EPS	0.53	0.42	0.58	0.70	0.82

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	857.31	2,190.73	1,234.37	1,545.64	1,834.23
净利润	1,402.28	1,130.47	1,566.72	1,881.51	2,190.09
折旧摊销	187.33	183.25	170.62	191.62	204.53
财务费用	0.38	1.00	0.66	0.74	0.70
投资损失	-86.68	-79.15	-76.72	-80.85	-78.91
营运资金变动	-888.21	490.12	-833.61	-882.13	-1,017.72
其它	242.21	465.05	406.70	434.76	535.54
<b>投资活动现金流</b>	-337.52	-1,859.49	12.32	-1.74	-23.25
资本支出	-491.43	-802.28	-64.40	-82.59	-102.16
长期投资	7,725.97	15,214.93	76.72	80.85	78.91
其他	-7,572.05	-16,272.14	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-639.54	-1,042.82	-675.63	-810.69	-810.65
吸收投资	5.05	2.08	0.00	0.00	0.00
借款	30.00	-9.50	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	670.38	1,009.50	675.63	810.69	810.65
<b>现金净增加额</b>	-119.75	-711.58	571.07	733.21	1000.33

## 研究团队简介

**李丹**，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

**李沁**，分析师。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1年财务会计工作经验。2015年7月加盟信达证券研究开发中心，从事过一年有色金属行业研究，现从事消费领域研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。