

内生外延共同推动收入持续高增长，供应链升级有望提升盈利能力

——森马服饰（002563）2019年一季报点评

2019年04月30日

强烈推荐/维持

森马服饰 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司披露2019年一季报，公司实现营业收入41.18亿元，同比增长63.90%，归属于上市公司股东的净利润3.47亿元，同比增长11.06%。业绩增长符合预期。
- **KIDILIZ 并表使得收入高增，剔除并表因素内生增速接近30%。**在一季度行业整体增速放缓情况下，公司依旧保持较快增长。公司一季度内生增长按品类看：童装保持高速增长，增速超27%；成人休闲装维持稳增长，增速在20%-25%。分渠道看：线下方面，公司2018年新开店较多，2019年一季度开始将贡献收入增量；线上方面，一季度线上增速仍然景气，预计增速在30%以上。展望全年，新开店的增量及线上渠道高增使得收入维持高增长的确切性较强。
- **开店速度维持景气，海外市场可期。**公司2018年年新开店较多，2019年将留有消化时间，料新开店会较2018年略有放缓，但预计童装和休闲装仍各有200家以上新增店面（店面数增加5%以上）。除了外延开店，在内生同店方面，受益于过去几年公司内部改革尤其是供应链的升级，公司的店效将有持续提升。同时，公司近年来重视海外市场的开拓，海外业务线上线下齐发力预计2019年将贡献更多增量；线下方面公司海外店铺以直营店铺为主，管理精细化有助于海外业务的持续发展；线上方面，公司与阿里的跨境电商“速卖通”进行合作，开展跨境业务，打入全球市场。
- **全球供应链整合有望进一步提升公司效率，助力Kidiliz减亏，同时提升整体盈利水平。**公司2019Q1毛利率为41.68%，同比提升2.59pct，主要因为Kidiliz毛利高于国内业务，并表提升了整体毛利水平。费用率方面，公司2019Q1的期间费用率上升了7.7pct，主要系并表因素。内生方面，公司一季度原业务利润增速约20%，略逊于收入增速主要由于公司业务拓展速度较快，费用投入力度加大。并表方面，Kidiliz整体还处在亏损期，并表因素将拖累全年的净利率水平。但是公司目前已具备较高的供应链整合能力，全球供应商有效利用下公司的效率将有望提升，Kidiliz有望在年内实现减亏，公司的内生利润增速与收入增速也有望在年内实现匹配。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为公司已具备较为成熟的品牌运作经验，未来多品牌发展可期，公司可享受更高的估值溢价。我们上调公司的盈利预测，预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为214.12亿元、244.5亿元、279.92亿元，同比增长36.22%、14.19%和14.49%；实现净利润19.84亿元、23.93亿元和28.07亿元，同比增长17.97%、20.65%、17.31%。给予20X估值，目标价14.8元，有31%空间。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、终端消费意愿持续低迷；2、新店开拓不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,026.	15,719.	21,412.	24,450.	27,992.
增长率（%）	12.74%	30.71%	36.22%	14.19%	14.49%
净利润（百万元）	1,130.4	1,681.5	1,983.6	2,393.2	2,807.3
增长率（%）	-19.38%	48.75%	17.97%	20.65%	17.31%
净资产收益率（%）	11.27%	15.20%	16.06%	17.34%	18.13%
每股收益（元）	0.42	0.63	0.74	0.89	1.04
PE	26.83	18.03	15.32	12.72	10.85
PB	3.01	2.74	2.46	2.21	1.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52周股价区间（元）	10.99-11
总市值（亿元）	296.71
流通市值（亿元）	202.09
总股本/流通A股（万股）	269985/183277
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.43

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《森马服饰（002563.SZ）：行业承压下四季度业绩超预期，童装多品牌发展潜力可期》2019-03-04
- 2、《森马服饰（002563）2013年中报点评：森马童装品牌蓝海市场先发制人》2013-08-21

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	8948	11241	16406	18650	21506	营业收入	12026	15719	21413	24450	27993
货币资金	1287	2435	4798	5736	7071	营业成本	7756	9466	12829	14622	16709
应收账款	1422	1953	2660	3037	3477	营业税金及附加	83	111	259	295	338
其他应收款	81	221	300	343	393	营业费用	1763	2570	4711	5257	5878
预付款项	134	203	296	296	296	管理费用	639	522	964	1100	1260
存货	2384	4417	6338	7224	8255	财务费用	-79	-76	-23	-120	-120
其他流动资产	3640	2013	2013	2013	2013	资产减值损失	466.00	867.36	475.00	541.37	618.64
非流动资产合计	4695	5327	4708	4438	4177	公允价值变动收益	0.00	9.39	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	4	9	9	9	投资净收益	79.15	127.06	100.00	100.00	100.00
固定资产	1115.21	1985.68	1806.97	1628.26	1449.55	营业利润	1511	2080	2298	2855	3409
无形资产	447	787	708	637	573	营业外收入	11.49	200.51	380.51	380.51	380.51
其他非流动资产	122	120	120	120	120	营业外支出	8.99	12.48	13.00	13.00	13.00
资产总计	13643	16568	21114	23088	25683	利润总额	1514	2268	2666	3222	3777
流动负债合计	2878	4410	5553	6068	6800	所得税	383	587	682	829	969
短期借款	21	175	0	0	0	净利润	1130	1682	1984	2393	2807
应付账款	1898	2626	3510	4001	4572	少数股东损益	-7	-12	-9	-7	-7
预收款项	123	166	223	247	275	归属母公司净利润	1138	1694	1993	2400	2814
一年内到期的非流动负	21	2	2	2	2	EBITDA	1994	2932	2533	2984	3531
非流动负债合计	647	965	3119	3150	3338	EPS (元)	0.42	0.63	0.74	0.89	1.04
长期借款	0	157	157	157	157	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	2200	2231	2419						
负债合计	3526	5375	8672	9218	10139	成长能力					
少数股东权益	16	47	38	31	24	营业收入增长	12.74%	30.71%	36.22%	14.19%	14.49%
实收资本(或股本)	2689	2700	2700	2700	2700	营业利润增长	-19.03%	37.65%	10.49%	24.20%	19.41%
资本公积	2500	2559	2559	2559	2559	归属于母公司净利	17.66%	20.45%	17.66%	20.45%	17.26%
未分配利润	3917	4769	4564	4318	4030	获利能力					
归属母公司股东权益合	10101	11146	12404	13838	15520	毛利率(%)	35.51%	39.78%	40.09%	40.20%	40.31%
负债和所有者权益	13643	16568	21114	23088	25683	净利率(%)	9.40%	10.70%	9.26%	9.79%	10.03%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.40%	7.81%	8.34%	10.22%	9.44%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.27%	15.20%	16.06%	17.34%	18.13%
经营活动现金流	2191	955	1086	2195	2679	偿债能力					
净利润	1130	1682	1984	2393	2807	资产负债率(%)	26%	32%	41%	40%	39%
折旧摊销	561.94	927.50	0.00	178.71	178.71	流动比率	3.11	2.55	2.95	3.07	3.16
财务费用	-79	-76	-23	-120	-120	速动比率	2.28	1.55	1.81	1.88	1.95
应收账款减少	0	0	-707	-377	-440	营运能力					
预收帐款增加	0	0	58	24	28	总资产周转率	0.90	1.04	1.14	1.11	1.15
投资活动现金流	-1859	791	-37	-441	-519	应收账款周转率	7	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	9	0	0	0	应付账款周转率	7.72	6.95	6.98	6.51	6.53
长期股权投资减少	0	0	338	0	0	每股指标(元)					
投资收益	79	127	100	100	100	每股收益(最新摊	0.42	0.63	0.74	0.89	1.04
筹资活动现金流	-1043	-785	1314	-815	-825	每股净现金流(最新	-0.26	0.36	0.88	0.35	0.49
应付债券增加	0	0	2200	31	188	每股净资产(最新摊	3.76	4.13	4.59	5.13	5.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-4	10	0	0	0	P/E	26.83	18.03	15.32	12.72	10.85
资本公积增加	-44	59	0	0	0	P/B	3.01	2.74	2.46	2.21	1.97
现金净增加额	-712	961	2363	938	1335	EV/EBITDA	14.63	9.70	11.09	9.11	7.37

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员, 拥有买方、卖方双重工作经验, 曾就职于天风证券研究所, 东方基金, 泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位, 本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。