

原有业务保持稳健增长，Kidiliz 继续拖累利润

——森马服饰 (002563.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 12.30 元

分析师

李婕 (执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股): 26.99

总市值(亿元): 331.92

一年最低/最高(元): 7.48/12.47

近3月换手率: 14.30%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	14.39	8.80	-3.76
绝对	12.94	13.35	7.87

资料来源: Wind

相关研报

利润增长保持稳健, 原有业务表现突出——森马服饰 (002563.SZ) 2019 年一季报点评

..... 2019-04-30

18 年业绩靓丽, 童装、休闲装发展均向好——森马服饰 (002563.SZ) 2018 年年报点评

..... 2019-04-27

18 年业绩超预期, 童装龙头长期价值值得关注——森马服饰 (002563.SZ) 2018 年业绩快报点评

..... 2019-03-01

◆Kidiliz 并表继续增厚收入、拖累利润, 原有业务业绩继续靓丽、Q2 收入增速放缓

公司发布 2019 年中报, 实现营业收入 82.19 亿元、同比增 48.57%, 归母净利润 7.22 亿元、同比增 8.20%, 扣非净利润 6.69 亿元、同比增 8.02%。EPS0.27 元。

其中, 2018 年 10 月开始公司并入法国 Sofiza SAS 公司, 19 年上半年贡献并表收入 14.83 亿元、利润约-1.1 亿元。若扣除该并表影响, 估计公司原有业务收入增长 21%左右、利润总额同比增长 28%左右、归母净利润同比增长 24%左右。

分季度来看, 19Q1~Q2 收入分别同比增 63.90%、35.81%, 归母净利润分别增 11.06%、5.68%。其中二季度增速放缓主要为终端零售环境疲软, 另外公司发货在一季度较为集中、二季度回归正常发货节奏, 收入增速环比有所放缓。对比 Q1 原有业务收入增长 30%左右、净利润增速超过 20%, Q2 原有业务收入增长有所放缓、估计为 14%左右, 但净利润增长近 30%、增速环比提升, 主要为毛利率提升及费用管控有效贡献。

◆收入拆分: 原有业务中童装、电商均保持 30%左右较好增长

分品类来看, 2019 年上半年休闲服饰、儿童服饰分别实现收入 29.44 亿元 (同比+12.15%)、52.12 亿元 (+81.66%), 儿童服饰收入占比自 18 年的 56%提升至 63%。儿童服饰大增有并表增厚贡献, 其中 KIDILIZ 收入 14.83 亿元, 若扣除该影响、原有童装业务收入估计 37 亿元、同比增 30%左右。分季度来看, 估计 Q2 原有业务中休闲装、童装收入增速均较 Q1 有所放缓。

分渠道来看, 线上继续高增长、上半年收入 21.67 亿元、同比增 35.06%, 总收入占比 26.58%, 估计 Q1/Q2 线上增速变化不大。扣除并表影响、公司原有业务线上收入 20.85 亿元、同比增 29.90%, 其中估计童装增 30%+、休闲装增 25%左右。

线下业务方面, 19H1 收入 59.88 亿元、同比增 54%。扣除 K 公司并表影响, 原有业务线下收入同比增长 18%, Q2 较 Q1 放缓。

1) 线下分渠道来看, 直营店、加盟店收入分别为 14.16 亿元 (+72.14%)、43.50 亿元 (+43.49%), 新增联营店渠道 (为 KIDILIZ 所有) 收入 1.72 亿元。直营店在线下收入占比自 18 年的 18%提升至 24%。扣除 K 并表影响, 原有主业中直营、加盟店收入分别为 8.83 亿元 (+7.36%)、37.05 亿元 (+20.83%), 线下收入中直营店占比为 19% (同比 18H1 减少 2PCT)。

2) 线下按品类再拆分, 若假设休闲装和童装的线上占比与总体相似, 推算出线下童装原有业务和休闲装收入分别增长接近 30%、高个位数。

◆线下门店拆分: 并表增加渠道数量, 原有童装和休闲业务开店速度较去年有所放缓

1) **渠道外延拓展**方面: 2019年6月末, 公司渠道总数为10161家、较年初净增2.58%。其中K公司渠道为757家(净减57家), 原有业务方面总渠道9404家、外延增3.08%(较18H1的5.24%、18年的17.59%增速有所放缓)。总面积为185.63万平方米、较年初增2.32%, 扣除K公司总面积增2.62%; 平均单店面积略降0.26%持平, 扣除K公司单店面积减少0.44%。

分直营/加盟来看, 公司直营店、加盟店、联营店门店数分别为1218家(较年初+0)、8663家(+3.05%)、280家(为K公司并表贡献)。扣除K公司后, 原有业务直营店、加盟店各为784家(+2.75%)、8620家(+3.11%), 其中总面积分别增1.73%、2.71%, 推算单店面积分别-1%、-0.39%, 变化不大。

分品类来看, 休闲服饰门店数净增0.73%至3858家, 单店面积略增0.18%, 总体面积增长0.92%; 童装原有业务门店数和单店面积各增4.78%、-0.33%, 总面积增4.44%。

2) **同店增长和平效**方面: 根据线下收入增速和外延门店数量/面积增速, 可推算出同店增长。总体来看, 扣除K公司, 19H1原有业务门店同店增长为14%, 平效增15%左右。分品类来看, 估计休闲装、童装原有业务同店增长分别为高个位数、20%以上, 平效与同店增长相当(单店面积变化不大); 分渠道类型, 直营店、加盟店同店增长分别增4%、17%, 平效分别增6%、18%。

◆财务指标: Kidiliz 并表影响多个指标致不可比, Q2 毛利率提升明显

毛利率: 19H1 毛利率同比提升 6.49PCT 至 44.84%, 其中休闲装、童装毛利率分别为 37.18% (+2.25PCT)、49.16% (+7.14PCT)。童装毛利率提升幅度较大主要为 KIDILIZ 毛利率较高拉动(K公司以直营模式为主、毛利率较高、为66%左右), 若扣除 KIDILIZ 影响, 推算原有童装业务毛利率为 42%、较 18H1 基本持平略增。

19Q1~Q2 单季度毛利率分别为 41.68% (+2.59PCT)、48.01% (+10.28PCT)。在 K 公司持续并表影响下, Q2 提升幅度较大主要为原有业务产品结构优化、尤其是休闲装折扣活动同比减少, 另外增值税率下调公司也有一定受益。

费用率: 19 年上半年公司期间费用率同比上升 9.53PCT 至 29.84%, 主要为 K 公司直营占比高、费用率较高拉升总体。其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 23.89% (+6.78PCT)、15% (+0.27PCT)、-0.79% (+0.29PCT)。19Q1~Q2 单季度期间费用率分别提升 7.33PCT、11.71PCT。

其中销售费用增加较多主要为随业务增长, 员工薪酬、租赁费、广告宣传费、运杂费、服务费等增加以及并入 K 公司所致; 管理费用增加较多主要为员工薪酬增加及并入 K 公司所致。

其他财务指标: 1) 19 年 6 月末存货较年初降 4.93% 至 42.00 亿元。存货周转率为 1.05、较 18H1 的 1.36 有所放缓。估计 K 公司存货 8~9 亿, 原有业务存货约 33 亿、同比 18 年 6 月末增长 25% 左右, 基本跟原有收入增长 21% 相当, 估计周转同比略有放缓。

计提角度, 存货跌价准备/存货账面金额 19 年 6 月末为 12.65%、相比于年初的 14.37% 有所下降。存货跌价准备 19 年上半年新计提 2.99 亿元、

转回/转销 4.34 亿元。计提占比下降主要为库存结构优化、新品占比较年初提升贡献。

2) 应收账款 19 年 6 月末较年初降 20.80%至 15.47 亿元，应收账款周转率为 4.70，较 18H1 的 4.79 变化不大。

3) 资产减值损失同比增 39.08%至 2.37 亿元，主要为存货跌价损失增加。

4) 投资收益同比减少 39.33%至 4280 万元，主要为理财产品收益减少（随着公司现金类资产规模减少而减少）。

5) 经营活动现金流净流出 4.18 亿元，相比 18H1 净流出 832 万元幅度加大。其中，销售商品获得现金为 90.61 亿元（同比增 35%），购买商品、接受劳务支付现金为 64.62 亿元（同比增 27%）

◆Kidiliz 亏损继续拖累，关注童装和休闲装长期竞争力加强

我们认为：1) 短期业绩上并入的 Kidiliz 在 19 年将继续增厚收入（18Q4 该品牌开始并表），同时其亏损亦将继续拖累总体业绩，上半年亏损 1.1 亿，估计随着公司对 Kidiliz 投后整合继续、增加投入，对业绩的拖累短期仍将持续。

2) 公司原有童装业务方面，巴拉巴拉童装上半年继续以较高水平增长，展现了行业龙头品牌的优质经营能力。随着童装行业景气度持续较高以及行业集中度的提高，巴拉巴拉品牌将继续跑赢行业、贡献较高增速。

另外，公司自行培育的马卡乐、迷你巴拉等小品牌发展迅速，目前收入体量在亿元级别、占比还较小，其中迷你巴拉为电商婴童品牌、上半年营业收入同比增 102.88%。

3) 休闲装业务方面，公司刷新品牌定位、明确“质在日常”的品牌价值主张，在此基础上与知名 IP 跨界合作，扩充品类、探索女性内着商业机会、优化鞋品供应链、打造鞋品标杆店等。休闲装业务积极改革创新、有望持续强化竞争力、并贡献稳健增长。

4) 公司优势业务线上渠道继续保持较高增长，发力内容端建设和品牌营销，推进精细化运营。

5) 对标美国经验，运动服饰、童装在近 12 年来具有长期较高的景气度，并且集中度持续提升、龙头受益；对标日本经验，经济下行阶段性价比消费偏好崛起，优衣库、无印良品等低倍率、高性价比品牌逆势发展。公司定位于高景气品类、高性价比领域且行业地位优秀，具有长期投资价值。

我们维持公司 19~21 年 EPS 为 0.69 元、0.79 元、0.90 元，对应 19 年 PE18 倍，继续看好公司龙头优势强化和多品牌拓展带来发展增量，维持“买入”评级。

◆风险提示：

终端消费疲软；电商销售不及预期；线下渠道拓展不力或费用等投入超出预期；并购后整合效果不及预期，致 Kidiliz 亏损加大；汇率波动影响并购品牌境外业务业绩。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,026	15,719	20,304	22,929	25,847
营业收入增长率	12.74%	30.71%	29.17%	12.93%	12.72%
净利润 (百万元)	1,138	1,694	1,852	2,140	2,425
净利润增长率	-20.23%	48.83%	9.35%	15.52%	13.33%
EPS (元)	0.42	0.63	0.69	0.79	0.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.27%	15.20%	15.37%	16.35%	17.04%
P/E	29	20	18	16	14
P/B	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 28 日

表 1: 公司分品类渠道和收入情况

		2017 年	2018 年	2018 年 YOY%	2019H1	2019H1 YOY%
休闲服饰	门店数 (家)	3628	3830	5.57%	3858	0.73%
	总面积 (平方米)	803758	896534	11.54%	904750	0.92%
	单店面积 (平方米)	222	234	5.66%	235	0.18%
	收入 (百万元)	5634	6792	20.54%	2944	12.15%
	毛利率 (%)	29.31%	36.98%	7.67%	37.18%	2.25%
儿童服饰原有业务	门店数 (家)	4795	5293	10.39%	5546	4.78%
	总面积 (平方米)	698431	841415	20.47%	878761	4.44%
	单店面积 (平方米)	146	159	9.14%	158	-0.33%
	收入 (百万元)	6322	8047	27.30%	3730	29.98%
	毛利率 (%)	41.52%	40.10%	-1.42%	42.32%	0.30%
KIDILIZ	门店数 (家)	-	782	-	757	-3.20%
	总面积 (平方米)	-	76312	-	72829	-4.56%
	单店面积 (平方米)	-	98	-	96	-1.41%
	收入 (百万元)	-	777	-	1483	-
	毛利率 (%)	-	63.73%	-	66.01%	-
合计	门店数 (家)	8423	9905	17.59%	10161	2.58%
	总面积 (平方米)	1502189	1814261	20.77%	1856340	2.32%
	单店面积 (平方米)	178	183	2.70%	183	-0.26%
	收入 (百万元)	12026	15719	30.71%	8219	48.57%
	毛利率 (%)	35.51%	39.78%	4.27%	44.84%	6.49%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所计算

表 2: 公司分渠道收入情况及增速 (百万元, 含 KIDILIZ)

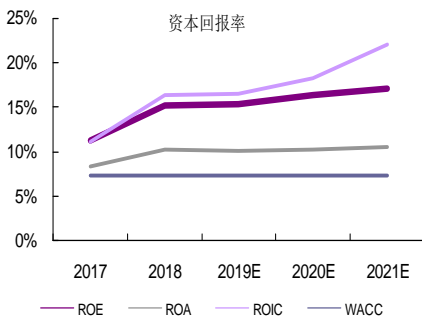
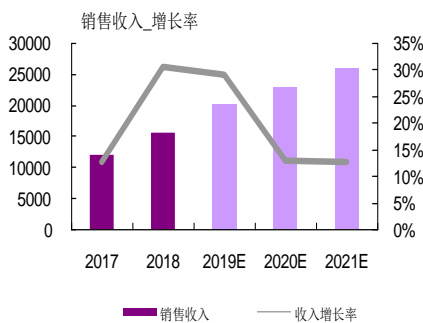
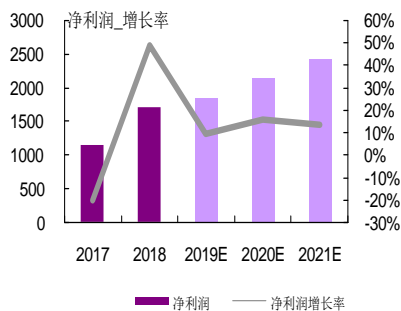
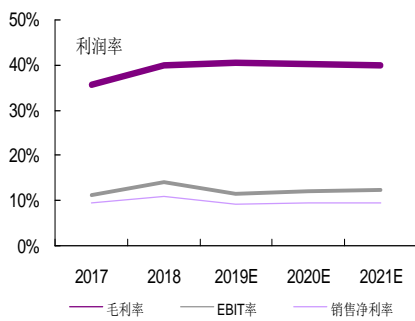
分渠道	2017 年	2018 年	2018 年 YOY%	2019H1	2019H1 YOY%
直营店	1462.7	2085.12	42.55%	1416.39	72.14%
加盟店	7371.89	9318.38	26.40%	4399.98	43.49%
联营店	-	104.05	-	172.07	-
线下销售小计	8834.59	11403.5	29.08%	5988.44	53.98%
线上销售	3121.22	4108.76	31.64%	2167.44	35.06%
收入合计	11955.81	15512.27	29.75%	8155.88	48.45%

资料来源: 公司公告

表 3：公司分渠道收入情况及增速（百万元，不含 KIDILIZ）

分渠道	2017 年	2018 年	2018 年 YOY%	2019H1	2019H1 YOY%
直营店	1462.7	1762.15	20.47%	883.42	7.36%
加盟店	7371.89	8995.89	22.03%	3705.16	20.83%
线下销售小计	8834.59	10758.03	21.77%	4588.58	17.98%
线上销售	3121.22	4080.94	30.75%	2084.56	29.90%
收入合计	11955.81	14838.97	24.12%	6673.13	21.47%

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,026	15,719	20,304	22,929	25,847
营业成本	7,756	9,466	12,091	13,709	15,521
折旧和摊销	183	244	241	265	282
营业税费	83	111	162	183	207
销售费用	1,763	2,570	3,817	4,173	4,575
管理费用	639	522	1,421	1,513	1,654
财务费用	-79	-76	-67	-57	-15
公允价值变动损益	0	9	0	0	0
投资收益	79	127	100	100	100
营业利润	1,511	2,080	2,467	2,844	3,224
利润总额	1,514	2,268	2,463	2,846	3,226
少数股东损益	-7	-12	-5	-5	-5
归属母公司净利润	1,138	1,694	1,852	2,140	2,425

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	13,643	16,568	18,432	20,954	23,082
流动资产	8,948	11,241	13,163	15,100	17,241
货币资金	1,287	2,435	3,238	4,087	6,139
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,422	1,953	2,455	2,752	2,729
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	81	221	244	275	310
存货	2,384	4,417	4,241	4,249	4,296
可供出售投资	423	438	438	438	438
持有到期金融资产	60	0	0	0	0
长期投资	10	4	4	4	4
固定资产	1,115	1,986	2,401	2,792	2,873
无形资产	447	787	708	637	573
总负债	3,526	5,375	6,338	7,833	8,822
无息负债	3,485	5,041	6,181	7,676	8,665
有息负债	41	334	157	157	157
股东权益	10,117	11,193	12,095	13,121	14,260
股本	2,689	2,700	2,699	2,699	2,699
公积金	3,515	3,745	3,910	3,910	3,910
未分配利润	3,917	4,769	5,512	6,544	7,688
少数股东权益	16	47	42	37	32

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,191	955	2,160	2,369	3,413
净利润	1,138	1,694	1,852	2,140	2,425
折旧摊销	183	244	241	265	282
净营运资金增加	748	302	805	64	-374
其他	122	-1,286	-738	-100	1,080
投资活动产生现金流	-1,859	791	-439	-547	-183
净资本支出	-802	-471	-647	-647	-283
长期投资变化	10	4	0	0	0
其他资产变化	-1,067	1,258	208	100	100
融资活动现金流	-1,043	-785	-917	-973	-1,178
股本变化	-4	10	-1	0	0
债务净变化	-12	293	-177	0	0
无息负债变化	588	1,557	1,139	1,496	988
净现金流	-712	952	803	849	2,052

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.74%	30.71%	29.17%	12.93%	12.72%
净利润增长率	-20.23%	48.83%	9.35%	15.52%	13.33%
EBITDA 增长率	-20.55%	61.22%	4.70%	16.21%	14.88%
EBIT 增长率	-22.57%	65.07%	5.40%	16.85%	15.70%
估值指标					
PE	29	20	18	16	14
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	21	13	12	11	9
EV/EBIT	24	15	14	12	10
EV/NOPLAT	32	20	18	15	13
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	4	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	35.51%	39.78%	40.45%	40.21%	39.95%
EBITDA 率	12.52%	15.44%	12.51%	12.88%	13.12%
EBIT 率	10.99%	13.88%	11.33%	11.72%	12.03%
税前净利润率	12.59%	14.43%	12.13%	12.41%	12.48%
税后净利润率 (归属母公司)	9.46%	10.77%	9.12%	9.33%	9.38%
ROA	8.29%	10.15%	10.02%	10.19%	10.48%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.27%	15.20%	15.37%	16.35%	17.04%
经营性 ROIC	11.05%	16.34%	16.39%	18.17%	21.96%
偿债能力					
流动比率	3.11	2.55	2.51	2.27	2.28
速动比率	2.28	1.55	1.70	1.63	1.71
归属母公司权益/有息债务	245.44	33.40	76.80	83.37	90.66
有形资产/有息债务	310.69	45.36	111.08	126.28	140.29
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.42	0.63	0.69	0.79	0.90
每股红利	0.25	0.35	0.41	0.47	0.54
每股经营现金流	0.81	0.35	0.80	0.88	1.26
每股自由现金流(FCFF)	0.03	0.73	0.38	0.83	1.29
每股净资产	3.74	4.13	4.47	4.85	5.27
每股销售收入	4.46	5.83	7.52	8.50	9.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼