

森马服饰 (002563): 童装业务高歌猛进, 休闲业务整装待发

——2019 年半年报点评

2019 年 08 月 28 日

强烈推荐/维持

森马服饰 公司报告

报告摘要:

事件: 报告期内, 公司实现营收 82.19 亿元 (+48.57%), 归母净利 7.22 亿元 (+8.20%), 扣非后归母净利 6.69 亿元 (+8.02%); EPS 为 0.27 元。Kidiliz 自 2018 Q4 开始并表, 上半年剔除并表因素公司实现收入 67.15 亿元 (+21.38%), 实现净利润 8.31 亿元 (24.61%), 原主业业绩略超预期。

童装高增、休闲稳健, 双轮驱动护成长。报告期内, 巴拉巴拉童装业务实现收入 37.3 亿元, 同比增长 30%; 森马品牌休闲装实现收入 29.44 亿元, 同比增长 12.15%。分季度看, Q1 童装和休闲装分别实现约 30% 和 20% 以上增速; 第二季度在行业压力增加的情况下, 巴拉巴拉维持约 30% 的增长, 休闲装亦有稳健增长。展望未来, 公司巴拉巴拉品牌力强, 现阶段童装消费者对头部品牌的偏好性将使其龙头地位越发稳固。休闲装业务, 进行产品改革和创新, 品牌将得到重塑, 顺势而为将赢得更多消费者青睐。

线上渠道持续发力, “通过电商再造一个森马”在路上。上半年剔除掉并购 Kidiliz 因素, 线上收入 20.85 亿元, 同比增长 29.90 亿元。公司对线上的规划分为两部分: 一是线上线下相协同的品牌, 线上线下独立运作在竞争中齐头并进; 二是纯线上品牌, 电商品牌 Minibalabala 增长迅速, 营业收入同比增长 102.88%。

线下渠道保持良性净开店。目前公司巴拉巴拉门店共有 5546 家, 较年初净增加 253 家, 延续了去年高速开店趋势。成人休闲装目前有 3858 家门店, 较年初净增加 28 家, 其中开店 370 家, 关店 342 家, 开关店较多以渠道结构调整为主。近两年公司渠道结构的改善主要体现在店面面积的扩大和购物中心渠道占比的提升。其中成人休闲装店的平均面积从 100 平米扩张到 150 平米, 面积提升情况下坪效基本保持平稳, 表明公司的业务能力在增强。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,026.3	15,719.1	21,212.6	24,240.4	27,772.0
增长率 (%)	12.74%	30.71%	34.95%	14.27%	14.57%
净利润 (百万元)	1,130.47	1,681.55	1,883.53	2,372.97	2,784.94
增长率 (%)	-19.38%	48.75%	12.01%	25.99%	17.36%
净资产收益率 (%)	11.27%	15.20%	15.33%	17.29%	18.09%
每股收益 (元)	0.42	0.63	0.70	0.88	1.03
PE	26.83	18.03	16.13	12.83	10.94
PB	3.01	2.74	2.47	2.22	1.98

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

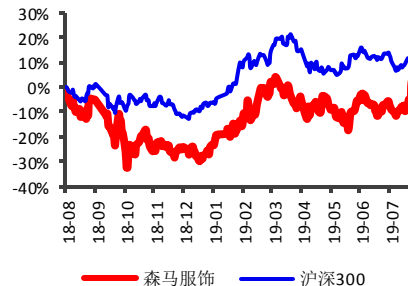
公司简介:

森马服饰创建于 2002 年, 是一家以虚拟经营为特色, 以休闲服饰、儿童服饰为主导产品的企业集团, 旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。

交易数据

52 周股价区间 (元)	7.95-12.36
总市值 (亿元)	331.92
流通市值 (亿元)	67.15
总股本/流通 A 股 (万股)	269,853 / 184,851
流通 B 股/H 股 (万股)	
52 周日均换手率	0.41

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师:刘畅

010-66554032

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理:刘田田

010-66554038

liutiantian@dxzq.net.cn

Kidliz 并表带来亏损, 长期整合空间大。Kidliz 自 2018Q4 开始并表, 上半年贡献收入 14.83 亿元, 亏损 1.1 亿元 (其中 Q1 亏损接近 3500 万元, Q2 亏损约 7500 万元)。公司通过代理 TCP 和并购 Kidliz 带来了童装业务规模的提升, 规模效应将会助益巴拉巴拉品牌在国内的发展, 并为未来走出国门积蓄功力。对于 Kidliz 业务本身, 公司将通过“扬长避短”发展重点品牌、削减亏损品牌力争在三年以内实现盈利。目前看公司主力发展旗下 CATIMINI 品牌和 ABSORBA 品牌, 在国内发展童装中高端业务, 与巴拉巴拉形成互补。

盈利预测与评级:

公司作为轻资产运营的公司, 最核心的竞争力来自于品牌管理和产品开发。公司的童装品牌已显示出强大的品牌力, 成人休闲装的产品改进将是未来发力重点。鉴于并购公司亏损状况, 略下调今年盈利预测。2019-2021 年实现营业收入 212.12、242.4、277.72 亿元, 归母净利润分别为 18.84、23.73、27.85 亿元, 对应 PE 分别为 16.13、12.83、10.94 X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 宏观经济下滑终端消费持续疲软, 并购项目调整不及预期

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	16307	18537	21377	营业收入	12026	15719	21213	24240	27772
货币资金	1287	2435	4787	5715	7040	营业成本	7756	9466	12709	14496	16576
应收账款	1422	1953	2635	3011	3450	营业税金及附加	83	111	256	293	336
其他应收款	81	221	298	340	390	营业费用	1763	2570	4667	5212	5832
预付款项	134	203	295	295	295	管理费用	639	522	955	1091	1250
存货	2384	4417	6279	7162	8190	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	541.78	619.54
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	-10.00	100.00	100.00
固定资产	1115.21	1985.68	1806.97	1628.26	1449.55	营业利润	1511	2080	2164	2828	3379
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	21015	22975	25554	利润总额	1514	2268	2531	3195	3746
流动负债合计	2878	4410	5514	6027	6757	所得税	383	587	648	822	961
短期借款	21	175	0	0	0	净利润	1130	1682	1884	2373	2785
应付账款	1898	2626	3477	3966	4536	少数股东损益	-7	-12	-9	-7	-7
预收款项	123	166	222	247	275	归属母公司净利润	1138	1694	1893	2380	2792
一年内到期的非流动负	21	2	2	2	2	EBITDA	1994	2932	2398	2957	3501
非流动负债合计	647	965	3119	3150	3338	EPS (元)	0.42	0.63	0.70	0.88	1.03
长期借款	0	157	157	157	157	主要财务比率					
应付债券	0	0	2200	2231	2419		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3526	5375	8633	9177	10096	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%	34.95%	14.27%	14.57%
实收资本(或股本)	2689	2700	2700	2700	2700	营业利润增长	-19.03%	37.65%	4.02%	30.67%	19.50%
资本公积	2500	2559	2559	2559	2559	归属于母公司净利	11.74%	25.76%	11.74%	25.76%	17.31%
未分配利润	3917	4769	4575	4331	4044	获利能力					
归属母公司股东权益合	10101	11146	12344	13766	15435	毛利率(%)	35.51%	39.78%	40.09%	40.20%	40.31%
负债和所有者权益	13643	16568	21015	22975	25554	净利率(%)	9.40%	10.70%	8.88%	9.79%	10.03%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.40%	8.34%	10.22%	9.01%	10.36%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.27%	15.20%	15.33%	17.29%	18.09%
经营活动现金流	2191	955	1145	2177	2659	偿债能力					
净利润	1130	1682	1884	2373	2785	资产负债率(%)	26%	32%	41%	40%	40%
折旧摊销	561.94	927.50	0.00	178.71	178.71	流动比率					
财务费用	-79	-76	-23	-120	-120	速动比率					
应收账款减少	0	0	-682	-376	-439	营运能力					
预收账款增加	0	0	57	24	28	总资产周转率	0.90	1.04	1.13	1.10	1.14
投资活动现金流	-1859	791	-147	-442	-520	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	6.95	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	-10	100	100	每股收益(最新摊	0.42	0.63	0.70	0.88	1.03
筹资活动现金流	-1043	-785	1354	-807	-816	每股净现金流(最新	-0.26	0.36	0.87	0.34	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	4.57	5.10	5.72
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	16.13	12.83	10.94
资本公积增加	-44	59	0	0	0	P/B	3.01	2.74	2.47	2.22	1.98
现金净增加额	-712	961	2352	928	1324	EV/EBITDA	14.63	9.70	11.72	9.20	7.45

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	森马服饰（002563）2019 年一季报点评：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	2019-04-30
公司	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	2019-03-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构，覆盖大消费行业研究，2019年1月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

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。