

2019年10月29日

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 公司快报

### 三季度营收净利增速放缓，并表 Kidiliz 影响业绩表现

#### 事件

公司披露三季报。前三季度实现营收 132.61 亿元，同比增长 35.82%，归母净利润 13.07 亿元，同比增长 2.79%。基本每股收益 0.48 元。

其中三季度公司实现营收 50.41 亿元，同比增长 19.14%，归母净利润 5.85 亿元，同比下降 3.18%。

#### 投资要点

- ◆ **三季度营收净利增速放缓，并表 Kidiliz 影响业绩表现：** 营收端，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营收增速 64%、36%、19%，三季度营收增速放缓，主要源于 Kidiliz 品牌收缩导致规模下降。净利端，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现利润增速 11%、5.7%、-3.2%，三季度利润负增长一是源于营业收入增速环比放缓，二是并表 Kidiliz 较大提升期间费用，最终使净利率同比降低。
- ◆ **并表影响利润率费用率，四季度备货推升存货周转天数：** 盈利能力方面，前三季度公司毛利率同比提升至 44%，主要源于 Kidiliz 主营高端童装，毛利率高于森马及巴拉，并表推升毛利率。Kidiliz 多为直营且期间费用更高，推动前三季度公司期间费用率提升至 28%，单三季度毛利提升未能覆盖费用提升，最终公司净利率降低，单季度利润有所下滑。存货方面，Kidiliz 存货周转低于森马原业务，并表推动存货周转放缓，单三季度存货周转天数略有提升，预计增量主要为四季度备货，二三季度资产减值损失均为负值，预计存货销售冲回减值准备，整体库存消化良好。现金流方面，单三季度公司经营活动现金流入及流出分别增长 18.7%、16.3%，实现经营现金流量净额 1.30 亿元。
- ◆ **童装市场较快增长，巴拉占据龙头地位：** 童装市场规模有望取得大幅高于服装市场规模的增速。据新浪网，Euromonitor 数据显示，国内童装市场有望于 2019 年实现 2347 亿元的销售规模，同比增长约 12%。2018 年森马服饰童装市场市占率约 5.6%，排名第一，高于童装市占率第二至第五的合计市占率 4.4%，且差距较 2017 年略有拉大。近年来，我国童装市场集中度正稳步提升，龙头森马服饰有望持续受益。
- ◆ **休闲服饰定位质在日常，有望逐步提升竞争力：** 公司休闲服装森马品牌重定位质在日常，主要有三点变化，一是产品方面，推出体现品牌特色的新基本产品线；二是渠道方面，提升消费者购物体验；三是传播方面，将质感文化与大众审美进行连接。本次休闲服饰的定位变化及新产品线将在 2019 年秋冬季产品以及 2020 年商品中开始体现，整体变动有望推动公司客群年龄向上延伸，使森马能够逐步满足 18~35 岁年龄段消费者的工作生活着装需求，有望逐步提升品牌竞争力。
- ◆ **投资建议：** 森马服饰是国内童装龙头，童装受益于龙头市占率提升，休闲装重定位有望提升竞争力，KIDILIZ 整合影响净利润。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.67、0.81 和 0.94 元。净资产收益率分别为 14.1%、15.1% 和 16.1%。

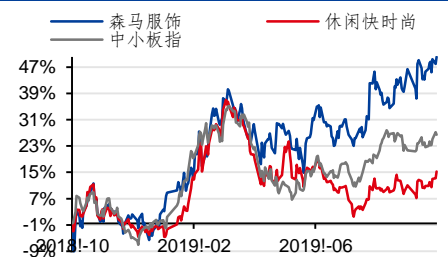
纺织服装 | 休闲快时尚 III

投资评级 **买入-A(维持)**  
 股价(2019-10-29) 12.67 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	34,190.45
流通市值(百万元)	23,420.63
总股本(百万股)	2,698.54
流通股本(百万股)	1,848.51
12个月价格区间	7.72/12.89 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.85	6.83	12.58
绝对收益	6.38	14.35	36.52

#### 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：原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响半年度净利润 2019-08-27
- 森马服饰：童装持续较快增长，休闲装毛利率改善明显 2019-04-26
- 森马服饰：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 2018-10-25
- 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

目前公司 PE (2019E) 约为 19 倍, 维持“买入-A”建议。

- ◆ **风险提示:** 童装竞争激烈; 品牌传播推升费用率; 并购项目回暖或不达预期; 加盟受终端零售影响滞后。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	12,026.3	15,719.1	22,037.8	25,465.5	28,836.6
同比增长(%)	12.7%	30.7%	40.2%	15.6%	13.2%
营业利润(百万元)	1,511.3	2,080.2	2,393.1	2,877.2	3,355.7
同比增长(%)	-19.0%	37.6%	15.0%	20.2%	16.6%
净利润(百万元)	1,137.9	1,693.6	1,807.7	2,173.4	2,534.9
同比增长(%)	-20.2%	48.8%	6.7%	20.2%	16.6%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.67	0.81	0.94
PE	30.0	20.2	18.9	15.7	13.5
PB	3.4	3.1	2.7	2.4	2.2

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	12,026.3	15,719.1	22,037.8	25,465.5	28,836.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	7,755.7	9,465.9	12,185.0	14,075.7	15,940.0	营业收入增长率	12.7%	30.7%	40.2%	15.6%	13.2%
营业税费	83.1	111.4	156.1	180.4	204.3	营业利润增长率	-19.0%	37.6%	15.0%	20.2%	16.6%
销售费用	1,763.4	2,570.4	5,289.1	6,111.7	6,892.0	净利润增长率	-20.2%	48.8%	6.7%	20.2%	16.6%
管理费用	638.8	521.9	1,498.6	1,782.6	2,076.2	EBITDA 增长率	-20.6%	62.9%	1.6%	18.5%	15.6%
财务费用	-79.3	-75.8	-24.1	-49.0	-65.5	EBIT 增长率	-22.0%	65.8%	2.2%	19.4%	16.3%
资产减值损失	466.0	867.4	600.0	550.0	500.0	NOPLAT 增长率	-20.3%	39.0%	19.6%	19.4%	16.3%
加:公允价值变动收益	-	9.4	-	-	-	投资资本增长率	20.1%	2.5%	-5.6%	2.4%	-9.5%
投资和汇兑收益	79.2	127.1	60.0	63.0	66.2	净资产增长率	1.2%	10.6%	15.2%	11.9%	8.8%
<b>营业利润</b>	1,511.3	2,080.2	2,393.1	2,877.2	3,355.7	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	2.5	188.0	-	-	-	毛利率	35.5%	39.8%	44.7%	44.7%	44.7%
<b>利润总额</b>	1,513.8	2,268.3	2,393.1	2,877.2	3,355.7	营业利润率	12.6%	13.2%	10.9%	11.3%	11.6%
减:所得税	383.3	586.7	598.3	719.3	838.9	净利润率	9.5%	10.8%	8.2%	8.5%	8.8%
<b>净利润</b>	1,137.9	1,693.6	1,807.7	2,173.4	2,534.9	EBITDA/营业收入	12.8%	15.9%	11.5%	11.8%	12.1%
						EBIT/营业收入	11.6%	14.8%	10.7%	11.1%	11.4%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	25.8%	32.4%	32.0%	31.8%	33.6%
货币资金	1,286.6	2,434.6	4,200.4	5,606.8	7,486.2	负债权益比	34.8%	48.0%	47.1%	46.6%	50.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.11	2.55	2.63	2.76	2.67
应收帐款	1,503.0	1,952.7	2,944.6	2,431.4	3,496.1	速动比率	2.28	1.55	1.86	1.85	1.98
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-17.64	-30.59	-98.29	-57.67	-50.26
预付帐款	133.9	202.8	239.2	264.7	307.2	<b>营运能力</b>					
存货	2,384.3	4,417.5	4,044.3	5,339.5	4,844.4	固定资产周转天数	34	36	33	29	25
其他流动资产	3,640.2	2,233.3	2,345.0	2,462.2	2,585.3	流动营业资本周转天数	136	108	73	64	55
可供出售金融资产	422.8	437.7	459.6	482.6	506.7	流动资产周转天数	268	231	204	211	217
持有至到期投资	60.5	-	-	-	-	应收帐款周转天数	53	40	40	38	37
长期股权投资	10.1	3.6	3.6	3.6	3.6	存货周转天数	69	78	69	66	64
投资性房地产	1,264.2	1,095.5	1,095.5	1,095.5	1,095.5	总资产周转天数	398	346	290	284	280
固定资产	1,115.2	1,985.7	2,048.3	2,013.3	1,938.6	投资资本周转天数	182	154	108	92	78
在建工程	844.7	253.8	101.5	40.6	16.2	<b>费用率</b>					
无形资产	447.1	786.7	759.5	732.6	706.8	销售费用率	14.7%	16.4%	24.0%	24.0%	23.9%
其他非流动资产	530.8	763.9	730.1	672.8	666.4	管理费用率	5.3%	3.3%	6.8%	7.0%	7.2%
<b>资产总额</b>	13,643.2	16,567.7	18,971.5	21,145.6	23,653.1	财务费用率	-0.7%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	20.5	174.6	-	-	-	三费/营业收入	19.3%	19.2%	30.7%	30.8%	30.9%
应付帐款	2,024.5	2,626.0	3,310.8	3,914.8	4,728.3	<b>投资回报率</b>					
应付票据	379.1	432.4	650.7	561.4	855.5	ROE	11.3%	15.2%	14.1%	15.1%	16.1%
其他流动负债	454.2	1,177.2	1,266.9	1,355.0	1,436.8	ROA	8.3%	10.1%	9.5%	10.2%	10.6%
长期借款	-	156.9	-	-	-	ROIC	19.4%	22.4%	26.1%	33.1%	37.6%
其他非流动负债	647.4	807.8	848.2	890.6	935.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,525.8	5,375.0	6,076.5	6,721.7	7,955.8	DPS(元)	0.25	0.35	0.07	0.24	0.47
少数股东权益	16.0	46.9	34.0	18.5	0.4	分红比率	59.1%	55.8%	10.0%	30.0%	50.0%
股本	2,689.5	2,699.8	2,698.5	2,698.5	2,698.5	股息收益率	2.0%	2.8%	0.5%	1.9%	3.7%
留存收益	7,432.1	8,513.6	10,162.5	11,706.8	12,998.3						
<b>股东权益</b>	10,117.4	11,192.7	12,895.0	14,423.8	15,697.3						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.42	0.63	0.67	0.81	0.94
净利润	1,130.5	1,681.6	1,807.7	2,173.4	2,534.9	BVPS(元)	3.74	4.13	4.77	5.34	5.82
加:折旧和摊销	183.3	244.5	169.8	179.8	186.9	PE(X)	30.0	20.2	18.9	15.7	13.5
资产减值准备	466.0	867.4	-	-	-	PB(X)	3.4	3.1	2.7	2.4	2.2
公允价值变动损失	-	-9.4	-	-	-	P/FCF	1,971.1	18.8	18.4	17.0	10.8
财务费用	1.0	33.5	-24.1	-49.0	-65.5	P/S	2.8	2.2	1.6	1.3	1.2
投资损失	-79.2	-127.1	-60.0	-63.0	-66.2	EV/EBITDA	20.0	11.9	10.9	8.8	7.0
少数股东损益	-7.5	-12.1	-12.9	-15.5	-18.1	CAGR(%)	24.0%	14.4%	8.6%	24.0%	14.4%
营运资金的变动	-1,272.0	674.5	300.0	-222.2	505.2	PEG	1.2	1.4	2.2	0.7	0.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,190.7	955.0	2,180.6	2,003.4	3,077.2	ROIC/WACC	1.8	2.1	2.5	3.2	3.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,859.5	791.3	-14.9	-17.0	-20.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,042.8	-785.3	-400.0	-580.0	-1,177.8						

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