

强烈推荐-A (维持)

森马服饰 002563.SZ

当前股价: 12.49 元

2019年10月10日

多维升级提效 弱市环境龙头竞争力凸显

基础数据

上证综指	2948
总股本(万股)	269854
已上市流通股(万股)	184851
总市值(亿元)	337
流通市值(亿元)	231
每股净资产(MRQ)	4.06
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	25.8%
主要股东	邱光
主要股东持股比例	16.9%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《森马服饰(002563)——多维改革显效 品牌势能持续提升》2019-08-28
- 2、《森马服饰(002563)——改革显效 弱市背景下19Q1 主业保持较快增长》2019-04-30
- 3、《森马服饰(002563)——童装龙头地位优势明显 休闲改革稳步推进》2019-04-28

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

弱市环境下,公司童装龙头地位稳固,先发优势明显,通过近年来对产品开发、供应链反应效率及渠道质量等多方面能力的提升,目前内生及外延仍保持同步良性增长,预计19年线下收入有望实现15%-20%的增长。休闲装业务尽管行业竞争激烈,但公司借助数字网络化管理,利用供应链能力的提升,严控渠道库存,并持续进行渠道结构升级。19年线下休闲同店有望呈现低个位数增长,叠加18年开店加速拉动,预计19年线下收入有望在保证终端库存处于良性周转状态下,实现个位数增长。电商业务在集中度向龙头品牌集中的背景下,公司将战略由性价比向内容平台转变,进一步强化品牌势能,预计19年电商收入将实现30%的增长。全年看,公司运行稳定性高,预计原有主业业绩有望实现20%左右的增长,但因Kidiliz尚未扭亏,并表净利润增幅预计接近10%。目前总市值337亿,对应19PE18X/20PE16X,考虑到减持压力释放完毕,维持“强烈推荐-A”评级。

- **童装业务: 行业高景气, 巴拉先发优势突出龙头地位稳固。** 童装行业高景气延续。童装巴拉先发优势突出,绝对龙头地位稳固,市占率达5.6%,占CR5 50%以上的份额。凭借领先的产品开发能力、高效的供应链反应能力及稳定的终端管控能力,预计全年童装业务线下不含并表收入有望实现15-20%的增长。收购Kidiliz及TCP有望增强国际化运营及研发能力,但Kidiliz短期亏损店铺调整将致利润承压。
- **休闲装业务: 改革成效释放, 库存风险管控意识加强, 单店收入稳步增长。** 近年来公司经历库存危机后,先后对渠道、供应链、产品研发等能力进行重塑。这使得公司今年休闲装线下同店在弱市背景下仍实现个位数增长,而渠道结构的升级整合,使18年加盟商开店意愿加强。内生及外延双向拉动下,预计全年休闲装线下业务有望维稳在个位数增长区间。
- **电商业务: 强化品牌势能, 从高性价比策略向内容平台转变。** 今年线上专供款及线上线下同款占比将进一步提升至70%,产品品质和时尚度提升的同时品类将从服装扩充至家纺、鞋类及配件,强化品牌势能,打造高时尚度内容平台。在线上流量增速放缓背景下,全年电商业务有望维持25%-30%高增长。
- **投资建议:** 作为童装及休闲装双龙头,巴拉龙头地位稳固并延续快速增长,休闲在供货/渠道/产品多维升级驱动下风险可控,维稳运行。全年看,公司运行稳定性高,预计两大核心业务业绩有望实现20%左右的增长,但因Kidiliz尚未扭亏,并表净利润预计高个位数增长。目前总市值337亿,对应19PE18X/20PE16X,考虑到公司治理结构改善,减持压力释放完毕,维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** 休闲装销售承压以及Kidiliz亏损面扩大的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	12026	15719	20235	23013	26320
同比增长	13%	31%	29%	14%	14%
营业利润(百万元)	1511	2080	2505	2927	3398
同比增长	-19%	38%	20%	17%	16%
净利润(百万元)	1138	1694	1852	2159	2503
同比增长	-20%	49%	9%	17%	16%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.69	0.80	0.93
PE	29.5	19.9	18.2	15.6	13.5
PB	3.3	3.0	2.8	2.5	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

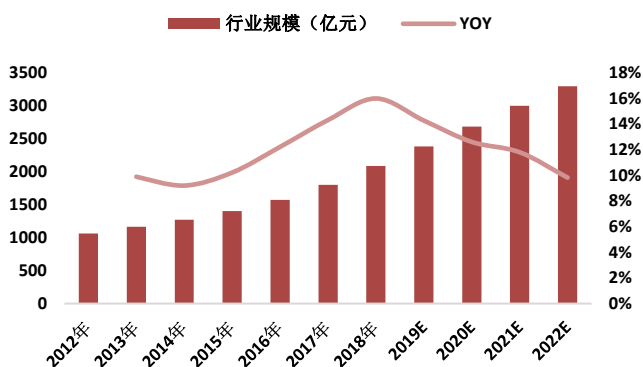
1、童装业务：巴拉巴拉龙头先发优势突出，延续强势增长.....	3
1) 童装行业高景气，巴拉巴拉集中度仍有提升空间.....	3
2) 凭借优质制造商深度绑定及数字化应用策略，强化供应链效率提升.....	3
3) 线下渠道结构持续优化升级，同店及外延同步良性增长.....	4
4) 通过并购打造品牌矩阵，龙头地位进一步增强.....	5
2、休闲装：供货模式/渠道结构/产品力多维升级显效，复苏延续.....	5
1) 供应链提质提效.....	5
2) 渠道扩张稳步推进，结构优化持续进行中.....	5
3) “质在日常”理念深入贯彻，休闲装产品全面升级.....	6
4) 内生维稳运行叠加新开店贡献，19年线下收入有望保持个位数增长.....	7
3、电商不断强化品牌势能，进入打造内容平台的新发展阶段.....	7
1) 发展历程回顾.....	7
2) 资源支持力度大，配套设施完善.....	8
3) 未来将向内容平台转变.....	9
4、库存压力可控.....	9
5、管理层调整完毕，公司治理结构进一步优化.....	9
6、盈利预测及投资建议.....	9
7、风险提示.....	10

1、童装业务：巴拉巴拉龙头先发优势突出，延续强势增长

1) 童装行业高景气，巴拉巴拉集中度仍有提升空间

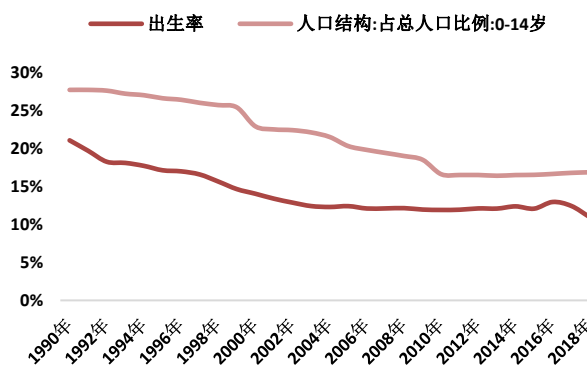
行业高景气，未来行业集中度仍有提升空间。据 Euromonitor 统计显示，2018 年中国童装行业市场规模达到 2091 亿元，且未来 5 年年复合增速有望达到 13%，处于高景气阶段。但集中度较为分散，2018 年行业前 5 大品牌市占率仅为 10%，其中巴拉巴拉品牌作为第一大品牌市占率达到 5.6%，占据前 5 大市占率 50% 以上的份额，而美国前五大童装品牌市占率合计达 30%，第一大童装龙头 Carter's 市占率则稳定在 8%-10% 之间。同时，相较于婴幼儿童装更为个性化的发展趋势不同，中大童装更偏向于从众风格，因此，未来在国内童装集中度提升的过程中，定位于中大童的巴拉巴拉品牌市占率具有进一步提升的条件及空间。

图 1：我国童装市场规模及增速



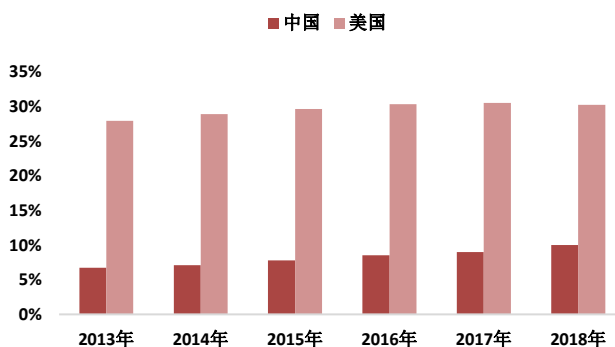
资料来源：Euromonitor、招商证券

图 2：我国 0-14 岁人口数量及出生率



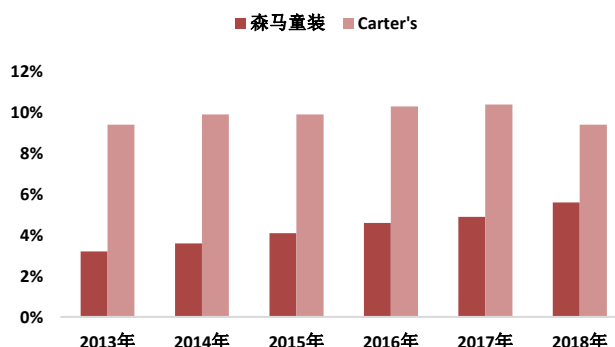
资料来源：wind、招商证券

图 3：中美前五大童装品牌市占率对比



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 4：中美第一大童装品牌市占率对比



资料来源：Euromonitor、招商证券

2) 凭借优质制造商深度绑定及数字化应用策略，强化供应链效率提升

近年来尽管童装业务处于高景气周期中，但公司在变革期间居安思危，巴拉巴拉品牌与休闲装业务进行了同步的整合升级。在供应链层面，公司首先对上游制造商体系进行升级整合，缩减供应商数量，订单向优质的大制造商集中，不仅利用规模化将本提效，同时也在产品设计研发层面与优质制造商进行了相互赋能提升。据我们草根调研情况看，目前巴拉巴拉品牌的制造商不乏有具备 ODM 能力的欧美中高端童装品牌的代工商，代工

商与巴拉巴拉是业务经过一段时间的磨合，对公司从产品研发设计对接-生产制作流程效能管控-账期管理等各环节的操作均给予了业务较高的评价，并将产能逐步向公司倾斜。目前公司与优质制造商深度绑定，产品开发能力领先，今年正逐步强化全品类开发能力，增加童鞋、配饰及玩具产品的占比，促进销售连带率的提升。同时，规模化优势持续加强，产品高质价比优势突出。

另外，数字化应用始终是巴拉巴拉各运营层面深化的重点。巴拉巴拉品牌早在 2005 年就进行了 ERP 系统的铺设，通过借鉴休闲装业务调整的经验，童装业务在行业快速发展阶段同步进行数字化管理升级，终端数据也很好的应用于供应链生产制造及配发货等供应链缓解。

图 5: 巴拉巴拉品类覆盖了从婴童到大童/从服饰到配饰玩具等



资料来源：天猫、招商证券

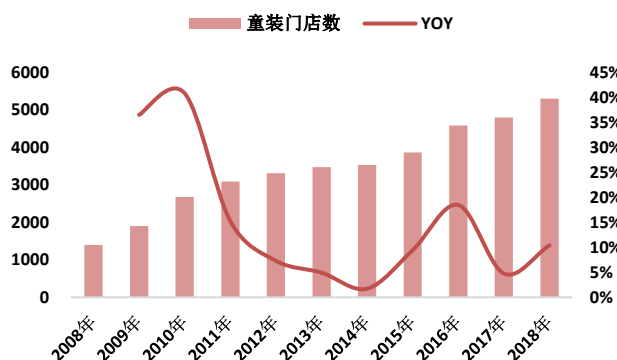
3) 线下渠道结构持续优化升级，同店及外延同步良性增长

巴拉品牌竞争优势突出，表现在突出的先发优势、领先的产品设计研发能力、高效的供应链管控能力、精细化的渠道运营能力，造就坪效不断提升。同时考虑到单店面积不断增加，以及门店结构和位置不断优化，因此多年来其同店增速大多维持双位数增速。

线下方面，公司童装渠道数量持续增长，单店面积不断扩充，结构优化、效率提升。从 2008 年 1393 家门店增长至 2018 年的 5293 家（不含 Kidiliz），年复合增速达 14%。单店面积也从 2008 年的 54 平米增加至目前的 159 平米，年复合增速达 11%，引入儿童娱乐项目和设施，增强购物体验。同时顺应渠道变化趋势，近年来积极向购物中心扩张，当前购物中心门店数量已达 1500 家以上，占童装门店总数的 30%。另外，由于童装加价倍率低、单件商品价格低的特点，因此巴拉十分注重提升终端运营效率，目前售罄率达 80%，处于服装行业领先水平。

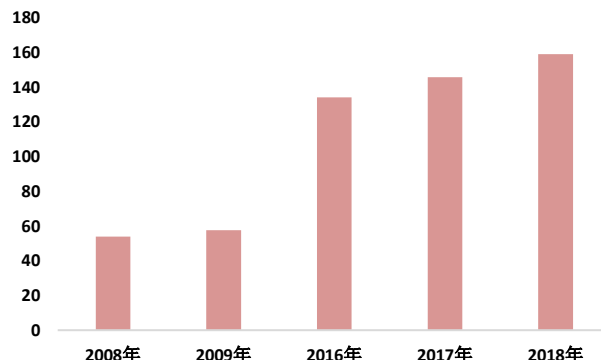
综合而言，目前童装业务内生及外延均处于良性增长区间。预计全年线下收入有望实现 15-20% 的增长。

图 6: 森马童装线下门店数量稳步增长 (不含 Kidiliz)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 森马童装线下门店单店面积 (平方米) 持续扩大



资料来源: 公司公告、招商证券

4) 通过并购打造品牌矩阵, 龙头地位进一步增强

公司于 2018 年 3 月携手 TCP (北美第一大全年龄段童装零售商), 获得其在中国 (包括港澳台) 的开发及经营权, 双方拟在未来 5 年内开设不少于 300 家门店, 并由森马负责 TCP 品牌在中国的电商业务拓展。

2018 年 10 月开始公司并入法国 Kidiliz 公司, 其与巴拉在品牌定位与市场客群方面具有互补性, 同时在水产品设计研发、国际市场经营、全球采购等方面具有整合价值。收购完成后, Kidiliz 集团核心管理层留任, 公司将拥有从大众到高端定位的多元化童装品牌组合, 具备国际市场进入和经营能力, 并拥有全球化供应链布局。长远看, 公司通过深度对标和整合 Kidiliz 在品牌营销、设计研发、精益零售和全球采购能力, 可为现有业务带来运营能力的提升。但由于目前 Kidiliz 仍处于亏损状态, 导致森马合并报表净利润增速低于收入, 且拖累公司整体利润增长表现。

2、休闲装: 供货模式/渠道结构/产品力多维升级显效, 复苏延续

1) 供应链提质提效

公司自 2013 年起削减一半供应商数量, 从 600 家供应商缩减至 300 家, 且有大约 40 家是境内外的上市公司, 实现了**订单向头部优质供应商集中的趋势**。与申洲、天虹、溢达、广硕等优质供应商加强合作, 近 60% 的产品与国际品牌同厂同流水线。在面辅料开发及应用环节, 不仅部分优质供应商参与到面辅料研发和款式研发环节, 还与优质面辅料提供商如 YKK、杜邦、德永佳、英威达进行合作, 成衣品质感得到明显提升。

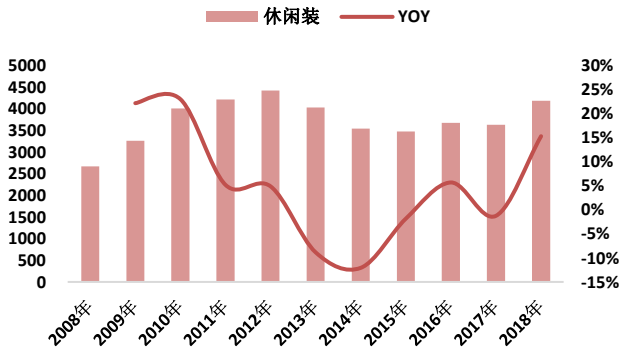
同时为了顺应时尚快速变换的潮流, **更加贴近市场需求, 降低存货积压风险**, 公司于**16Q4 起推进期改现模式**。目前全部销售体系已经从往年的一年 4 次供货模式调整为目前一年 8 次, 直营店和购物中心门店一年 12 次供货, 同时将 20%-25% 的产品进行现货发货。

2) 渠道扩张稳步推进, 结构优化持续进行中

渠道稳步扩张。休闲装门店数量从 2012 年最多的 4420 家降至 2015 年的 3477 家, 随后在行业逐渐回暖、公司渠道结构持续优化调整下, 门店数量从 2016 年开始呈净增状

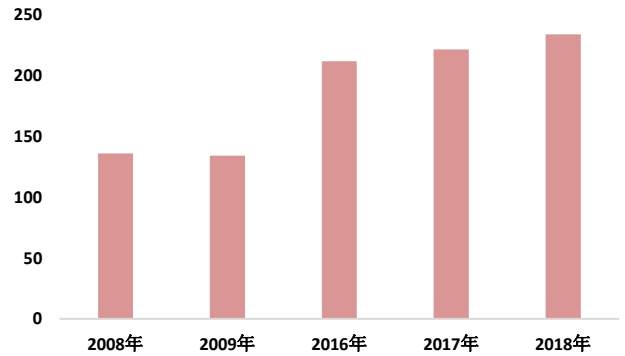
态，2018 年休闲装门店净增 555 家，增幅达 15%，是 2010 年后增幅最大的一年。近十年来，单店面积持续扩大，从 2008 年的 136 平米扩大至 2018 年的 234 平米，年复合增速达 5.6%。

图 8：森马休闲装线下门店数量稳步增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：森马休闲装线下门店单店面积（平米）持续扩大



资料来源：公司公告、招商证券

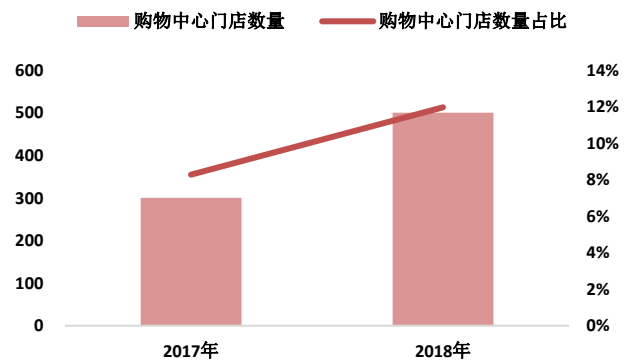
结构优化进行中。森马休闲装从 2016 年后开始尝试涉足购物中心，2017 年购物中心门店数量达 300 家，数量占比仅为 8%，2018 年购物中心门店数量达到了 500 家，占比提升至 11%。同时，直营门店数量占比也从 2010 年的 4% 提升至 2018 年的 8% 左右。

图 10：森马休闲装线下购物中心门店



资料来源：赢商网、招商证券

图 11：线下购物中心门店数量快速增长



资料来源：公司公告、招商证券

3) “质在日常”理念深入贯彻，休闲装产品全面升级

2019 年公司提出“质在日常”产品理念，无论从设计、材质、搭配上将会更加关注消费者的日常生活，打造有质感的、有颜值的、舒适自在的穿衣及生活方式，主要体现在：
 1) 优选供应商，提升产品品质，打造高质价比产品。
 2) 建立新的跨界，推动时装周的发展，跟史努比、嘉人杂志、迪士尼等跨界合作，提升时尚度，提高在年轻群体中的影响力。
 3) 品类扩充，增加家居服、鞋品以及配饰产品，打造一站式购物体验。

图 12: 森马签约白宇演绎“质在日常”产品理念



资料来源: 时尚芭莎、招商证券

图 13: 森马 2019 夏季棉麻产品系列



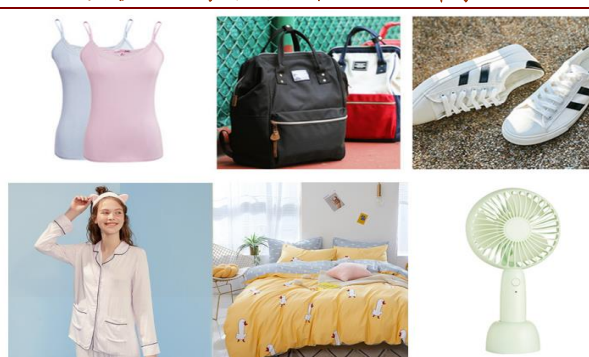
资料来源: 森马官网、招商证券

图 14: 森马 史努比联名款



资料来源: 时尚芭莎、招商证券

图 15: 品类扩充至家居服、鞋品、配饰等



资料来源: 森马官网、招商证券

4) 内生维稳运行叠加新开店贡献, 19 年线下收入有望保持个位数增长

2012 年后受终端需求放缓, 国外快时尚入侵、渠道结构不合理、产品设计创新力不足等因素影响, 森马线下成人装业务自 2012 年以来陷入调整并持续至 2017 年。随后在产品品质提升、供应链改革、渠道优化、渠道集中去库存等多项努力下, 2018 年休闲业务迎来了业绩的复苏, 适销度、售罄率均有明显好转, 同店增速达高个位数水平。2019 年虽然行业承压, 竞争激烈, 但森马休闲业务复苏趋势延续, 同店保持个位数增长的情况下, 叠加 18 年新开店贡献, 预计全年线下收入仍有望延续个位数增长水平。

3、电商不断强化品牌势能, 进入打造内容平台的新发展阶段

1) 发展历程回顾

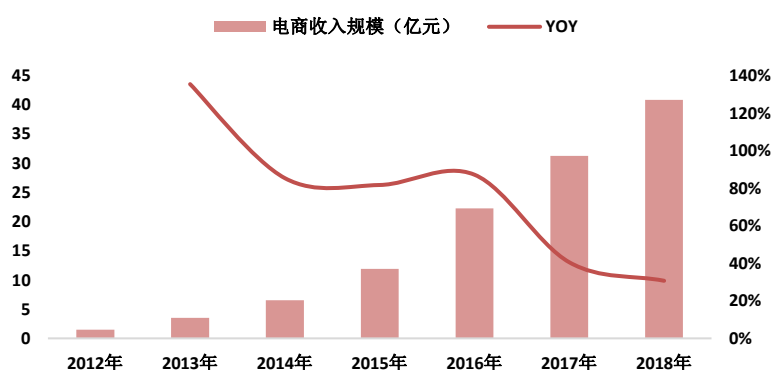
森马于 2011 年出现库存的高峰期, 2012 年开始发展电商业务, 以消化线下库存为主; 2014 年后步入第二发展阶段, 开始提供线上专供款, 做到高性价比的同时, 避免冲击线下代理商体系; 当前步入第三阶段, 即线上线下同款, 今年电商销售目标 100 亿, 其中 30% 为库存, 70% 为专供款和线上线下同款。从增速来看, 2012 年至 2018 年年复合增速达 74%, 特别是 2018 年以来电商行业整体增速放缓背景下, 公司电商业务收入仍然保持在 30%+ 的增速, 目前收入占比接近 30%。

表 1: 森马电商发展阶段以及相应策略

	起步阶段	培育阶段	快速发展期
商品构成	以线下库存销售为主	线下库存+线上专供	线下库存+线上专供+线上线下同款
面对的挑战	淘品牌以及国内其他休闲龙头的竞争	与国内成功品牌或海外大牌如 ZARA、优衣库等竞争	低价平台拼多多、低价品牌南极人的竞争。国际品牌优衣库、ZARA 等的竞争
	缺乏线上运营经验	线上渠道流量增速放缓	线上渠道流量增速放缓
应对策略	低价策略	高性价比策略	快速发展阶段，人才以及管理能力能否跟上
	强化前端运营能力	信息化、数据化基础建设加强	提升品质、加强品牌建设、未来要做中国最大的时尚内容运营平台
			加强人才培养、内部管理提效

资料来源：公司公告、招商证券

图 16: 森马电商业收入规模（亿元）及增速



资料来源：公司公告、招商证券

2) 资源支持力度大，配套设施完善

2016 年公司在杭州、嘉兴分别投入 2 亿、7 亿左右建设产业园、物流园。目前森马嘉兴物流仓储基地项目、浙江森马电子商务产业园项目已经投入使用。电商总的仓储面积达 40 万平。采用总仓+前置分仓模式，总仓在嘉兴，在华南、华北分别有两个分仓。月平均出库量 600 万件，月处理订单量 200 万单。

图 17: 嘉兴森马物流基地



资料来源：搜狐、招商证券

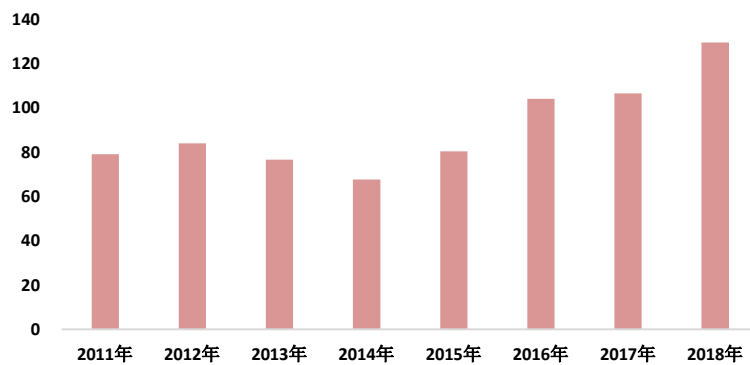
3) 未来将向内容平台转变

过去 8 年里，森马通过电商这一渠道，获得年轻消费者的认可，能够实现比线下更高效的增长。线上“大森马”的品牌调性和定位与线下一样，但是线上品类很多，可以以鞋子、箱包、家纺多品类进行内容的展示，在平台里打造出好的内容。线下铺货则要考虑门店的特点，在内容展示方面有局限性。另外，线上与线下协同发展，线上销售数据反哺线下，线上线下在人、货、场方面进行融合打通，提升效率以及消费者体验。

4、库存压力可控

2018 年底公司库存金额为 44 亿元，其中 Kidiliz 并表金额为 10 亿元左右，原有业务存货增幅估算约为 45%左右，快于原有业务的收入增速。从存货结构上看，50%为当季销售，50%为一年以内的库存，库存结构较为健康。预计这部分库存主要通过电商消化，库存风险可控。但仍要进一步关注今年下半年的商品销售情况以及新库存的增加情况。

图 18: 存货周转天数



资料来源：公司公告、招商证券（2018 年存货周转天数增加受并表影响）

5、管理层调整完毕，公司治理结构进一步优化

公司于 2018 年完成管理层调整，原童装总经理徐波担任公司总经理，原总经理周平凡担任副董事长。同时引进具有国际背景的人才，推进合伙人机制并加大员工激励力度。总经理徐波与电商总经理邵飞春通过受让大股东合计约 1705 万股（截止至 2019 年 9 月 12 日），实现了核心管理层与公司利益的绑定，公司治理模式从家族企业向职业经理人转变。

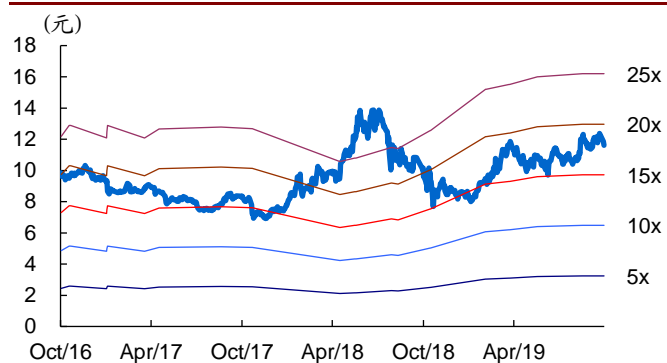
6、盈利预测及投资建议

结合当前童装、休闲及电商业务发展看，预计公司主业全年收入有望实现 15%-20% 的增长，主业利润预计略优于收入增幅达 20% 左右，但考虑到 Kidiliz 并表影响，预计整体净利润增长接近 10%。2019-2021 年 EPS 预计分别为 0.69、0.80 和 0.93 元，目前总市值 337 亿，对应 19PE18X/20PE16X，考虑到减持压力释放完毕，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

7、风险提示

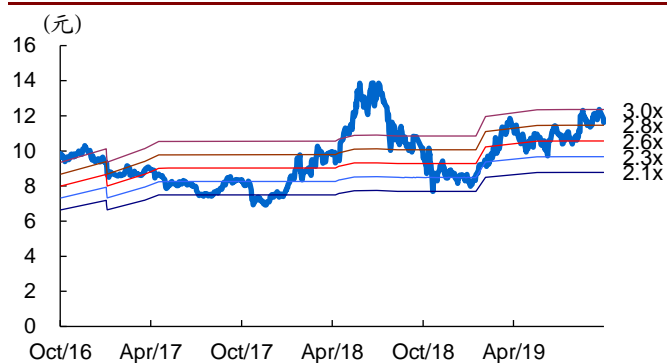
休闲装销售承压、库存压力增加、Kidiliz 持续亏损。

图 19: 森马服饰历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 20: 森马服饰历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《森马服饰-业绩如期稳健增长 白马价值突显》2016/2/28
- 2、《森马服饰-业绩增长稳定性强 具备估值优势的稳健品种》2016/3/29
- 3、《森马服饰-开局表现靓丽 白马价值突显》2016/4/29
- 4、《森马服饰-运营基础扎实 中报业绩如期稳定增长》2016/8/29
- 5、《森马服饰-业绩如期稳步增长 可关注后续估值切换行情》2016/10/28
- 6、《森马服饰-快反能力提升加强周转效率 渠道升级加快集中化过程》2017/2/2
- 7、《森马服饰-模式转换导致 16 年增长低于预期 17 年改革持续推进中》2017/3/28
- 8、《森马服饰-模式调整背景下增速放缓 关注改革推进效果》2017/4/26
- 9、《森马服饰-白马龙头 18 年迎来业绩拐点 低估值高分红彰显投资价值》2018/1/30
- 10、《森马服饰-17 年费用及存货减值拖累业绩表现 18 年有望恢复增长》2018/3/1
- 11、《森马服饰-18 年轻装上阵, 低基数下业绩弹性加大》2018/04/26
- 12、《森马服饰-拟收购欧洲中高端童装集团 Kidiliz 童装布局加码》2018/05/03
- 13、《森马服饰中报点评-18Q2 业绩增长提速 报表质量明显改善》2018/08/08
- 14、《森马服饰(002563)一弱市下三季报表现良好 建议把握 Q4 估值切换行情》2018/10/25
- 15、《森马服饰(002563)一主业业绩超预期, Kidiliz 并表加大利润弹性》2019/02/28
- 16、《森马服饰(002563)一童装龙头地位优势明显 休闲改革稳步推进》2019/04/28
- 17、《森马服饰(002563)一改革显效 弱市背景下 19Q1 主业保持较快增长》2019/04/30
- 18、《森马服饰(002563)一多维改革显效 品牌势能持续提升》2019/08/28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8948	11241	13112	15229	17815
现金	1287	2435	2838	3558	4436
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1422	1953	2341	2662	3045
其它应收款	81	221	284	323	369
存货	2384	4417	4800	5447	6259
其他	3774	2215	2848	3239	3706
非流动资产	4695	5327	5216	5121	5040
长期股权投资	10	4	4	4	4
固定资产	1115	1986	2000	2013	2024
无形资产	447	787	708	637	573
其他	3123	2551	2505	2468	2439
资产总计	13643	16568	18328	20350	22855
流动负债	2878	4410	5278	5831	6525
短期借款	21	175	175	175	175
应付账款	1898	3058	3881	4404	5061
预收账款	123	166	210	238	274
其他	836	1012	1012	1013	1015
长期负债	647	965	965	965	965
长期借款	0	157	157	157	157
其他	647	808	808	808	808
负债合计	3526	5375	6243	6796	7490
股本	2689	2700	2699	2699	2699
资本公积金	2480	2492	2492	2492	2492
留存收益	4932	5954	6861	8346	10174
少数股东权益	16	47	34	18	0
归属于母公司所有者权益	10101	11146	12051	13536	15365
负债及权益合计	13643	16568	18328	20350	22855

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2191	955	1473	1510	1663
净利润	1138	1694	1852	2159	2503
折旧摊销	183	244	311	296	282
财务费用	1	33	(1)	(6)	(12)
投资收益	(79)	(127)	(80)	(80)	(80)
营运资金变动	847	(1310)	(690)	(977)	(1178)
其它	101	420	81	118	148
投资活动现金流	(1859)	791	(122)	(122)	(122)
资本支出	(816)	(497)	(202)	(202)	(202)
其他投资	(1043)	1288	80	80	80
筹资活动现金流	(1043)	(785)	(947)	(669)	(663)
借款变动	(108)	(303)	(2)	0	0
普通股增加	(4)	10	(1)	0	0
资本公积增加	(19)	12	0	0	0
股利分配	(997)	(672)	(945)	(675)	(675)
其他	86	168	1	6	12
现金净增加额	(712)	961	404	719	878

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12026	15719	20235	23013	26320
营业成本	7756	9466	12013	13632	15663
营业税金及附加	83	111	143	163	186
营业费用	1763	2570	3501	4027	4606
管理费用	639	522	769	898	1026
研发费用	0	364	486	552	632
财务费用	(79)	(76)	(1)	(6)	(12)
资产减值损失	466	867	900	900	900
公允价值变动收益	0	9	0	0	0
投资收益	79	127	80	80	80
营业利润	1511	2080	2505	2927	3398
营业外收入	11	201	10	10	10
营业外支出	9	12	10	10	10
利润总额	1514	2268	2505	2927	3398
所得税	383	587	667	783	912
净利润	1130	1682	1838	2144	2485
少数股东损益	(7)	(12)	(13)	(15)	(18)
归属于母公司净利润	1138	1694	1852	2159	2503
EPS (元)	0.42	0.63	0.69	0.80	0.93

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	13%	31%	29%	14%	14%
营业利润	-19%	38%	20%	17%	16%
净利润	-20%	49%	9%	17%	16%
获利能力					
毛利率	35.5%	39.8%	40.6%	40.8%	40.5%
净利率	9.5%	10.8%	9.2%	9.4%	9.5%
ROE	11.3%	15.2%	15.4%	16.0%	16.3%
ROIC	10.3%	12.6%	14.6%	15.3%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	25.8%	32.4%	34.1%	33.4%	32.8%
净负债比率	0.3%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%
流动比率	3.1	2.5	2.5	2.6	2.7
速动比率	2.3	1.5	1.6	1.7	1.8
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	3.4	2.8	2.6	2.7	2.7
应收帐款周转率	7.1	9.3	9.4	9.2	9.2
应付帐款周转率	5.0	3.8	3.5	3.3	3.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.42	0.63	0.69	0.80	0.93
每股经营现金	0.81	0.35	0.55	0.56	0.62
每股净资产	3.76	4.13	4.47	5.02	5.69
每股股利	0.25	0.35	0.25	0.25	0.25
估值比率					
PE	29.5	19.9	18.2	15.6	13.5
PB	3.3	3.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	22.1	15.9	12.1	10.6	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商家电及纺织服装研究组:

纪敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

刘丽 对外经济贸易大学会计学硕士,2011-2015年就职于国美控股集团投资部,2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师,2017年8月加入招商证券。

团队荣誉:

金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师

新财富: 2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖: 2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

水晶球: 2018-第4名 2017-第2名 2016-第5名 2015-第4名 2014-第4名 2013-第5名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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,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。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。