

2014年07月21日

# 森马服饰 (002563)

收购早教业务迈出打造儿童产业链第一步，期待公司后续持续发力

报告原因：有信息公布需要点评

## 买入

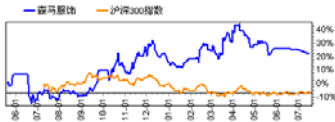
维持

市场数据:	2014年07月18日
收盘价(元)	29.8
一年内最高/最低(元)	33.82/20.03
上证指数/深证成指	2059/7259
市净率	2.4
息率(分红/股价)	3.36
流通A股市值(百万元)	2086

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	12.3
资产负债率%	14.78
总股本/流通A股(百万)	670/70
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《森马服饰(002563)跟踪报告》

2014/07/03

《森马服饰(002563)2014年一季报点评》 2014/04/29

### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

### 研究支持

许一帆  
A0230114070001  
(8621) 23297717  
xuyz@swsresearch.com地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	7,294	3	902	19	1.35	35.4	11.2	22.1	11
2014Q1	1,457	4	161	21	0.24	36.0	2.0	—	—
2014E	8,275	13	1,108	23	1.65	36.0	12.1	18.1	11
2015E	9,472	14	1,337	21	2.00	36.4	12.9	14.9	10
2016E	1,087	15	1,554	16	2.32	36.4	12.1	12.8	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点:

- **事件：**今日公司公告对外投资，公司为发展儿童业务并打造儿童一站式服务平台，已于7月17日与香港睿稚集团有限公司签署了《购买资产协议》，拟购买其持有的育翰(上海)信息技术有限公司70%股权，交易价格以育翰上海2013年度收入的2.5倍作为估值基础，交易金额为人民币1.02亿元。
- **收购标的旗下拥有“天才宝贝”和“小小地球”两大早教业务，课程成熟，渠道铺设较为完善。**育翰上海为睿稚集团的全资子公司，2013年收入5865万元，净利润为423万元，旗下拥有“天才宝贝”和“小小地球”两个教育品牌。(1) **天才宝贝：**“天才宝贝”于1998年在美国成立，主要面向3-6岁儿童，目前在全球50多个国家拥有400多家教学中心，是全球早教领域的领导者。育翰上海通过买断的方式将“天才宝贝”引进中国，课程进口美国、设置成熟，以“Early MBA”为特色主打，目前在国内64个城市共有91家教学中心。(2) **小小地球：**“小小地球”是育翰上海的自有品牌，主要覆盖3-12岁的少儿英语，课程丰富，佐以覆盖37个国家的旅行教学，能让孩子在快乐创新中提高英语水平，目前在国内5个城市拥有12家教学中心。
- **童装主业保持快速增长，收购早教业务着手布局儿童产业链前景可期。**公司童装主业布局趋于完善，主品牌“巴拉巴拉”是国内第一童装品牌，2013年收入25亿元，拥有门店3471家和400多万VIP客户，预计未来仍能保持20%的增速快速增长；此外，婴童品牌“minibala”和儿童一站式配饰品牌“梦多多”今年以来开放单店加盟，目前累计各有50家门店，配合主品牌强势品牌力逐步形成全渠道、全品类、全年龄、全面定位的战略布局。基于主品牌已经建立起的强大的客户资源、渠道资源、管理能力和资本实力，配合育翰上海已经建立起的品牌形象、专业课程和师资力量，我们期待此次公司收购早教业务能够进一步整合行业内资源。我们认为，这只是公司着手打造儿童产业链的第一步，未来公司或将继续深化教育产业，或将进军儿童动漫、影视游戏等行业。
- **公司童装业务快速发展，收购儿童早教业务迈出打造儿童产业链第一步，前景值得期待，维持买入评级。**我们维持14-16年EPS为1.65/2.00/2.32元的预测，对应PE为18.1/14.9/12.8倍。考虑到早教行业是“朝阳行业”，未来将直接受益“单独二胎”政策高速发展，公司此次收购早教业务仅是布局儿童产业链的开端，未来将持续进军儿童教育、动漫、影视、游戏等行业值得期待。我们已在7月3日发布的《森马服饰(002563)跟踪报告》中上调评级至买入，目前维持买入评级，持续看好公司进军儿童相关产业链。

表 1: 利润预测表

单位: 百万元

利润表								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	4,250	6,287	7,761	7,063	7,294	8,275	9,472	10,870
二、营业总成本	3,336	4,908	6,139	6,074	6,068	6,769	7,683	8,793
其中: 营业成本	2,804	4,037	4,860	4,679	4,715	5,293	6,023	6,913
营业税金及附加	27	38	51	51	64	73	81	102
销售费用	340	583	901	1,062	921	1,076	1,231	1,397
管理费用	134	169	221	227	261	306	332	380
财务费用	(6)	(13)	(56)	(126)	(176)	(97)	(97)	(94)
资产减值损失	37	93	162	183	282	118	112	94
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	(5)	(3)	0	10	10	20	30
三、营业利润	915	1,374	1,618	989	1,236	1,516	1,809	2,107
加: 营业外收入	2	1	3	75	66	60	70	70
减: 营业外支出	2	7	4	8	31	30	30	30
四、利润总额	915	1,369	1,617	1,057	1,271	1,546	1,849	2,147
减: 所得税	228	368	394	296	369	438	512	593
五、净利润	686	1,001	1,223	761	902	1,108	1,337	1,554
少数股东损益	(1)	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者的净利润	687	1,001	1,223	761	902	1,108	1,337	1,554
六、基本每股收益	1.14	1.67	1.87	1.14	1.35	1.65	2.00	2.32
全面摊薄每股收益	1.03	1.49	1.83	1.14	1.35	1.65	2.00	2.32

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。