

强烈推荐-A (维持)

森马服饰 002563.SZ

当前股价: 9.9 元

2019 年 02 月 28 日

主业业绩超预期, Kidiliz 并表加大利润弹性

基础数据

上证综指	2941
总股本(万股)	269985
已上市流通股(万股)	183884
总市值(亿元)	271
流通市值(亿元)	185
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	13.1
资产负债率	29.2%
主要股东	邱光
主要股东持股比例	17.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	-8	11
相对表现	2	-18	21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《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
- 2、《森马服饰(002563)一Q2 业绩增长提速 报表质量明显改善》2018-08-08
- 3、《森马服饰(002563)一拟收购欧洲中高端童装集团 Kidiliz 童装布局加码》2018-05-03

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

18 年业绩快报显示, 弱市环境下主业业绩超预期, 预计 18 年主业收入增长 20% 达 144 亿元, 剔除 Kidiliz 并表综合影响后, 主业实现净利润预计为 15 亿+, 同比增长 35%。剔除一次性计提的资产减值损失后, 主业实现的与经营活动相关的净利润规模达 18 亿元。展望 19 年, 森马休闲装在产品力提升、供应链提效、渠道结构优化等方面的持续改善下, 运营保持稳健。巴拉在维持绝对龙头地位的同时与 TCP、Kidiliz 在品牌定位及客群上发挥互补效应, 并在产品研发、国际市场运营和全球采购等方面有望产生协同效应。预计 19 年主业业绩仍可保持中双位数增长, 但考虑到 Kidiliz 尚未扭亏, 因此整体净利润表现或不及收入。目前市值 271 亿元, 对应 19PE15X, 可在相对底部把握估值修复行情, 维持强烈推荐评级。

□ 18 年主业超预期增长, 并表 Kidiliz 产生负商誉导致营业外收入增加提升利润弹性。18 年公司实现收入 157.16 亿元, 同比增长 30.68%; 营业利润及归母净利润分别为 20 亿和 16.93 亿元, 同比分别增长 32.33% 和 48.74%, 基本每股收益 0.63 元。拆分来看, 预计 18 年主业收入同比增长 20% 至 144 亿元, 实现净利润 15 亿+, Kidiliz 并表收入规模约为 13 亿元, 并表综合影响税后净利润金额为 1 亿元。分季度看, 18Q4 公司单季收入同比增长 49.38%; 归母净利润增长 234.31%。

□ 主业在产品力提升/供应链提效/渠道结构优化及扩张驱动下, 表现超预期。

1) 收入: 预计 18 年主业收入同比增长 20% 至 144 亿元。其中童装巴拉品牌龙头地位稳固, 18 年预计收入增长 20%+; 休闲装业务在弱市环境下收入仍实现了 10% 增长; 电商收入增长介于 25%-30% 之间。其中 Q4 单季, 童装收入保持 20%+ 的增长态势, 受暖冬以及终端需求不佳影响, 休闲装根据实际动销情况主动对加盟体系的配发货节奏进行了调整, 导致 Q4 发货增速降至个位数。电商增速预计介于 25%-30% 之间。

2) 净利润: 剔除 Kidiliz 并表带来的经营性亏损以及负商誉(体现在营业外收入科目), 预计 18 年主业实现净利润 15 亿元, 同比增长 35%。若考虑固定资产、投资性房地产、长期投资、商誉的一次性减值对税后净利润的影响, 则 18 年主业实现与经营活动相关的净利润达 18 亿元。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	10667	12026	15716	20098	22889
同比增长	13%	13%	31%	28%	14%
营业利润(百万元)	1866	1512	1999	2355	2633
同比增长	4%	-19%	32%	18%	12%
净利润(百万元)	1427	1138	1693	1800	2011
同比增长	6%	-20%	49%	6%	12%
每股收益(元)	0.53	0.42	0.63	0.67	0.75
PE	19.0	23.7	16.0	15.0	13.4
PB	2.7	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 净利润拆分

科目	金额 (亿元)
税前利润总额	21.79
减: Kidiliz 收购产生的负商誉 (计入营业外收入科目)	1.80
加: Kidiliz 经营性亏损	0.46
减: 所得税费用 (税率 25%)	5.11
主业税后净利润	15.34
一次性资产减值计提合计金额	3.68
其中:	
长期股权跌价准备	0.02
投资性房地产跌价	2.71
固定资产	0.58
商誉减值	0.37
加: 一次性资产减值计提税后影响额	2.76
主业经营活动实现的净利润	18.10

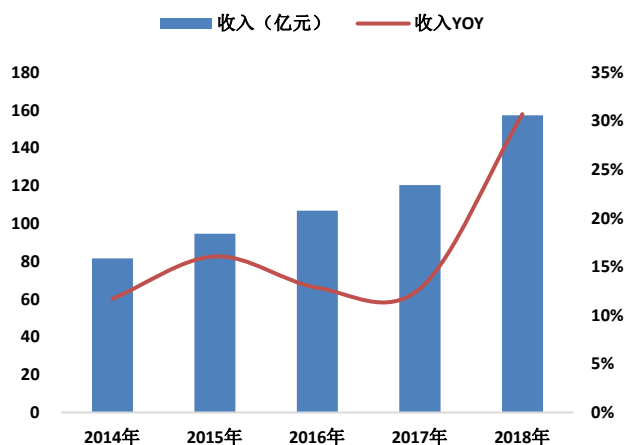
资料来源: 公司公告、招商证券

- **Kidiliz 于 18 年 10 月 1 日交割完成, 实现协同发展效应可期。**通过拆分, 预计 Kidiliz 品牌 18Q4 贡献收入接近 13 亿元, 经营性亏损预计为 4600 万左右, 并购产生的负商誉预计为 1.8 亿元, 计入营业外收入科目。该品牌与巴拉定位互补, 未来将在产品研发、国际市场运营与全球采购方面产出协同发展效应。
- **18 年资产减值计提较为充分。**18 年全年公司预计计提资产减值损失对净利润的影响金额为 4.75 亿元, 其中固定资产、投资性房地产、长期股权投资、商誉科目的一次性资产减值计提金额合计为 3.68 亿元。本期增加的存货跌价准备计提金额为 5.65 亿元, 较去年同期增长 36%, 计提较为充分。
- **盈利预测与投资建议:** 公司休闲装和童装业务在产品力提升、供应链提效、渠道结构优化等方面的持续改善下, 运营稳健。TCP、Kidiliz 与巴拉品牌在品牌定位及客群上发挥互补效应, 并在产品研发、国际市场运营和全球采购等方面具备整合价值。在弱市环境下, 公司作为大众休闲及童装龙头, 主业可持续稳定增长性较强, 但考虑到 Kidiliz 尚未扭亏, 因此 19 年净利润表现或不及收入。

根据 18 年业绩快报, 微调 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63、0.67 和 0.75 元, 目前总市值 271 亿, 对应 19PE15X, 可在相对底部把握估值修复行情, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

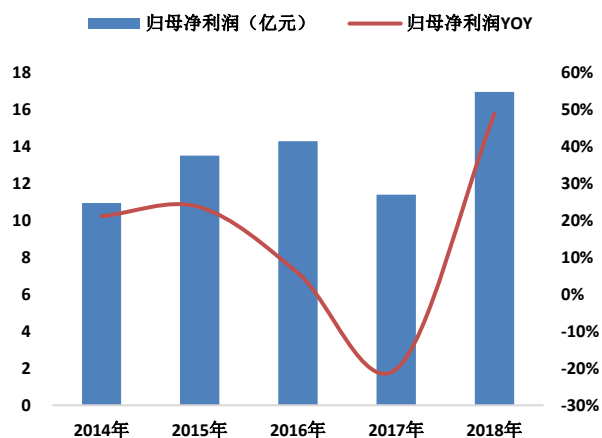
- **风险提示:** 终端消费持续疲软, 库存增加的风险。

图 1: 公司营业收入及增速



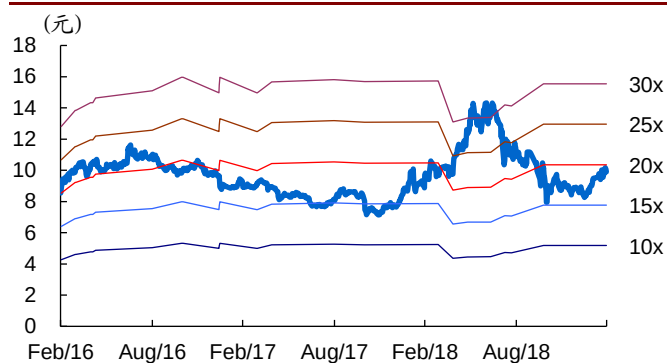
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 公司净利润及增速



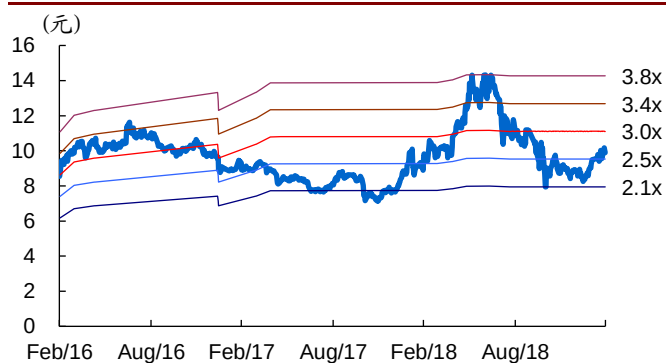
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 森马服饰历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 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

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8976	8948	10868	14476	16083
现金	2441	1287	911	1782	1601
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1944	1422	1833	2344	2669
其它应收款	96	81	106	135	154
存货	2203	2384	3088	3911	4479
其他	2291	3774	4931	6304	7180
非流动资产	3972	4695	4569	4457	4357
长期股权投资	12	10	10	10	10
固定资产	1186	1115	1049	989	935
无形资产	468	447	402	362	326
其他	2306	3123	3108	3096	3086
资产总计	12948	13643	15437	18932	20440
流动负债	2307	2878	3616	6005	6198
短期借款	30	21	0	1519	1099
应付账款	1216	1898	2467	3124	3577
预收账款	84	123	160	203	232
其他	977	836	990	1159	1290
长期负债	642	647	707	707	707
长期借款	0	0	0	0	0
其他	642	647	707	707	707
负债合计	2949	3526	4323	6712	6905
股本	2694	2689	2689	2689	2689
资本公积金	2499	2480	2480	2480	2480
留存收益	4800	4932	5952	7080	8419
少数股东权益	6	16	(8)	(29)	(53)
归属于母公司所有者权益	9993	10101	11122	12249	13588
负债及权益合计	12948	13643	15437	18932	20440

现金流量表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	857	2191	229	23	940
净利润	1427	1138	1693	1800	2011
折旧摊销	187	183	171	157	145
财务费用	0	1	(8)	35	65
投资收益	(87)	(79)	(85)	(80)	(80)
营运资金变动	(593)	953	(1525)	(1876)	(1182)
其它	(77)	(6)	(17)	(12)	(18)
投资活动现金流	(338)	(1859)	41	36	36
资本支出	(492)	(816)	(44)	(44)	(44)
其他投资	155	(1043)	85	80	80
筹资活动现金流	(640)	(1043)	(646)	812	(1158)
借款变动	576	242	(41)	1519	(421)
普通股增加	(1)	(4)	0	0	0
资本公积增加	4	(19)	0	0	0
股利分配	(1347)	(1347)	(672)	(672)	(672)
其他	128	86	67	(35)	(65)
现金净增加额	(120)	(712)	(376)	872	(181)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10667	12026	15716	20098	22889
营业成本	6575	7756	10079	12764	14618
营业税金及附加	88	83	109	139	158
营业费用	1455	1763	2310	3135	3571
管理费用	552	639	836	1146	1305
财务费用	(73)	(79)	(8)	35	65
资产减值损失	290	466	475	604	620
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	87	79	85	80	80
营业利润	1866	1512	1999	2355	2633
营业外收入	22	11	185	0	0
营业外支出	13	9	10	10	10
利润总额	1876	1514	2174	2345	2623
所得税	473	383	506	566	636
净利润	1402	1131	1669	1779	1987
少数股东损益	(24)	(7)	(24)	(21)	(24)
归属于母公司净利润	1427	1138	1693	1800	2011
EPS (元)	0.53	0.42	0.63	0.67	0.75

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	13%	13%	31%	28%	14%
营业利润	4%	-19%	32%	18%	12%
净利润	6%	-20%	49%	6%	12%
获利能力					
毛利率	38.4%	35.5%	35.9%	36.5%	36.1%
净利率	13.4%	9.5%	10.8%	9.0%	8.8%
ROE	14.3%	11.3%	15.2%	14.7%	14.8%
ROIC	13.1%	10.3%	13.6%	13.0%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	22.8%	25.8%	28.0%	35.5%	33.8%
净负债比率	0.4%	0.3%	0.0%	8.0%	5.4%
流动比率	3.9	3.1	3.0	2.4	2.6
速动比率	2.9	2.3	2.2	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5
应收帐款周转率	6.1	7.1	9.7	9.6	9.1
应付帐款周转率	6.4	5.0	4.6	4.6	4.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.53	0.42	0.63	0.67	0.75
每股经营现金	0.32	0.81	0.09	0.01	0.35
每股净资产	3.71	3.76	4.14	4.55	5.05
每股股利	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25
估值比率					
PE	19.0	23.7	16.0	15.0	13.4
PB	2.7	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	5.8	7.1	5.1	4.3	3.9

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。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，9 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

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。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

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。