

# 拟认购高定女装 JASON WU 所属公司股份 并拿下大中华区运营权，品牌矩阵再丰富 买入（维持）

2018年09月13日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12026.3	14557.2	17005.5	19594.3
同比（%）	12.7%	21.0%	16.8%	15.2%
归母净利润（百万元）	1137.9	1607.5	1948.6	2343.7
同比（%）	-20.2%	41.3%	21.2%	20.3%
每股收益（元/股）	0.42	0.60	0.72	0.87
P/E（倍）	25.1	17.7	14.6	12.2

## 投资要点

■ **事件：**公司公布公告，拟以 0.70 美元/股价格认购 JWU, LLC 新发行股份 710.4 万股，从而以 500 万美元对价（约合 3427 万人民币）获得 JWU, LLC 11% 股权。

同时，公司拟与 JWU, LLC 设立合资公司在大陆、香港、澳门开展包括 JASON WU、GREY JASON WU 以及 JWU, LLC 未来开发的其他 JWU 系列品牌产品（除香水外）的设计、生产及销售业务，合资公司注册资本 6000 万元，其中森马以现金出资 75%，JWU, LLC 以无形资产出资 25%。

■ **JWU, LLC 由知名华裔女装设计师吴季刚创立，旗下拥有 JASON WU、GREY JASON WU 两大品牌。**吴季刚因 2009 及 2013 年两度为美国前总统夫人米歇尔·奥巴马设计总统就职舞会礼服成名，其个人品牌 JASON WU 创立于 2007 年，产品包含高定女装、配饰、香水，其中女装设计风格优雅干练，裁剪独特，深受职业女性喜爱；2016 年其推出新品牌 GREY JASON WU，延续主品牌优雅风格但更偏休闲舒适，两者定位高端，以连衣裙为例价格一般在 1.5 万人民币以上。由于设计风格的高辨识度以及个人品牌知名度持续提升，吴季刚与包括 FILA、SUPREME AUPRES 在内多个品牌有过联名或跨界合作。

■ **我们认为森马本次计划入股 JWU, LLC 有助于集团整体形象提升，财务上亦不会产生过大负担。**公司成人装目前拥有大众定位的森马品牌、中高端定位的女装 IT MICHAA 品牌和男装 Marc O'Polo 品牌，本次引入 JWU, LLC 后可填补其在轻奢及奢侈品领域品牌布局之空白，并对集团作为多品牌时尚龙头的形象带来进一步提升；资金投入方面，考虑：1) 17 年 JWU, LLC 亏损 556 万美金（合 3811 万人民币），公司若入股后持股比例仅 11%，并表亏损有限；2) 成立合资公司后设计仍由 JASON WU 把关，且合营公司中国区业务并不会贸然激进拓展门店，由此我们认为本次入股及合作不会对公司产生过大财务负担。

■ **盈利预测与投资评级：**我们继续维持公司 18/19/20 年归母净利润规模 16.1/19.5/23.4 亿元，同比增长 41%/21%/20%，对应当前市值 PE 为 18/15/12 倍。公司在童装业务上全球化、全价格带的布局已逐步完成，休闲装调整卓有成效，中报延续一季报优秀表现，作为童装及休闲装双龙头继续看好其长期发展潜力，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**渠道扩张不及预期、同店增长不及预期、线上业务增长不及预期、存货去化不畅导致减值增加

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	10.49
一年最低/最高价	7.05/14.90
市净率(倍)	2.80
流通 A 股市值(百万元)	19289.48

## 基础数据

每股净资产(元)	3.74
资产负债率(%)	23.33
总股本(百万股)	2699.85
流通 A 股(百万股)	1838.84

## 相关研究

- 1、《森马服饰 (002563) 18H1 点评:Q2 业绩加速增长，符合市场预期》2018-08-08
- 2、《森马服饰：收购法国知名中高端童装品牌集团，打造全价格带童装品牌矩阵》2018-05-03
- 3、《森马服饰 17 年报&18 一季报：Q1 收入增速超 20%，现金流大幅改善成亮点》2018-04-26

表：JASON WU 09、13 年两度为美国前总统夫人米歇尔·奥巴马设计礼服



资料来源：搜狐图片，东吴证券研究所

表：JASON WU 品牌 18 春夏大秀



资料来源：VOGUE 时尚网，东吴证券研究所

表：GREY JASON WU 品牌 18 春夏产品



资料来源：VOGUE 时尚网，东吴证券研究所

表：JASON WU 品牌定价



JASON WU  
¥15,586



JASON WU  
¥14,609



JASON WU  
¥17,400

资料来源：Farfetch，东吴证券研究所

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>8948.0</b>	<b>9924.7</b>	<b>11867.4</b>	<b>13163.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>12026.3</b>	<b>14557.2</b>	<b>17005.5</b>	<b>19594.3</b>
现金	1286.6	1323.7	2281.1	2836.2	营业成本	7755.7	9228.9	10792.6	12441.6
应收款项	1422.1	1817.6	2231.0	2438.0	营业税金及附加	83.1	107.2	127.9	142.3
存货	2384.3	2853.7	3431.5	3900.9	销售费用	1763.4	1992.9	2283.8	2602.1
其他	3640.2	3640.0	3640.0	3640.0	管理费用	638.8	797.3	904.0	1011.6
<b>非流动资产</b>	<b>4695.2</b>	<b>4671.8</b>	<b>4708.2</b>	<b>4740.5</b>	财务费用	(79.3)	(81.6)	(140.6)	(174.8)
长期股权投资	10.1	10.1	10.1	10.1	投资净收益	79.2	80.0	80.0	80.0
固定资产	1115.2	1292.2	1449.6	1599.9	其他	274.2	286.4	355.6	362.6
无形资产	447.1	438.2	429.4	420.6	<b>营业利润</b>	<b>1511.3</b>	<b>2146.0</b>	<b>2602.2</b>	<b>3128.9</b>
其他	121.6	121.6	121.6	121.6	营业外净收支	2.5	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>13643.2</b>	<b>14596.5</b>	<b>16575.5</b>	<b>17904.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>1513.8</b>	<b>2146.0</b>	<b>2602.2</b>	<b>3128.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>2878.3</b>	<b>2691.9</b>	<b>3564.3</b>	<b>3579.5</b>	所得税费用	383.3	536.5	650.5	782.2
短期借款	20.5	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(7.5)	2.0	3.0	3.0
应付账款	1898.1	1754.9	2551.7	2520.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1137.9</b>	<b>1607.5</b>	<b>1948.6</b>	<b>2343.7</b>
其他	19.1	2.0	3.0	3.0	EBIT	1868.4	2538.1	3025.1	3539.0
<b>非流动负债</b>	<b>647.4</b>	<b>856.2</b>	<b>977.9</b>	<b>1116.7</b>	EBITDA	2051.6	2580.1	3074.1	3595.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	24.8	15.9	13.6					
<b>负债总计</b>	<b>3525.8</b>	<b>3548.1</b>	<b>4542.1</b>	<b>4696.2</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	16.0	2.0	3.0	3.0	每股收益(元)	0.42	0.60	0.72	0.87
归属母公司股东权益	10101.4	11048.3	12033.4	13207.9	每股净资产(元)	3.76	4.09	4.46	4.89
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13643.2</b>	<b>14596.5</b>	<b>16575.5</b>	<b>17904.1</b>	发行在外股份(百万股)	2689.5	2699.9	2699.9	2699.9
					ROIC(%)	13.8%	17.2%	18.9%	20.1%
					ROE(%)	11.3%	15.2%	16.9%	18.6%
					毛利率(%)	35.5%	36.6%	36.5%	36.5%
					EBIT Margin(%)	15.5%	17.4%	17.8%	18.1%
					销售净利率(%)	9.5%	11.0%	11.5%	12.0%
					资产负债率(%)	25.8%	24.3%	27.4%	26.2%
					收入增长率(%)	12.7%	21.0%	16.8%	15.2%
					净利润增长率(%)	-20.2%	41.3%	21.2%	20.3%
					P/E	25.1	17.7	14.6	12.2
					P/B	2.82	2.58	2.37	2.16
					EV/EBITDA	13.9	11.1	9.3	7.9

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>