

童装市场份额持续加速提升，业绩增速符合预期

森马服饰 (002563)

事件

公司发布业绩快报，2018 年公司实现营收 157.16 亿元，同比增长 30.68%；实现归母净利润 16.93 亿元，同比增长 48.74%。

简评

2018 年公司收入/业绩分别同增 30.68%/48.74%，增长的主要原因有：

(1) 休闲装业务恢复增长，童装业务保持稳定增长。2018H1 公司休闲装净开店 255 家，童装净开店 186 家，我们预计公司 H2 开店速率保持，外延增长动力充足。

(2) 公司收购的法国 Sofiza 童装企业于 10 月完成交割，Q4 营收并表形成增厚。我们预计 SofizaQ4 对公司营收贡献约 10-13 亿元人民币，撇除并表因素后，公司原有主业收入约 145 亿。此外，公司收购 Sofiza 预计形成 1.8-2 亿元负商誉，对当期损益形成一定影响。

谨慎计提资产减值准备，资产质量进一步提升

公司 2018 年计提的各项减值准备预计减少归母净利润 3.96 亿元，其中存货计提减值准备 5.65 亿元(约 1 亿元来自于 Sofiza 并表)，转销额 4.73 亿元，总体来看，存货减值计提对公司当期损益影响有限；计提固定资产减值准备和投资性房地产减值准备 3.29 亿元，计提资产主要系公司购买的部分商铺，因地产商业的发展出现效益下滑而计提减值；计提商誉减值 3700 万，主要系对收购华人实业形成的商誉全部计提。综上，对公司当期损益影响较大的减值计提主要来自于商铺资产，我们预计未来国内房地产市场将继续企稳，公司这部分资产继续计提减值准备的可能性不大。

收购法国童装品牌 Kidiliz，全面整合有序展开

公司目前与 Kidiliz 在国内童装业务方面的整合体现在：(1) 合作设立法国研究中心，运用欧洲设计理论服务国内巴拉巴拉主品牌；(2) Kidiliz 在设有多个全球采购中心，从东南亚采购大量优质低价资源，公司将逐步利用 Kidiliz 供应链管理经验和开拓东南亚供应商资源；(3) Kidiliz 旗下品牌首家国内门店已落地。

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 03 月 01 日

当前股价：10.05 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	6.8/-13.96	10.56/-7.02	3.64/17.94
12 月最高/最低价 (元)			14.9/7.72
总股本 (万股)			269,984.77
流通 A 股 (万股)			183,884.44
总市值 (亿元)			271.33
流通市值 (亿元)			184.8
近 3 月日均成交量 (万)			720.57
主要股东			
邱光利			17.2%

股价表现



相关研究报告

18.10.25	【中信建投纺织】森马服饰(002563): 童装/电商保持高增, 毛利率改善, 品牌矩阵高端补强
18.08.08	【中信建投纺织】森马服饰: 童装延续高增, 休闲调整恢复, 中报业绩亮眼
18.05.03	森马服饰 (002563): 收购欧洲童装龙头 Kidiliz 集团, 龙头地位再次夯实

Kidliz 国外业务整合体现在：（1）原有管理团队基本稳定，国外业务稳定得以延续；（2）公司会对 Kidliz 进行融资、品牌管理支持，加快其盈利水平提升。

国内童装市场集中度提升明显，公司市场份额持续扩大

根据欧睿数据，巴拉巴拉市占率从 2017 年的 4.9% 提升至 2018 年的 5.6%；童装市占率第二的品牌 Adidas-kid 市占率从 1.1% 提升至 1.2%。公司作为国内童装行业龙头，市场份额持续扩大，且增速远超行业内其他公司，加速收割童装市场。在高度重视品质与功能性的童装市场中，消费者往往会更加倾向于已有良好口碑的市场龙头，在行业集中度提升的大背景下，公司马太效应有望凸显。

投资建议：公司休闲服饰增速回暖，童装领域持续高增速，市场份额加速收割。2019 年我们预计公司原有主业仍将保持双位数增长，新并表的 Kidliz 将继续增厚公司收入。我们预计公司 2018-2020 年实现净利润 16.9、18.9、22 亿元，EPS 分别为 0.63、0.70、0.82 元/股，对应 PE 分别为 16、14、12 倍，维持“买入”评级。

表：盈利预测（百万元）

利润表	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,026.3	15,715.6	20,031.7	22,863.3	成长性				
减：营业成本	7,755.7	9,743.7	13,020.6	14,792.5	营业收入增长率	12.7%	30.7%	27.5%	14.1%
营业税费	83.1	110.0	140.2	205.8	营业利润增长率	-19.0%	38.7%	19.5%	18.3%
销售费用	1,763.4	2,278.8	2,912.8	3,330.7	净利润增长率	-20.2%	48.7%	11.4%	16.9%
管理费用	638.8	1,064.0	1,181.9	1,303.2	EBITDA 增长率	-20.6%	48.0%	17.1%	20.0%
财务费用	-79.3	19.5	-29.9	-5.2	EBIT 增长率	-22.0%	51.3%	17.0%	19.6%
资产减值损失	466.0	479.6	382.1	331.7	NOPLAT 增长率	-20.3%	48.4%	17.0%	19.6%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	20.1%	22.6%	-7.7%	22.2%
投资和汇兑收益	79.2	76.7	80.9	60.0	净资产增长率	1.2%	6.9%	6.5%	8.8%
营业利润	1,511.3	2,096.7	2,504.9	2,964.5	利润率				
加：营业外净收支	2.5	160.0	10.0	4.8	毛利率	35.5%	38.0%	35.0%	35.3%
利润总额	1,513.8	2,256.7	2,514.9	2,969.3	营业利润率	12.6%	13.3%	12.5%	13.0%
减：所得税	383.3	564.2	628.7	742.3	净利润率	9.5%	10.8%	9.4%	9.6%
净利润	1,137.9	1,692.6	1,886.2	2,204.7	EBITDA/营业收入	12.8%	14.4%	13.3%	13.9%
资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	11.6%	13.5%	12.4%	12.9%
货币资金	1,286.6	1,257.2	2,012.4	1,829.1	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	34	26	21	22
应收帐款	1,503.0	2,862.4	2,701.9	3,394.9	流动营业资本周转天数	136	127	107	100
应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	268	220	202	195
预付帐款	133.9	224.3	253.1	284.3	应收帐款周转天数	53	50	50	48
存货	2,384.3	3,191.3	4,367.2	4,015.2	存货周转天数	69	64	68	66
其他流动资产	3,640.2	2,719.8	2,836.5	3,065.5	总资产周转天数	398	326	284	266
可供出售金融资产	422.8	350.0	300.0	81.2	投资资本周转天数	182	169	140	131
持有至到期投资	60.5	58.0	58.0	58.8	投资回报率				
长期股权投资	10.1	10.1	10.1	10.1	ROE	11.3%	15.7%	16.4%	17.6%
投资性房地产	1,264.2	1,264.2	1,264.2	1,264.2	ROA	8.3%	11.4%	11.3%	13.1%

上市公司简评报告

固定资产	1,115.2	1,131.1	1,255.6	1,511.1	ROIC	19.4%	23.9%	22.8%	29.6%
在建工程	844.7	845.5	859.1	695.5	费用率				
无形资产	447.1	427.0	406.9	386.8	销售费用率	14.7%	14.5%	14.5%	14.6%
其他非流动资产					管理费用率	5.3%	6.8%	5.9%	5.7%
资产总额	13,643.2	14,815.5	16,760.6	17,044.4	财务费用率	-0.7%	0.1%	-0.1%	0.0%
短期债务	20.5	659.4	-	258.8	三费/营业收入	19.3%	21.4%	20.3%	20.2%
应付帐款	2,024.5	1,536.2	3,296.9	2,272.2	偿债能力				
应付票据	379.1	644.5	665.0	787.1	资产负债率	25.8%	27.0%	31.3%	26.5%
其他流动负债					负债权益比	34.8%	37.0%	45.5%	36.0%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	3.11	3.04	2.64	3.25
其他非流动负债					速动比率	2.28	2.09	1.70	2.21
负债总额	3,525.8	4,000.9	5,241.6	4,509.3	利息保障倍数	-17.64	108.47	-82.80	-570.08
少数股东权益	16.0	16.0	16.0	38.3	分红指标				
股本	2,689.5	2,689.5	2,689.5	2,689.5	DPS(元)	0.25	0.38	0.42	0.37
留存收益	7,432.1	8,109.1	8,813.6	9,807.3	分红比率	59.1%	60.0%	60.0%	45.0%
股东权益	10,117.4	10,814.6	11,519.0	12,535.1	股息收益率	2.5%	3.8%	4.2%	3.7%
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,130.5	1,692.6	1,886.2	2,204.7	EPS(元)	0.42	0.63	0.70	0.82
加:折旧和摊销	183.3	153.4	182.0	228.2	BVPS(元)	3.74	4.02	4.28	4.65
资产减值准备	466.0	-	-	-	PE(X)	23.8	16.0	14.3	12.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.5	2.3	2.2
财务费用	1.0	19.5	-29.9	-5.2	P/FCF	1,564.3	32.2	14.6	33.9
投资收益	-79.2	-76.7	-80.9	-60.0	P/S	2.3	1.7	1.3	1.2
少数股东损益	-7.5	-	-	22.3	EV/EBITDA	11.5	10.7	8.7	7.4
营运资金的变动	-1,272.0	-1,445.4	780.1	-1,605.3	CAGR(%)	25.4%	8.0%	10.4%	25.4%
经营活动现金流量	2,190.7	343.3	2,737.5	784.8	PEG	0.9	2.0	1.4	0.5
投资活动现金流量	-1,859.5	-2.5	-168.7	-20.8	ROIC/WACC	2.0	2.5	2.4	3.1
融资活动现金流量	-1,042.8	-370.1	-1,813.6	-947.4	REP	1.3	1.2	1.3	0.8

数据来源: Wind, 中信建投证券股份有限公司

分析师介绍

报告贡献人

研究服务

史琨: CFA, 金融学硕士, 2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队, 2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859