

2019-2-28

公司报告 | 点评报告

评级 买入 维持

森马服饰 (002563)

原主业稳定高增，并购开启新征程

报告要点

■ 事件描述

森马服饰披露业绩快报，18年实现营收157.16亿、同比增长30.68%，实现归母净利润16.93亿、同比增长48.74%；其中，18Q4实现营收59.51亿、同比增长49.38%，实现归母净利润4.21亿、同比增长234%。此外，公司披露18年度计提资产减值准备的公告，本次计提的各项资产减值准备将减少18并表利润总额4.75亿，减少归母净利润3.96亿。

■ 事件评论

- **预计Q4原有主业维持高增，Kidiliz并表进一步增厚。**18Q4公司营收增速环比18Q3提升32.13pct，主要受Kidiliz并表增厚。考虑到上半年经营面积净增幅超过7%且双十一零售额实现约39%快速增长，新增店面店效提升及线上高增预计支撑原有休闲及童装主业Q4实现20%左右增长。法国童装品牌集团Kidiliz于18Q4并表，参照前期收购公告，标的公司17年实现营收4.27亿欧元（以公告日采用的7.6714人民币汇率中间价计算，约合32.76亿元），考虑到Q4为传统销售旺季推算并表收入贡献约11亿元。
- **Kidiliz收购贡献投资收益，加大计提减值便利轻装上阵。**公司以1.1亿欧元收购法国Kidiliz集团，以Q4营业利润和利润总额差额推算，预计收购形成负商誉贡献约1.8亿投资收益。前期收购公告披露17年Kidiliz集团经营利润亏损0.24亿欧元（约合1.84亿元），考虑到经营减亏因素，预计小幅拖累并表业绩。同时，公司披露18年计提资产减值准备的公告，除坏账及存货跌价外，本期计提投资性房地产、固定资产以及商誉等减值准备合计3.66亿。若剔除Kidiliz自身的经营亏损、收购形成的投资收益等影响，预期18年原有主业业绩有望超过15亿，同比增幅达33%；其中受17Q4大幅计提存货减值形成的低基数影响，预计18Q4实现主业利润约2亿，增幅超60%。
- **看好公司从成人休闲龙头到童装龙头切换带来的价值重估。**巴拉作为国内童装绝对龙头，“一超”领导地位凸显，未来零售仍有望保持20%+增速。成人休闲18年反转确立，后续品牌形象升级有助于强化低线布局优势。经营职业经理人化转型，治理结构发生质变。19年原有主业仍有望实现20%左右增长，Kidiliz逐步减亏预计对业绩拖累有限。考虑并表影响，预计19-20年实现收入205亿、237亿，实现业绩18.05亿、21.35亿，对应EPS为0.67元、0.79元，对应PE为15.03倍、12.71倍，维持“买入”评级。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

分析师 马榕

☎ (8621) 61118735

✉ marong@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518120001

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

《森马服饰动态跟踪：主业经营稳健，新品牌业务推进顺利》2019-1-25

《Q3增速稳健，大众服饰龙头优势凸显》2018-11-4

《再读龙头系列之森马服饰：巴拉一超地位再夯，森马沉潜六载新生》2018-9-15

风险提示： 1、终端零售环境恶化；2、新兴渠道拓展不及预期；3、并购/合作品牌整合不及预期等。

表 1: 森马服饰 2018 年分部经营表现拆分 (单位: 亿元)

项目名称	2017A	2018A	17Q4	18Q4	
业绩快报表现	营业总收入	120.3	157.2	39.8	59.5
	同比	12.7%	30.7%	12.4%	49.4%
	营业利润	15.1	20.0	1.1	2.5
	同比	-19.0%	32.3%	-78.6%	122.8%
	利润总额	15.1	21.8	1.2	4.3
	同比	-19.3%	43.9%	-77.4%	262.7%
Kidiliz并表	预期并表收入		11.6		11.6
	预期并表投资收益		1.8		1.8
	预期并表营业利润		-0.2		-0.2
	预期并表利润总额		1.6		1.6
主业表现	预期营收	120.3	145.5	39.8	47.9
	同比		21.0%		20.2%
	预期利润总额		20.2		2.7
	预期净利润		15.1		2.0
	同比		33.1%		62.8%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所 (2018 年分部经营表现为估算值)

表 2: 森马服饰 2018 年资产减值准备计提细则 (单位: 万元)

项目	年初余额	本期增加		本期减少额			年末余额
		本期计提额	其它增加(注1)	转回额	转销额	其他原因(注2)	
一、坏账准备	12,766.23	1,432.08	4,740.55	-	-	17.58	18,921.28
其中: 应收账款	8,801.56	-349.77	4,740.55	-	-	14.07	13,178.27
其他应收款	3,964.67	1,781.85	-	-	-	3.51	5,743.01
二、存货跌价准备(注3)	64,256.06	56,519.53	10,735.11	-	47,287.16	341.13	83,882.41
其中: 原材料	-	288.78	761.19	-	-	-	1,049.97
库存商品	64,256.06	56,230.75	9,973.92	-	47,287.16	341.13	82,832.44
三、长期股权	-	234.88	-	-	-	-	234.88
投资减值准备							
四、投资性房地产减值准备	-	27,083.27	-	-	-	-	27,083.27
五、固定资产减值准备	-	5,802.84	-	-	-	-	5,802.84
六、商誉减值准备	79.19	3,719.76	-	-	-	-	3,798.95
合计	77,101.48	94,792.35	15,475.65	-	47,287.16	358.71	139,723.63

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (注 1: 本期公司收购 Sofiza SAS, 系非同一控制下企业合并导致。

注 2: 本期出售子公司股权后不再纳入合并范围, 应收账款、其他应收款及存货跌价准备余额减少。

注 3: 此存货跌价准备包含了预计期后退货的存货跌价损失, 相应计入预计负债。)

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	12026	15716	20520	23748
增长率(%)	13%	31%	31%	16%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1138	1693	1805	2135
增长率(%)	-20%	49%	7%	18%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.67	0.79
净资产收益率 (%)	11.27%	15.63%	15.43%	16.76%
每股经营现金流 (元)	0.81	0.50	0.44	0.93

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017	2018	2019	2020		2017	2018	2019	2020
营业收入	12026	15716	20520	23748	货币资金	1287	1492	1526	2980
营业成本	7756	10064	13185	15303	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4271	5652	7335	8446	应收账款	1422	2497	2867	2700
%营业收入	35.51%	35.96%	35.75%	35.56%	存货	2384	3722	4201	5035
营业税金及附加	83	110	144	166	预付账款	134	174	228	264
%营业收入	0.69%	0.70%	0.70%	0.70%	其他流动资产	3721	2115	2951	2674
销售费用	1763	2329	3179	3650	流动资产合计	8948	10001	11773	13654
%营业收入	14.66%	14.82%	15.49%	15.37%	可供出售金融资产	423	423	423	423
管理费用	639	877	1214	1376	持有至到期投资	60	60	60	60
%营业收入	5.31%	5.58%	5.92%	5.79%	长期股权投资	10	60	90	90
财务费用	-79	-72	-59	-60	投资性房地产	1264	1264	1264	1264
%营业收入	-0.66%	-0.46%	-0.29%	-0.25%	固定资产合计	1115	1868	2005	2022
资产减值损失	466	482	558	577	无形资产	447	938	928	919
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	37	37	37	37
投资收益	79	72	51	51	递延所得税资产	297	0	0	0
营业利润	1511	1999	2352	2787	其他非流动资产	1042	377	222	183
%营业收入	12.57%	12.72%	11.46%	11.74%	资产总计	13643	15029	16802	18652
营业外收支	2	180	30	30	短期贷款	21	0	0	0
利润总额	1514	2179	2382	2817	应付款项	1898	2021	2647	3072
%营业收入	12.59%	13.86%	11.61%	11.86%	预收账款	123	161	210	243
所得税费用	383	533	595	704	应付职工薪酬	161	209	274	318
净利润	1130	1646	1786	2113	应交税费	130	170	222	257
归属于母公司所有者的净利润	1138	1693	1805	2135	其他流动负债	545	1669	1801	2093
少数股东损益	-7	-47	-19	-23	流动负债合计	2878	4230	5155	5984
EPS (元/股)	0.42	0.63	0.67	0.79	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	28	0	0	0
					其他非流动负债	619	0	0	0
经营活动现金流净额	1234	1352	1181	2522	负债合计	3526	4230	5155	5984
取得投资收益	1	72	51	51	归属于母公司	10101	10830	11697	12741
长期股权投资	-1058	-50	-30	0	少数股东权益	16	-31	-50	-72
无形资产投资	0	-500	0	0	股东权益	10117	10799	11648	12668
固定资产投资	-802	-556	-156	-182	负债及股东权益	13643	15029	16802	18652
其他	0	500	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1859	-534	-135	-131		2017	2018	2019	2020
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.42	0.63	0.67	0.79
股权融资	2	49	0	0	BVPS	3.75	4.00	4.31	4.69
银行贷款增加 (减少)	-10	0	0	0	PE	18.58	16.03	15.03	12.71
筹资成本	-1010	0	-1012	-938	PEG	—	0.33	2.25	0.70
其他	-26	-661	0	0	PB	2.09	2.51	2.32	2.13
筹资活动现金流净额	-1043	-613	-1012	-938	EV/EBITDA	16.97	11.76	9.91	8.02
现金净流量	-1668	206	34	1453	ROE	11.27%	15.63%	15.43%	16.76%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。