

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年03月01日

**市场数据**

目前股价	10.51
总市值（亿元）	283.75
流通市值（亿元）	193.26
总股本（万股）	269,985
流通股本（万股）	183,884
12个月最高/最低	14.90/7.72

**分析师**

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

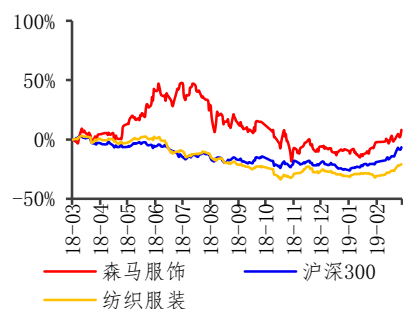
✉ huangsy@cgs.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgs.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;童装持续高增长，盈利能力获改善&gt;&gt;

2018-10-25

&lt;&lt;休闲业务复苏显著，童装保持快速增长&gt;&gt;

2018-08-08

&lt;&lt;业绩调整到位，轻装上阵弹性增大&gt;&gt;

2018-04-27

## 并表增厚收入，主业业绩高增

——森马服饰（002563）公司动态点评

**盈利预测**

	2018E	2019E	2020E
营业收入	15716	18104	20157
(+/-%)	30.7%	15.2%	11.3%
净利润	1693	1978	2272
(+/-%)	48.7%	16.9%	14.8%
摊薄 EPS	0.63	0.73	0.84
PE	16	14	12

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 并表增厚收入，Q4 业绩高增：**公司发布 2018 年业绩快报，2018 年实现营收 157.16 亿元，同比增长 30.68%；实现归属于上市公司股东的净利润 16.93 亿元，同比增长 48.74%。公司报告期内收入增长较快，主要系各主要板块店铺扩张较为顺利。上半年公司共净增线下店铺 441 家，且下半年开店速度并未放慢，使得收入规模大幅提升。其中，2018Q4 实现营收 59.5 亿元，同比增长 49.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.21 亿元，同比增长 234.1%。
- 剔除并表及一次性减值准备影响，主业收入、业绩增速仍稳健增长：（1）从收入端看，需剔除 Kidiliz 集团 2018Q4 并表带来的收入增长。**根据此前公告，Kidiliz 集团 2017 年实现营收 4.27 亿欧元。鉴于其并入公司以来经营情况有所改善，估计其 2018Q4 营业收入大于 2017 年收入的 1/4，则对应 2018 年公司主业营收增速或不低于前三季度增速。**（2）从利润端看，需剔除 Kidiliz 并表影响以及资产减值影响。**一方面，减去并表 Kidiliz 产生的税前净利润及负商誉。根据此前公告，Kidiliz 集团 2017 年税前净利润亏损 0.24 亿欧元，由于整合时间尚短，预计 2018 年延续亏损状态，对净利润有负向作用；另外，由于公司为折价收购 Kidiliz 集团，形成一定负商誉，虽然通过审计、评估金额有所下降，2018Q4 仍须确认一笔营业外收入。**另一方面，加回 2018Q4 计提的部分资产减值损失。**主要为长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉等四项一次性资产减值计提，合计约为 3.68 亿元。综合以上因素，公司主业利润总额估计在 23 亿元以上，按照 25% 的税率计算，主业净利润增速预计在 50% 以上。
- 投资建议：**公司是休闲和儿童服饰双龙头，休闲装稳步复苏，童装龙头地位稳固，且市占率连年提升，多品牌模式下协同效应有望持续发挥，预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63 元/0.73 元/0.84 元，对应 PE 分别为 16X/14X/12X，维持“推荐”的投资评级。
- 风险提示：**休闲服装复苏不及预期、店铺扩张不及预期、库存风险、经济下滑、新生儿出生率不及预期风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10667	12026	15716	18104	20157	<b>成长性</b>					
营业成本	6575	7756	9744	11315	12598	营业收入增长	12.8%	12.7%	30.7%	15.2%	11.3%
销售费用	1455	1763	2304	2655	2956	营业成本增长	11.6%	18.0%	25.6%	16.1%	11.3%
管理费用	552	639	707	815	907	营业利润增长	3.9%	-19.0%	34.6%	28.5%	14.8%
财务费用	-73	-79	-73	-60	-86	利润总额增长	3.7%	-19.3%	46.5%	18.0%	14.8%
投资净收益	87	79	58	58	58	净利润增长	5.7%	-20.2%	48.7%	16.9%	14.8%
营业利润	1866	1511	2035	2615	3003	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	9	2	182	1	1	毛利率	38.4%	35.5%	38.0%	37.5%	37.5%
利润总额	1876	1514	2217	2616	3004	销售净利率	13.1%	9.4%	10.7%	10.9%	11.2%
所得税	473	383	536	651	747	ROE	14.0%	11.2%	15.1%	16.0%	16.4%
少数股东损益	-24	-7	-11	-13	-15	ROIC	13.4%	10.8%	14.8%	15.7%	16.1%
净利润	1427	1138	1693	1978	2272	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	13.6%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
					( 百万 )	管理费用/营业收入	5.2%	5.3%	4.5%	4.5%	4.5%
流动资产	8976	8948	10193	9780	13208	财务费用/营业收入	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.4%
货币资金	2441	1287	1114	1182	2276	投资收益/营业利润	4.6%	5.2%	2.8%	2.2%	1.9%
应收账款	1944	1422	2276	1984	2759	所得税/利润总额	25.2%	25.3%	24.2%	24.9%	24.9%
应收票据	0	0	0	0	0	应收账款周转率	6.14	7.14	8.50	8.50	8.50
存货	2203	2384	3706	3479	4649	存货周转率	3.46	3.38	3.20	3.15	3.10
非流动资产	3972	4695	4946	5271	5432	流动资产周转率	1.24	1.34	1.64	1.81	1.75
固定资产	1186	1115	1613	1873	2049	总资产周转率	0.87	0.90	1.09	1.20	1.20
资产总计	12948	13643	15139	15051	18639	<b>偿债能力</b>					
流动负债	2307	2878	3378	2113	4268	资产负债率	22.8%	25.8%	26.4%	18.2%	26.2%
短期借款	30	21	17	22	20	流动比率	3.89	3.11	3.02	4.63	3.09
应付款项	1526	0	1917	309	2170	速动比率	2.94	2.28	1.92	2.98	2.01
非流动负债	642	647	624	624	624	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.53	0.42	0.63	0.73	0.84
负债合计	2949	3526	4002	2737	4892	每股净资产	3.70	3.74	4.12	4.56	5.10
股东权益	9999	10117	11137	12315	13747	每股经营现金流	0.37	0.23	0.33	0.46	0.81
股本	2694	2689	2700	2700	2700	每股经营现金/EPS	0.69	0.54	0.52	0.63	0.96
留存收益	4800	4932	5606	6327	7213	<b>估值</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	6	16	5	-8	-23	PE	19.02	23.84	16.03	13.71	11.94
负债和权益总计	12948	13643	15139	15051	18639	PEG	1.20	18.58	2.06	1.15	0.46
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	PB	2.72	2.69	2.44	2.20	1.97
经营活动现金流	857	2191	888	1255	2179	EV/EBITDA	12.45	15.62	10.83	9.31	7.79
其中营运资本减少	-393	-544	-893	-791	-175	EV/SALES	2.32	2.16	1.66	1.43	1.23
投资活动现金流	-338	-1859	-423	-465	-344	EV/IC	2.46	2.55	2.34	2.10	1.80
其中资本支出	492	816	495	250	162	ROIC/WACC	1.26	1.02	1.40	1.48	1.52
融资活动现金流	-640	-1043	-637	-722	-741	REP	1.95	2.49	1.67	1.42	1.19
净现金总变化	-120	-712	-173	68	1094						

## 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

