

证券研究报告

公司研究——年报点评

森马服饰 (002563.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2015.9.30

郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 63081257

邮箱: guojingpu@cindasc.com

李丹 研究助理

联系电话: +86 10 63081093

邮箱: lidan@cindasc.com

相关研究

《首次覆盖: 线下零售稳步回升、线上零售快速发展》15.9

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

符合大众休闲装集中化和中端童装品牌化的消费升级趋势

2016年04月07日

事件: 2016年3月29日森马服饰发布2015年年度报告, 公司业绩靓丽, 收入和净利润均明显领先行业水平。2015年公司实现收入94.5亿元, 同比增长16.1%, 实现归属上市公司股东净利润13.5亿元, 同比上升23.5%; 扣非后净利润12.7亿元, 同比增长25.3%。

点评:

- **二、三线市场大众休闲装集中化、时尚化, 森马休闲装符合消费需求:** 大众休闲装市场上, 本土品牌竞争碎片化, 国际品牌始终无法找到合适的运营模式。消费升级背景下, 低端消费者比过去更懂得时尚, 并对性价比的要求更高。时尚和高性价比背后需要快速反应的供应链和规模化生产来支撑。森马在相关领域深耕多年, 具备相关竞争能力, 受益于这样的消费升级趋势。
- **儿童消费品牌化, 市场领导者地位巩固:** 80后家长倾向于“给孩子最好的”, 这样的消费理念推动童装消费品牌化。童装行业呈现出品牌多, 销量低、利润高的小企业特性。巴拉巴拉起步早, 在市场上深耕多年, 产品领先、渠道分布广、品牌成熟。巴拉巴拉是童装行业远超竞争对手的领导品牌, 恰逢童装消费升级机会, 将保持快速增长势头。
- **研发占比进一步提升, 产品竞争优势明显:** 产品研发能力是轻资产服装企业的核心竞争力, 过去5年公司研发投入累计高达4.07亿元, 过去三年增长为22%、56%和30.26%。公司能够将国际设计资源和本土团队融合, 为市场提供既有国际设计水准又符合本国市场特色的产品。研发水平和国际水准差距缩小, 超过行业竞争对手。
- **电商部门强势, 线上销售稳居第一:** 公司在位于上海总公司之外的杭州成立了全资子公司负责品牌在线上的发展和销售。这一放权做法有利于传统公司构建独立电商企业文化, 提升电商团队在业务上的开拓力, 最终更好地推动线上销售业绩。2015年双十一当天, 森马销售额为3.96亿, 和小米华为等企业一起排在全网第17, 巴拉巴拉品牌为童装冠军和整个母婴行业第一。2015年公司电商业务实现快速增长, 同增83.67%, 至18亿元。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司16-18年摊薄每股收益分别为0.60元、0.78元、0.96元。公司目前业务符合消费升级大趋势, 产品研发供应链管理领先, 电商强势, 业绩进入新一轮发展阶段。维持公司为“买入”评级。
- **风险因素:** 消费市场疲弱、具体开店扩张计划不得当。

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,147.13	9,454.45	10,973.61	12,720.98	14,592.29
增长率 YoY %	11.70%	16.05%	16.07%	15.92%	14.71%
归属母公司净利润(百万元)	1,092.26	1,349.24	1,604.52	2,099.16	2,597.42
增长率 YoY%	21.09%	23.53%	18.92%	30.83%	23.74%
毛利率%	36.06%	37.66%	39.92%	42.18%	43.52%
净资产收益率 ROE%	13.17%	15.21%	15.99%	17.66%	18.24%
每股收益 EPS(元)	1.63	0.50	0.60	0.78	0.96
市盈率 P/E(倍)	28.05	22.71	19.09	14.59	11.80
市净率 P/B(倍)	0.90	3.32	2.83	2.37	1.97

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 4 月 7 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7,669.96	8,196.18	9,855.18	12,009.96	14,681.16
货币资金	4,046.71	2,544.14	3,755.38	5,407.21	7,519.39
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,076.52	1,530.59	1,776.53	2,059.41	2,362.36
预付账款	112.48	105.85	118.40	132.09	148.02
存货	1,034.29	1,595.82	1,785.09	1,991.47	2,231.60
其他	1,399.96	2,419.79	2,419.79	2,419.79	2,419.79
非流动资产	2,702.86	3,458.37	3,602.87	3,767.96	3,945.22
长期投资	0.00	80.48	80.48	80.48	80.48
固定资产	1,505.16	1,434.77	1,383.25	1,344.99	1,304.94
无形资产	151.83	195.88	215.48	240.64	273.28
其他	1,045.87	1,747.24	1,923.67	2,101.85	2,286.52
资产总计	10,372.82	11,654.55	13,458.05	15,777.92	18,626.38
流动负债	1,575.34	1,798.39	1,997.83	2,218.54	2,469.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	817.89	826.34	924.35	1,031.22	1,155.56
其他	757.46	972.05	1,073.48	1,187.32	1,314.02
非流动负债	291.81	595.71	595.71	595.71	595.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	291.81	595.71	595.71	595.71	595.71
负债合计	1,867.15	2,394.10	2,593.54	2,814.25	3,065.29
少数股东权益	2.91	24.98	24.98	24.98	24.98
归属母公司股东权益	8,502.75	9,235.47	10,839.53	12,938.69	15,536.11
负债和股东权益	10372.82	11654.55	13458.05	15777.92	18626.38

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,147.13	9,454.45	10,973.61	12,720.98	14,592.29
同比	11.70%	16.05%	16.07%	15.92%	14.71%
归属母公司净利润	1,092.26	1,349.24	1,604.52	2,099.16	2,597.42
同比	21.09%	23.53%	18.92%	30.83%	23.74%
毛利率	36.06%	37.66%	39.92%	42.18%	43.52%
ROE	13.17%	15.21%	15.99%	17.66%	18.24%
每股收益(元)	1.63	0.50	0.60	0.78	0.96
P/E	28.05	22.71	19.09	14.59	11.80
P/B	0.90	3.32	2.83	2.37	1.97
EV/EBITDA	4.63	15.65	13.42	10.36	8.43

利润表

单位:百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,147.13	9,454.45	10,973.61	12,720.98	14,592.29
营业成本	5,209.14	5,893.67	6,592.65	7,354.87	8,241.72
营业税金及附加	64.01	65.19	75.67	87.72	100.62
营业费用	918.57	1,120.12	1,300.11	1,507.13	1,728.83
管理费用	312.40	386.81	482.84	597.89	700.43
财务费用	-136.22	-147.45	-116.99	-172.69	-248.64
资产减值损失	365.27	404.65	553.88	610.16	650.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	60.16	64.32	68.54	84.40	72.42
营业利润	1,474.12	1,795.77	2,153.99	2,820.30	3,491.55
营业外收入	38.63	25.31	25.31	25.31	25.31
营业外支出	9.36	12.43	17.75	17.70	17.71
利润总额	1,503.39	1,808.66	2,161.56	2,827.92	3,499.15
所得税	415.35	466.09	557.04	728.76	901.74
净利润	1,088.04	1,342.56	1,604.52	2,099.16	2,597.42
少数股东损益	-4.22	-6.68	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,092.26	1,349.24	1,604.52	2,099.16	2,597.42
EBITDA	1,644.36	1,959.78	2,284.64	2,959.31	3,638.49
EPS (摊薄)	0.41	0.50	0.60	0.78	0.96

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	761.99	871.58	1,268.24	1,706.86	2,189.01
净利润	1,088.04	1,342.56	1,604.52	2,099.16	2,597.42
折旧摊销	140.97	151.13	123.08	131.39	139.34
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-60.16	-64.32	-68.54	-84.40	-72.42
营运资金变动	-697.58	-926.12	-802.20	-892.40	-958.17
其它	290.73	368.33	411.38	453.10	482.84
投资活动现金流	-1,131.67	-2,057.15	-57.00	-55.03	-76.82
资本支出	-102.81	-508.13	-125.54	-139.43	-149.24
长期投资	2,101.16	2,336.12	68.54	84.40	72.42
其他	-3,130.03	-3,885.14	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-664.86	-555.18	0.00	0.00	0.00
吸收投资	3.63	114.82	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	670.00	670.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-1034.54	-1740.74	1211.24	1651.83	2112.19

研究团队简介

郭荆璞，毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李丹，研究助理。毕业于伦敦政治经济学院，市场学和信息管理学双硕士，2015年7月加入信达证券研究开发中心。此前为安博思欧洲咨询联盟全球时尚部中国区总监。10年以上消费行业研究经验，主要研究领域为消费企业的品牌战略、营销策略以及企业国际化发展战略的规划和执行。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。