

行业承压下四季度业绩超预期，童装多品牌发展潜力可期

——森马服饰（002563）业绩快报点评

2019年03月03日

强烈推荐/首次

森马服饰

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032

事件：

森马服饰发布2018年业绩快报，公司2018年实现营业收入157.16亿元，同比增长30.68%；营业利润及利润总额分别增长32.33%、43.92%；全年实现归母净利16.92亿元，同比增长48.74%；基本EPS为0.63元，同比增长50%。其中单四季度，营业收入59.51亿元，同比增长49.38%；归母净利润4.21亿元，同比增长234%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	2066.59	2366.49	3609.16	3984.05	2512.4	3020.06	4231.66
增长率（%）	7.47%	20.97%	11.24%	12.44%	21.57%	27.62%	17.25%
毛利率（%）	42.09%	38.53%	36.97%	28.98%	39.09%	37.73%	39.32%
期间费用率（%）	24.16%	20.43%	10.59%	24.04%	20.43%	20.21%	11.39%
营业利润率（%）	16.29%	16.07%	18.97%	2.75%	16.29%	15.14%	20.87%
净利润（百万元）	251.31	277.38	474.33	127.46	307.88	350.11	605.59
增长率（%）	03.12%	05.37%	-02.28%	-68.91%	22.51%	26.22%	27.67%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.10	0.18	0.05	0.12	0.13	0.22
资产负债率（%）	16.96%	18.51%	24.62%	25.84%	24.75%	23.33%	29.22%
净资产收益率（%）	2.45%	2.91%	4.74%	1.26%	2.95%	3.46%	5.63%
总资产收益率（%）	2.04%	2.37%	3.57%	0.93%	2.22%	2.65%	3.98%

观点：

- **收购品牌并表增厚业绩，内生增长亦有提速。**公司四季度完成对法国童装公司Sofiza SAS的收购，将其2018年第四季度营业收入纳入合并。我们初步测算Sofiza SAS四季度贡献收入为12-15亿人民币；净利润方面，因公司并购价格为1.1亿欧元，低于标的公司账面净资产2.8亿欧元，经审计评估后计入一次性投资收益的金额约1.8亿人民币。**剔除并表因素后：**公司全年收入增速约20%，四季度增速19%；利润增速全年在30%以上，四季度增速在80%以上。我们认为四季度的收入和业绩皆超预期。
- **资产减值计提充足，公司盈利能力亦有大幅改善。**公司全年计提资产减值损失6.26亿元（其中本年度计提额里，存货跌价准备5.65亿元、投资性房地产减值准备2.71亿元、商誉减值准备3,719.76万元），减值计提较为充足。2018年在柔性供应链助力下，动销良好，存货额有上升但库龄结构更加合理。公司的净

利润率得以提升，净利率为9.46%，提升了1.31 PCT。

- **巴拉巴拉品牌扎实运营，管理溢出下多品牌童装集团已成形。**我国童装行业增速持续景气，行业集中度亦有提升，巴拉巴拉品牌的市占率在2018提升至5.6%，与第二名的差距进一步拉大。在巴拉扎实的基础上，公司其他品牌开始推进：公司在拿到TCP的代理权后，目前店面已陆续开出；完成Kidiliz并购后，会在中国引进和推广旗下的Absorba品牌。Absorba在亚洲已具备一定的市场份额和品牌影响力，后期在中国市场的释放可期。通过多品牌运营，公司的成长将更具有持续力和张力。

结论：

我们认为公司的看点在于：持续高研发投入下，产品质量、款式多样性形成支撑；供应链管理精细化，提升效率和盈利能力；成功的品牌服装运作经验，未来多品牌发展可期。我们预计公司在2019年森马和巴拉双品牌合计仍能维持双位数增速；进入到2020年将看到更多整合效果，业绩或有超预期表现。我们预计2019年、2020年的收入增速为31.23%（内生增速15%）、13.58%，业绩增速为15.81%、17.06%。2019年PE仅14倍PE，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

消费持续低迷；整合不及预期，并购标的持续亏损。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	8976	8948	13170	14271	15029	营业收入	10667	12026	15716	20624	23425
货币资金	2441	1287	4156	3544	3357	营业成本	6575	7756	9814	13096	14875
应收账款	1944	1422	1858	2439	2770	营业税金及附加	88	83	109	142	162
其他应收款	96	81	106	139	158	营业费用	1455	1763	2383	3024	3318
预付款项	142	134	124	124	124	管理费用	552	639	913	1199	1361
存货	2203	2384	3286	4385	4980	财务费用	-73	-79	-120	-120	-120
其他流动资产	2142	3640	3640	3640	3640	资产减值损失	289.70	466.00	620.00	827.33	939.67
非流动资产合计	3972	4695	3941	3794	3651	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	12	10	34	34	34	投资净收益	86.68	79.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	1186.24	1115.21	1014.8	914.47	814.11	营业利润	1866	1511	1996	2455	2889
无形资产	468	447	402	362	326	营业外收入	21.94	11.49	191.49	191.49	191.49
其他非流动资产	58	122	122	122	122	营业外支出	12.54	8.99	8.99	8.99	8.99
资产总计	12948	13643	17111	18065	18681	利润总额	1876	1514	2179	2638	3072
流动负债合计	2307	2878	4114	5178	5755	所得税	473	383	494	668	778
短期借款	30	21	0	0	0	净利润	1402	1130	1685	1970	2294
应付账款	1216	1898	2369	3161	3590	少数股东损益	-24	-7	-7	10	0
预收款项	84	123	175	196	219	归属母公司净利润	1427	1138	1692	1960	2294
一年内到期的非流	23	21	21	21	21	EBITDA	2381	1994	2021	2476	2906
非流动负债合计	642	647	2851	2882	3070	EPS (元)	0.53	0.42	0.63	0.73	0.85
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	2200	2231	2419		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2949	3526	6965	8060	8825	成长能力					
少数股东权益	6	16	9	19	19	营业收入增长	12.83%	12.74%	30.68%	31.23%	13.58%
实收资本(或股本)	2694	2689	2700	2700	2700	营业利润增长	3.93%	-19.03	32.09%	22.99%	17.69%
资本公积	2544	2500	2500	2500	2500	归属于母公司净利润	48.72%	15.81%	48.72%	15.81%	17.06%
未分配利润	3916	3917	2599	1073	-714	获利能力					
归属母公司股东权	9993	10101	10323	10544	10803	毛利率(%)	38.36%	35.51%	37.55%	36.50%	36.50%
负债和所有者权益	12948	13643	17297	18623	19647	净利率(%)	13.15%	9.40%	10.72%	9.55%	9.79%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		11.02%	8.34%	9.89%	10.85%	
经营活动现金流	857	2191	2245	2176	2889	偿债能力					
净利润	1402	1130	1685	1970	2294	资产负债率(%)	23%	26%	40%	43%	45%
折旧摊销	587.32	561.94	0.00	100.37	100.37	流动比率					
财务费用	-73	-79	-120	-120	-120	速动比率					
应付账款的变化	0	0	-436	-580	-331	营运能力					
预收账款的变化	0	0	52	21	23	总资产周转率	0.87	0.90	1.02	1.15	1.22
投资活动现金流	-338	-1859	-19	-827	-940	应收账款周转率	6	7	10	10	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.44	7.72	7.37	7.46	6.94
长期股权投资减少	0	0	601	0	0	每股指标(元)					
投资收益	87	79	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.42	0.63	0.73	0.85
筹资活动现金流	-640	-1043	829	-1588	-1727	每股净现金流(最新)	-0.04	-0.26	1.13	-0.09	0.08
应付债券增加	0	0	2200	31	188	每股净资产(最新摊)	3.71	3.76	3.82	3.91	4.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-1	-4	10	0	0	P/E	18.24	22.87	15.38	13.28	11.35
资本公积增加	-12	-44	0	0	0	P/B	2.60	2.57	2.52	2.47	2.41
现金净增加额	-120	-712	3055	-239	222	EV/EBITDA	9.90	12.38	11.92	9.99	8.64

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。