

优质龙头原有业务 Q1 保持高增长

买入 (维持)

2019 年 04 月 29 日

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,719	20,567	23,419	26,467
同比 (%)	30.71%	30.84%	13.87%	13.01%
归母净利润 (百万元)	1,694	1,914	2,212	2,538
同比 (%)	48.83%	12.99%	15.59%	14.76%
每股收益 (元/股)	0.63	0.71	0.82	0.94
P/E (倍)	18.0	16.0	13.8	12.0

投资要点:

- **事件:** 公司公布一季报, 收入同增 63.9% 至 41.2 亿元, 归母净利同增 11.06% 至 3.47 亿元。
- **剔除并表, 主业 19Q1 收入/利润增速仍达到 30%/+20%+。** 我们估计 Kidiliz 并表为公司带来了 8 亿元左右的收入贡献以及 3000 万元以上的盈利亏损, 剔除以上影响, 我们估算公司原有业务 2019 年 Q1 收入增速保持在 30% 以上, 达到 33 亿元左右, 延续了 18Q4 的高增趋势, 而原有业务归母净利增速也在 20% 以上, 在 3.8 亿元左右。我们认为高增长主要与电商的蓬勃发展以及加盟的提货增长有关 (2018 年森马童装/休闲装净拓店都达到 500 家以上, 合计净拓店超过 1000 家, 新店 80% 由加盟商开设, 由此在 19Q1 次新店对提货规模的同比增长将形成显著贡献)。
- **存货/应收同比增幅较大, 但环比均有所改善, 减值计提充分显示公司对库存处理谨慎。** 19Q1 公司存货及应收账款分别达到 40.8/17.7 亿元, 同比增长 67%/60%, 但环比 18Q4 规模都有下降, 考虑到 Kidiliz 被购买日应收账款和存货的规模分别达到 6.1 亿及 8.1 亿元, 其并表将自然带来存货及应收账款规模的增加; 剔除此因素, 原有业务存货及应收账款都有一定幅度增长, 我们认为其中存货的增长主要与直营比例提升以及公司有意愿更多分担渠道库存压力有关, 存货减值计提亦较充分, 而应收账款的小幅增长则与铺货规模提升有关。
- **减持靴子落地, 前期股价潜在压制因素解除。** 2018/11/21 至 2019/3/15 期间, 股东周平凡先生已经完成其 10/30 披露的减持计划。其夫人邱艳芳女士通过减持 5% 公司股份之计划暂未执行, 但由于该 5% 股份全部通过协议转让减持, 预计不会对二级市场股价造成冲击。
- **盈利预测与投资评级:** 剔除 Kidiliz 并表以及一次性减值影响, 公司 2018 主业利润在 18 亿元左右, 2019 年我们预计公司原有主业的收入和利润仍将保持中双位数增长, 同时 Kidiliz 并表预计全年将带来 30 亿人民币左右的收入以及 1 亿元以上的经营亏损; 2020、2021 年森马主业仍维持双位数增长, Kidiliz 收入端有小幅增长同时亏损有望缩窄, 由此我们预计 19/20/21 年公司归母净利同增 13.0%/15.6%/14.8% 至 19.1/22.1/25.4 亿元, 对应估值 16/14/12X, 作为童装和休闲装领域双龙头白马继续推荐, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 零售遇冷、展店及同店增长不及预期、收购后协同效果未如期发挥

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号: S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号: S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

研究助理 詹陆雨

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.31
一年最低/最高价	7.72/14.90
市净率(倍)	2.66
流通 A 股市值(百万元)	20728.63

基础数据

每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	29.16
总股本(百万股)	2699.85
流通 A 股(百万股)	1832.77

相关研究

- 1、《森马服饰 (002563): 改革红利释放, Q4 增长再超预期》2019-04-26
- 2、《森马服饰 (002563): A 股大众品牌龙头改革显效、初露锋芒, 主业业绩超预期》2019-02-28

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,240.9	12,217.5	14,448.7	16,242.5	营业收入	15,719.1	20,566.8	23,419.5	26,467.2
现金	2,434.6	2,636.9	3,936.2	4,629.9	减:营业成本	9,465.9	12,154.4	13,877.8	15,723.8
应收账款	1,952.7	2,317.6	2,546.7	2,936.4	营业税金及附加	111.4	205.7	234.2	264.7
存货	4,417.5	4,814.1	5,483.9	6,161.2	销售费用	2,570.4	4,335.1	4,864.8	5,395.0
其他流动资产	2,012.7	2,000.0	2,000.0	2,000.0	管理费用	521.9	840.1	929.9	1,043.2
非流动资产	5,326.9	5,696.1	5,415.4	5,442.3	财务费用	-75.8	-65.9	-98.4	-115.7
长期股权投资	3.6	3.6	3.6	3.6	加:投资净收益	127.1	130.0	130.0	130.0
固定资产	1,985.7	2,186.6	2,304.2	2,418.0	资产减值损失	867.4	695.1	798.9	600.3
无形资产	786.7	740.4	415.8	395.9	营业利润	2,080.2	2,572.4	2,982.2	3,426.0
其他非流动资产	120.3	120.3	120.3	120.3	加:营业外净收支	188.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	16,567.7	17,913.6	19,864.1	21,684.7	利润总额	2,268.3	2,572.4	2,982.2	3,426.0
流动负债	4,410.2	4,491.6	5,214.7	5,638.9	减:所得税费用	586.7	668.8	775.4	890.8
短期借款	174.6	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-12.1	-10.0	-5.0	-3.0
应付账款	2,626.0	2,964.8	3,570.4	3,909.7	归属母公司净利润	1,693.6	1,913.6	2,211.8	2,538.2
其他流动负债	2.3	3.0	3.0	3.0	EBIT	3,161.0	3,237.2	3,746.9	4,305.2
非流动负债	964.7	1,321.2	1,492.9	1,684.2	EBITDA	3,405.5	3,335.5	3,852.1	4,417.7
长期借款	156.9	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	0.0	7.6	2.5	3.4					
负债合计	5,375.0	5,812.7	6,707.6	7,323.1	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	46.9	3.0	3.0	3.0	每股收益(元)	0.63	0.71	0.82	0.94
归属母公司股东权益	11,145.8	12,100.8	13,156.5	14,361.7	每股净资产(元)	4.13	4.48	4.87	5.32
负债和股东权益	16,567.7	17,913.6	19,864.1	21,684.7	发行在外股份(百万股)	2699.8	2699.8	2699.8	2699.8
					ROIC(%)	20.3%	19.8%	21.1%	22.2%
					ROE(%)	15.9%	16.4%	17.5%	18.4%
					毛利率(%)	39.8%	40.9%	40.7%	40.6%
					销售净利率(%)	10.8%	9.3%	9.4%	9.6%
					资产负债率(%)	32.4%	32.4%	33.8%	33.8%
					收入增长率(%)	30.7%	30.8%	13.9%	13.0%
					净利润增长率(%)	48.8%	13.0%	15.6%	14.8%
					P/E	18.0	16.0	13.8	12.0
					P/B	2.7	2.5	2.3	2.1
					EV/EBITDA	9.1	9.2	7.9	6.9

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

