

19Q4 休闲线下仍承压，疫情为 20Q1 带来挑战

买入 (维持)

2019 年 02 月 29 日

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈晨曦

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

证券分析师 詹陆雨

执业证号: S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,719	19,359	19,659	22,054
同比 (%)	30.71%	23.16%	1.55%	12.18%
归母净利润 (百万元)	1,694	1,547	1,585	1,822
同比 (%)	48.83%	-8.68%	2.47%	14.94%
每股收益 (元/股)	0.63	0.57	0.59	0.68
P/E (倍)	12.4	13.6	13.2	11.5

投资要点:

■ **事件:** 公司公布 2019 业绩快报, 表现来看, 全年收入增长 23% 至 193.6 亿元, 归母净利同降 8.72% 至 15.5 亿元。

■ **收入端:** 童装 Q4 单季增速环比 Q3 有所恢复, 休闲装线下承压仍明显。

2019 全年来看, 我们估算 Kidiliz 给公司贡献了接近 30 亿收入, 由此公司原有主业增速在 10% 左右, 其中, 童装全年收入增长 20% 上下, 线上增长 30%, 线下增长双位数; 休闲装收入与 2018 年持平, 线上两位数增长, 线下个位数下降。

具体到 Q4, 我们估算 Kidiliz 贡献收入 8 亿元左右, 与去年 Q4 持平, 由此公司原有主业收入增长 2%-3%, 其中童装收入双位数增长, 休闲装收入单位数下滑, 下滑主要由于休闲装线下渠道收入下滑幅度较 Q3 进一步扩大, 达到双位数水平。

■ **Kidiliz 亏损高于预期, 全年来看原有主业利润与去年同期持平。**

2019 全年来看: 公司归母净利达到 15.46 亿元, 其中 Kidiliz 为公司带来 3 亿元左右的亏损, 由此原有主业归母净利在 18.46 亿元;

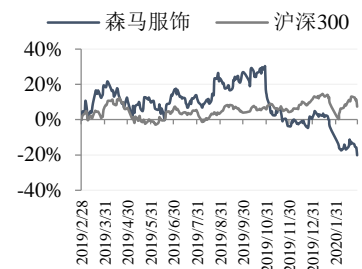
而对于 **2018 年:** 公司在 10 月收购 Kidiliz 100% 股权, 并表其 Q4 0.49 亿元经营亏损, 另有 1.93 亿元折价收购 Kidiliz 带来的一次性收益, 以及 Q4 进行了包括长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉减值在内的一次性减值计提 2.92 亿元, 剔除以上因素还原 2018 年税前利润 24.16 亿元, 假设 25% 所得税率, 2018 年原有主业归母利润大约为 18 亿元, 与 19 年的 18.46 亿元基本持平;

由此, 19 全年来看公司原有主业收入增长 10% 左右、利润基本与 18 年持平, 利润增长缓于收入, 我们认为与 19 年相对严峻的零售环境下公司费用投入、存货减值规模都高于去年有关; 但在下半年对发货节奏的有意识调控下, 公司的存货规模得到稳定。

■ **盈利预测与投资评级:** 展望 2020, 疫情对公司 Q1 业务形成阻力, 线下客流承压, 线上业务开展亦受限于物流运力, Kidiliz 方面管理仍在梳理过程中, 由此我们预计 19/20/21 年公司归母净利同增-8.7%/2.5%/14.9% 至 15.5/15.9/18.2 亿元, 对应估值 14/13/12X, 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.77
一年最低/最高价	7.72/12.89
市净率(倍)	1.82
流通 A 股市值(百万元)	14362.92

基础数据

每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	29.93
总股本(百万股)	2698.54
流通 A 股(百万股)	1848.51

相关研究

- 1、《森马服饰 (002563): 线下休闲装发货节奏变化导致增速放缓, 童装地位依旧稳固》2019-10-29
- 2、《森马服饰 (002563): 童装龙头持续保持高增速, 休闲装业务改革稳中有进》2019-08-28

表 1：森马快报表现拆分（单位：亿元）

	2018 全年	2019 全年
营业收入	157.19	193.59
YOY	30.71%	23.15%
其中：森马原有业务	149.24	164.18
YOY	24.10%	10.01%
Kidiliz 并表	7.95	29.40
营业利润	20.80	21.58
YOY	37.65%	3.74%
利润总额	22.68	21.15
YOY	49.84%	-6.75%
其中：森马原有业务	24.16	24.15
YOY	159.61%	-0.04%
Kidiliz 经营亏损并表	-0.49	-3.00
净资产折价收购 Kidiliz 带来的一次性收益	1.93	/
一次性资产计提减值（下表 3-6 项）	-2.92	/
归母净利	16.94	15.46
YOY	48.83%	-8.72%
其中：森马原有业务	18.12	18.46
YOY	159.24%	1.87%
Kidiliz 经营亏损并表	-0.49	-3.00

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：业务细分数据为估算，简单假设 Kidiliz 税前利润和归母净利相同

表 2：18、19 年资产减值计提（单位：亿元）

	2018	2019
一、坏账准备	0.1838	0.1238
二、存货跌价准备	5.5687	6.4609
三、长期股权投资	0.0257	
四、投资性房地产减值准备	2.0583	无
五、固定资产减值准备	0.4651	
六、商誉减值准备	0.3720	
合计计提	8.6736	6.5847

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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	11,636.3	12,485.4	13,675.0	营业收入	15,719.1	19,359.0	19,659.3	22,053.7
现金	2,434.6	2,722.3	3,194.9	3,508.4	减:营业成本	9,465.9	10,962.9	11,098.3	12,461.3
应收账款	1,952.7	2,050.8	2,136.0	2,550.9	营业税金及附加	111.4	193.6	196.6	220.5
存货	4,417.5	4,456.8	4,729.3	5,160.7	销售费用	2,570.4	4,751.8	4,821.6	5,341.8
其他流动资产	2,012.7	2,000.0	2,000.0	2,000.0	管理费用	521.9	872.5	868.4	966.9
非流动资产	5,326.9	5,643.3	5,498.6	5,698.8	财务费用	-75.8	-68.1	-79.9	-87.7
长期股权投资	3.6	3.6	3.6	3.6	加:投资净收益	127.1	90.0	90.0	90.0
固定资产	1,985.7	2,183.2	2,295.1	2,409.0	资产减值损失	867.4	649.7	705.1	775.5
无形资产	786.7	740.4	415.8	395.9	营业利润	2,080.2	2,126.5	2,179.3	2,505.3
其他非流动资产	120.3	120.3	120.3	120.3	加:营业外净收支	188.0	-10.0	-10.0	-10.0
资产总计	16,567.7	17,279.5	17,984.0	19,373.7	利润总额	2,268.3	2,116.5	2,169.3	2,495.3
流动负债	4,410.2	4,228.3	4,261.7	4,628.0	减:所得税费用	586.7	579.9	594.4	683.7
短期借款	174.6	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-12.1	-10.0	-10.0	-10.0
应付账款	2,626.0	2,747.2	2,739.6	3,023.4	归属母公司净利润	1,693.6	1,546.6	1,584.9	1,821.6
其他流动负债	2.3	3.0	3.0	3.0	EBIT	3,161.0	2,771.8	2,871.1	3,283.7
非流动负债	964.7	1,318.7	1,345.8	1,511.5	EBITDA	3,405.5	2,867.1	2,966.8	3,385.1
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	5,547.0	5,607.5	6,139.6	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	0.57	0.59	0.68
归属母公司股东权益	11,145.8	11,732.6	12,376.5	13,234.2	每股净资产(元)	4.13	4.35	4.59	4.90
负债和股东权益	16,567.7	17,279.5	17,984.0	19,373.7	发行在外股份(百万股)	2699.8	2698.5	2698.5	2698.5
					ROIC(%)	20.3%	17.2%	16.8%	18.0%
					ROE(%)	15.9%	13.5%	13.1%	14.2%
					毛利率(%)	39.8%	43.4%	43.5%	43.5%
					销售净利率(%)	10.8%	8.0%	8.1%	8.3%
					资产负债率(%)	32.4%	32.1%	31.2%	31.7%
					收入增长率(%)	30.7%	23.2%	1.6%	12.2%
					净利润增长率(%)	48.8%	-8.7%	2.5%	14.9%
					P/E	12.4	13.6	13.2	11.5
					P/B	1.9	1.8	1.7	1.6
					EV/EBITDA	6.3	7.3	7.1	6.2

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>

