

投资评级：推荐（维持）

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

联系人:

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

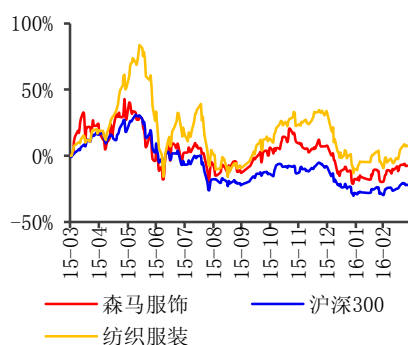
市场数据

目前股价	10.70
总市值（亿元）	288.32
流通市值（亿元）	196.20
总股本（万股）	269,454
流通股本（万股）	183,367
12 个月最高/最低	63.44 / 9.00

盈利预测

	2015A	2016E	2017E
营业收入	9454.4	11156.3	13275.9
(+/-%)	16.0%	18.0%	19.0%
净利润	1349.2	2025.5	2529.6
(+/-%)	23.5%	50.1%	24.9%
摊薄 EPS	0.50	0.75	0.94
PE	21.37	14.23	11.40

股价表现



数据来源：贝格数据

行业龙头稳速增长，多品牌战略应对细分消费

——森马服饰（002563）年报点评

投资建议

作为国内休闲服装及童装行业的龙头企业，公司 2015 年业绩喜人，维持稳速增长，未来将继续贯彻多品牌战略，针对不同消费群体细分旗下产品，线下重心逐步从品牌门店转向购物中心，线上亦将继续构建境内境外电商平台，向综合服务商全面转型，森马服饰自上市以来连续高比例现金分红，五年累计现金分红将达 33.53 亿元，随消费市场企稳回暖，森马服饰作为休闲服饰和儿童服饰龙头业绩有望继续扩大市场份额。预测公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.75 元和 0.94 元，对应 PE 分别为 14X 和 11X，维持“推荐”的投资评级。

投资要点

- **营收实现稳增长，业绩符合预期：**公司 2015 年实现营业收入 94.54 亿元，同比增长 16.05%；实现归属上市公司股东净利润 13.49 亿元，同比上升 23.53%；扣非后净利润 12.67 亿元，同比上升 25.25%；实现每股收益 0.50 元，同比增约 22%。第四季度单季度实现营业收入 32.85 亿元，同比增长 17.93%，实现归属上市公司股东的净利润 5.20 亿元，同比增长 23.64%，扣非后净利润 4.69 亿元，同比上升约 21%。2015 年全年总体营收延续了 2014 年的稳步增长趋势，业绩符合此前三季报的经营业绩预期。
- **内外改革优化见效，童装业务提升毛利水平：**公司在 2015 年继续推进了内外部改革优化的工作，积极拓展零售渠道，在建设电商平台方面不遗余力，在近年服装行业需求端相对萧条的大环境下，森马通过整理自身供应链和传统渠道、优化供应商结构、及时去库存以及下沉渠道至二三四线城市等多项措施，在休闲及童装服饰行业中建立了领跑优势，同时童装业务的持续高速增长提升整体业务毛利率 1.6pct 至 37.66%，公司旗下童装品牌群由“Balabala（巴拉巴拉）”、“MarColor（马卡乐，即原 MiniBalabala）”及“Mongdodo（梦多多）”组成，三个童装品牌分类明确、产品风格鲜明，对应不同年龄层的婴幼儿童及消费群体。
- **童装占比继续上升，加大营销及研发投入：**公司 2015 年休闲服饰稳增长实现营收 54.06 亿元，同比增长 10.26%，全国门店数 3477 家，较 2014 年减少 65 家；童装服饰则继续加速增长实现营收 39.52 亿元，同比增长 24.81%，门店数 3864 家，较 2014 年增加 324 家。童装业务市占率逐步扩大，在公司业务收入中的总体比重较 2014 年上升 2.94pct 至 41.81%，随着国内童装市场的扩容，可以预见未来童装业务占比将继续上升，公司的业务重心或将逐步往儿童业务倾斜。此外，随着业务增长公司加大了在营销及研发方面的投入，2015 年的费用较 2014 年略

相关报告

《延伸投资儿童产业，转型综合服务商成效渐显——森马服饰（002563）深度报告》

《童装业务提升毛利率，儿童产业将迎来春天——森马服饰（002563）三季报点评》

有上升，销售费用同比增加 21.94%至 11.20 亿元，管理费用同比增加 23.82%至 3.87 亿元，销售和管理费用率同比分别上升 0.58pct、0.26pct 至 11.85%、4.09%。

- **战略发展需求致存货及应付款略有增加：**由于公司目前发展多品牌战略，销售备货有所上升，2015年末存货比重较2014年末增加3.72pct至 13.69%；另外由于公司加强了对加盟商的扶持力度，2015年末应收账款较2014年末增加2.75pct至13.13%；在资金方面，公司2015年加大了对外投资的力度，致使货币资金额度占总资产比例较2014年末下降17.18pct至21.83%，达25.44亿元，现金储备仍较为充足，资产负债表质量较高，可以充分保证公司后期的外延投资、合作及持续发展。
- **利润分配方案每10股派2.5元：**公司年报公告利润分配方案，将以公司现有股本为基数，以可分配利润向全体股东每10股派发2.5元现金红利(含税)，公司自2011年上市以来连续高比例现金分红，此次利润分配完成后累计派发现金红利将达33.53亿元。
- **风险提示：**儿童市场未来竞争激烈，保持品牌影响力和取得更大市场份额或为公司运营管理带来压力。经济增速下滑影响行业整体消费水平。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8147	9454	11156	13276	16064	成长性					
营业成本	5209	5894	6945	8258	9992	营业收入增长	11.7%	16.0%	18.0%	19.0%	21.0%
销售费用	919	1120	1339	1593	1924	营业成本增长	10.5%	13.1%	17.8%	18.9%	21.0%
管理费用	312	387	469	558	659	营业利润增长	19.3%	21.8%	11.5%	25.0%	26.6%
财务费用	-136	-147	-80	-133	-196	利润总额增长	18.3%	20.3%	11.4%	24.9%	26.4%
投资净收益	60	64	0	0	0	净利润增长	21.1%	23.5%	50.1%	24.9%	26.4%
营业利润	1474	1796	2003	2504	3169	盈利能力					
营业外收支	29	13	13	13	13	毛利率	36.1%	37.7%	37.8%	37.8%	37.8%
利润总额	1503	1809	2016	2517	3182	销售净利率	13.4%	14.2%	18.1%	19.0%	19.8%
所得税	415	466	0	0	0	ROE	12.8%	14.6%	18.0%	18.3%	18.8%
少数股东损益	-4	-7	-10	-13	-16	ROIC	29.8%	25.0%	28.7%	39.5%	45.2%
净利润	1092	1349	2026	2530	3198	营运效率					
资产负债表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售费用/营业收入	11.3%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
流动资产	7480	8030	10794	13975	18025	管理费用/营业收入	3.8%	4.1%	4.2%	4.2%	4.1%
货币资金	3857	2378	5099	7071	10680	财务费用/营业收入	-1.7%	-1.6%	-0.7%	-1.0%	-1.2%
应收票据及账款	1077	1531	1546	2115	2315	投资收益/营业利润	4.1%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
预付账款	112	106	151	154	216	所得税/利润总额	27.6%	25.8%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	1034	1596	1503	2182	2277	应收账款周转率	7.57	6.18	7.22	6.28	6.94
非流动资产	2499	3193	2732	2326	1921	存货周转率	5.04	3.69	4.62	3.78	4.39
固定资产合计	1521	1443	1037	632	226	流动资产周转率	0.94	1.00	0.94	0.88	0.84
资产总计	9979	11223	13526	16301	19946	总资产周转率	0.82	0.84	0.82	0.81	0.81
流动负债	1241	1432	1719	1978	2440	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	14.8%	17.5%	16.6%	15.4%	14.9%
应付票据及账款	1118	1225	1535	1747	2225	流动比率	6.03	5.61	6.28	7.07	7.39
非流动负债	232	531	531	531	531	速动比率	4.14	2.84	4.03	4.77	5.48
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	1474	1962	2250	2508	2970	EPS	0.41	0.50	0.75	0.94	1.19
股东权益	8506	9260	11276	13793	16975	每股净资产	3.16	3.44	4.18	5.12	6.30
股本	670	2695	2695	2695	2695	每股经营现金流	-0.38	-0.65	1.01	0.73	1.34
留存收益	3367	4071	6097	8626	11824	每股经营现金/EPS	-0.95	-1.29	1.34	0.78	1.13
少数股东权益	3	25	15	2	-13	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	9979	11223	13526	16301	19946	PE	26.40	21.37	14.23	11.40	9.02
现金流量表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	0.82	0.64	0.79	0.60	0.43
经营活动现金流	762	872	2624	1822	3396	PB	3.39	3.12	2.56	2.09	1.70
其中营运资本减少	639	360	2476	2923	3588	EV/EBITDA	3.54	3.05	2.58	2.17	1.79
投资活动现金流	-1132	-2057	13	13	13	EV/SALES	2.24	14.54	11.86	9.07	6.04
其中资本支出	-108	8	0	0	0	EV/IC	0.41	2.78	2.11	1.63	1.12
融资活动现金流	-665	-555	84	137	200	ROIC/WACC	0.72	3.93	3.93	3.29	2.92
净现金总变化	-1035	-1741	2721	1972	3609	REP	0.30	0.25	0.29	0.39	0.45

研究员介绍及承诺

黄淑妍: 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

张正威: 纺织服装行业研究员, 2015 年加入长城证券。

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。

免责声明

长城证券有限责任公司(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其机构或个人客户(以下简称客户)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。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

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: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>