

公司研究

存货和现金流表现突出，21年期待需求回暖、轻装上阵、龙头优势凸显

——森马服饰（002563.SZ）2020年年报点评

买入（维持）

当前价：10.15元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

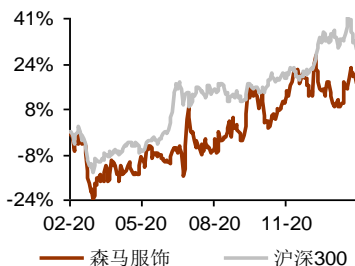
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.98
总市值(亿元):	273.81
一年最低/最高(元):	6.38/10.85
近3月换手率:	33.27%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.18	28.73	26.30
绝对	6.27	17.29	57.91

资料来源：Wind

相关研报

20Q4 业绩现好转，期待 21 年主业销售和盈利能力修复——森马服饰（002563.SZ）2020 年业绩快报点评（2021-02-26）

疫情影响下短期业绩承压，Kidiliz 出表将改善总体盈利能力——森马服饰（002563.SZ）2020 年中报点评（2020-08-26）

国外疫情加大整合压力，拟出售 Kidiliz 予集团、减轻业绩拖累——森马服饰

（002563.SZ）拟出售 Kidiliz 点评（2020-07-21）

要点

20 年营业收入同比减少 21%、归母净利润减少 48%，Kidiliz 公司剥离影响业绩

公司 2020 年实现营业收入 152.05 亿元、同比减少 21.37%，归母净利润 8.06 亿元、同比减少 48%。扣非净利润 7.57 亿元、同比减少 49.01%；净利润降幅超过收入主要为毛利率下降、费用率上升。EPS0.30 元，拟每股派息 0.25 元（含税）。

20Q1~20Q4 公司单季度收入增速分别为-33.51%、-26.95%、-26.30%、-5.28%，归母净利润分别同比-94.96%、-98.90%、-66.79%、+143.61%。2020 年疫情背景下公司前三季度收入同比降幅较大，Q4 收入降幅收窄主要为疫情后国内消费有所复苏，净利润出现同比明显好转，一方面为收入端复苏、原有业务盈利改善，另一方面为 Kidiliz 公司出表、对总体业绩拖累减弱。

分主体来看，公司 2020 年 9 月开始不再并表法国童装子公司 Kidiliz。2020 年 Kidiliz 公司并入公司合并报表的收入为 12.19 亿元、同比减少 59.69%，利润总额为-5.16 亿元、亏损幅度同比 19 年的-3.07 亿元扩大；公司原有业务收入为 139.86 亿元、同比减少 14.26%，利润总额为 16.04 亿元、同比减少 33.29%，税前利润率为 11.47%、较 19 年的 14.73%下降 3.26PCT，但 K 公司出表后的 20Q4 公司税前利润率已恢复至 13.31%。

20 年下半年收入端降幅收窄至个位数，线上渠道实现较好增长

原有业务拆分来看：1) 分渠道而言，线上、线下收入分别为 57.12 亿元、81.86 亿元，线上收入占比提升 9.18PCT 至 41.10%，线上、线下渠道收入分别同比+10.21%、-25.96%。线上再拆分来看，预计童装增长 20%左右、成人装持平略降。线下再拆分来看，直营、加盟收入分别为 14.44 亿元、63.05 亿元，分别同比-23.77%、-31.17%，另外新增联营收入 4.36 亿元；分品类来看、童装表现相对好于成人装。

2) 分品类，童装、成人装收入分别为 89.42 亿元、49.56 亿元，分别同比-7.76%、-24.26%，童装收入占比提升 8.67PCT 至 58.81%。

3) 分上下半年来看，20H1/H2 收入分别同比-27.23%、-5.47%，20 年下半年收入已经初步恢复到 19 年同期的 90%以上，利润总额分别同比-55.17%、-14.68%，20H1/H2 税前利润率分别为 10.12%（同比-6.34PCT）、12.20%（-1.33PCT）。

4) 门店方面，2020 年末原有业务合计门店 8725 家、较 19 年末净减少 8.70%，其中按渠道划分，直营、加盟、联营（20 年新增）各为 681 家（净减少 226 家、同比-24.92%）、7693 家（净减少 956 家、同比-11.05%）、351 家；按品类划分，童装、成人装门店各为 5634 家（净变化-2.69%）、3091 家（-17.92%）。

毛利率下降、费用率上升，存货明显改善、现金流优秀

毛利率：20 年毛利率同比下降 2.19PCT 至 40.34%，主要为 K 公司剥离影响。分主体来看，K 公司、原有业务 20 年毛利率分别为 56.68%（同比-5.45PCT）、38.91%（-0.02PCT）；原有业务再拆分，童装、成人装毛利率分别为 40.49%（-0.52PCT）、35.88%（+0.28PCT），在倍率提升、折扣管控和收入准则调整等影响下实际毛利率均略有提升。

分渠道来看，公司线上、直营、加盟、联营毛利率分别为 32.65%（同比-1.90PCT）、58.13%（-0.17PCT）、39.65%（-1.49PCT）、60.94%（-8.06PCT）。

分季度来看，20Q1~Q4 单季度毛利率分别为 41.11% (-0.58PCT)、45.22% (-2.79PCT)、39.76% (-3.86PCT)、37.81% (-0.70PCT)。Q4 随着法国子公司出表、其毛利率下降对总体的拖累减弱。

费用率：20 年期间费用率同比提升 1.06PCT 至 28.86%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别为 22.03% (+1.06PCT)、5.42% (+0.10PCT)、1.92% (-0.22PCT)、-0.50% (+0.13PCT)。

20Q1~Q4 期间费用率分别同比+5.97、+5.91、+4.56、-5.96PCT，前三季度费用率提升幅度较大主要为疫情影响销售叠加 K 公司费用刚性拖累，20Q4K 公司出表、同时国内消费复苏促总体费用率下降。

其他财务指标：1) 20 年末存货账面价值较 20 年初减少 39.13%至 25.01 亿元；存货周转天数为 131 天、较 19 年的 138 天有所下降，一方面为 K 公司出表（减少存货约 8 亿），另一方面为原有业务存货管控加强、估计存货账面价值减少约 8 亿。按库龄来看，1 年以内存货占比 77.47%，库存结构较为健康；跌价准备余额 5.31 亿元、计提占比为 17.52%（同比提升 2.04PCT）。

2) 应收账款 20 年末较 20 年初减少 29.47%至 13.92 亿元，应收账款周转天数为 40 天、较 19 年的 37 天略有增加。

3) 20 年资产减值损失+信用减值损失合计 6.17 亿元、较 19 年的 6.36 亿元基本相当。其中资产减值损失同比减少 15.24%至 5.25 亿元；信用减值损失同比增加 460.71%至 9190 万元、主要系为 Kidiliz 公司担保的预计担保损失大幅增加 6420 万元。

4) 经营活动净现金流 44.57 亿元、同比增 165.77%，与净利润差异较大，主要为优化对供应商货款支付方式、新增买方付息银行承兑汇票，促购买货品的现金流支出大幅下降所致，对应 20 年末应付票据（全部为银行承兑汇票）19.62 亿元、较 20 年初的 4.62 亿元大幅增加。从资产负债表项目来看，存货原值 20 年减少约 18 亿，应付票据增加约 15 亿，共促经营现金流增加。

期待 21 年需求复苏、龙头优势凸显

20 年国内外疫情影响下公司国内业务和法国 K 公司均受到不利影响，20 年下半年以来国内消费复苏、原有业务零售逐步恢复、盈利能力恢复至正常水平，法国 K 公司业务于 20 年 9 月出表、减轻对合并报表拖累。21 年期待公司作为本土童装和休闲装双龙头，受益于需求恢复、国货崛起和行业集中度提升。

公司休闲装业务积极改革、20 年刷新品牌定位，推出多场景、强功能性产品，童装业务继续巩固龙头优势，线上渠道继续发挥头部品牌优势、保持良好增长，线下渠道预计逐步恢复。另外 20 年公司存货出清效果明显、积极推进柔性供应链建设，21 年经销商补库有望增加业绩弹性。

公司 20 年末货币资金及理财金额 79.79 亿元，现金储备充足、抗风险能力较强。

我们维持公司 21~22 年、新增 23 年 EPS 为 0.60/0.69/0.81 元，21 年 PE17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情影响超预期致终端消费疲软；电商销售不及预期；线下渠道拓展不力或费用等投入超出预期；渠道库存恶化。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,337	15,205	16,602	18,692	20,983
营业收入增长率	23.01%	-21.37%	9.19%	12.59%	12.25%
净利润 (百万元)	1,549	806	1,626	1,866	2,177
净利润增长率	-8.52%	-48.00%	101.83%	14.75%	16.67%
EPS (元)	0.57	0.30	0.60	0.69	0.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.17%	7.02%	13.09%	14.01%	15.15%
P/E	18	34	17	15	13
P/B	2.3	2.4	2.2	2.1	1.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-12

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,337	15,205	16,602	18,692	20,983
营业成本	11,113	9,071	10,218	11,468	12,839
折旧和摊销	263	265	275	281	287
税金及附加	127	136	116	131	147
销售费用	4,055	3,349	2,756	3,103	3,462
管理费用	1,029	824	747	841	923
研发费用	414	292	332	374	420
财务费用	-123	-77	-97	-111	-128
投资收益	50	68	50	50	50
营业利润	2,152	1,105	2,175	2,502	2,917
利润总额	2,129	1,088	2,168	2,488	2,903
所得税	595	294	542	622	726
净利润	1,534	794	1,626	1,866	2,177
少数股东损益	-16	-11	0	0	0
归属母公司净利润	1,549	806	1,626	1,866	2,177
EPS(按最新股本计)	0.57	0.30	0.60	0.69	0.81

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,677	4,457	1,563	2,361	2,676
净利润	1,549	806	1,626	1,866	2,177
折旧摊销	263	265	275	281	287
净营运资金增加	-1,039	-3,788	400	-61	-46
其他	903	7,174	-737	274	257
投资活动产生现金流	-560	-647	-100	-100	-100
净资本支出	-342	-128	-150	-150	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-218	-519	50	50	50
融资活动现金流	-849	-1,304	-577	-865	-991
股本变化	-1	-1	0	0	0
债务净变化	-67	-257	0	0	0
无息负债变化	-482	1,100	374	625	685
净现金流	281	2,500	886	1,395	1,584

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	42.5%	40.3%	38.5%	38.6%	38.8%
EBITDA 率	18.7%	16.3%	19.0%	19.0%	19.0%
EBIT 率	16.8%	14.0%	17.4%	17.5%	17.7%
税前净利润率	11.0%	7.2%	13.1%	13.3%	13.8%
归母净利润率	8.0%	5.3%	9.8%	10.0%	10.4%
ROA	9.2%	4.6%	8.8%	9.3%	10.0%
ROE (摊薄)	13.2%	7.0%	13.1%	14.0%	15.1%
经营性 ROIC	26.2%	33.7%	44.3%	52.2%	61.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	33%	33%	33%	34%
流动比率	2.83	2.57	2.66	2.66	2.67
速动比率	1.80	2.07	2.17	2.22	2.27
归母权益/有息债务	44.08	1147.30	1242.47	1331.50	1437.23
有形资产/有息债务	57.12	1635.52	1767.92	1919.37	2093.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	16,621	17,170	18,495	20,011	21,754
货币资金	2,548	5,047	5,933	7,329	8,913
交易性金融资产	2,044	2,932	2,932	2,932	2,932
应收帐款	1,973	1,392	1,735	1,953	2,193
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	192	97	140	158	177
存货	4,109	2,501	2,630	2,618	2,625
其他流动资产	201	606	606	606	606
流动资产合计	11,314	12,751	14,201	15,848	17,728
其他权益工具	221	127	127	127	127
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,237	2,142	2,000	1,853	1,702
在建工程	21	7	13	17	20
无形资产	723	462	464	465	466
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	231	244	244	244	244
非流动资产合计	5,307	4,419	4,294	4,163	4,026
总负债	4,826	5,669	6,043	6,668	7,354
短期借款	267	0	0	0	0
应付账款	2,209	2,036	2,044	2,294	2,568
应付票据	462	1,962	2,248	2,523	2,825
预收账款	186	0	166	187	210
其他流动负债	873	960	874	953	1,040
流动负债合计	3,997	4,958	5,332	5,957	6,643
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	829	711	711	711	711
非流动负债合计	829	711	711	711	711
股东权益	11,794	11,501	12,452	13,343	14,400
股本	2,699	2,698	2,698	2,698	2,698
公积金	3,932	4,184	4,184	4,184	4,184
未分配利润	5,229	4,750	5,701	6,592	7,649
归属母公司权益	11,765	11,473	12,425	13,315	14,372
少数股东权益	30	28	28	28	28

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	20.97%	22.03%	16.60%	16.60%	16.50%
管理费用率	5.32%	5.42%	4.50%	4.50%	4.40%
财务费用率	-0.63%	-0.50%	-0.58%	-0.59%	-0.61%
研发费用率	2.14%	1.92%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	28%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.45	0.25	0.36	0.42	0.48
每股经营现金流	0.62	1.65	0.58	0.88	0.99
每股净资产	4.36	4.25	4.61	4.94	5.33
每股销售收入	7.17	5.64	6.15	6.93	7.78

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	34	17	15	13
PB	2.3	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.1	8.7	6.4	5.4	4.5
股息率	4.4%	2.5%	3.6%	4.1%	4.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE