长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021 年 04 月 13 日

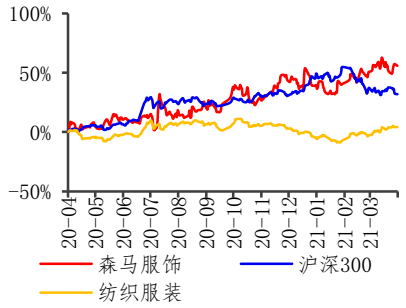
市场数据

目前股价	10.15
总市值（亿元）	273.81
流通市值（亿元）	191.59
总股本（万股）	269,759
流通股本（万股）	188,098
12 个月最高/最低	10.85/6.38

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003
☎ 021-31829709
✉ huangsy@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<Kidiliz 成功剥离，轻装上阵期待恢复性增长>> 2020-10-28
<<短期业绩承压，期待剥离亏损业务后盈利改善>> 2020-08-28
<<疫情及境外拖累业绩，线上表现优于线下>> 2020-04-29

Q4 净利润正增长，电商业务进展顺利

——森马服饰（002563）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19337	15205	17849	20367	23120
(+/-%)	23.0%	-21.4%	17.4%	14.1%	13.5%
归母净利润（百万元）	1549	806	1562	1957	2218
(+/-%)	-8.5%	-48.0%	93.9%	25.3%	13.4%
摊薄 EPS（元/股）	0.57	0.30	0.58	0.73	0.82
PE	18	34	18	14	12

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **业绩概况：**公司 2020 年实现收入 152.05 亿元、同比-21.37%，归母净利润 8.06 亿元、同比-48.00%，扣非后归母净利润 7.57 亿元、同比-49.01%；基本每股收益为 0.30 元。公司 2020Q4 单季实现收入 57.55 亿元、同比-5.28%，归母净利润 5.90 亿元、同比+143.61%，扣非后净利润 6.32 亿元、同比+169.53%。

- **Q4 归母净利润增速转正，费用控制良好：**受新冠疫情影响，公司 2020 年 Q1-Q3 归母净利润持续下降，分别同比-94.96%、-98.90%、-66.79%；2020Q4 归母净利润同比+143.61%，增速大幅转正。公司 2020 年度毛利率为 40.34%，同比-2.19pct；净利率为 5.22%，同比-2.71pct。2020 年，公司费用率控制良好，其中销售费用率上升 1.06pct 至 22.03%、管理费用率及研发费用率下降 0.12pct 至 7.34%、财务费用率提升 0.13pct 至-0.50%。2020 年期末，现金及现金等价物余额达到 50.47 亿元，同比+98.12%，公司账上现金充裕；存货余额 25.01 亿元，同比-37.62%，主要原因是公司出售法国 KIDILIZ 集团以及加强了库存管理。

- **剥离高端童装 Kidiliz 集团，儿童服饰业务毛利率下降：**公司服装业务 2020 年实现收入 150.89 亿元，同比-21.45%。其中，休闲服饰业务实现营收 49.56 亿元/yoy-24.26%，占比 32.60%；儿童服饰业务实现营收 101.32 亿元/yoy-19.99%，占比 66.64%。其中休闲服饰业务毛利率为 35.88%，同比+0.28pct，儿童服饰业务毛利率为 42.44%，同比-3.62pct，主要原因是 Kidiliz 高端童装业务剥离。截至 2020 年 12 月 31 日，公司在全球建立了 8725 家线下门店，其中直营门店 681 家；全年共计减少 831 家门店，主要原因是公司出售法国 KIDILIZ 集团。

- **积极布局电商，直播短视频等新业务快速推进：**2020 年，电商业务实现营收 58.09 亿元,同比+8.89%。森马品牌人群资产总量和会员总量位于行业领先；巴拉巴拉品牌头部效应进一步扩大，售罄率、库存周转率等核心指标不断提升；电商品牌 Minibalabala 增长迅速，亲子装蝉联天猫行业细分类目第一，推出自有新品牌 IP Mimi 和 Nini。公司大力发展直播和内容

电商、社交电商，继续布局自播与达人直播双赛道。

- **童装行业景气度高，打造儿童服饰板块多品牌矩阵：**据公司年报， 2020 年中国童装市场规模达到 2291.96 亿元，2015-2020 年国内童装市场年复合增长达到 10.4%，是服装行业中增长最快的赛道之一，2025 年中国童装市场规模预计将突破 4700 亿元。公司旗下巴拉巴拉品牌占据童装市场绝对优势，连续多年国内市场份额第一。此外，公司自创品牌迷你巴拉、马卡乐，合资品牌棵棵树，代理品牌 The Children's Place 等处于不同发展阶段，儿童服饰板块多品牌矩阵已初具规模。随着童装市场的进一步扩大以及资源向优势企业集中，公司童装业务有持续增长。
- **投资建议：**随着童装市场持续处于高景气度以及资源向优势企业集中，公司业绩有望逐渐复苏。此外，公司电商业务进展顺利，直播短视频等新业务快速推进。预测公司 2021-2022 年 EPS 分别为 0.58 元、0.73 元，对应 PE 分别为 18X、14X，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，品牌运营不及预期，存货管理及跌价风险，原材料价格变动风险，新冠疫情反复风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19336.77	15204.91	17849.38	20367.23	23119.82
营业成本	11112.73	9071.34	10439.45	12106.07	13727.38
销售费用	4055.34	3349.45	3932.00	4486.65	5093.01
管理费用	1029.29	824.01	967.33	1103.78	1252.95
研发费用	413.65	291.71	379.32	419.76	470.46
财务费用	-122.73	-76.67	9.57	-16.56	-68.59
其他收益	26.03	66.75	46.08	46.29	53.04
投资净收益	49.92	68.37	59.15	63.76	61.45
营业利润	2152.45	1105.19	2129.48	2660.92	3015.12
营业外收支	-23.19	-17.21	-20.20	-18.70	-19.45
利润总额	2129.26	1087.98	2109.28	2642.22	2995.67
所得税	595.36	293.59	569.19	713.01	808.39
少数股东损益	-15.50	-11.29	-21.88	-27.41	-31.08
归母净利润	1549.40	805.68	1561.97	1956.62	2218.36
资产负债表					（百万）
流动资产	11313.60	12750.97	13623.52	17266.87	18081.91
货币资金	2547.68	5047.43	2303.00	7895.75	4730.96
应收票据及应收账款合计	1973.22	1391.81	2558.47	1949.04	3167.65
其他应收款	191.75	96.94	241.97	144.75	294.23
存货	4108.85	2501.07	5105.73	3715.47	6287.11
非流动资产	5307.09	4419.01	4598.30	4719.41	4862.41
固定资产	2237.01	2141.51	2322.82	2466.15	2627.34
资产总计	16620.69	17169.98	18221.81	21986.28	22944.31
流动负债	3997.18	4958.12	4468.52	6303.03	5072.85
短期借款	266.92	0.00	1057.76	138.03	95.06
应付款项	2671.24	3998.51	2174.23	5102.82	3631.67
非流动负债	829.11	711.26	712.61	713.36	714.29
长期借款	0.00	0.00	1.35	2.10	3.03
负债合计	4826.29	5669.38	5181.13	7016.39	5787.14
股东权益	11794.40	11500.60	13040.69	14969.90	17157.18
股本	2698.54	2697.59	2697.59	2697.59	2697.59
留存储备	6560.68	6152.47	7692.55	9621.76	11809.04
少数股东权益	29.66	27.63	5.74	-21.67	-52.76
负债和权益总计	16620.69	17169.98	18221.81	21986.28	22944.31
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	1676.84	4456.52	-3875.14	7003.91	-2965.95
其中营运资本减少	1581.28	3168.00	-5598.56	4925.30	-5278.40
投资活动现金流	-560.42	-647.15	90.83	-509.02	-225.78
其中资本支出	344.43	133.58	180.89	121.77	144.13
融资活动现金流	-849.43	-1304.14	129.28	8.45	26.95
净现金总变化	280.98	2499.80	-3655.03	6503.34	-3164.79

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长	23.0%	-21.4%	17.4%	14.1%	13.5%
营业成本增长	17.4%	-18.4%	15.1%	16.0%	13.4%
营业利润增长	3.5%	-48.7%	92.7%	25.0%	13.3%
利润总额增长	-6.1%	-48.9%	93.9%	25.3%	13.4%
归母净利润增长	-8.5%	-48.0%	93.9%	25.3%	13.4%
盈利能力					
毛利率	42.5%	40.3%	41.5%	40.6%	40.6%
销售净利率	7.9%	5.2%	8.6%	9.5%	9.5%
ROE	13.0%	6.9%	11.8%	12.9%	12.7%
ROIC	25.6%	32.7%	18.8%	59.1%	24.0%
营运效率					
销售费用/营业收入	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
管理费用/营业收入	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用/营业收入	2.1%	1.9%	2.1%	2.1%	2.0%
财务费用/营业收入	-0.6%	-0.5%	0.1%	-0.1%	-0.3%
投资收益/营业利润	2.3%	6.2%	2.8%	2.4%	2.0%
所得税/利润总额	28.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
应收账款周转率	9.85	9.04	9.04	9.04	9.04
存货周转率	2.61	2.74	2.74	2.74	2.74
流动资产周转率	1.71	1.26	1.35	1.32	1.31
总资产周转率	1.17	0.90	1.01	1.01	1.03
偿债能力					
资产负债率	29.0%	33.0%	28.4%	31.9%	25.2%
流动比率	2.83	2.57	3.05	2.74	3.56
速动比率	1.69	1.91	1.70	2.01	2.13
每股指标（元）					
EPS	0.57	0.30	0.58	0.73	0.82
每股净资产	4.36	4.25	4.83	5.56	6.38
每股经营现金流	1.23	1.57	-1.44	2.60	-1.10
每股经营现金/EPS	2.14	5.27	-2.48	3.58	-1.34

估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	17.67	33.98	17.53	13.99	12.34
PEG	5.82	-3.06	-6.07	1.76	0.31
P/B	2.33	2.39	2.10	1.83	1.59
EV/EBITDA	9.48	15.16	10.50	6.18	6.59
EV/SALES	1.20	1.28	1.33	0.83	0.87
EV/IC	1.91	1.69	1.68	1.12	1.16
ROIC/WACC	2.11	2.69	1.55	4.66	1.88
REP	0.91	0.63	1.08	0.24	0.62

研究员承诺

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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（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专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）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：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——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：

强于大市——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
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033　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：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES