证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

服装Ⅱ

森马服饰（002563）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021 年 03 月 01 日

业绩好于预期，看好低估值龙头全面复苏

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

事项：

2021 年 2 月 26 日，森马服饰发布业绩快报，2020 年营业收入/归母净利润分别为 151.2/8.0 亿元，分别同减 21.6%/48.2%。

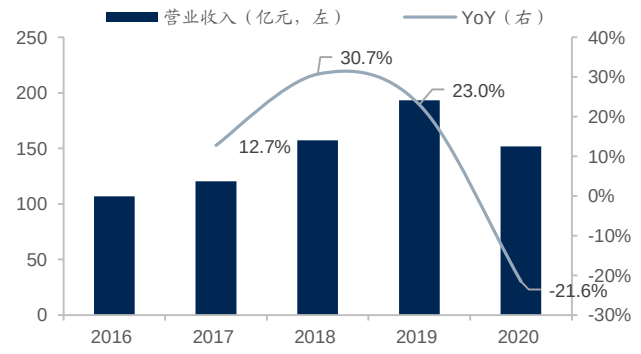
国信观点：1）2020 业绩：业绩好于预期，拐点兑现，库存显著改善；2）业务拆分及展望：2020 电商发展迅速，2021 年主业全面恢复，扩大新零售布局；3）风险提示：1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；2.库存积压风险；3.企业恶性竞争；4.市场的系统性风险。**4）投资建议：**公司 2020 年剥离亏损业务后，主业兑现了龙头品牌业绩韧性，疫情下公司复苏好于行业，渠道库存优化和电商新零售表现出众，为长期发展奠定良好基础。公司兼具长期景气成长性与短期疫情后业绩显著拐点，当前估值吸引力强。由于公司业绩好于预期，我们上调盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.3/0.65/0.82 元（此前为 0.27/0.62/0.81 元），当前股价对应 PE 为 31.1x/14.2x/11.2x，上调合理估值至 11.7-12.3 元（2021PE18-19x），维持“买入”评级。

评论：

■ **2020 业绩：业绩好于预期，拐点兑现，库存显著改善**

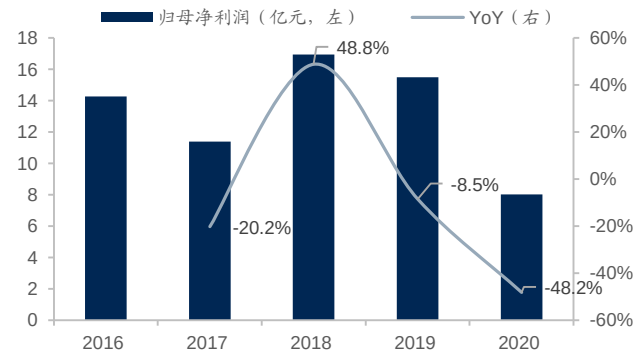
Q4 受益主业复苏与 K 公司剥离，业绩大幅增长。2020 年，公司营业收入 151.2 亿元，同减 21.6%；归母净利润 8.0 亿元，同减 48.2%，好于我们预期。Kidiliz 已在第三季度出表，如果剔除 Kidilz 的影响，公司 2020 年收入约 140 亿，下滑中双位数；净利润预计为 13 亿元，下滑约 30%。2020 年第四季度，公司收入为 57.2 亿元，同减 5.9%，剔除 Kidilz 的影响同比增长约高单位数；归母净利润为 5.9 亿元，同增 142.3%，剔除 Kidilz 的影响同比增长约 50%。

图 1：2016-2020 公司营业收入与变化情况



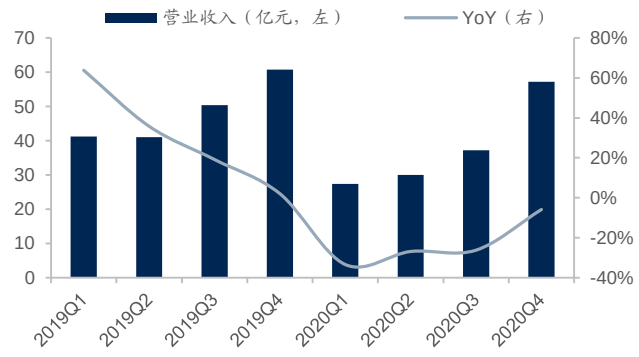
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2016-2020 公司归母净利润与变化情况



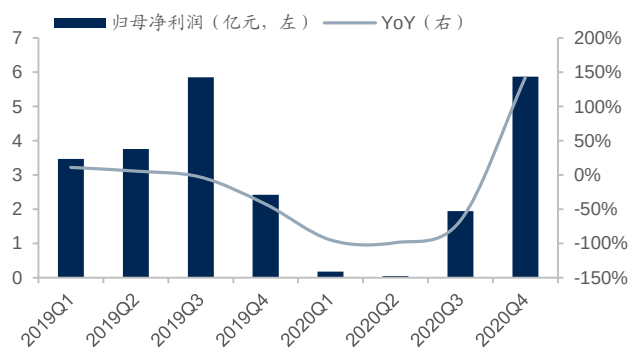
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2019Q1-2020Q4 公司营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

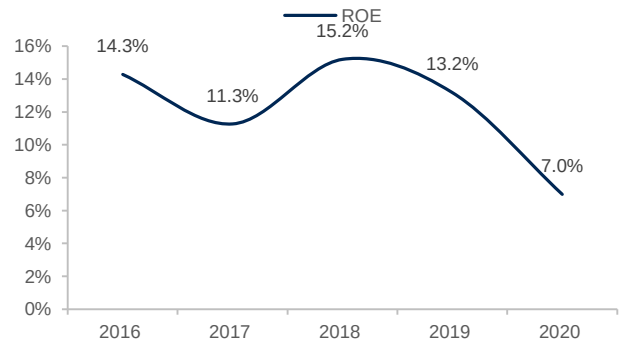
图 4：2019Q1-2020Q4 公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

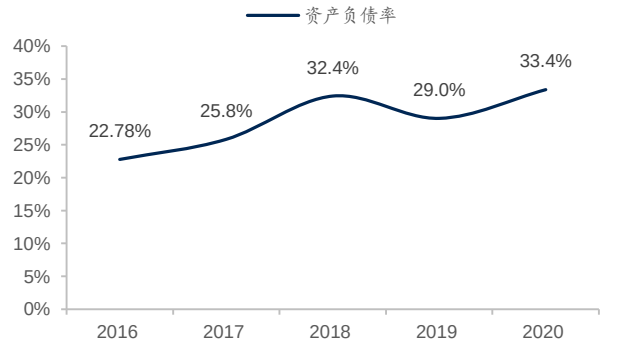
存货跌价准备计提减小，库存改善趋势显著。2020 年公司去库存效果显著，当期存货跌价准备计提 4.55 亿元，转销 5.6 亿元，存货转销多于计提，存货跌价准备余额下降，库存有明显的改善趋势。2020 年公司 ROE 为 7.0%，同减 6.2 p.p.；资产负债率为 33.4%，同增 4.4 p.p.，处于健康水平。

图 5：2016-2020 公司净资产收益率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2016-2020 公司资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 业务拆分及展望：2020 电商发展迅速，2021 年主业全面恢复，扩大新零售布局

2020 年 Q4 电商显著加速增长，渠道库存显著去化，童装业务已实现良好恢复。电商方面，预计全年电商收入将实现中双位数增长，相比 2020 年前三季度，电商累计收入增长中单位数，第四季度电商销售增速大幅提升，其中“双十一”期间，公司电商的 GMV 达 17.2 亿元，同增约 20%；线下渠道方面，全年来看批发收入下滑约 20%以上，而终端门店流水下滑幅度小于批发收入，渠道流水下滑中单位数，经销商库存去化显著；分品类看，预计全年童装巴拉巴拉流水持平，森马下滑接近 2 成。

2021 年预计迎来全面恢复，流水端童装有进一步快速增长，收入端有望恢复 2019 年主业收入规模。2020 年下半年，公司预计关店速度显著放缓，童装恢复净开店，渠道库存去化明显，同时线上业务表现良好，为 2021 年业务全面恢复打下良好基础。预计童装业务在 2021 年迎来中高双位数增长，成人装业务恢复至 2019 年 9 成，同时电商保持双位数增长。公司在品牌力投入同时继续强化供应链与新零售体系的发展，2020 年快反比例由 20%提升至接近 30%，通过 APP 小程序等平台赋能店铺线上业务，强化新零售布局。

■ **投资建议：看好低估值童装龙头业绩拐点，维持“买入”评级**

公司 2020 年剥离亏损业务后，主业兑现了龙头品牌业绩的韧性，疫情下公司复苏好于同业，渠道库存优化和电商新零售表现出众，为长期发展奠定良好基础。公司兼具长期景气成长性与短期疫情后业绩显著拐点，当前估值吸引力强。由于公司业绩好于预期，我们上调盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.3/0.65/0.82 元（此前为 0.27/0.62/0.81 元），当前股价对应 PE 为 31.1x/14.2x/11.2x，上调合理估值至 11.7-12.3 元（2021PE18-19x），维持“买入”评级。

表 1：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	15,144	17,007	19,601
(+/-%)	23.0%	-21.7%	12.3%	15.3%
净利润(百万元)	1549	802	1751	2214
(+/-%)	-8.5%	-48.2%	118.3%	26.5%
每股收益（元）	0.57	0.30	0.65	0.82
EBIT Margin	15.7%	10.6%	16.2%	17.6%
净资产收益率（ROE）	13.2%	6.6%	13.8%	16.3%
市盈率（PE）	16.1	31.1	14.2	11.2
EV/EBITDA	9.0	15.1	9.5	7.8
市净率（PB）	2.1	2.1	2.0	1.8

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2548	4651	5228	5970
应收款项	2165	1696	1904	2195
存货净额	4109	3320	3697	4238
其他流动资产	448	351	394	454
流动资产合计	**11314**	**12061**	**13267**	**14901**
固定资产	2258	1230	1017	744
无形资产及其他	723	694	665	637
投资性房地产	2326	2326	2326	2326
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**16621**	**16312**	**17275**	**18608**
短期借款及交易性金融负债	267	267	267	267
应付款项	2671	2158	2404	2755
其他流动负债	1059	952	1002	1137
流动负债合计	**3997**	**3377**	**3672**	**4159**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	829	829	829	829
长期负债合计	**829**	**829**	**829**	**829**
负债合计	**4826**	**4207**	**4501**	**4988**
少数股东权益	30	38	47	58
股东权益	11765	12067	12727	13562
负债和股东权益总计	**16621**	**16312**	**17275**	**18608**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.57	0.30	0.65	0.82
每股红利	0.36	0.19	0.40	0.51
每股净资产	4.36	4.47	4.72	5.03
ROIC	20%	13%	25%	30%
ROE	13%	7%	14%	16%
毛利率	43%	39%	40%	40%
EBIT Margin	16%	11%	16%	18%
EBITDA Margin	17%	13%	18%	19%
收入增长	23%	-22%	12%	15%
净利润增长率	-9%	-48%	118%	26%
资产负债率	29%	26%	26%	27%
息率	3.9%	2.0%	4.4%	5.5%
P/E	16.1	31.1	14.2	11.2
P/B	2.1	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.0	15.1	9.5	7.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**19337**	**15144**	**17007**	**19601**
营业成本	11113	9228	10265	11740
营业税金及附加	127	11	12	13
销售费用	4055	3180	2716	2974
管理费用	1089	1156	1291	1458
财务费用	(123)	(93)	(130)	(149)
投资收益	50	39	39	39
资产减值及公允价值变动	(608)	(580)	(481)	(555)
其他收入	(364)	49	52	55
营业利润	2152	1170	2463	3105
营业外净收支	(23)	(116)	(130)	(150)
利润总额	**2129**	**1054**	**2333**	**2954**
所得税费用	595	274	607	768
少数股东损益	(16)	22	25	28
归属于母公司净利润	**1549**	**802**	**1751**	**2214**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1549	802	1751	2214
资产减值准备	(232)	494	(243)	(277)
折旧摊销	263	327	348	369
公允价值变动损失	608	580	481	555
财务费用	(123)	(93)	(130)	(149)
营运资本变动	1342	1230	(578)	(682)
其它	226	(486)	253	288
经营活动现金流	**3756**	**2948**	**2012**	**2467**
资本开支	648	(344)	(344)	(344)
其它投资现金流	(2044)	0	0	0
投资活动现金流	**(1393)**	**(344)**	**(344)**	**(344)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(157)	0	0	0
支付股利、利息	(965)	(500)	(1091)	(1380)
其它融资现金流	**(6)**	**0**	**0**	**0**
融资活动现金流	(2251)	(500)	(1091)	(1380)
现金净变动	113	2103	576	743
货币资金的期初余额	2435	2548	4651	5228
货币资金的期末余额	2548	4651	5228	5970
企业自由现金流	4443	2396	1463	1892
权益自由现金流	4279	2464	1559	2002

相关研究报告

《森马服饰-002563-2020 年中报点评：资产减值影响利润表现，亏损业务剥离有望轻装上阵》 ——2020-08-27
《森马服饰-002563-2019 年年报点评：短期业绩承压但主业经营稳健》 ——2020-05-11
《森马服饰-002563-2019 年三季报点评：休闲装拖累主业营收，Q3 营运情况有所好转》 ——2019-10-30
《森马服饰-002563-深度报告：厚积薄发，享行业盛宴》 ——2019-09-27
《森马服饰-002563-2019 年半报点评：童装持续实现高增长，电商增速依旧强劲》 ——2019-08-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032