

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

森马服饰(002563)

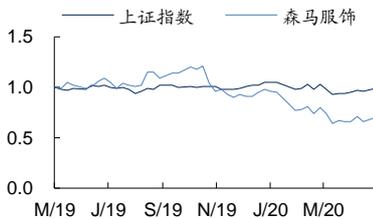
买入

2019 年年报及 2020 年一季报点评

(维持评级)

2020 年 05 月 10 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,699/1,842
总市值/流通(百万元)	19,834/13,539
上证综指/深圳成指	2,895/11,002
12 个月最高/最低(元)	12.89/6.32

相关研究报告:

《森马服饰-002563-2019 年三季报点评: 休闲装拖累主营营收, 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 年半年报点评: 童装持续实现高增长, 电商增速依旧强劲》——2019-08-28  
 《森马服饰-002563-2019 年一季报点评: 主业表现持续优异, 龙头壁垒不断加深》——2019-04-30  
 《森马服饰-002563-2018 年年报点评: 童装竞争壁垒加深, 休闲装有望保持稳定增长》——2019-04-26

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391  
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

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。

财报点评

短期业绩承压但主业经营稳健

● 2019 年主营业务稳中有升, 库存优化

2019 年, 公司实现收入 193.37 亿元, +23.01%; 经营利润 21.52 亿元, +3.47%; 归母净利润 15.49 亿元, -8.52%; 公司原有业务的净利润为 18.56 亿元, 约+2%。童装业务推动毛利率提升, 2019 毛利率 42.53%, +2.75 p.p.。公司下半年库存优化, 改善周转效率。

● 2020 Q1 业绩下滑明显但库存水平保持健康

2020 年一季度公司实现营业收入 27.37 亿元, -33.51%; 净利润 0.1748 亿元, -94.96%。其中资产减值 1.57 亿元, 占收入的 5.73%, +2.48pp。但公司资金周转保持较为健康的水平, 以 12 个月平均销售收入和成本计算, 库存周转天数 140 天, 同比-2 天; 应付账款为 73 天; 应收账款为 36 天, 同比-1 天。

● 完善品牌布局, 优化线上线下渠道

品牌方面, 公司并购整合推动国际化布局, 补充品牌矩阵, 实现外延增长, 通过 Kidiliz 实现国际化, 引入高端时尚女装品牌 juicy couture 大中华区授权, 巴拉巴拉继续扩大市场份额至 6.9%。渠道方面, 线上大力发展, 推出 minibala 品牌, 线下门店继续扩张至 10257 家, 童装门店保持净增长。

● 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. 原材料价格大幅波动; 3. 汇率大幅波动; 4. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 短期冲击不改童装龙头长期健康增长趋势

疫情短期对业绩造成冲击, 但良好的现金周转有望推进健康长期增长。我们下调盈利预测, 预计 20-22 年净利润同增-19.6%/21.3%/19.8%, EPS 分别为 0.46/0.56/0.67 元, 我们看好公司保持龙头地位与长期稳健增长的潜力, 合理估值 8.4-9.0 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	19,782	22,403	24,690
(+/-)%	23.0%	2.3%	13.3%	10.2%
净利润(百万元)	1549	1246	1511	1810
(+/-)%	-8.5%	-19.6%	21.3%	19.8%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.46	0.56	0.67
EBIT Margin	15.6%	11.8%	12.0%	12.3%
净资产收益率(ROE)	13.2%	10.0%	11.5%	13.1%
市盈率(PE)	12.5	15.6	12.8	10.7
EV/EBITDA	7.4	9.5	8.5	7.8
市净率(PB)	1.65	1.55	1.48	1.40

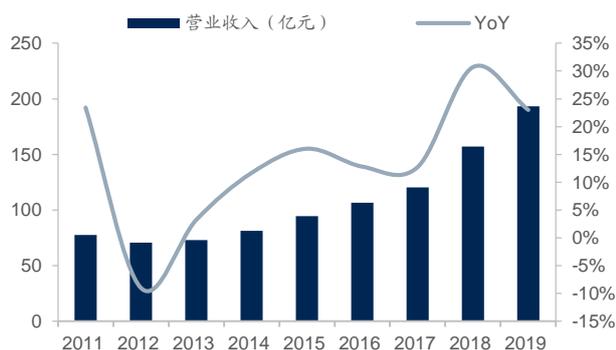
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 2019 年主营业务稳中有升，库存优化

收入稳步增长，利润受并购拖累。2019 年，公司实现收入 193.37 亿元，同比增加 23.01%，其中原有境内业务贡献了约 4 成的增长，境外业务并表贡献了超过 6 成的增长；经营利润 21.52 亿元，同比增加 3.47%；归母净利润 15.49 亿元，同比减少 8.52%，主要是受到了 Kidiliz 亏损的拖累，公司原有业务的净利润为 18.56 亿元，可比口径下同增约 2%。

图 1：2011-2019 年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

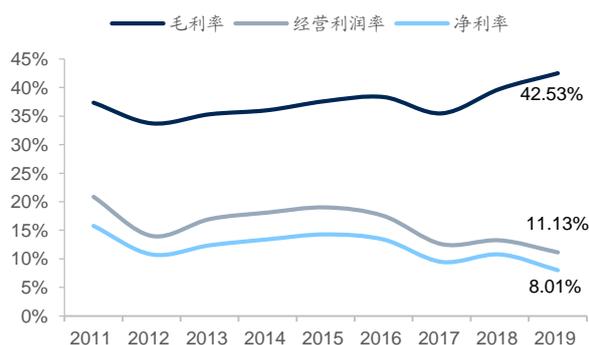
图 2：2011-2019 年公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

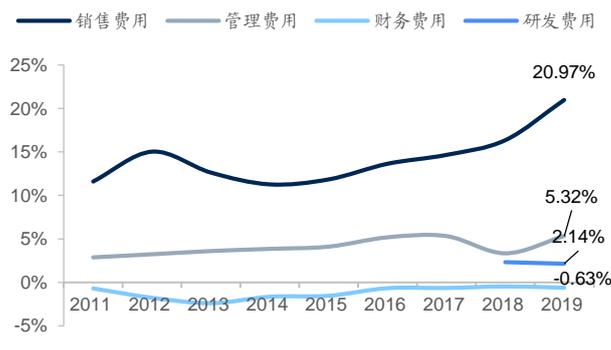
童装业务带动毛利率提升，销售管理费用占比增加。2019 年，公司实现毛利率 42.53%，同比增加 2.75 p.p.，主要是由于童装业务毛利率的提升幅度大于休闲服饰业务毛利率的下降幅度；经营利润率为 11.1%，同比减少 2.10 p.p.；净利率 8.01%，同比减少 2.76 p.p.。公司的各项费用有较大的增加，销售费用占比 20.97%，同增 4.62 p.p.；管理费用占比 5.32%，同增 2.00 p.p.；研发费用占比 2.14%，同减 0.18 p.p.；财务费用占比 -0.63%，同增 -0.15 p.p.

图 3：2011-2019 年公司利润率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2011-2019 年公司费用率水平

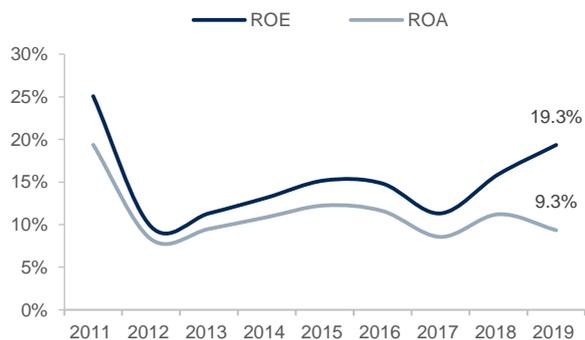


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资回报率提升，营运资金健康。2019 年，公司 ROE 为 19.3%，同比增加 3.4 p.p.，经营利润率为 11.1%，同比减少 2.10 p.p.；公司平均存货周转天数 138 天，同比增加 9 天，主要是由于 2019 年期初存货较多；平均应收账款周转天数为 37 天，同比减少 2 天；平均应付账款周转天数为 93 天，同比减少 8 天。

公司的资产负债率为 29.0%，同比减少了 3.4 p.p.；分红比例提升 22.6 p.p.至 78.4%，分红比例在行业内属于领先水平。

图 5: 2016-2019 年公司 ROE 水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2016-2019 年公司平均周转天数



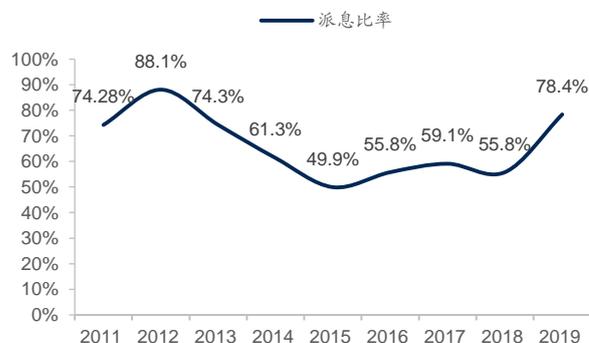
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2011-2019 年公司负债水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2011-2019 年公司派息比例

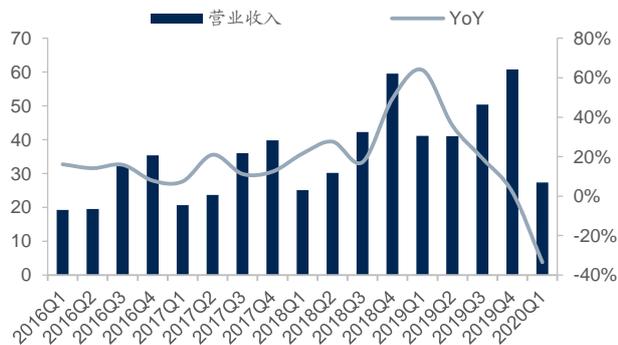


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 2020 Q1 业绩下滑明显但库存水平保持健康

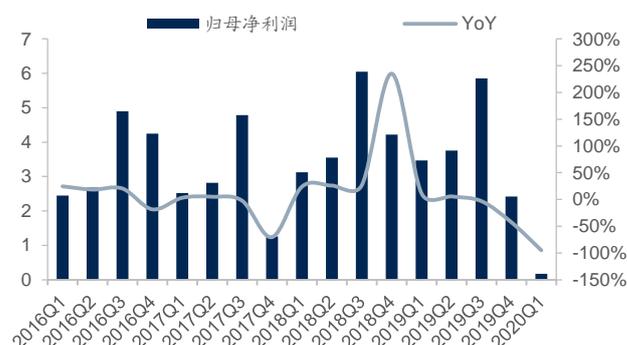
第四季度公司实现营业收入 60.76 亿元，同增 2.02%，增速放缓主要是由于公司为了保持收入与流水的良性增长，积极减少财报端和零售端业务的敞口，牺牲短期的业绩换来经营质量的提升；净利润为 2.42 亿元，同减 42.61%。

图 9：2016-2019 年公司分季度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 10：2016-2019 年公司分季度归母净利润与变化情况



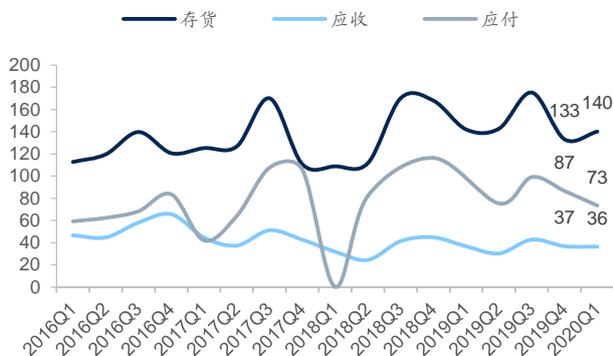
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

由于疫情影响下整个纺服行业的零售情况均有不同程度的下跌，存货风险增加，因此在报告中，我们使用了单季度周转情况来衡量公司的营运资金，库存周转天数、应收周转天数和应付周转天数的计算公式分别为（当季存货\*360）/前四个季度营业成本、（应收\*360）/前四个季度营业收入和（应付\*360）/前四个季度营业成本。

**2019 年第四季度，库存情况明显改善。**库存周转天数为 133 天，同减 35 天，处于健康水平；应收周转天数为 37 天，同减 8 天；应付账款周转天数为 87 天，同减 29 天。公司四季度的库存相比去年同期有明显的改善，这是由于公司于 2019 年下半年开始渠道库存结构性改善取得了良好效果。公司第四季度的资产减值亏损为 2.21 亿元，占收入的 3.65%，较去年同期下降了 5.88%，这主要是由于公司 2019 年下半年开始的渠道改革卓有成效，使得整体营运资金处于健康水平。

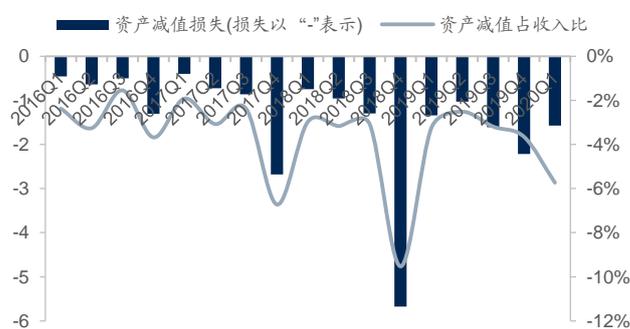
**2020 年第一季度的库存保持相对平稳。**库存周转天数为 140 天，同减 2 天，处于健康水平；应收周转天数为 36 天，同减 1 天；应付账款周转天数为 73 天。公司一季度的库存仅轻微上升，主要是由于渠道库存可控以及采购、退货时点有所调整。公司一季度的资产减值亏损为 1.57 亿元，占收入的 5.73%。

图 11: 2016-2019 年公司分季度库存变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2016-2019 年公司资产减值与占收入比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 完善品牌布局, 优化线上线下渠道

从品牌维度看, 公司内生外延均有亮点。

1. 并购整合推动国际化布局, 补充品牌矩阵, 实现外延增长:

- 1) 公司通过 Kidiliz 实现了海外扩张, 已成功将旗下 CATIMINI 和 Absorba 两大品牌引入中国市场, 相继在重点城市和天猫平台开设旗舰店铺。
- 2) 成人服饰中高端品牌方面, 公司取得了国际知名高端时尚女装品牌 juicy couture 大中华区业务的授权, 补充了森马在高端潮流时尚女装类目的布局, 完善了森马精品类目的品牌矩阵以及森马在大中华区中高端渠道的布局。

2. 主品牌持续升级, 强化内生增长。

- 1) 在森马品牌业务方面, 公司继续加强设计研发投入, 强化核心面料“森柔棉”的宣传和应用, 打造爆品。此外, 森马品牌在 2019 年成立鞋品研发中心, 增加在鞋品开发上的投入, 聘请业内知名的鞋品设计总监, 打造森马自身的鞋品 DNA, 给消费者提供全品类、一站式购物体验。
- 2) 儿童服饰业务方面, 公司通过多品牌矩阵打造产业护城河。在中国市场进行全渠道融合, 提供直播购物、专属导购、线上选款、线下取货、店中购买、邮寄到家等服务, 为消费者提供个性化的便捷购物体验。根据欧睿的数据, 2019 年巴拉巴拉品牌在童装市场的占有率已经达到 6.9% (2018 年为 5.9%)。

从渠道角度看, 公司线上线下同步增长。

1. 新零售方面, 加大电商布局, 物流大平台投产。2019 年, 公司电商业务继续保持快速发展的态势, 浙江森马电子商务有限公司全年实现营业收入 51.62 亿元, 双十一当天零售业绩 13.80 亿元。电商品牌 Minibalabala 增长迅速, 天猫双十一进入童装 Top5 榜单。公司杭州电商产业园建成投入使用, 毗邻上海森马一期产业园的上海二期产业园建成并投入使用, 将原有的物流架构调整为 TOB 和 TOC 的两大物流园

区集成运作模式。在疫情期间，公司发力新零售，通过“云门店”、社群、直播等方式，立体地构建新零售，并在将来致力于线上下渠道的融合。

2. **线下渠道方面，童装门店保持净增长。**线下方面，2019 年公司对渠道进行了升级，积极与知名连锁购物中心开展战略合作，布局中高端渠道，重点推动购物中心、百货和奥特莱斯渠道的发展。年内合计关店 1724 家，开店 2076 家，截至 2019 年年末，公司共有店铺 10257 家。分品类来看，休闲服饰关店 865 家，开店 801 家，截至年末共 3766 家门店，主要由于公司关闭了一个小品牌，其他品牌门店数净增长；儿童服饰品类关店 859 家，开店 1275 家，截至年末共有 6491 家门店。

**表 1: 2012-2019 年公司 (含 Kidiliz) 店铺数量**

模式	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
直营					597	679	1218	1310
加盟					7655	7744	8407	8677
联营							280	270
休闲	4420	4029	3542	3477	3674	3628	3830	3766
儿童	3308	3471	3540	3864	4578	4795	6075	6491
合计	7728	7500	7082	7341	8252	8423	9905	10257

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议: 短期冲击不改童装龙头长期健康增长趋势

疫情短期对业绩造成冲击，但良好的现金周转有望推进健康长期增长。考虑到业绩对疫情的冲击，我们下调盈利预测，预计公司 20-22 年收入同增 2.3%/13.3%/10.2%，净利润同增 -19.6%/21.3%/19.8%，EPS 分别为 0.46/0.56/0.67 元 (20-21 ESP 原预测为 0.83/0.98)，我们看好公司保持龙头地位与长期稳健增长的潜力，合理估值 8.4-9.0 元，维持“买入”评级。

**表 2: 盈利预测调整及原因**

主要项目	原 2020E	现 2020E	变化幅度	原因	原 2021E	现 2021E	变化幅度	原因
营业收入	23201	19782	-14.7%	调整经营策略以及疫情影响	26449	22403	-15.3%	疫情影响扩张速度
毛利率	40%	42%	2%	业务结构发生变化	40%	42%	2%	业务结构发生变化
期间费用率	27%	33%	6%	业务结构发生变化	26%	33%	6%	业务结构发生变化
净利率	10%	6%	-3%	主要由毛利率和费用率的变化引起	10%	7%	-3%	主要由毛利率和费用率的变化引起

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

**表 3: 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	19,782	22,403	24,690
(+/-%)	23.0%	2.3%	13.3%	10.2%
净利润(百万元)	1549	1246	1511	1810
(+/-%)	-8.5%	-19.6%	21.3%	19.8%
每股收益(元)	0.57	0.46	0.56	0.67
EBIT Margin	15.6%	11.8%	12.0%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	10.0%	11.5%	13.1%
市盈率 (PE)	12.5	15.6	12.8	10.7
EV/EBITDA	7.4	9.5	8.5	7.8
市净率 (PB)	1.65	1.55	1.48	1.40

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

## 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.原材料价格大幅波动；
- 3.汇率大幅波动；
- 4.市场的系统性风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2548	2797	3417	4237	营业收入	19337	19782	22403	24690
应收款项	2165	2168	2455	2706	营业成本	11113	11515	13011	14283
存货净额	4109	3422	3695	3865	营业税金及附加	127	138	157	173
其他流动资产	448	2967	3360	3703	销售费用	4055	4087	4624	5091
<b>流动资产合计</b>	<b>11314</b>	<b>13398</b>	<b>14971</b>	<b>16556</b>	管理费用	1029	1703	1925	2118
固定资产	2258	1951	1633	1328	财务费用	(123)	(28)	(37)	(47)
无形资产及其他	723	695	667	640	投资收益	50	(200)	(200)	(200)
投资性房地产	2326	2326	2326	2326	资产减值及公允价值变动	(608)	(500)	(500)	(450)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(424)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>16621</b>	<b>18370</b>	<b>19598</b>	<b>20849</b>	营业利润	2152	1667	2023	2422
短期借款及交易性金融负债	267	200	200	200	营业外净收支	(23)	0	0	0
应付款项	2671	2240	2534	2783	<b>利润总额</b>	<b>2129</b>	<b>1667</b>	<b>2023</b>	<b>2422</b>
其他流动负债	1059	2567	2905	3193	所得税费用	595	433	526	630
<b>流动负债合计</b>	<b>3997</b>	<b>5007</b>	<b>5638</b>	<b>6176</b>	少数股东损益	(16)	(12)	(15)	(18)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1549</b>	<b>1246</b>	<b>1511</b>	<b>1810</b>
其他长期负债	829	829	829	829					
<b>长期负债合计</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>829</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4826</b>	<b>5836</b>	<b>6467</b>	<b>7005</b>					
少数股东权益	30	22	14	3					
股东权益	11765	12512	13117	13841					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16621</b>	<b>18370</b>	<b>19598</b>	<b>20849</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1549	1246	1511	1810
资产减值准备	(232)	(93)	(106)	(93)
折旧摊销	263	329	353	377
公允价值变动损失	608	500	500	450
财务费用	(123)	(28)	(37)	(47)
营运资本变动	1342	(852)	(428)	(319)
其它	226	86	97	83
<b>经营活动现金流</b>	<b>3756</b>	<b>1216</b>	<b>1928</b>	<b>2307</b>
资本开支	648	(401)	(401)	(401)
其它投资现金流	(2044)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1393)</b>	<b>(401)</b>	<b>(401)</b>	<b>(401)</b>
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)	(498)	(907)	(1086)
其它融资现金流	(6)	(67)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2251)</b>	<b>(565)</b>	<b>(907)</b>	<b>(1086)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>113</b>	<b>249</b>	<b>620</b>	<b>820</b>
货币资金的期初余额	2435	2548	2797	3417
货币资金的期末余额	2548	2797	3417	4237
企业自由现金流	4422	807	1512	1895
权益自由现金流	4259	761	1539	1930

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.57	0.46	0.56	0.67
每股红利	0.36	0.18	0.34	0.40
每股净资产	4.36	4.63	4.86	5.13
ROIC	21%	18%	21%	24%
ROE	13%	10%	12%	13%
毛利率	43%	42%	42%	42%
EBIT Margin	16%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	17%	13%	14%	14%
收入增长	23%	2%	13%	10%
净利润增长率	-9%	-20%	21%	20%
资产负债率	29%	32%	33%	34%
息率	5.0%	2.6%	4.7%	5.6%
P/E	12.5	15.6	12.8	10.7
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.4	9.5	8.5	7.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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