

2020 年 02 月 29 日

下半年去库存导致收入放缓，中长期价值显现

森马服饰(002563)

评级:	增持	股票代码:	002563
上次评级:	增持	总市值(亿)	221.01
52 周最高价/最低价:	12.67/8.04	自由流通市值(亿)	151.39
最新收盘价:	8.19	自由流通股数(百万)	1,848.51

事件概述

公司 2019 年实现收入 193.59 亿元，同比增长 23.15%；归母净利 15.46 亿元，同比下降 8.72%；归母扣非净利 14.85 亿元，同比增长 11.29%；2019Q4 单季收入/归母净利/归母扣非净利分别同比增长 2%/-43%/85%。

分析判断:

我们分析，收入增长主要来自：1) 并表 Kidiliz，我们估计并表因素贡献约 60%的收入增长；2) 童装及线上较快增长；估计主品牌收入基本持平（线下个位数下滑、线上双位数增长）、童装巴拉估计收入增长 20%左右（线下增长 10%+、线上增长 30%左右），主品牌和童装增速放缓主要由于公司下半年控制库存、加大柔性供应链比例，年末库存估计较年初增加不大；但我们判断，疫情将对 2019 年冬装尾货、以及 2020 年的春装、夏装有影响，2020Q1 末存货压力有再增大可能。

归母净利下降主要由于：1) 2018 年 Kidiliz 收购时产生 1.93 亿元非经常性收益；2) Kidiliz 并表亏损，目前处于关店和业务调整期，我们估计 2019 年全年亏损 3 亿左右，剔除并表亏损、主业估计净利增长 9%左右；预计 2020 年亏损将持续，但亏损幅度会减小。

投资建议

考虑到疫情对线下开店和流量、线上物流的影响，将 2019-2021EPS 由 0.69、0.77、0.89 元下调至 0.57、0.52、0.60 元，虽然目前疫情趋势并不明朗、公司上半年业绩难言乐观，但我们认为当前股价已体现公司中长期价值：目前森马市占率在 3%左右，巴拉巴拉市占率在 5.6%左右、且份额提升速度仍快于竞争对手，当前疫情背景下，中小企业资金链断裂有望加速行业整合；截至 2019Q3，公司账上现金和其他流动资产为 20.5 亿、预计负债 5.5 亿，公司不断引进外部优秀人才、在现代化公司治理方面领先于其他家族企业，参考国外龙头品牌 10%以上市占率的水平，我们看好行业整合期的公司份额提升；当前股价对应 20/21PE 为 15/13X，股息率为 4%，维持“增持”评级，高管大宗交易增持成本 10.45 元/股提供相对安全边际。

风险提示

疫情发展的不确定性；Kidiliz 亏损加大；终端库存高企风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12026.30	15719.13	19358.52	16618.11	17768.08
YoY (%)	12.74	30.71	23.15	-14.16	6.92
归母净利润(百万元)	1137.93	1693.63	1545.88	1405.20	1612.14
YoY (%)	-20.23	48.83	-8.72	-9.10	14.73
毛利率 (%)	35.51	39.78	41.32	39.85	41.49
每股收益(元)	0.42	0.63	0.57	0.52	0.60
ROE	11.27%	15.20%	13.17%	11.65%	12.80%
市盈率	18.43	12.38	13.56	14.92	13.01

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5977 5330

相关研究

1、加大柔性供应链比重导致 Q3 业绩低于预期

2019.10.29

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15719.13	19358.52	16618.11	17768.08	净利润	1681.55	1532.59	1394.29	1599.34
YoY (%)	30.71	23.15	-14.16	6.92	折旧和摊销	244.48	220.02	220.10	216.84
营业成本	9465.86	11359.03	9995.94	10395.78	营运资金变动	-1639.30	1038.86	705.77	729.79
营业税金及附加	111.37	135.51	116.33	124.38	经营活动现金流	954.97	2892.17	2090.32	2442.17
销售费用	2570.38	4587.97	3988.35	4282.11	资本开支	-470.74	-114.66	77.39	235.62
管理费用	521.90	871.13	681.34	728.49	投资	1823.39	-1389.48	-221.99	-109.00
财务费用	-75.80	-18.43	-21.92	-70.27	投资活动现金流	791.26	-1435.42	-60.60	213.84
资产减值损失	867.36	143.11	-185.45	-25.60	股权募资	119.29	-6.30	0.00	0.00
投资收益	127.06	95.39	104.11	110.43	债务募资	-11.25	621.48	-376.78	-576.23
营业利润	2080.22	2054.90	1866.86	2146.22	筹资活动现金流	-785.34	-379.37	-1509.72	-1675.81
营业外收支	188.04	12.43	13.91	11.14	现金净流量	960.89	1077.38	520.00	980.20
利润总额	2268.26	2067.33	1880.77	2157.36	主要财务指标				
所得税	586.71	534.73	486.48	558.02	成长能力				
净利润	1681.55	1532.59	1394.29	1599.34	营业收入增长率	30.71%	23.15%	-14.16%	6.92%
归属于母公司净利润	1693.63	1545.88	1405.20	1612.14	净利润增长率	48.83%	-8.72%	-9.10%	14.73%
YoY (%)	48.83	-8.72	-9.10	14.73	盈利能力				
每股收益	0.63	0.57	0.52	0.60	毛利率	39.78%	41.32%	39.85%	41.49%
资产负债表 (百万元)					净利率	10.70%	7.92%	8.39%	9.00%
货币资金	2434.62	3512.00	4032.00	5012.20	总资产收益率 ROA	10.22%	8.57%	8.07%	9.19%
预付款项	202.76	227.89	200.41	210.84	净资产收益率 ROE	15.20%	13.17%	11.65%	12.80%
存货	4417.49	4878.78	3916.22	3731.09	偿债能力				
其他流动资产	4185.98	3622.16	3752.44	3541.38	流动比率	2.55	2.25	2.64	3.02
流动资产合计	11240.85	12240.83	11901.07	12495.52	速动比率	1.50	1.31	1.72	2.07
长期股权投资	3.62	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.55	0.64	0.89	1.21
固定资产	1985.68	2038.31	1938.90	1744.78	资产负债率	32.44%	34.71%	30.57%	28.17%
无形资产	786.68	753.42	711.73	670.93	经营效率				
非流动资产合计	5326.86	5790.93	5508.94	5054.62	总资产周转率	1.04	1.12	0.94	1.02
资产合计	16567.71	18031.76	17410.00	17550.14	每股指标 (元)				
短期借款	174.57	953.01	576.23	0.00	每股收益	0.63	0.57	0.52	0.60
应付账款及票据	3058.45	3201.37	2817.21	2929.90	每股净资产	4.13	4.35	4.47	4.67
其他流动负债	1177.22	1297.53	1121.84	1205.59	每股经营现金流	0.35	1.07	0.77	0.90
流动负债合计	4410.24	5451.90	4515.27	4135.49	每股股利	0.00	0.35	0.40	0.40
长期借款	156.95	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	807.80	807.80	807.80	807.80	PE	12.38	13.56	14.92	13.01
非流动负债合计	964.75	807.80	807.80	807.80	PB	2.16	2.27	2.21	2.11
负债合计	5374.98	6259.70	5323.07	4943.29					
股本	2699.85	2698.54	2698.54	2698.54					
少数股东权益	46.90	33.61	22.70	9.90					
股东权益合计	11192.73	11772.05	12086.93	12606.86					
负债和股东权益合计	16567.71	18031.76	17410.00	17550.14					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。