

童装业务维持高增速，但未来业绩依然承压

——森马服饰（002563）2019 年年报&2020 年一季报点评

观望（维持）

日期：2020 年 04 月 29 日

事件：

公司2019年实现营业收入193.37亿元，同比增长23.01%；归母净利润15.49亿元，同比减少8.52%。毛利率42.53%，同比提升了2.75个pct；净利率7.93%，同比下滑2.77个pct。公司拟向全体股东每10股派发4.50元现金红利（含税），合计12.14亿元，占2019年归母净利润的78.37%。2020年Q1实现营收27.38亿元，同比下降33.51%；归母净利润1748.25万元，同比下滑94.96%。

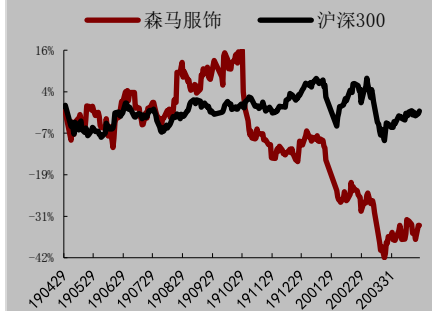
投资要点：

- **休闲服饰业务表现疲软，童装业务维持高速增长：**2019年公司实现营业收入193.37亿元，同比增长23.01%；归母净利润15.49亿元，同比减少8.52%，主要是受到去年收购法国Sofiza SAS公司时产生合并成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额导致净利润基数较高，以及该公司2019年亏损的影响。**分产品来看**，休闲服饰业务营收65.44亿元，同比减少3.64%，占比33.84%；童装业务营收126.63亿元，继续维持高速增长，同比增加43.50%，占比65.49%，其中，森马童装（不含Kidiliz）营收96.94亿元，同比增长20.05%；Kidiliz业务营收29.69亿元，同比增长281.94%。**分地区来看**，中国大陆境内营收163.07亿元，同比增长9.29%，占比84.33%；境外营收30.29亿元，同比增长279.53%。**分渠道来看**，线下收入138.73亿元，同比增长20.56%，线上收入53.35亿元，同比增长29.84%，其中，森马线上业务收入51.83亿元，同比增长27.01%，Kidiliz线上业务收入1.51亿元，同比增长443.92%。2020年Q1公司实现营收27.38亿元，同比下降33.51%；归母净利润1748.25万元，同比下滑94.96%，主要是受新冠疫情影响以及法国Kidiliz集团亏损加大。

基础数据

行业	纺织服装
公司网址	
大股东/持股	邱光和/16.61%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,698.54
流通A股(百万股)	1,842.02
收盘价(元)	7.08
总市值(亿元)	198.07
流通A股市值(亿元)	135.20

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020 年 04 月 29 日

相关研究

万联证券研究所 20200415_公司事项点评
_AAA_森马服饰(002563) 2020 年 Q1 业绩
预告快评

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：李滢

电话：15521202580

邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	193.37	210.98	249.88	290.49
增长比率(%)	23.01%	9.11%	18.44%	16.25%
归母净利润(亿元)	15.49	11.41	15.21	19.12
增长比率(%)	-8.52%	-26.33%	33.28%	25.69%
每股收益(元)	0.57	0.42	0.56	0.71
市盈率(倍)	12.33	16.74	12.56	9.99

数据来源：Wind、万联证券研究所

- 童装业务拉动毛利率上涨，销售费用率及管理费用率提升拖累净利率：**
2019年，公司毛利率42.53%，同比提升了2.75个pct；期间费用率25.66%，其中，销售费用率22.30%，同比大幅提升4.62个pct，主要是公司门店扩张带来的员工薪酬、租赁费、广告费等增加及合并Kidiliz集团所致；管理费用率5.5%，同比大幅提升2.00个pct，主要是员工薪酬等增加及合并Kidiliz集团所致；财务费用率-0.80%，同比减少0.15个pct。研发费用率2.14%，同比减少0.18个pct。净利率7.93%，同比下滑2.77个pct，主要是销售费用率和管理费用率提升所致。**分产品来看**，2019年休闲服饰毛利率35.60%，同比下降1.38个pct；童装毛利率46.06%，同比大幅提升3.83个pct，由于境外业务的收入绝大部分来源于法国中高端童装Kidiliz的业务收入，因此我们将境外收入毛利率约等于Kidiliz童装毛利率，即估计Kidiliz童装毛利率为62.40%；粗略推算出2019年森马童装毛利率为41.06%。2020年Q1公司毛利率为41.11%，同比下滑0.57个pct；净利率0.56%，同比锐减7.80个pct，主要是销售费用率和管理费用率大幅提升所致。
- 盈利预测与投资建议：**公司是休闲服饰与童装行业的双龙头，在休闲服饰行业增速放缓的大环境下，公司2019年休闲服饰业务呈现疲软态势，但童装业务表现出色。公司亦在一系列数字化建设中取得不错的成绩，线上业务维持较高的增速。然而，公司2020年Q1受疫情影响巨大，导致Q1亏损严重，并且滞销的货物未来可能会带来存货跌价损失的风险。另外，尽管国内疫情逐步平复且有消费券刺激消费，但国外形势依然严峻，有相当大部分业务在国外的Kidiliz有亏损进一步扩大的风险，公司未来业绩依然承压。结合以上分析，我们预计公司2020-2022年的营收增速分别为9.11%/18.44%/16.25%；2020-2022年的归母净利润增速分别为-26.33%/33.28%/25.69%；EPS为0.42/0.56/0.71元(调整前预测2020-2021年为0.44/0.65元)，维持“观望”评级。
- 风险因素：**1、存货跌价损失风险；2、全球疫情持续风险；3、品牌拓展不及预期风险；4、中高端业务发展不及预期风险。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,314	12,954	13,716	14,511
货币资金	2,548	2,686	2,632	2,776
应收票据及应收账款	1,973	2,428	2,738	3,024
其他应收款	192	289	288	302
预付账款	247	284	315	344
存货	4,109	5,073	5,497	5,839
其他流动资产	2,245	2,195	2,245	2,225
非流动资产	5,307	5,450	5,558	5,693
长期股权投资	0	15	19	24
固定资产	2,237	2,318	2,290	2,275
在建工程	21	113	205	297
无形资产	723	643	643	633
其他长期资产	2,326	2,361	2,401	2,464
资产总计	16,621	18,404	19,274	20,204
流动负债	3,997	5,464	6,062	6,524
短期借款	267	600	800	1,000
应付票据及应付账款	2,671	3,720	3,848	3,863
预收账款	186	211	250	290
其他流动负债	873	933	1,164	1,370
非流动负债	829	929	879	829
长期借款	0	100	50	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	829	829	829	829
负债合计	4,826	6,393	6,941	7,353
股本	2,699	2,699	2,699	2,699
资本公积	2,600	2,585	2,585	2,585
留存收益	6,561	6,808	7,145	7,683
归属母公司股东权益	11,765	11,993	12,330	12,867
少数股东权益	30	18	3	-16
负债和股东权益	16,621	18,404	19,274	20,204

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,677	1,053	1,390	1,806
净利润	1,534	1,130	1,506	1,893
折旧摊销	373	240	275	287
营运资金变动	-832	-1,269	-1,297	-1,201
其它	602	952	906	827
投资活动现金流	-560	-398	-348	-358
资本支出	-342	-300	-300	-300
投资变动	-250	20	-15	-71
其他	32	-118	-33	13
筹资活动现金流	-849	-507	-1,084	-1,290
银行借款	212	433	150	150
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-1,062	-941	-1,234	-1,440
现金净增加额	281	148	-41	158
期初现金余额	2,249	2,548	2,686	2,632
期末现金余额	2,528	2,686	2,632	2,776

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,337	21,098	24,988	29,049
营业成本	11,113	12,344	14,332	16,395
营业税金及附加	127	116	150	189
销售费用	4,055	4,747	5,747	6,826
管理费用	1,029	1,160	1,424	1,743
研发费用	414	443	550	668
财务费用	-123	-94	-100	-103
资产减值损失	-619	-823	-849	-809
公允价值变动收益	11	-150	-80	-50
投资净收益	50	42	57	73
资产处置收益	-20	0	0	0
营业利润	2,152	1,507	2,063	2,594
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	30	0	0	0
利润总额	2,129	1,507	2,063	2,594
所得税	595	377	557	700
净利润	1,534	1,130	1,506	1,893
少数股东损益	-16	-11	-15	-19
归属母公司净利润	1,549	1,141	1,521	1,912
EBITDA	2,971	2,527	3,060	3,514
EPS (元)	0.57	0.42	0.56	0.71

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入 (%)	23.0%	9.1%	18.4%	16.3%
营业利润 (%)	3.5%	-30.0%	36.9%	25.7%
归属于母公司净利润 (%)	-8.5%	-26.3%	33.3%	25.7%
获利能力				
毛利率 (%)	42.5%	41.5%	42.6%	43.6%
净利率 (%)	7.9%	5.4%	6.0%	6.5%
ROE (%)	13.2%	9.5%	12.3%	14.9%
ROIC (%)	15.5%	13.5%	15.4%	17.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.0%	34.7%	36.0%	36.4%
净负债比率 (%)	-19.3%	-16.5%	-14.5%	-13.8%
流动比率	2.83	2.37	2.26	2.22
速动比率	1.74	1.39	1.30	1.28
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.15	1.30	1.44
应收账款周转率	9.80	8.69	9.13	9.61
存货周转率	2.70	2.43	2.61	2.81
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.42	0.56	0.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.39	0.52	0.67
每股净资产 (最新摊薄)	4.36	4.44	4.57	4.77
估值比率				
P/E	12.33	16.74	12.56	9.99
P/B	1.62	1.59	1.55	1.48
EV/EBITDA	8.20	6.77	5.66	4.93

资料来源: Wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场