

森马服饰 (002563.SZ)

公司快报

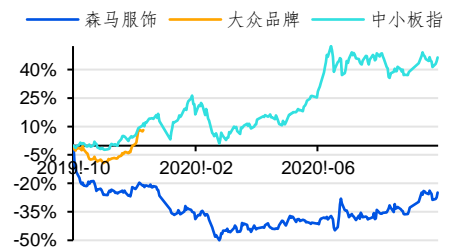
纺织服装 | 大众品牌 III

 投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2020-10-28) 8.97元

交易数据

总市值(百万元)	24,197.41
流通市值(百万元)	16,931.25
总股本(百万股)	2,697.59
流通股本(百万股)	1,887.54
12个月价格区间	6.32/12.82元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.94	10.03	-69.99
绝对收益	17.72	14.27	-24.47

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

分析师

 吴雨舟
 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

- 森马服饰: 国内童装延续较快增速, 原业务利润总额平稳增长 2020-04-27
- 森马服饰: 三季度营收净利增速放缓, 并表 Kidiliz 影响业绩表现 2019-10-30
- 森马服饰: 原业务利润总额增 28%, KIDILIZ 整合影响半年度净利润 2019-08-27
- 森马服饰: 童装持续较快增长, 休闲装毛利率改善明显 2019-04-26
- 森马服饰: 三季度收入增速有所放缓, 费用管控推升净利率维持业绩增速 2018-10-25

Q3 境内业务营收降幅逐步改善, Q4 利润具有良好预期

事件

公司披露三季报, 前三季度实现营收 94.50 亿元/-28.74%, 实现归母净利 2.16 亿元/-83.48%, 扣非归母净利 1.25 亿元/-90.03%, 基本每股收益 0.08 元。其中 Q3 实现营收 37.16 亿元/-26.30%, 归母净利 1.94 亿元/-66.79%。

投资要点

◆ **Q3 境内业务营收降幅有所收窄, Kidiliz 负面影响自 Q4 起解除:** 营收端, 前三季度公司各季度营收分别下降 34%、27%、26%, 其中 Q3 增速受 9 月初法国 Kidiliz 业务出表影响。上半年 Kidiliz 业务贡献营收 8.12 亿元, 若假设 Q3 该子公司贡献营收 4 亿元, 则森马境内业务 Q3 实现营收约 33 亿元/-23%, 降幅较上半年的 27% 逐步好转。

净利端, 前三季度公司扣非净利降幅分别约 108%、108%、69%, Q3 降幅收窄主要为亏损的 Kidiliz 出表。若假设 Q3 该子公司利润总额约-1.5 亿元, 则森马境内业务 Q3 利润总额约 3.4 亿元/-56%, 降幅与上半年的-55%类似。Q4 起亏损的 Kidiliz 不再对森马财报产生负面影响, 公司有望逐步复苏。

◆ **库存去化及 Kidiliz 亏损影响公司利润率, 存货周转基本恢复去年同期水平:** 盈利能力方面, 前三季度公司毛利率同比下降 2.5pct 至 41.9%, 一是高毛利率的 Kidiliz 业务营收占比明显降低, 结构变化使公司毛利率下行, 二是疫情后行业存在去库存压力, 价格竞争较为激烈。若关注境内业务, 上半年国内休闲服务毛利率同比下行 2.2pct 至 35.0%, 主要是公司加大了休闲装库存清理力度, 儿童服饰毛利率预计同比基本平稳, 保持在 42%左右。激烈竞争使期间费用率同比上行 5.4pct 至 33.4%, 叠加 Kidiliz 亏损扩大, 最终公司净利率同比降低 7.6pct 至 2.2%。其中 Q3 线下客流逐步回升, Kidiliz 于 9 月初出表, 季度净利率回升至 5.5%左右。

存货方面, 截止 Q3 公司存货周转天数同比增长 3 天至 181 天, 较截止 Q1 的 227 天和 Q2 的 223 天环比大幅改善, 存货周转天数基本回到了去年同期水平。公司疫情后加大了库存清理力度, 短时间内影响公司业绩表现, 但将使公司长期发展更为稳健。

现金流方面, 前三季度公司经营活动现金流量净额分别约-2.4 亿元、7.7 亿元与 14.7 亿元, 公司疫情后保现金流策略提升公司抗风险能力。

◆ **近期国内企稳偏冷或推动冷冬预期, 公司对 Q4 利润具有良好预期:** 气温预期方面, 由于 9 月下旬、10 月上中下旬(下旬统计至 27 日)国内主要城市平均气温分别较去年同期冷 2.1、2.7、1.0、0.5 摄氏度, 降温时间较早且十一前后降温幅度较大, 或推动市场存在冷冬预期。若冷冬预期落地, 有望在连续两个暖冬后, 推动高单价的冬装销售。展望未来, 森马服饰预计全年净利润同比下降 40%~60%, 若以中位数测算, Q4 公司预计贡献净利润 5.6 亿元/+136%, 预计主要源于去年 Q4 的较低基数,

对Kidiliz 出表负面影响消除，以及对冷冬下消费复苏的良好预期。

- ◆ **投资建议：**森马服饰是国内童装龙头，疫情后公司境内业务营收逐步改善，库存基本恢复去年同期水平，Kidiliz 负面影响自 Q4 起消除，公司对 Q4 具有良好预期。我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.26、0.57 和 0.67 元。净资产收益率分别为 5.7%、12.0%和 13.4%。目前公司 PE（2020E）约 35 倍，PE（2021E）约 16 倍，基于 2021 年估值，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**疫情影响时段或超预期；冷冬预期落地存在不确定性；休闲装转型或存不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,719	19,337	14,725	17,066	19,896
YoY(%)	30.7	23.0	-23.9	15.9	16.6
净利润(百万元)	1,694	1,549	700	1,545	1,820
YoY(%)	48.8	-8.5	-54.8	120.7	17.8
毛利率(%)	39.8	42.5	40.6	39.1	39.3
EPS(摊薄/元)	0.63	0.57	0.26	0.57	0.67
ROE(%)	15.2	13.2	5.7	12.0	13.4
P/E(倍)	14.3	15.6	34.6	15.7	13.3
P/B(倍)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
净利率(%)	10.8	8.0	4.8	9.1	9.1

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11241	11314	10219	13341	12946	营业收入	15719	19337	14725	17066	19896
现金	2,435	2,548	3,523	2,965	4,938	营业成本	9466	11113	8739	10385	12087
应收票据及应收账款	2,173	2,165	1,189	2,603	1,707	营业税金及附加	111	127	97	113	131
预付账款	203	247	78	314	151	营业费用	2570	4055	3239	2987	3581
存货	4,417	4,109	3,174	5,192	3,873	管理费用	522	1029	957	939	1094
其他流动资产	2,013	201	211	221	232	研发费用	364	414	294	341	398
非流动资产	5,327	5,307	5,109	4,913	4,781	财务费用	-76	-123	-24	-32	-40
长期投资	4	0	0	0	0	资产减值损失	867	-619	550	350	300
固定资产	1986	2237	2125	2003	1876	公允价值变动收益	9	11	0	0	0
无形资产	787	723	674	622	566	投资净收益	127	50	52	55	58
其他非流动资产	534	1083	1138	1195	1254	营业利润	2080	2152	924	2039	2402
资产总计	16568	16621	15328	18254	17727	营业外收入	201	6	12	12	12
流动负债	4410	3997	2192	4471	3189	营业外支出	12	30	12	12	12
短期借款	175	267	0	0	0	利润总额	2268	2129	924	2039	2402
应付票据及应付账款	3058	2671	1359	3430	2210	所得税	587	595	231	510	601
其他流动负债	797	657	690	724	761	税后利润	1682	1534	693	1530	1802
非流动负债	965	829	871	914	960	少数股东损益	-12	-16	-7	-15	-18
长期借款	157	0	0	0	0	归属母公司净利润	1694	1549	700	1545	1820
其他非流动负债	808	829	871	914	960	EBITDA	2135	3541	1158	2274	2639
负债合计	5375	4826	3062	5385	4148						
少数股东权益	47	30	23	7	-11	主要财务比率					
股本	2700	2699	2698	2698	2698	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2559	2600	2600	2600	2600	成长能力					
留存收益	5954	6561	6946	7564	8292	营业收入(%)	30.7	23.0	-23.9	15.9	16.6
归属母公司股东权益	11146	11765	12244	12862	13589	营业利润(%)	37.6	3.5	-57.1	120.7	17.8
负债和股东权益	16568	16621	15328	18254	17727	归属于母公司净利润(%)	48.8	-8.5	-54.8	120.7	17.8
						获利能力					
						毛利率(%)	39.8	42.5	40.6	39.1	39.3
						净利率(%)	10.8	8.0	4.8	9.1	9.1
						ROE(%)	15.2	13.2	5.7	12.0	13.4
						ROIC(%)	22.4	21.5	13.1	34.2	31.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.4	29.0	20.0	29.5	23.4
						流动比率	2.5	2.8	4.7	3.0	4.1
						速动比率	1.5	1.8	3.2	1.8	2.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	1.2	1.0	0.9	1.1
						应收账款周转率	8.6	8.9	8.8	9.0	9.2
						应付账款周转率	6.9	8.0	8.7	8.5	8.3
						估值比率					
						P/E	14.3	15.6	34.6	15.7	13.3
						P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
						EV/EBITDA	9.2	5.7	14.1	7.4	5.6

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	955	1677	1471	370	3059
净利润	1682	1534	700	1545	1820
折旧摊销	244	373	258	267	276
财务费用	-76	-123	-24	-32	-40
投资损失	-127	-50	-52	-55	-58
营运资金变动	683	268	597	-1339	1078
其他经营现金流	-1451	-325	-7	-15	-18
投资活动现金流	791	-560	-32	-33	-34
筹资活动现金流	-785	-849	-464	-895	-1052

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.57	0.26	0.57	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.62	0.55	0.14	1.13
每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.36	4.54	4.77	5.04

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn