

森马服饰 (002563.SZ)

高管增持彰显公司长远发展信心，业绩持续复苏

2020年12月16日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

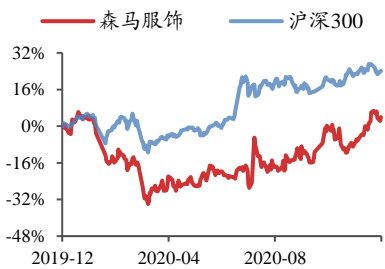
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2020/12/15
当前股价(元)	9.41
一年最高最低(元)	10.31/6.32
总市值(亿元)	253.84
流通市值(亿元)	177.62
总股本(亿股)	26.98
流通股本(亿股)	18.88
近3个月换手率(%)	41.19

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-剥离 Kidiliz 止损，主业边际改善，静待业绩反转》
-2020.11.2

《公司首次覆盖报告-领航童装与休闲双品类，看好业绩向上修复弹性》
-2020.6.18

● 高管增持彰显公司长远发展信心，维持“买入”评级

12月15日，公司联席总经理陈嘉宁女士以竞价交易方式增持公司股份共计34.09万股，成交均价为9.38元。陈嘉宁女士曾任耐克大中华区销售副总裁，具备丰富的国际运动时装管理经验，2019年加入公司后积极促进品牌转型升级。我们认为本次增持系基于其对公司未来发展潜力的合理判断，彰显了对提升产品功能性、科技性，打造爆款大单品等战略顺利推进的信心。结合此前高管连续三年增持（控股股东邱光和2018-2020年均向核心高管徐波、邵飞春分别转让537.1万股、268.6万股），两限制性股票、员工持股计划，公司通过全面的激励方式深度绑定了员工利益，提升了长期发展动力。维持此前盈利预测，我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为7.3/15.0/18.0亿元，对应EPS为0.27/0.56/0.67元，当前股价对应PE为35/17/14倍，维持“买入”评级。

● 成功剥离 Kidiliz 业绩持续向好，存货、现金流改善带动报表质量提升

业绩方面，公司2-5月业绩逐渐恢复，于6月迎来拐点，持续向好。且9月公司成功将Kidiliz子公司股权剥离，其负面影响自Q4起解除，公司有望轻装上阵。营运能力方面，2020年前三季度公司存货规模同比减少39%，较年初下降21%；经营性活动现金流净额由年初的-2.88亿元大幅提升至20亿元。

● 未来展望：成人装持续复苏，童装增强核心竞争力，电商盈利水平再提升

(1) 休闲：货品结构改善，进一步提升功能性、故事性、高科技商品占比，通过少款多量提升性价比；渠道端提升购物中心占比及奥莱渗透率，提升坪效；(2) 童装：巴拉巴拉持续加强品牌建设运营，扩大领先优势；Mini Balabala及马卡乐2020年均有望达到5亿元以上规模；(3) 电商：随着存货改善处理旧货比例下降，新品、电商专供款比例提升，截至2020Q3新品比例达70%，盈利规模及质量有望进一步提升。我们预计公司2020年利润同比下降约40%-60%，2021年收入端有望恢复至2019年同期90%水平，利润恢复至2019年80%-90%水平。

● 风险提示：疫情二次爆发影响销售恢复；存货及资产减值风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,719	19,337	15,171	16,339	18,381
YOY(%)	30.7	23.0	-21.5	7.7	12.5
归母净利润(百万元)	1,693.6	1,549.4	727.9	1,504.1	1,799.5
YOY(%)	48.8	-8.5	-53.0	106.6	19.6
毛利率(%)	39.8	42.5	41.8	43.4	43.8
净利率(%)	10.8	8.0	4.8	9.2	9.8
ROE(%)	15.0	13.0	6.4	12.6	14.1
EPS(摊薄/元)	0.63	0.57	0.27	0.56	0.67
P/E(倍)	15.0	16.4	34.9	16.9	14.1
P/B(倍)	2.3	2.2	2.3	2.1	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11241	11314	10622	12421	12525
现金	2435	2548	4367	3044	4933
应收票据及应收账款	1953	1973	1107	2210	1522
其他应收款	221	192	132	217	175
预付账款	203	247	106	274	153
存货	4417	4109	2666	4430	3496
其他流动资产	2013	2245	2245	2245	2245
非流动资产	5327	5307	4523	4474	4621
长期投资	4	0	-5	-10	-15
固定资产	1986	2237	1560	1518	1573
无形资产	787	723	795	874	919
其他非流动资产	2551	2347	2173	2093	2145
资产总计	16568	16621	15145	16894	17146
流动负债	4410	3997	3023	4242	3657
短期借款	175	267	267	267	267
应付票据及应付账款	3058	2671	1881	2887	2439
其他流动负债	1177	1059	875	1088	951
非流动负债	965	829	822	821	823
长期借款	157	0	-7	-8	-6
其他非流动负债	808	829	829	829	829
负债合计	5375	4826	3845	5064	4480
少数股东权益	47	30	22	10	-7
股本	2700	2699	2699	2699	2699
资本公积	2559	2600	2600	2600	2600
留存收益	5954	6561	6806	7330	7932
归属母公司股东权益	11146	11765	11278	11821	12672
负债和股东权益	16568	16621	15145	16894	17146

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	955	1677	3795	-439	3042
净利润	1682	1534	720	1491	1783
折旧摊销	244	373	345	378	285
财务费用	-76	-123	-86	-94	172
投资损失	-127	-50	-84	-86	-96
营运资金变动	-1477	-875	1536	-1902	1199
其他经营现金流	709	818	1363	-227	-303
投资活动现金流	791	-560	-840	-16	-34
资本支出	497	344	-779	-44	152
长期投资	1999	-250	5	6	5
其他投资现金流	3287	-466	-1613	-54	123
筹资活动现金流	-785	-849	-1135	-868	-1119
短期借款	154	92	0	0	0
长期借款	157	-157	-7	-0	2
普通股增加	10	-1	0	0	0
资本公积增加	59	41	0	0	0
其他筹资现金流	-1166	-825	-1128	-868	-1120
现金净增加额	952	281	1820	-1323	1889

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15719	19337	15171	16339	18381
营业成本	9466	11113	8829	9248	10330
营业税金及附加	111	127	114	124	132
营业费用	2570	4055	3436	3526	3833
管理费用	522	1029	789	507	588
研发费用	364	414	334	572	625
财务费用	-76	-123	-86	-94	172
资产减值损失	867	-619	-500	800	800
其他收益	45	26	0	0	0
公允价值变动收益	9	11	-1363	227	303
投资净收益	127	50	84	86	96
资产处置收益	5	-20	0	0	0
营业利润	2080	2152	976	1969	2299
营业外收入	201	6	20	76	153
营业外支出	12	30	21	21	24
利润总额	2268	2129	975	2024	2428
所得税	587	595	254	533	645
净利润	1682	1534	720	1491	1783
少数股东损益	-12	-16	-7	-13	-16
归母净利润	1694	1549	728	1504	1799
EBITDA	2461	2442	1232	2307	2610
EPS(元)	0.63	0.57	0.27	0.56	0.67

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.7	23.0	-21.5	7.7	12.5
营业利润(%)	37.6	3.5	-54.7	101.8	16.8
归属于母公司净利润(%)	48.8	-8.5	-53.0	106.6	19.6
获利能力					
毛利率(%)	39.8	42.5	41.8	43.4	43.8
净利率(%)	10.8	8.0	4.8	9.2	9.8
ROE(%)	15.0	13.0	6.4	12.6	14.1
ROIC(%)	14.2	12.3	5.7	11.7	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	29.0	25.4	30.0	26.1
净负债比率(%)	-18.3	-18.9	-35.9	-23.1	-36.5
流动比率	2.5	2.8	3.5	2.9	3.4
速动比率	1.0	1.7	2.5	1.8	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	9.3	9.9	9.9	9.9	9.9
应付账款周转率	3.5	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.57	0.27	0.56	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.62	1.41	-0.16	1.13
每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.36	4.18	4.38	4.70
估值比率					
P/E	15.0	16.4	34.9	16.9	14.1
P/B	2.3	2.2	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	9.5	8.7	15.7	8.9	7.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn