

公司研究

20Q4 业绩现好转，期待 21 年主业销售和盈利能力修复

——森马服饰 (002563.SZ) 2020 年业绩快报点评

要点

事件：公司发布业绩快报，2020年实现营业收入151.67亿元、同比下降21.56%；营业利润11.52亿元、同比下降46.47%；归母净利润8.02亿元、同比下降48.21%符合预期，EPS0.30元。另外，公司公告20年新计提存货跌价准备4.55亿元等、合计计提资产减值准备5.56亿元，结合存货转销等因素合计增加20年归母净利润323.24万元、对合并报表影响较小。

分季度来看，20Q1~Q4公司营业收入分别同比-33.51%、-26.95%、-26.30%、-5.90%，单四季度收入降幅已经明显收窄，另外考虑到公司法国子公司Kidiliz自20年9月开始出表、估计原有业务方面Q4收入同比已经转正、个位数增长；归母净利润分别同比-94.96%、-98.90%、-66.79%、+142.30%，其中Q4增速转正、一方面为处于亏损的法国子公司出表、对公司业绩拖累减轻，另一方面估计原有业务盈利能力亦有修复。

原有业务拆分来看：1) 分品类，预计20年童装表现相对好于休闲装；20年前三季度童装和休闲装收入分别同比下降双位数、下降30%以上。

2) 分渠道，线上渠道20年全年收入估计增长中双位数、达成年度目标，结合前三季度增长中个位数，20Q4电商旺季中公司线上业务有所发力、增速提升；线下渠道收入仍承压、同比为下滑，20年6月末原有业务总门店8834家、较20年初减少7.56%，预计下半年门店净关店势头有所缓和。

点评：1) 20年疫情背景下公司原有业务收入和利润端均受影响，21年随着国内疫情影响消化、需求复苏，公司作为本土童装和休闲装龙头业绩有望修复，且将受益于疫情下行业被动洗牌后的集中度提升；童装龙头优势不改、继续强化竞争力，休闲装引入Nike前高管迎来大幅变革、期待焕发新生。另外由于公司经销占比较高，20年公司批发业务表现弱于经销商零售端，后续经销商积极性恢复、补库存可增厚公司销售。2) 前期拖累总体业绩的法国Kidiliz公司自20年9月开始出表，合并报表层面减少公司收入、但增加利润，21年开始公司收入增速（同比口径）和盈利能力将回归正常水平。

盈利预测、估值与评级：我们维持 21~22 年 EPS 为 0.60、0.69 元，21 年 PE15 倍，长期看好公司童装龙头优势，短期期待原有业务销售和盈利能力修复，维持‘买入’评级。

风险提示：国内疫情影响超预期致终端消费疲软；电商销售不及预期；线下渠道拓展不力或费用等投入超出预期；渠道库存恶化。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	15,719	19,337	15,167	16,227	18,396
营业收入增长率	30.71%	23.01%	-21.56%	6.98%	13.37%
净利润 (百万元)	1,694	1,549	802	1,627	1,866
净利润增长率	48.83%	-8.52%	-48.23%	102.82%	14.70%
EPS (元)	0.63	0.57	0.30	0.60	0.69
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.20%	13.17%	7.07%	12.93%	13.69%
P/E	15	16	31	15	13
P/B	2.2	2.1	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-26

买入 (维持)

当前价：9.23 元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

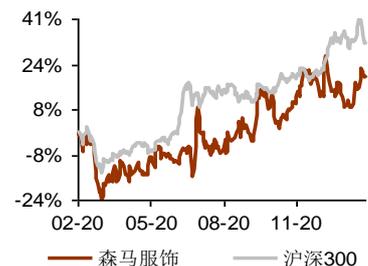
021-52523672

sunwww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.98
总市值(亿元)	248.99
一年最低/最高(元)	5.95/10.15
近 3 月换手率	28.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.54	-6.61	-11.27
绝对	6.34	1.87	19.76

资料来源：Wind

相关研报

疫情影响下短期业绩承压，Kidiliz 出表将改善总体盈利能力——森马服饰 (002563.SZ) 2020 年中报点评 (2020-08-26)

国外疫情加大整合压力，拟出售 Kidiliz 予集团、减轻业绩拖累——森马服饰 (002563.SZ) 拟出售 Kidiliz 点评 (2020-07-21)

国内外业务均受疫情影响，龙头地位不改、关注零售恢复进展——森马服饰 (002563.SZ) 2019 年年报及 2020 年一季报点评 (2020-04-30)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,719	19,337	15,167	16,227	18,396
营业成本	9,466	11,113	9,351	10,176	11,468
折旧和摊销	180	263	304	316	329
税金及附加	111	127	106	114	129
销售费用	2,570	4,055	3,140	2,612	2,943
管理费用	522	1,029	834	730	828
研发费用	364	414	311	325	368
财务费用	-76	-123	-95	-117	-135
投资收益	127	50	50	50	50
营业利润	2,080	2,152	1,130	2,177	2,497
利润总额	2,268	2,129	1,070	2,169	2,488
所得税	587	595	267	542	622
净利润	1,682	1,534	802	1,627	1,866
少数股东损益	-12	-16	0	0	0
归属母公司净利润	1,694	1,549	802	1,627	1,866
EPS(按最新股本计)	0.63	0.57	0.30	0.60	0.69

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	955	1,677	1,595	2,247	2,100
净利润	1,694	1,549	802	1,627	1,866
折旧摊销	180	263	304	316	329
净营运资金增加	302	-1,039	-1,259	-312	235
其他	-1,222	903	1,748	616	-330
投资活动产生现金流	791	-560	-250	-250	-250
净资本支出	-471	-342	-250	-250	-250
长期投资变化	4	0	0	0	0
其他资产变化	1,258	-218	0	0	0
融资活动现金流	-785	-849	-1,387	-284	-678
股本变化	10	-1	-1	0	0
债务净变化	293	-67	-267	0	0
无息负债变化	1,557	-482	-534	51	388
净现金流	952	281	-42	1,713	1,172

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	39.8%	42.5%	38.4%	37.3%	37.7%
EBITDA 率	13.4%	18.7%	14.5%	18.2%	18.4%
EBIT 率	11.9%	16.8%	12.5%	16.3%	16.6%
税前净利润率	14.4%	11.0%	7.1%	13.4%	13.5%
归母净利润率	10.8%	8.0%	5.3%	10.0%	10.1%
ROA	10.1%	9.2%	5.2%	9.8%	10.3%
ROE (摊薄)	15.2%	13.2%	7.1%	12.9%	13.7%
经营性 ROIC	13.9%	26.2%	18.6%	27.0%	30.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	32%	29%	26%	24%	25%
流动比率	2.55	2.83	3.16	3.51	3.54
速动比率	1.55	1.80	2.25	2.67	2.74
归母权益/有息债务	33.40	44.08	-	-	-
有形资产/有息债务	45.36	57.12	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	16,568	16,621	15,407	16,684	18,125
货币资金	2,435	2,548	2,506	4,219	5,391
交易性金融资产	0	2,044	2,044	2,044	2,044
应收帐款	1,953	1,973	2,116	1,821	1,892
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	221	192	115	162	184
存货	4,417	4,109	2,907	2,716	2,891
其他流动资产	2,013	201	201	201	201
流动资产合计	11,241	11,314	10,104	11,397	12,867
其他权益工具	0	221	221	221	221
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产	1,986	2,237	2,179	2,112	2,033
在建工程	254	21	30	38	43
无形资产	787	723	699	676	656
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	120	231	231	231	231
非流动资产合计	5,327	5,307	5,303	5,287	5,258
总负债	5,375	4,826	4,025	4,076	4,464
短期借款	175	267	0	0	0
应付账款	2,626	2,209	1,870	1,832	2,064
应付票据	432	462	374	407	459
预收账款	166	186	152	162	184
其他流动负债	1,012	873	800	846	928
流动负债合计	4,410	3,997	3,196	3,247	3,635
长期借款	157	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	808	829	829	829	829
非流动负债合计	965	829	829	829	829
股东权益	11,193	11,794	11,382	12,608	13,661
股本	2,700	2,699	2,698	2,698	2,698
公积金	3,745	3,932	3,950	3,950	3,950
未分配利润	4,769	5,229	4,800	6,026	7,078
归属母公司权益	11,146	11,765	11,353	12,579	13,631
少数股东权益	47	30	30	30	30

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	16.35%	20.97%	20.70%	16.10%	16.00%
管理费用率	3.32%	5.32%	5.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	-0.48%	-0.63%	-0.62%	-0.72%	-0.73%
研发费用率	2.32%	2.14%	2.05%	2.00%	2.00%
所得税率	26%	28%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.35	0.45	0.15	0.30	0.35
每股经营现金流	0.35	0.62	0.59	0.83	0.78
每股净资产	4.13	4.36	4.21	4.66	5.05
每股销售收入	5.82	7.17	5.62	6.02	6.82

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	15	16	31	15	13
PB	2.2	2.1	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.6	6.4	9.8	6.8	5.7
股息率	3.8%	4.9%	1.6%	3.3%	3.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------