

# 森马服饰 (002563.SZ)

## Q4 主业恢复增长，存货质量改善

**2020 年公司收入/业绩符合预期。**据公司业绩快报，2020 全年公司收入/业绩分别同减 21.6%/48.2%至 151.67/8.02 亿元。公司 8 月底剥离海外 KIDILIZ 亏损业务释放经营风险，1) 剔除不可比 KIDILIZ 部分，我们估计森马原有业务 2020 年收入/业绩分别仅下滑中双位数/30%左右至约 140/13 亿元；2) 我们估计 KIDILIZ 业务全年并表收入/业绩分别约 12/-5 亿元。

**主业加速恢复，2020Q4 业绩增长预计超 50%。**1) 单 Q4 公司整体收入/业绩分别-5.9%/+142.3%至 57.17/5.87 亿元，我们估计剔除 KIDILIZ 业务后森马原有业务单 Q4 收入/业绩分别同增约高个位数/50%，盈利端表现恢复明显。2) 2021 年以来，我们预计公司 1 月终端流水同比下滑 20%左右，主要原因在于 2020 年 1 月受疫情影响较小，且春节消费阶段与 2021 年错位。分品牌看，童装表现好于休闲装、电商表现更佳，我们判断 2-3 月公司流水有望快速增长。

**存货质量改善，运营轻装上阵。**公司基于谨慎运营对资产减值重新测试，我们预计综合将增加 2020 年公司业绩约 323.2 万元。2020 年期间公司剥离 KIDILIZ 业务减少存货+年内终端去化明显，库存健康度提升，其存货跌价准备因销售转销/新计提分别 5.60/4.55 亿元至期末余额 5.70 亿元，我们认为公司加强终端零售管理过程中，存货健康度持续提升，为 2021 年的健康成长奠定基础。

**2021 年，全年业务有望平稳增长。**我们判断 2021 年公司将迎来全面恢复的一年，预计收入/业绩表现有望恢复至接近 2019 年水平（可比口径下）。1) 分业务来看，我们预计全年童装/休闲装流水同比均有望双位数增长。2) 量价拆分来看，拓店恢复同时店铺质量持续提升：公司渠道优化颇有成效，关闭低效小店、新开优质大店有望拉升店效水平，品牌力及管理效率提升将贡献坪效增长。

**投资建议。**森马童装业务巴拉巴拉品牌仍享龙头优势，电商业务持续拉动业绩；休闲服饰业务改革正当时，品牌全方位更新带动终端。疫情短期影响下公司调整自身业务发展，提升健康程度，我们预计公司 2021-2022 年归母净利润为 15.48/17.71 亿元，现价 9.23 元，对应 21 年 PE 为 16 倍，维持评级为“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期；森马品牌业务改革不及预期；渠道扩张不及预期；海外业务拓展不及预期。

| 财务指标          | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 15,719 | 19,337 | 14,934 | 17,361 | 19,585 |
| 增长率 yoy (%)   | 30.7   | 23.0   | -22.8  | 16.3   | 12.8   |
| 归母净利润（百万元）    | 1,694  | 1,549  | 803    | 1,548  | 1,771  |
| 增长率 yoy (%)   | 48.8   | -8.5   | -48.2  | 92.7   | 14.4   |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.63   | 0.57   | 0.30   | 0.57   | 0.66   |
| 净资产收益率 (%)    | 15.0   | 13.0   | 7.0    | 12.8   | 13.8   |
| P/E (倍)       | 14.7   | 16.1   | 31.0   | 16.1   | 14.1   |
| P/B (倍)       | 2.23   | 2.12   | 2.19   | 2.09   | 1.95   |

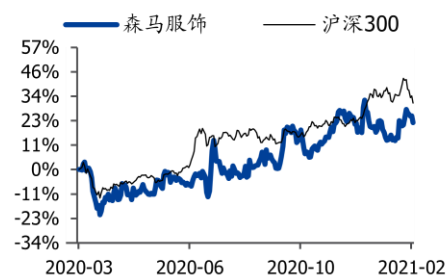
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

|                |           |
|----------------|-----------|
| 行业             | 服装家纺      |
| 前次评级           |           |
| 最新收盘价          | 9.23      |
| 总市值(百万元)       | 24,898.78 |
| 总股本(百万股)       | 2,697.59  |
| 其中自由流通股(%)     | 69.97     |
| 30 日日均成交量(百万股) | 6.80      |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《森马服饰（002563.SZ）G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 2、《森马服饰（002563.SZ）：旗帜重振，乘风破浪》2020-12-09
- 3、《森马服饰（002563.SZ）：境内业务承压，剥离 Kidiliz，运营改善》2020-10-27



**财务报表和主要财务比率**

| 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 |
| <b>流动资产</b>    | 11241 | 11314 | 10556 | 12486 | 12544 | <b>营业收入</b>     | 15719 | 19337 | 14934 | 17361 | 19585 |
| 现金             | 2435  | 2548  | 4092  | 3453  | 4735  | 营业成本            | 9466  | 11113 | 9228  | 10436 | 11808 |
| 应收票据及应收账款      | 1953  | 1973  | 1708  | 2326  | 2040  | 营业税金及附加         | 111   | 127   | 108   | 121   | 136   |
| 其他应收款          | 221   | 192   | 57    | 227   | 91    | 营业费用            | 2570  | 4055  | 3181  | 3212  | 3623  |
| 预付账款           | 203   | 247   | 92    | 300   | 140   | 管理费用            | 522   | 1029  | 791   | 799   | 881   |
| 存货             | 4417  | 4109  | 2990  | 4887  | 3860  | 研发费用            | 364   | 414   | 373   | 451   | 505   |
| 其他流动资产         | 2013  | 2245  | 1618  | 1293  | 1679  | 财务费用            | -76   | -123  | -131  | -137  | -160  |
| <b>非流动资产</b>   | 5327  | 5307  | 4897  | 4990  | 5095  | 资产减值损失          | 867   | -619  | 299   | 556   | 588   |
| 长期投资           | 4     | 0     | -80   | -68   | -53   | 其他收益            | 45    | 26    | 36    | 31    | 33    |
| 固定资产           | 1986  | 2237  | 1531  | 1631  | 1701  | 公允价值变动收益        | 9     | 11    | 5     | 6     | 8     |
| 无形资产           | 787   | 723   | 795   | 874   | 919   | 投资净收益           | 127   | 50    | -30   | 100   | 105   |
| 其他非流动资产        | 2551  | 2347  | 2651  | 2554  | 2529  | 资产处置收益          | 5     | -20   | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 16568 | 16621 | 15453 | 17476 | 17640 | <b>营业利润</b>     | 2080  | 2152  | 1095  | 2061  | 2350  |
| <b>流动负债</b>    | 4410  | 3997  | 3256  | 4705  | 4061  | 营业外收入           | 201   | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款           | 175   | 267   | 267   | 267   | 267   | 营业外支出           | 12    | 30    | 35    | 15    | 10    |
| 应付票据及应付账款      | 3058  | 2671  | 2087  | 3294  | 2794  | <b>利润总额</b>     | 2268  | 2129  | 1060  | 2046  | 2340  |
| 其他流动负债         | 1177  | 1059  | 903   | 1144  | 1000  | 所得税             | 587   | 595   | 265   | 512   | 585   |
| <b>非流动负债</b>   | 965   | 829   | 822   | 823   | 824   | <b>净利润</b>      | 1682  | 1534  | 795   | 1535  | 1755  |
| 长期借款           | 157   | 0     | -8    | -6    | -5    | 少数股东损益          | -12   | -16   | -8    | -13   | -16   |
| 其他非流动负债        | 808   | 829   | 829   | 829   | 829   | <b>归属母公司净利润</b> | 1694  | 1549  | 803   | 1548  | 1771  |
| <b>负债合计</b>    | 5375  | 4826  | 4078  | 5528  | 4885  | EBITDA          | 2461  | 2442  | 1321  | 2333  | 2531  |
| 少数股东权益         | 47    | 30    | 21    | 8     | -7    | EPS (元)         | 0.63  | 0.57  | 0.30  | 0.57  | 0.66  |
| 股本             | 2700  | 2699  | 2699  | 2699  | 2699  | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 资本公积           | 2559  | 2600  | 2600  | 2600  | 2600  | 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 留存收益           | 5954  | 6561  | 6831  | 7371  | 7963  | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 11146 | 11765 | 11354 | 11940 | 12762 | 营业收入(%)         | 30.7  | 23.0  | -22.8 | 16.3  | 12.8  |
| <b>负债和股东权益</b> | 16568 | 16621 | 15453 | 17476 | 17640 | 营业利润(%)         | 37.6  | 3.5   | -49.1 | 88.2  | 14.0  |
|                |       |       |       |       |       | 归属于母公司净利润(%)    | 48.8  | -8.5  | -48.2 | 92.7  | 14.4  |
|                |       |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 39.8  | 42.5  | 38.2  | 39.9  | 39.7  |
|                |       |       |       |       |       | 净利率(%)          | 10.8  | 8.0   | 5.4   | 8.9   | 9.0   |
|                |       |       |       |       |       | ROE(%)          | 15.0  | 13.0  | 7.0   | 12.8  | 13.8  |
|                |       |       |       |       |       | ROIC(%)         | 14.2  | 12.3  | 6.3   | 11.9  | 12.8  |
|                |       |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 32.4  | 29.0  | 26.4  | 31.6  | 27.7  |
|                |       |       |       |       |       | 净负债比率(%)        | -18.3 | -18.9 | -33.2 | -26.3 | -34.6 |
|                |       |       |       |       |       | 流动比率            | 2.5   | 2.8   | 3.2   | 2.7   | 3.1   |
|                |       |       |       |       |       | 速动比率            | 1.0   | 1.7   | 2.0   | 1.4   | 1.9   |
|                |       |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 总资产周转率          | 1.0   | 1.2   | 0.9   | 1.1   | 1.1   |
|                |       |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 9.3   | 9.9   | 8.1   | 8.6   | 9.0   |
|                |       |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 3.5   | 3.9   | 3.9   | 3.9   | 3.9   |
|                |       |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.63  | 0.57  | 0.30  | 0.57  | 0.66  |
|                |       |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.35  | 0.62  | 0.39  | 0.25  | 0.93  |
|                |       |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.13  | 4.36  | 4.21  | 4.43  | 4.73  |
|                |       |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | P/E             | 14.7  | 16.1  | 31.0  | 16.1  | 14.1  |
|                |       |       |       |       |       | P/B             | 2.2   | 2.1   | 2.2   | 2.1   | 2.0   |
|                |       |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 9.3   | 8.5   | 15.6  | 9.1   | 7.8   |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

|                                                                                                       |                                                                                                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>北京</b><br>地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层<br>邮编：100032<br>传真：010-57671718<br>邮箱：gsresearch@gszq.com      | <b>上海</b><br>地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层<br>邮编：200120<br>电话：021-38934111<br>邮箱：gsresearch@gszq.com |
| <b>南昌</b><br>地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦<br>邮编：330038<br>传真：0791-86281485<br>邮箱：gsresearch@gszq.com | <b>深圳</b><br>地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼<br>邮编：518033<br>邮箱：gsresearch@gszq.com                         |