

森马服饰 (002653.SZ)

报告日期: 2021年02月27日

# Q4 业绩现拐点, 库存管控有效, 释放积极信号

## ——森马服饰点评报告

✍ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎ 联系人: 林骥川、詹陆雨  
✉ : mail@stocke.com.cn

### 报告导读

四季度主业收入/利润同比增长 9%/50%+, 库存管控得力, 释放积极信号。

### 投资要点

#### □ 全年业绩快报公布, 降幅逐季有效缩窄

森马公布 20 年业绩快报, 2020 年收入同比下滑 21.6%至 151.7 亿, 归母净利润同比下滑 48.2%至 8.02 亿元, 考虑 2020 年 9 月公司已经正式剥离亏损的法国 Kidiliz 的业务收入 (20 年并表收入 12 亿、亏损 5 亿), 若只看森马原有休闲装及童装业务, 全年收入下滑 15%至 138.9 亿元, 归母净利下滑 30%至 13.0 亿元, 降幅实现了逐季有效缩窄。

#### □ 四季度原有主业收入增速转正, 利润高增, 库存管控有效

单四季度来看, 由于 2019 年 Q4 Kidiliz 仍有收入和经营亏损并表, 因此表观看四季度收入同降 6%至 57.2 亿元, 归母净利同增 142%至 5.9 亿元, 但若剔除 Kidiliz 业务影响, 原有休闲装与童装 Q4 单季度收入同比增长 9%至 57.2 亿元, 归母净利达到 5.9 亿元, 同比增长 50%以上, 单季度利润的高增一方面来自收入增长, 另一方面来自公司在 20 年通过促销+控制订单方式实现了存货规模的有效下降, 由此 2020 全年存货跌价准备绝对值下降至 4.55 亿元 (2019 年为 6.19 亿元)。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为短期看, 公司业绩的回升趋势明显, 终端流水趋势以及 Q4 的业绩高增速说明公司已经逐步走出疫情带来的影响, 分品类看, 巴拉巴拉依旧处于行业龙头地位, 根据欧睿咨询 2020 年其在童装市场的市占率进一步提升至 7.5%, 龙头优势得到进一步巩固, 2021 年有望持续保持较高的增速, 成人装管理团队积极推进货品改革, 业绩恢复值得期待。预计公司 20~22 年净利润 8.0/16.5/20.1 亿, 对应估值 31/15/12X, 作为行业龙头在当下估值依旧有望受益行业整体的估值修复, 维持“买入”评级。

#### □ 风险提示: 疫情恶化超出预期, 消费者需求变化

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	19,337	15,165	16,268	18,528
(+/-)	23.01%	-21.57%	7.27%	13.89%
净利润	1,549	804	1,651	2,006
(+/-)	-8.52%	-48.13%	105.43%	21.51%
每股收益 (元)	0.57	0.30	0.61	0.74
P/E	16.1	31.0	15.1	12.4

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥9.23

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2019 0.09  
1Q/2020 0.01  
2Q/2020 0.00  
3Q/2020 0.07



### 公司简介

森马服饰是以虚拟经营为特色, 以系列成人休闲服饰和儿童服饰为主导产品的品牌服饰企业。

### 相关报告

1、《森马服饰: 基本面逐步恢复, Q4 轻装上阵有望良好增长》2020-10-27

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

**表：森马季度表现拆分（单位：亿元）**

	2019 全年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 全年
<b>营业收入</b>	<b>193.37</b>	<b>27.38</b>	<b>29.96</b>	<b>37.16</b>	<b>57.17</b>	<b>151.67</b>
YOY	23.01%	-33.51%	-26.95%	-26.28%	-5.90%	-21.56%
<b>其中：森马原有业务</b>	<b>163.68</b>	<b>22.06</b>	<b>26.50</b>	<b>33.16</b>	<b>57.17</b>	<b>138.89</b>
YOY	9.67%	-33.51%	-21.99%	-24.64%	8.84%	-15.14%
<b>Kidiliz 并表</b>	<b>29.69</b>	<b>5.32</b>	<b>2.81</b>	<b>4.00</b>	<b>已剥离</b>	<b>12.13</b>
<b>营业利润</b>	<b>21.52</b>	<b>0.77</b>	<b>0.59</b>	<b>1.98</b>	<b>8.17</b>	<b>11.52</b>
YOY	3.47%	-82.67%	-89.26%	-73.04%	95.22%	-46.47%
<b>利润总额</b>	<b>21.29</b>	<b>0.73</b>	<b>0.58</b>	<b>1.91</b>	<b>7.49</b>	<b>10.71</b>
YOY	-6.13%	-83.70%	-89.28%	-73.71%	81.78%	-49.71%
<b>其中：森马原有业务</b>	<b>24.36</b>	<b>1.73</b>	<b>3.20</b>	<b>3.41</b>	<b>7.49</b>	<b>15.83</b>
YOY	0.83%	-63.80%	-48.97%	-56.61%	37.31%	-35.03%
<b>Kidiliz 并表</b>	<b>-3.07</b>	<b>-1.00</b>	<b>-2.62</b>	<b>-1.50</b>	<b>已剥离</b>	<b>-5.12</b>
<b>归母净利</b>	<b>15.49</b>	<b>0.17</b>	<b>0.04</b>	<b>1.94</b>	<b>5.87</b>	<b>8.02</b>
YOY	-8.52%	-94.96%	-98.90%	-66.79%	142.29%	-48.21%
<b>其中：森马原有业务</b>	<b>18.56</b>	<b>1.17</b>	<b>2.52</b>	<b>3.44</b>	<b>5.87</b>	<b>13.00</b>
YOY	2.44%	-68.83%	-45.03%	-46.63%	56.22%	-29.94%
<b>Kidiliz 并表</b>	<b>-3.07</b>	<b>-1.00</b>	<b>-2.48</b>	<b>-1.50</b>	<b>已剥离</b>	<b>-4.98</b>

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：简单假设 Kidiliz 税前利润和归母净利相同

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>11,314</b>	<b>10,017</b>	<b>11,620</b>	<b>12,791</b>	<b>营业收入</b>	<b>19,337</b>	<b>15,165</b>	<b>16,268</b>	<b>18,528</b>
现金	2,548	2,641	3,629	4,125	营业成本	11,113	9,407	9,972	11,255
交易性金融资产	2,044	2,000	2,000	2,000	营业税金及附加	127	106	114	130
应收账款	1,973	1,797	1,953	2,324	销售费用	4,055	3,172	2,659	2,993
其它应收款	222	222	222	222	管理费用	1,029	777	686	772
预付账款	247	129	203	206	研发费用	414	318	342	389
存货	4,109	3,028	3,414	3,714	财务费用	(123)	(116)	(141)	(153)
其他	171	200	200	200	资产减值损失	(619)	(455)	(500)	(533)
<b>非流动资产</b>	<b>5,307</b>	<b>5,357</b>	<b>5,302</b>	<b>5,284</b>	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	50	50	50	50
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	26	30	40	40
固定资产	2,237	2,250	2,206	2,164	<b>营业利润</b>	<b>2,152</b>	<b>1,126</b>	<b>2,225</b>	<b>2,699</b>
无形资产	723	678	632	598	营业外收支	(23)	(24)	(24)	(24)
在建工程	723	678	632	598	<b>利润总额</b>	<b>2,129</b>	<b>1,102</b>	<b>2,201</b>	<b>2,675</b>
其他	1,623	1,752	1,832	1,924	所得税	595	309	550	669
<b>资产总计</b>	<b>16,621</b>	<b>15,374</b>	<b>16,922</b>	<b>18,075</b>	<b>净利润</b>	<b>1,534</b>	<b>794</b>	<b>1,651</b>	<b>2,006</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,997</b>	<b>3,090</b>	<b>3,489</b>	<b>3,725</b>	少数股东损益	(16)	(10)	0	0
短期借款	267	267	267	267	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,549</b>	<b>804</b>	<b>1,651</b>	<b>2,006</b>
应付款项	2,209	1,855	2,145	2,089	EBITDA	3,512	1,908	3,048	3,610
预收账款	186	117	193	178	EPS (最新摊薄)	0.57	0.30	0.61	0.74
其他	1,335	850	884	1,191	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>829</b>	<b>788</b>	<b>834</b>	<b>886</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	829	788	834	886	营业收入	23.0%	-21.6%	7.3%	13.9%
<b>负债合计</b>	<b>4,826</b>	<b>3,878</b>	<b>4,323</b>	<b>4,611</b>	营业利润	3.5%	-47.7%	97.6%	21.3%
少数股东权益	30	30	30	30	归属母公司净利润	-8.5%	-48.1%	105.4%	21.5%
归属母公司股东权益	11,765	11,496	12,599	13,464	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,621</b>	<b>15,374</b>	<b>16,922</b>	<b>18,075</b>	毛利率	42.5%	38.0%	38.7%	39.3%
					净利率	8.0%	5.3%	10.1%	10.8%
					ROE	13.5%	6.9%	13.7%	15.4%
					ROIC	18.8%	11.1%	17.2%	19.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	29.0%	25.2%	25.5%	25.5%
					净负债比率	40.9%	33.7%	34.3%	34.2%
					流动比率	2.8	3.2	3.3	3.4
					速动比率	1.7	2.2	2.3	2.4
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.2	0.9	1.0	1.1
					应收帐款周转率	9.2	7.5	8.0	8.0
					应付帐款周转率	3.9	3.8	4.1	4.4
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.57	0.30	0.61	0.74
					每股经营现金	0.62	0.77	0.69	0.65
					每股净资产	4.36	4.26	4.67	4.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.1	31.0	15.1	12.4
					P/B	2.1	2.2	2.0	1.8
					EV/EBITDA	7.2	13.2	8.3	7.0

  

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,677</b>	<b>2,090</b>	<b>1,851</b>	<b>1,755</b>
净利润	1,534	794	1,651	2,006
折旧摊销	263	99	98	102
财务费用	12	(116)	(141)	(153)
投资损失	(50)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(875)	812	(180)	(638)
其它	794	552	473	487
<b>投资活动现金流</b>	<b>(560)</b>	<b>(794)</b>	<b>(301)</b>	<b>(103)</b>
资本支出	344	99	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他	216	695	201	3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(849)</b>	<b>(1,202)</b>	<b>(563)</b>	<b>(1,156)</b>
借款增加	267	267	267	267
股息支付	0	0	0	0
其他	583	935	296	889
<b>现金净增加额</b>	<b>281</b>	<b>94</b>	<b>987</b>	<b>496</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>