

2021年04月13日

存货大幅改善，下半年童装增速转正

森马服饰(002563)

评级:	买入	股票代码:	002563
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	10.85/6.42
目标价格:	13.6	总市值(亿)	276.50
最新收盘价:	10.25	自由流通市值(亿)	193.47
		自由流通股数(百万)	1,887.54

事件概述

2020年公司收入/归母净利/扣非归母净利为152.05/8.06/7.57亿元，同比下降21.37%/48%/49%，符合预期。净利下降主要由于K品牌亏损5.16亿，剔除后主业净利率下降0.9PCT至8.7%；扣非归母净利低于归母净利主要来自政府补助0.64亿元、向加盟商收取的资金占用费0.41亿元以及投资收益0.46亿元；经营现金流净额为44.57亿、高于净利主要由于计提资产减值准备6.17亿元、存货减少5.82亿元、应收项目减少5.32亿元、以及应付项目增加15.09亿元。2020Q4收入/归母净利/扣非归母净利分别同比增长-5.28%/143.61%/169.53%、增速环比20Q3提升21/210/239PCT。2020年公司每股派发0.25元现金红利，分红率为84%。

分析判断:

我们分析，1)分品牌看，主品牌下半年收入降幅大幅缩窄，巴拉巴拉收入增速转正：主品牌/巴拉巴拉/Kidiliz实现收入49.56/89.42/11.9亿元，同比下降24%/7%/61%，2020年下半年收入增速分别为-13%/2%/78%、环比上半年提升25/23/-38PCT。分拆来看，主品牌/巴拉巴拉减少门店675/156家、同比减少18%/3%，单店面积分别同比增长-3.24%/0.51%。2)分渠道看，剔除Kidiliz后直营/加盟/线上收入同比增速分别为-24%/-31%/10%、同比放缓31/33/17PCT；进一步分拆看，直营渠道店数/店效分别同比变动-24.92%/1.53%，加盟渠道店数/单店出货分别同比下降11.05%/22.62%。不含K品牌，公司直营平效为0.95万元。

2020年公司毛利率为40.34%、同比下降2.19PCT，其中休闲/童装毛利率分别为35.88%/42.44%、同比变动0.28/-3.62PCT，分渠道看，线上/直营/加盟毛利率分别为31.65%/58.13%/39.65%、同比变动-1.90/-0.17/-1.49PCT。2020Q4毛利率为37.81%，同比下降0.70PCT，环比下降1.95PCT。2020年销售/管理费用率分别为22.03%/5.42%/1.92%、同比提高1.06/0.10/-0.22PCT。此外，资产减值损失计提5.25亿元，18-20年均计提高峰。

存货大幅改善。2020年末存货为25.01亿元、环比下降23%、同比下降39%，处于近两年以来的低位水平；存货/收入为16.45%，存货周转天数为131.16天、同比下降6.95天，存货跌价准备/存货为21.24%，计提相对充分。应收账款为13.92亿元、同比下降29.46%，应收账款/收入为9.15%、同比降低1.05PCT。

投资建议

展望未来：(1)我们估计，21Q1线上增速在20%以上，但线下相较19年还未完全恢复，其中巴拉估计持平、森马下降20%以上；(2)疫情后，公司折扣率改善情况下，整体盈利能力有望提高；(3)下半年有望看到整体终端零售较19年增长，20Q4巴拉已恢复净开店100家。维持21/22年EPS为0.58/0.68元，新增23年EPS为0.82元，当前股价对应21/22PE为18/15X，考虑到疫情后复苏，将目标价上调18%至13.6元(对应22年PE20X)，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性；线上增速低于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	17,074	19,330	21,679
YoY (%)	23.0%	-21.4%	12.3%	13.2%	12.1%
归母净利润(百万元)	1,549	806	1,553	1,834	2,206
YoY (%)	-8.5%	-48.0%	92.8%	18.1%	20.3%
毛利率 (%)	42.5%	40.3%	43.1%	43.4%	43.7%
每股收益 (元)	0.57	0.30	0.58	0.68	0.82
ROE	13.2%	7.0%	12.4%	13.3%	14.3%
市盈率	17.67	33.98	17.63	14.93	12.41

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	15,205	17,074	19,330	21,679	净利润	794	1,541	1,820	2,189
YoY (%)	-21.4%	12.3%	13.2%	12.1%	折旧和摊销	349	240	237	253
营业成本	9,071	9,712	10,951	12,216	营运资金变动	2,613	-1,091	-319	-349
营业税金及附加	136	102	116	130	经营活动现金流	4,457	948	1,886	2,167
销售费用	3,349	3,975	4,554	5,073	资本开支	-128	-409	-279	-341
管理费用	824	854	1,005	1,110	投资	-518	-155	-1,105	-1,289
财务费用	-77	-76	-77	-78	投资活动现金流	-647	-444	-1,249	-1,477
资产减值损失	-525	-378	-282	-226	股权募资	2	0	0	0
投资收益	68	120	135	152	债务募资	24	0	0	0
营业利润	1,105	2,078	2,460	2,958	筹资活动现金流	-1,304	-482	-560	-635
营业外收支	-17	0	-1	-1	现金净流量	2,500	21	77	54
利润总额	1,088	2,079	2,459	2,958	主要财务指标				
所得税	294	538	639	769	成长能力				
净利润	794	1,541	1,820	2,189	营业收入增长率	-21.4%	12.3%	13.2%	12.1%
归属于母公司净利润	806	1,553	1,834	2,206	净利润增长率	-48.0%	92.8%	18.1%	20.3%
YoY (%)	-48.0%	92.8%	18.1%	20.3%	盈利能力				
每股收益	0.30	0.58	0.68	0.82	毛利率	40.3%	43.1%	43.4%	43.7%
资产负债表 (百万元)					净利率率	5.2%	9.0%	9.4%	10.1%
货币资金	5,047	5,069	5,146	5,200	总资产收益率 ROA	4.7%	8.5%	9.2%	10.0%
预付款项	176	194	219	244	净资产收益率 ROE	7.0%	12.4%	13.3%	14.3%
存货	2,501	2,661	3,000	3,347	偿债能力				
其他流动资产	5,026	5,680	7,048	8,610	流动比率	2.57	2.76	2.80	2.88
流动资产合计	12,751	13,604	15,413	17,402	速动比率	2.03	2.18	2.21	2.29
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.02	1.03	0.93	0.86
固定资产	2,142	2,342	2,471	2,601	资产负债率	33.0%	31.0%	31.1%	30.5%
无形资产	462	423	392	353	经营效率				
非流动资产合计	4,419	4,588	4,630	4,716	总资产周转率	0.89	0.94	0.96	0.98
资产合计	17,170	18,192	20,043	22,118	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.30	0.58	0.68	0.82
应付账款及票据	3,999	3,858	4,290	4,686	每股净资产	4.25	4.65	5.12	5.70
其他流动负债	960	1,064	1,222	1,349	每股经营现金流	1.65	0.35	0.70	0.80
流动负债合计	4,958	4,922	5,512	6,034	每股股利	0.00	0.18	0.21	0.24
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	711	711	711	711	PE	33.98	17.63	14.93	12.41
非流动负债合计	711	711	711	711	PB	2.36	2.18	1.98	1.78
负债合计	5,669	5,633	6,224	6,746					
股本	2,698	2,698	2,698	2,698					
少数股东权益	28	16	1	-16					
股东权益合计	11,501	12,559	13,819	15,373					
负债和股东权益合计	17,170	18,192	20,043	22,118					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。