

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 2020年符合预期，营运改善为2021奠基

**2020年业绩符合预期，Q4经营转好。**2020全年公司收入/业绩分别同减21.4%/48.0%至152.0/8.1亿元，其中Q4收入/业绩分别下滑5.3%/增长143.6%。我们估计全年森马主业收入/业绩分别仅下滑中双位数/约30%至139.9/13.3亿元（剔除估算KIDILIZ并表收入/业绩分别12.2/-5.2亿元）。疫情影响下公司全年毛利率下降2.2PCTs至40.3%，销售/管理费用率分别+1.1PCTs/-0.1PCTs至22.0%/7.3%，净利率下滑2.7PCTs至5.2%。

**电商增长带动业务，休闲装改革正当时。分拆渠道来看：**主业电商疫情下仍增长10%拉动业务，收入占比超过40%。**分拆业务来看：**1) 童装收入同比下滑7.5%至89.1亿元，占主业比重60%+。①我们估算巴拉巴拉电商高速增长拉动业务，同比增长20%+；②估算线下下滑20%左右，店数较年初净减少156家至5634家。2) 休闲装收入同比下滑24.3%至49.6亿元，占主业比重30%+。①我们估算其电商业务单位数下滑；②估计线下业务收入下滑30%+，疫情下店数较年初净减少675家至3091家，公司升级渠道形象、加强全域零售运营，同时从科技、功能入手焕新产品体验，我们判断品牌力及管理效率提升将贡献坪效增长。

**营运改善，存货优化。**1) 营运方面，公司剥离KIDILIZ业务减少存货+加强终端去化，2020年末服饰类存货同比减少37.2%至18.3亿元，其中1年以内库存占比77.5%，存货周转天数下降7.0天至131.2天，库存健康度提升，为未来健康成长奠定基础。应收账款周转天数同增3.3天至39.8天。2) 现金流充裕，2020年经营性活动现金流量净额44.6亿元，较去年同期16.8亿元有大幅改善。

**全年业务有望平稳增长。**1) 休闲装业务方面，公司产品端精简深化SKU，强化产品有效性；供应链端增加上新波次，优化采购成本；渠道端推动全域共运营，聚焦社交零售同时精细化门店运营。2) 童装业务产品品质升级、风格拓展，打造生活方式。**公司调整优化运营思路下，我们判断2021全年童装/休闲装流水同比均有望双位数增长，可比口径下主业收入/业绩表现有望恢复至接近2019年水平。**公司制定股东回报计划彰显发展信心，计划未来三年每年分配股利不低于当年可分配利润10%。

**投资建议。**疫情下公司调整业务发展，童装巴拉巴拉品牌仍享龙头优势，休闲装业务改革正当时，预计公司2021-2023年归母净利润为16.3/19.4/22.9亿元，现价10.15元，对应2021年PE为17倍，维持“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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	16,553	18,937	21,635
增长率 yoy (%)	23.0	-21.4	8.9	14.4	14.2
归母净利润(百万元)	1,549	806	1,629	1,935	2,291
增长率 yoy (%)	-8.5	-48.0	102.2	18.8	18.4
EPS最新摊薄(元/股)	0.57	0.30	0.60	0.72	0.85
净资产收益率(%)	13.0	6.9	12.3	13.4	14.3
P/E(倍)	17.7	34.0	16.8	14.2	12.0
P/B(倍)	2.33	2.39	2.09	1.91	1.72

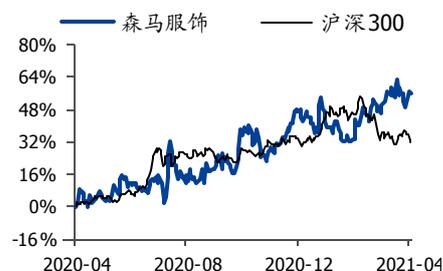
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月12日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04月12日收盘价	10.15
总市值(百万元)	27,380.57
总股本(百万股)	2,697.59
其中自由流通股(%)	69.73
30日日均成交量(百万股)	11.99

### 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

- 《森马服饰(002563.SZ): Q4 主业恢复增长, 存货质量改善》2021-02-28
- 《森马服饰(002563.SZ) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 《森马服饰(002563.SZ): 旗鼓重振, 乘风破浪》2020-12-09





### 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

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com