

存货与现金流指标大幅向好，期待服装龙头 2021 年腾飞

——森马服饰（002563）2020 年年报点评

买入（维持）

2021 年 04 月 12 日

事件：

公司发布 2020 年年报。2020 年，公司实现营业收入 152.05 亿元，同比-21.37%；归母净利润 8.06 亿元，同比-48.00%。毛利率 40.34%，同比-2.19 个 pct；净利率 5.22%，同比-2.71 个 pct。公司拟向全体股东每 10 股派发 2.50 元现金红利（含税），合计 6.74 亿元，占 2020 年归母净利润的 83.71%。

投资要点：

全年业绩受疫情影响较大，但 Q4 恢复良好，基本面拐点确立。受新冠疫情的冲击，2020 年公司实现营业收入 152.05 亿元，同比下降 21.37%；归母净利润 8.06 亿元，同比减少 48.00%。其中，Q4 营收 57.55 亿元，同比-5.3%，归母净利润 5.9 亿元，同比+142.6%。2020 年，公司经营活动现金流净额为 44.57 亿元，同比大幅+165.77%；存货 25.01 亿元，同比大幅-39.13%，现金流与存货指标大幅向好，基本面拐点确立。

童装恢复速度喜人，线上业务保持较快速增长。分业务板块来看，2020 年，公司休闲服饰业务实现营收 49.56 亿元（同比-24.26%，H2 的同比修复至-13.02%），线下门店数全年净减少 675 家至 3091 家，其中 H2 净减少 205 家。童装业务板块实现营收 101.32 亿元（同比-19.99%），其中童装（不含 Kidiliz）营收 89.42 亿元（同比-7.76%，H2 的同比修复至-0.92%），线下门店数净减少 156 家至 5634 家，其中 H2 净增加 62 家；Kidiliz 业务营收 11.90 亿元，同比-59.92%。**分渠道来看**，线下收入 92.80 亿元，同比-33.11%；得益于公司电商业务的健康发展、直播短视频等新业务的快速推进以及信息化建设，2020 年公司线上实现收入 58.09 亿元，同比+8.89%，其中，原有主体业务线上业务收入 57.12 亿元，同比+10.21%。

收入准则改变影响，导致毛利率与净利率下滑。2020 年，公司毛利率 40.34%，同比-2.19 个 pct；其中，休闲服饰毛利率 35.88%，同比+0.28 个 pct；童装业务的毛利率为 42.44%，同比-3.62 个 pct。毛利率的下滑主要与新收入准则执行，运杂费从原有的销售费用划入至营业成本有

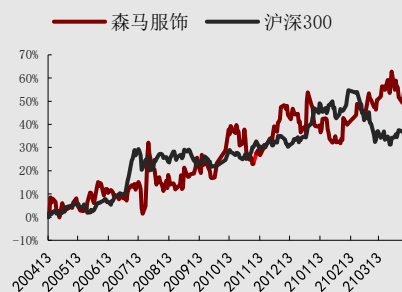
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15204.91	19394.25	22089.56	25431.85
增长比率(%)	-21	28	14	15
净利润(百万元)	805.68	1804.15	2117.23	2549.53
增长比率(%)	-48	124	17	20
每股收益(元)	0.30	0.67	0.78	0.95
市盈率(倍)	33.98	15.18	12.93	10.74
市净率(倍)	2.39	2.28	2.17	2.06

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	2,697.59
流通A股(百万股)	1,887.54
收盘价(元)	10.25
总市值(亿元)	276.50
流通A股市值(亿元)	193.47

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20210301-公司事项点评-AAA-森马服饰（002563）2020 年业绩快报点评

万联证券研究所 20201129-森马服饰（002563）事项点评报告-AAA-总经理与董事受让公司股权，权益绑定增添未来发展信

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

李滢

电话：15521202580

邮箱：liyingsl@wlzq.com.cn

关,其中,休闲服饰的毛利率微升主因采用总额法记账的联营业务较多。费用端方面,公司 2020 年的销售费用率为 22.03%,同比+1.06 个 pct;管理费用率为 5.42%,同比+0.1 个 pct;财务费用率为-0.50%,同比+0.13 个 pct;研发费用率为 1.92%,同比-0.22 个 pct;净利率同比-2.71 个 pct 至 5.22%。

柔性供应链改革成效显著,公司库存指标健康向好发展。公司持续推动柔性供应链改革,通过柔性供应链的快反产品补充零售需求,快反比例从 20%提升至 30%;通过分析产销数据,对商品的周转进行准确控制,存货周转率从 2019 年的 2.61 次提升至 2020 年的 2.74 次,而得益于存货水平的改善,存货跌价准备也从 2019 年的 7.52 亿元下滑至 2020 年的 5.31 亿元。

盈利预测与投资建议:公司在去年 9 月剥离了亏损的法国子公司后有望轻装上阵,随着公司成人装业务改革创新的推进,以及童装和电商业务的持续高增,公司在 2021 年将迎来全面恢复。此外,总经理与董事的多次股权受让以及员工持股计划的完成也增添了公司未来发展的信心。我们预计,公司 2021-2023 年的归母净利润增速分别为 +124%/+17%/+20%,对应 PE 分别为 15/13/11 倍,维持“买入”评级。

风险因素: 1、疫情复燃风险; 2、线上竞争加剧风险; 3、线下开店不及预期风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15205	19394	22090	25432
%同比增速	-21%	28%	14%	15%
营业成本	9071	11527	12988	14797
毛利	6134	7867	9101	10635
%营业收入	40%	41%	41%	42%
税金及附加	136	116	144	178
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	3349	3782	4418	5086
%营业收入	22%	20%	20%	20%
管理费用	824	815	939	1094
%营业收入	5%	4%	4%	4%
研发费用	292	388	453	534
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	-77	-34	-11	-4
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-525	-410	-425	-460
信用减值损失	-92	-18	-15	-15
其他收益	67	23	24	28
投资收益	68	97	133	153
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-20	-72	-41	-40
资产处置收益	-3	0	0	0
营业利润	1105	2421	2835	3412
%营业收入	7%	12%	13%	13%
营业外收支	-17	-12	-11	-10
利润总额	1088	2409	2824	3402
%营业收入	7%	12%	13%	13%
所得税费用	294	626	734	885
净利润	794	1782	2090	2518
%营业收入	5%	9%	9%	10%
归属于母公司的净利润	806	1804	2117	2550
%同比增速	-48%	124%	17%	20%
少数股东损益	-11	-22	-28	-32
EPS (元/股)	0.30	0.67	0.78	0.95

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.30	0.67	0.78	0.95
BVPS	4.25	4.44	4.68	4.93
PE	33.98	15.18	12.93	10.74
PEG	—	0.12	0.75	0.53
PB	2.39	2.28	2.17	2.06
EV/EBITDA	11.69	7.97	6.77	5.50
ROE	7%	15%	17%	19%
ROIC	10%	17%	18%	21%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5047	4468	5355	6228
交易性金融资产	2932	3152	3402	3652
应收票据及应收账款	1392	1753	1937	2160
存货	2501	2842	3025	3243
预付款项	176	219	240	266
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	703	828	989	1202
流动资产合计	12751	13263	14948	16752
长期股权投资	0	1	1	2
固定资产	2142	2123	2109	2101
在建工程	7	57	107	157
无形资产	462	462	462	462
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	289	289	289	289
其他非流动资产	1519	1424	1329	1224
资产总计	17170	17619	19246	20987
短期借款	0	250	250	250
应付票据及应付账款	3999	3474	4199	5068
预收账款	0	116	177	254
合同负债	140	89	150	143
应付职工薪酬	204	297	313	369
应交税费	380	410	510	563
其他流动负债	236	532	589	637
流动负债合计	4958	4918	5938	7033
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	15	15	15	15
其他非流动负债	696	696	696	696
负债合计	5669	5629	6649	7745
归属于母公司的所有者权益	11473	11984	12618	13296
少数股东权益	28	6	-22	-53
股东权益	11501	11990	12597	13243
负债及股东权益	17170	17619	19246	20987

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	4457	804	2692	3050
投资	-518	-151	-181	-176
资本性支出	-128	-212	-211	-210
其他	-1	40	102	123
投资活动现金流净额	-647	-323	-290	-263
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加(减少)	24	250	0	0
筹资成本	-1222	-1305	-1511	-1911
其他	-108	0	0	0
筹资活动现金流净额	-1304	-1055	-1511	-1911
现金净流量	2500	-579	887	873

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场