

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

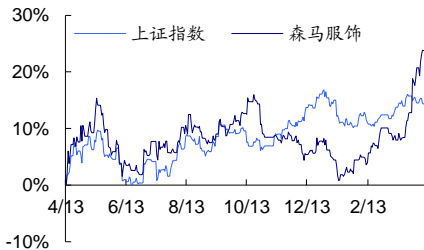
服装 II

森马服饰(002563)
买入

2020 年年报

(维持评级)

2021 年 04 月 13 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,698/1,888
总市值/流通(百万元)	27381/19092
上证综指/深圳成指	3413/13,496
12 个月最高/最低(元)	10.85/6.38

相关研究报告:

《森马服饰-002563-2019 年三季报点评: 休闲装拖累主业营收, Q3 营运情况有所好转》——2019-10-30

《森马服饰-002563-深度报告: 厚积薄发, 享行业盛宴》——2019-09-27

《森马服饰-002563-2019 年半年报点评: 童装持续实现高增长, 电商增速依旧强劲》——2019-08-28

《森马服饰-002563-2019 年一季报点评: 主业表现持续优异, 龙头壁垒不断加深》——2019-04-30

《森马服饰-002563-2018 年年报点评: 童装竞争壁垒加深, 休闲装有望保持稳定增长》——2019-04-26

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

库存优化, 重新起航

● Q4 业绩拐点兑现, 库存显著优化

2020 年, 公司营业收入 151.2 亿元, 同减 21.6%; 归母净利润 8.0 亿元, 同减 48.2%, 剔除 Kidiliz 的影响, 公司 2020 年收入约 140 亿, 下滑中双位数; 净利润为 13 亿元, 下滑约 30%。2020 年, 公司实现毛利率 40.3%, 同比减少 2.2 p.p., 经营利润率为 7.27%, 同比减少 3.86 p.p.; 归母净利率 5.2%, 同比减少 2.7 p.p., 利润率恢复情况良好。公司的销售费用率 22.0%, 同增 1.0 p.p., 管理费用率 7.3%, 同减 0.2 p.p.; 研发费用率 1.9%, 同减 0.2 p.p., 费用率保持稳定。平均存货周转天数 131 天, 同比减少 7 天, 库存得到显著优化。

● 布局全渠道零售格局, 打造多维度竞争力

2020 年公司持续强化运营力、产品力和渠道力打造。在运营端继续深化供应链改革, 加速数字化进程。在产品端聚焦创新, 打造有记忆度产品。在渠道端布局全渠道零售格局, 分线上线看, 2020 年公司线上渠道增长 10%左右, 其中童装线上增长接近 20%, 占线上收入的 7 成。公司拥有强大的电商运营能力, 助力公司开展直播和线上线下融合新零售业务, 并在平台扣点和控费方面领先行业水平。线下方面, 2020 年末, 公司共有店铺 8725 家, 净关店 831 家, 分模式看, 直营/加盟/联营店数分别同比净增加-226/-956/+351 家, 直营/加盟平均面积分别为 224/188 平方米, 同增+24/-5 平方米, 儿童/休闲净关店 156/675 家, 平均面积分别 233/164 平方米, 同增-8/+0.8 平方米。20 年关店呈现逐季改善趋势, 预计 2021 年店铺数能实现净增加。

● 风险提示

1. 经营转型升级不及预期; 2. 原材料价格大幅波动; 3. 汇率大幅波动; 4. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 看好公司业绩拐点, 维持“买入”评级

公司 2020 年, 主业兑现了龙头品牌业绩的韧性, 渠道库存优化和电商新零售表现出众。我们维持盈利预测, 预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.65/0.81/0.96 元, 当前股价对应 PE 为 15.7x/12.6x/10.6x, 上调合理估值至 12.1-12.9 元 (2022PE15-16x), 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,205	17,099	19,644	22,521
(+/-%)	-21.4%	12.5%	14.9%	14.6%
净利润(百万元)	806	1741	2175	2577
(+/-%)	-48.0%	116.1%	24.9%	18.5%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.65	0.81	0.96
EBIT Margin	12.1%	15.6%	16.8%	17.3%
净资产收益率(ROE)	7.0%	14.4%	16.8%	18.5%
市盈率(PE)	34.0	15.7	12.6	10.6
EV/EBITDA	15.7	11.3	9.6	8.4
市净率(PB)	2.4	2.3	2.1	2.0

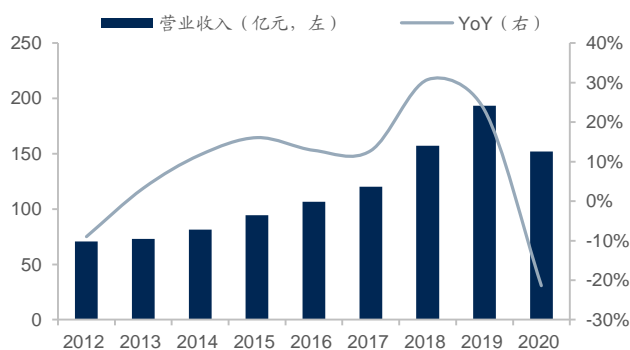
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

Q4 业绩拐点兑现，库存显著优化

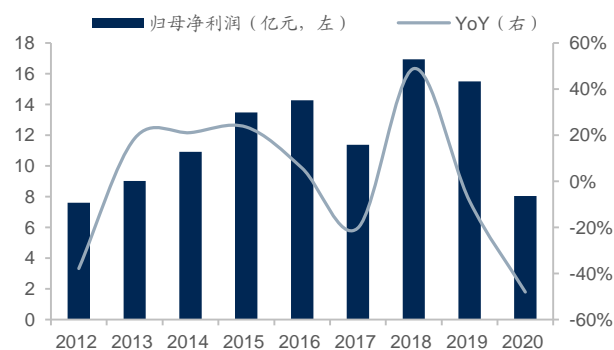
Q4 受益主业复苏与 Kidiliz 剥离，业绩大幅增长。2020 年，公司营业收入 152.0 亿元，同减 21.4%；归母净利润 8.1 亿元，同减 48.0%，业绩超出预期。Kidiliz 已在第三季度出表，如果剔除 Kidiliz 的影响，公司 2020 年收入约 140 亿，下滑中双位数；净利润预计为 13 亿元，下滑约 30%。2020 年 Q4，公司收入为 57.2 亿元，同减 5.9%，剔除 Kidiliz 的影响同比增长约高单位数；归母净利润为 5.9 亿元，同增 142.3%，剔除 Kidiliz 的影响同比增长约 50%。

图 1：2012-2020 年公司营业收入与变化情况



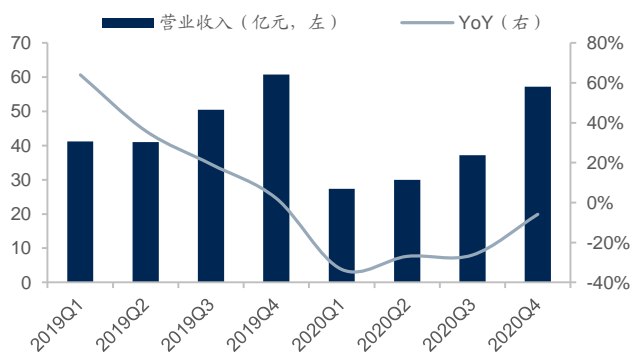
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2012-2020 年公司归母净利润与变化情况



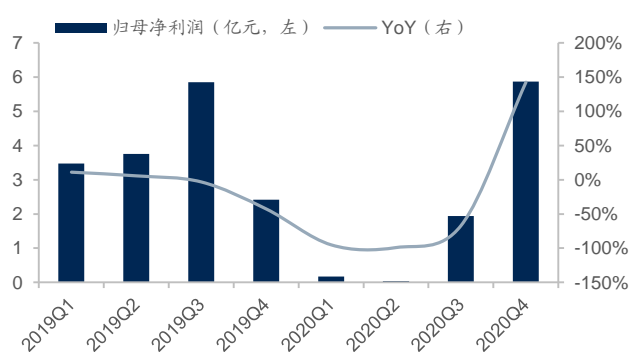
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2019Q1-2020Q4 公司营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

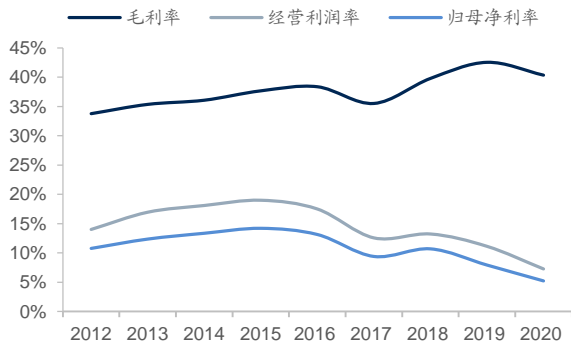
图 4：2019Q1-2020Q4 公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

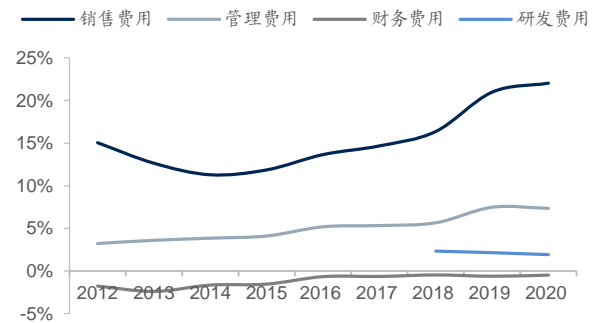
利润率恢复情况良好，费用率保持稳定。2020 年，公司实现毛利率 40.3%，同比减少 2.2 p.p.，其中童装业务和休闲服饰毛利率分别为 42.4%和 35.9%，童装业务对毛利率起到一定的拉动作用；公司经营利润率为 7.27%，同比减少 3.86 p.p.；归母净利率 5.2%，同比减少 2.7 p.p.。公司的销售费用率进一步增加，销售费用率 22.0%，同增 1.0 p.p.，销售费用中服务费同增 120.5%，主要系报告期内执行新收入准则，将联营分成、商场扣点计入服务费所致；管理费用率 7.3%，同减 0.2 p.p.；研发费用率 1.9%，同减 0.2 p.p.；财务费用占比 -0.5%，同减 -0.1 p.p.。

图 5：2012-2020 年公司利润率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

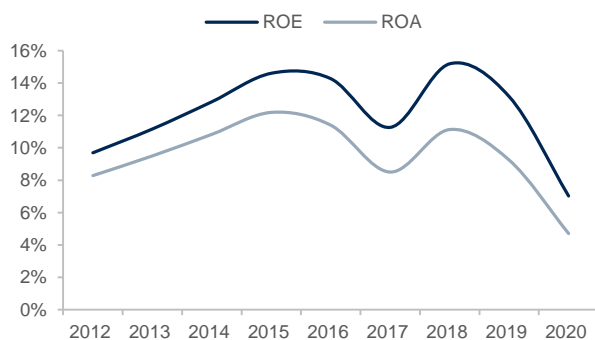
图 6：2012-2020 年公司费用率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

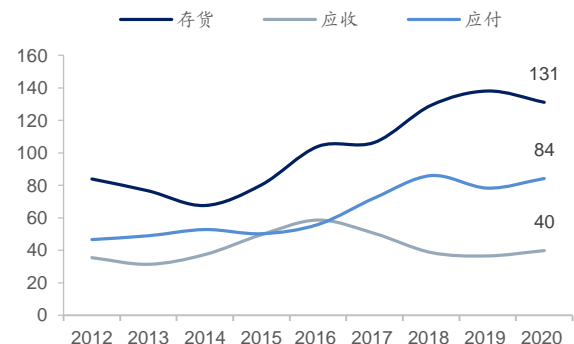
投资回报率下降，库存改善好于预期。2020 年，公司 ROE 为 7.0%，同比减少 6.1 p.p.；在新冠疫情冲击下，公司一方面积极拓展电商、新零售等线上渠道去库存化，另一方面合理规划存货采购规模及结构，2020 年公司的存货余额同比下降 37.6%，一年以内的库存占比 77.5%。公司平均存货周转天数 131 天，同比减少 7 天，库存改善好于预期；平均应收账款周转天数为 40 天，同比增加 3 天；平均应付账款周转天数为 84 天，同比增加 6 天。公司的资产负债率为 33.4%，同比增加 4.4 p.p.；

图 7：2012-2020 年公司 ROE 和 ROA 水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

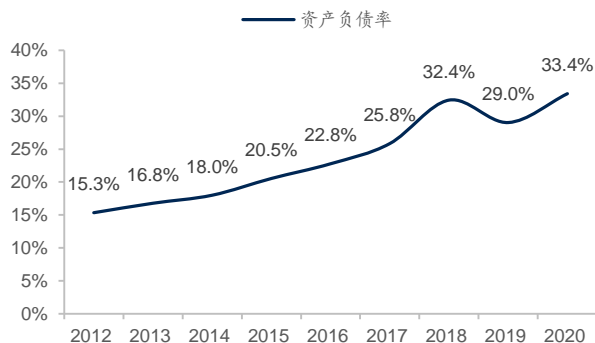
图 8：2012-2020 年公司平均周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

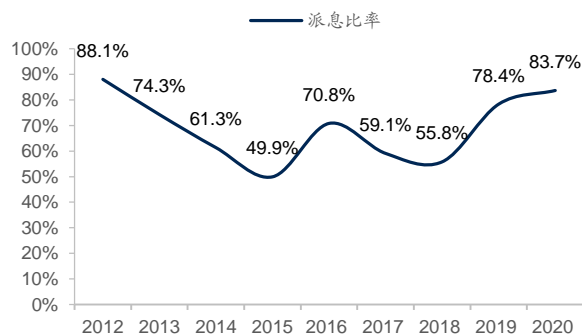
现金充沛，派息增加。派息比率进一步提升 5.3 p.p.至 83.7%，分红比例在行业内属于领先水平。2020 年公司经营活动产生的现金流量净额 44.57 亿元，较上年同期的 16.77 亿元，增长 165.77%。公司现金流明显改善，净额大幅增长，主要是由于本期优化对供应商货款的支付方式，新增买方付息的银行承兑汇票的方式，使得公司购买货品的现金流支出大幅下降所致。

图 9：2012-2020 年公司资产负债率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：2011-2019 年公司派息比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

布局全渠道零售格局，打造多维度竞争力

公司 2020 年受疫情影响，收入利润有一定程度的下滑，但公司工作重心放在中长期的运营力，产品力，渠道力打造上，具体来看：

- 1) **运营端继续深化供应链改革，加速数字化进程。**2020 年公司持续对供应商结构进行整合优化，建立 SCM 供应链信息管理平台，推进供应链数字化。同时，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，2020 年快反补单比例达到 3 成，并通过分析产销数据，对商品的库存周转进行准确控制。在数字化进程方面，公司通过大数据赋能整条供应链，提升效率。公司迭代后的业务财务一体化项目成功上线，进一步提升运营效率并荣获 2020 年度 CSUA 金龙奖。
- 2) **产品端聚焦创新，打造有记忆度产品。**2020 年，森马品牌巩固研发投入，重点关注产品面料科技、功能、穿着体验，升级产品品类，抓住新青年的高频生活场景与穿搭需求，提供满足“ON-TIME 和 OFF-TIME”多生活场景需求的价值单品，贴近年轻人的消费趋势。巴拉巴拉品牌整合全球前沿时尚趋势和设计理念，结合儿童心理、审美和生活方式，进行产品品类扩张，包括推出原创形象“小章鱼”及系列产品，以及推出与“冰雪奇缘”、“汪汪队”、“大闹天宫”、“敦煌博物馆”、“梵高博物馆”等知名 IP 合作款产品。
- 3) **构建全渠道零售运营格局。**公司已建立包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯、电商、小程序等在内的全渠道零售体系。其中森马品牌将推广重心转移到线上和社交平台，同时推进直播平台营销拓展；巴拉巴拉品牌推进“五新”策略落地执行，围绕人货场打通线上线下零售渠道，赋能数字化，加强会员沟通。
- 4) **电商运营能力强劲，今年有望实现线下店铺净增加。**分渠道看，2020 年公司线上渠道增长 10%左右，其中童装线上增长接近 20%，占线上收入的 7 成。公司拥有自身的电商运营团队，助力公司开展直播和线上线下融合新零售业务，并在平台扣点和控费方面领先行业水平。基于公司强大的电商运营能力，公司开展电商代运营业务，并已实现一定规模的收入，证明了公司电商业务的输出能力。

线下方面，2020年末，公司共有店铺8725家，公司去年受疫情影响净关店831家，平均面积从19年末194平米下降到188平米。分模式看，直营/加盟/联营店数分别同比净增加-226/-956/+351家，其中联营新增的351家，主要是由原来的加盟和直营店转型而来，直营/加盟平均面积分别为224/188平米，同增+24/-5平米，儿童/休闲业务净关店156/675家，平均面积分别为233/164平米，同增-8/+0.8平米，店铺面积的改变一方面受疫情影响做了一些调整，另一方面是部分直营和加盟店转型成联营店。2020年关闭的主要是盈利能力较弱的店铺，关店呈现逐季改善趋势，2020年Q4店铺基本没有减少，预计2021年店铺数能实现净增加。

表 1: 2012-2020 年公司（不含 Kidiliz）店铺数量

模式	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
直营					597	679	763	907	681
加盟					7655	7744	8360	8649	7693
联营									351
休闲	4420	4029	3542	3477	3674	3628	3830	3766	3091
儿童	3308	3471	3540	3864	4578	4795	5293	5790	5634
合计	7728	7500	7082	7341	8252	8423	9123	9556	8725

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司业绩拐点，维持“买入”评级

公司2020年剥离亏损业务后，主业兑现了龙头品牌业绩的韧性，疫情下公司复苏好于同业，渠道库存优化和电商新零售表现出众，为长期发展奠定良好基础。公司兼具长期景气成长性与短期疫情后业绩显著拐点，当前估值吸引力强。预计公司21-23年EPS分别为0.65/0.81/0.96元，当前股价对应PE为15.7x/12.6x/10.6x，上调合理估值至12.1-12.9元（2022PE15-16x），维持“买入”评级。

表 2: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,205	17,099	19,644	22,521
(+/-%)	-21.4%	12.5%	14.9%	14.6%
净利润(百万元)	806	1741	2175	2577
(+/-%)	-48.0%	116.1%	24.9%	18.5%
每股收益(元)	0.30	0.65	0.81	0.96
EBIT Margin	12.1%	15.6%	16.8%	17.3%
净资产收益率(ROE)	7.0%	14.4%	16.8%	18.5%
市盈率(PE)	34.0	15.7	12.6	10.6
EV/EBITDA	15.7	11.3	9.6	8.4
市净率(PB)	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

1. 疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；
2. 原材料价格大幅波动；
3. 汇率大幅波动；
4. 市场的系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5047	6866	8143	9632	营业收入	15205	17099	19644	22521
应收款项	1489	1674	1923	2205	营业成本	9071	10197	11668	13313
存货净额	2501	2791	3203	3663	营业税金及附加	136	151	172	195
其他流动资产	782	879	1010	1158	销售费用	3349	2967	3251	3690
流动资产合计	12751	15143	17211	19589	管理费用	884	1133	1277	1447
固定资产	2149	1038	607	123	财务费用	(77)	(131)	(165)	(195)
无形资产及其他	462	444	425	407	投资收益	68	77	77	77
投资性房地产	1808	1808	1808	1808	资产减值及公允价值变动	(544)	(602)	(691)	(792)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(260)	94	105	117
资产总计	17170	18432	20051	21927	营业利润	1105	2351	2931	3473
短期借款及交易性金融负债	10	10	10	10	营业外净收支	(17)	(13)	(15)	(18)
应付款项	3999	4462	5120	5856	利润总额	1088	2338	2915	3455
其他流动负债	950	1096	1244	1420	所得税费用	294	608	758	898
流动负债合计	4958	5568	6374	7286	少数股东损益	(11)	(11)	(18)	(20)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	806	1741	2175	2577
其他长期负债	711	711	711	711					
长期负债合计	711	711	711	711	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5669	6280	7085	7997	净利润	806	1741	2175	2577
少数股东权益	28	23	17	9	资产减值准备	(19)	362	(416)	(472)
股东权益	11473	12129	12949	13921	折旧摊销	265	299	308	316
负债和股东权益总计	17170	18432	20051	21927	公允价值变动损失	544	602	691	792
					财务费用	(77)	(131)	(165)	(195)
关键财务与估值指标					营运资本变动	3549	400	(401)	(450)
每股收益	0.30	0.65	0.81	0.96	其它	25	(367)	409	464
每股红利	0.45	0.40	0.50	0.60	经营活动现金流	5170	3037	2766	3227
每股净资产	4.25	4.50	4.80	5.16	资本开支	486	(134)	(134)	(134)
ROIC	14%	25%	34%	43%	其它投资现金流	(888)	0	0	0
ROE	7%	14%	17%	19%	投资活动现金流	(402)	(134)	(134)	(134)
毛利率	40%	40%	41%	41%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	12%	16%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(1222)	(1085)	(1355)	(1606)
收入增长	-21%	12%	15%	15%	其它融资现金流	173	0	0	0
净利润增长率	-48%	116%	25%	18%	融资活动现金流	(2269)	(1085)	(1355)	(1606)
资产负债率	33%	34%	35%	37%	现金净变动	2500	1819	1277	1488
息率	4.5%	4.0%	4.9%	5.9%	货币资金的期初余额	2548	5047	6866	8143
P/E	34.0	15.7	12.6	10.6	货币资金的期末余额	5047	6866	8143	9632
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	企业自由现金流	5646	2541	2210	2614
EV/EBITDA	15.7	11.3	9.6	8.4	权益自由现金流	5819	2638	2332	2758

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032