

证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

森马服饰 (002563)

买入

服装 II

重大事件快评

(维持评级)

2021年04月16日

# Q1 业绩预告符合预期，全面恢复重启成长

证券分析师： 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520040004

## 事项：

2021年4月15日，森马服饰发布Q1业绩快报，2021年Q1归母净利润为3.2~3.8亿元，同增1730.4%-2073.6%。

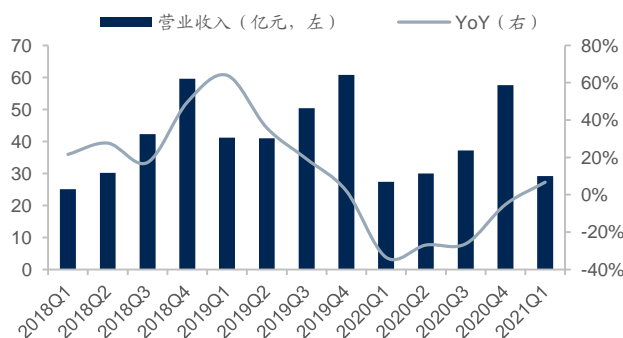
**国信观点：**1) 2021Q1 业绩：业绩延续 Q4 优异表现，存货有望进一步改善；2) 业务拆分及展望：21 年业绩全面恢复，净开店回正，加强柔性供应链和数字化建设；3) 风险提示：1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；2.库存积压风险；3.企业恶性竞争；4.市场的系统性风险。4) 投资建议：公司剥离亏损业务后，连续两个季度主业兑现业绩复苏，渠道库存优化和电商新零售表现出众，为长期发展奠定良好基础。公司兼具长期景气成长性与短期疫情后业绩显著拐点，当前估值吸引力强。我们维持盈利预测，预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.65/0.81/0.96 元，当前股价对应 PE 为 17.5x/14.0x/11.8x，维持“买入”评级。

## 评论：

### ■ 2021Q1：业绩延续 Q4 优异表现，存货有望进一步改善

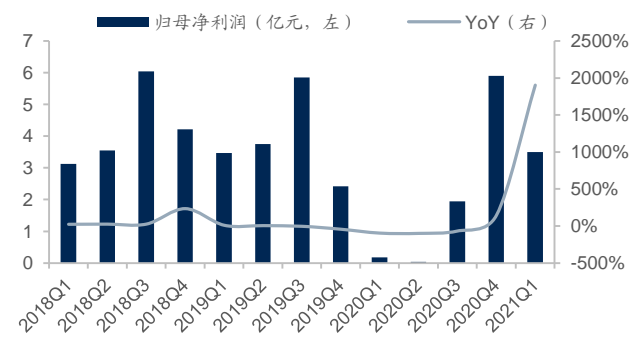
21 年 Q1 延续 20Q4 优异表现，利润大幅增长。据业绩预告，我们预计公司 2021 年 Q1 营收约 30 亿元，同增约 7%，归母净利润约 3.5 亿元，同增约 1902%，业绩大幅增长，一方面是去年疫情+Kidiliz 业务拖累导致基数低，另一方面是 2021 年以来公司积极发展，业务稳健增长，在去年四季度恢复正常的基础上，环比进一步改善。若剔除去年已剥离的 Kidiliz 业务影响，Q1 营收和归母净利润分别同增约 32%/199%，与 2019 年 Q1 主业相比，营收减少约 10%，归母净利润减少约 7.5%。预计 21 年 Q1 公司归母净利率约 11.9%，与剔除 Kidiliz 业务后的 17/18/19 年 Q1 的归母净利率 12.2%/12.4%/11.3%接近，比 20 年 Q1 的 5.3%大幅改善。

图 1：2018Q1-2021Q1 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 2：2019Q1-2020Q4 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

**20 年新品牌表现卓越，21 年存货有望进一步优化。**2020 年 mini 巴拉巴拉和馬卡乐表现出卓越的成长力，其中 mini 巴拉巴拉线上 GMV 达到 10 亿，同增 50%，馬卡乐线上 GMV 突破 5 亿，线下拥有几百家店铺，新品牌有望成为公司未来又一增长引擎。同时在疫情冲击下，公司去库存效果仍然显著，存货余额同比下降 37.6%，全年平均存货周转天数 131 天，同比减少 7 天。21 年公司计划对库存进行更高效的管理，库存有望得到进一步优化。

#### ■ 业务拆分及展望：21 年业绩全面恢复，净开店回正，加强柔性供应链和数字化建设

**直营占比进一步扩大，加价倍率和折扣改善明显。**21 年 Q1 全系统零售终端恢复到 2019 年同期的 90% 以上，童装线上增长 40%+，从业务拆分看，公司 21 年 Q1 业绩增长呈现童装快于休闲装，线上快于线下的趋势。同时公司的渠道结构进一步优化，2020 年剔除 Kidiliz 业务影响，电商占比达到 41%，线下直营有 14 亿收入，DTC 占比超过 50%，而从今年一季度情况看，电商新零售发力和 DTC 占比提升的趋势会继续。从折扣看，最近 2 年，公司零售终端折扣在 7-8 折，线上 5 折左右，20 年 Q4 折扣已经恢复正常水平，21 年 Q1 延续这一趋势。生产工艺中高端化、加价倍率提升共同作用，促进吊牌价提升 10%，有望带动公司毛利率进一步提升。

**继续加强数字化和柔性供应链建设，提升运营效率，优化库存周转。**在数字化建设方面，公司将赋能代理商和供应商数字化，会通过输出标准化工具和方法论，整体提升不同代理商的经营效率，获取更好的效益。同时公司在尝试运用 AI 大数据分析来优化门店铺货，提升商品流转效率和正价产品售罄率，并希望当季运营的库存周转控制在两位数。在供应链和新零售方面，2020 年公司快反补单比例从 20% 提升到 30%，通过 APP 小程序等平台赋能店铺线上业务，强化新零售布局。未来快反比例有望进一步提升，全面打造柔性供应链。

**2021 年迎来全面恢复，全公司计划开店 300-500 家。**预计童装业务在 2021 年迎来中高双位数增长，成人装业务恢复至 2019 年 9 成，同时电商保持双位数增长，预计 21 年公司主业收入相比 19 年持平或小幅增长。店铺方面，巴拉巴拉品牌去年 Q4 净开店已经回正，森马品牌乐观预计今年上半年净开店回正，21 年每个主品牌大概率有 200-300 家的开店计划，公司整体有 300-500 家的开店计划。

#### ■ 投资建议：看好公司业绩拐点，维持“买入”评级

公司剥离亏损业务后，连续两个季度主业兑现业绩复苏，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。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 17.5x/14.0x/11.8x，维持“买入”评级。

**表 1：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)	37.3	17.2	13.8	11.7
EV/EBITDA	16.9	12.2	10.3	9.0
市净率 (PB)	2.6	2.5	2.3	2.2

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5047	6866	8143	9632
应收款项	1489	1674	1923	2205
存货净额	2501	2791	3203	3663
其他流动资产	782	879	1010	1158
<b>流动资产合计</b>	<b>12751</b>	<b>15143</b>	<b>17211</b>	<b>19589</b>
固定资产	2149	1038	607	123
无形资产及其他	462	444	425	407
投资性房地产	1808	1808	1808	1808
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>17170</b>	<b>18432</b>	<b>20051</b>	<b>21927</b>
短期借款及交易性金融负债	10	10	10	10
应付款项	3999	4462	5120	5856
其他流动负债	950	1096	1244	1420
<b>流动负债合计</b>	<b>4958</b>	<b>5568</b>	<b>6374</b>	<b>7286</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	711	711	711	711
<b>长期负债合计</b>	<b>711</b>	<b>711</b>	<b>711</b>	<b>711</b>
<b>负债合计</b>	<b>5669</b>	<b>6280</b>	<b>7085</b>	<b>7997</b>
少数股东权益	28	23	17	9
股东权益	11473	12129	12949	13921
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17170</b>	<b>18432</b>	<b>20051</b>	<b>21927</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.30	0.65	0.81	0.96
每股红利	0.45	0.40	0.50	0.60
每股净资产	4.25	4.50	4.80	5.16
ROIC	14%	25%	34%	43%
ROE	7%	14%	17%	19%
毛利率	40%	40%	41%	41%
EBIT Margin	12%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	14%	17%	18%	19%
收入增长	-21%	12%	15%	15%
净利润增长率	-48%	116%	25%	18%
资产负债率	33%	34%	35%	37%
息率	4.1%	3.6%	4.5%	5.3%
P/E	37.3	17.2	13.8	11.7
P/B	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	16.9	12.2	10.3	9.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15205</b>	<b>17099</b>	<b>19644</b>	<b>22521</b>
营业成本	9071	10197	11668	13313
营业税金及附加	136	151	172	195
销售费用	3349	2967	3251	3690
管理费用	884	1133	1277	1447
财务费用	(77)	(131)	(165)	(195)
投资收益	68	77	77	77
资产减值及公允价值变动	(544)	(602)	(691)	(792)
其他收入	(260)	94	105	117
营业利润	1105	2351	2931	3473
营业外净收支	(17)	(13)	(15)	(18)
<b>利润总额</b>	<b>1088</b>	<b>2338</b>	<b>2915</b>	<b>3455</b>
所得税费用	294	608	758	898
少数股东损益	(11)	(11)	(18)	(20)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>806</b>	<b>1741</b>	<b>2175</b>	<b>2577</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>806</b>	<b>1741</b>	<b>2175</b>	<b>2577</b>
资产减值准备	(19)	362	(416)	(472)
折旧摊销	265	299	308	316
公允价值变动损失	544	602	691	792
财务费用	(77)	(131)	(165)	(195)
营运资本变动	3549	400	(401)	(450)
其它	25	(367)	409	464
<b>经营活动现金流</b>	<b>5170</b>	<b>3037</b>	<b>2766</b>	<b>3227</b>
资本开支	486	(134)	(134)	(134)
其它投资现金流	(888)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(402)</b>	<b>(134)</b>	<b>(134)</b>	<b>(134)</b>
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1222)	(1085)	(1355)	(1606)
其它融资现金流	173	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2269)</b>	<b>(1085)</b>	<b>(1355)</b>	<b>(1606)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>2500</b>	<b>1819</b>	<b>1277</b>	<b>1488</b>
货币资金的期初余额	2548	5047	6866	8143
货币资金的期末余额	5047	6866	8143	9632
企业自由现金流	5646	2541	2210	2614
权益自由现金流	5819	2638	2332	2758

## 相关研究报告

- 《森马服饰-002563-财报点评：库存优化，重新起航》 ——2021-04-14
- 《森马服饰-002563-重大事件快评：业绩好于预期，看好低估值龙头全面复苏》 ——2021-03-01
- 《森马服饰-002563-深度报告：童装龙头重启成长轨道》 ——2020-12-03
- 《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 调整持续，即将重启成长》 ——2020-10-29
- 《森马服饰-002563-2020 年中报点评：资产减值影响利润表现，亏损业务剥离有望轻装上阵》 ——2020-08-27

## 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

## 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