

# 森马服饰 (002563): 童装稳健前行, 休闲装库存改善未来步入增长

2021年04月20日

推荐/维持

森马服饰 公司报告

**公司公布 2020 年业绩, 及 2021 年一季度业绩预告:** 2020 年公司实现营业收入 152.05 亿元, 同比下降 21.37%; 归属于上市公司股东的净利润 8.06 亿元, 同比下降 48.00%。其中第四季度收入 57.55 亿元, 同比减 5.28%; 归母净利润 5.90 亿元, 同比增 143.61%。2021 年一季度预计净利润约 3.2 亿元~3.8 亿元, 同比增长 1730.4%~2073.6% (2019 年 Q1 净利润 3.44 亿元)。公司连续两个季度业绩改善明显。

**童装强者恒强, 休闲装渠道质量明显改善。**公司 2020 年完成对法国 KIDILIZ 业务的剥离。全年儿童服饰营收 101.32 亿元, 占营业收入 66.64%, 同比减少 19.99%。休闲服饰营收 49.56 亿元, 占营业收入 32.60%, 同比减少 24.26%。从渠道数量和网点质量看: 2020 年底巴拉和森马品牌门店数分别为 5634 和 3091 家店, 较年初分别净减少 156 和 675 家, 森马品牌渠道数量减少提质明显。直营和经销渠道比较, 直营渠道的店面面积进一步加大, 带动直营渠道收入下滑明显小于经销端。

**公司在渠道和供应链方面的提升显著, 报表体现出的运营质量改善, 业绩有望持续改善。**公司充分利用加盟、直营、电商三个渠道的分工和协同, 在品牌营销和库存管理方面均取得良好效果: 2020 年末公司存货账面价值 25.01 亿元, 较去年同期下降 39%, 存货中一年以内的存货占比 77.47%, 总体来看存货压力减轻, 质量明显改善。公司供应链方面, 公司采取更为柔性的订货和发货制度, 有利于公司长远的健康运营。

**品质化、品牌化带来童装行业扩容发展与格局优化; 休闲装国产替代趋势明显, 运营管理提升是胜出关键。**巴拉巴拉品牌占据童装市场绝对优势, 连续多年国内市场份额第一。巴拉品牌的产品积累和品牌效应, 将助力其在童装行业继续提升份额。在休闲服饰领域, 消费者对国牌的认可度提升, 后疫情时代供应链、渠道、资金等资源都会加速向龙头企业集中, 森马服饰持续提升供应链和存货管理水平, 将有助于森马品牌份额及盈利能力的提升。

**盈利预测与投资评级:** 我们看好公司双品牌、双品类的发展策略, 未来公司有望继续提升童装份额, 以及休闲装的运营及盈利能力。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.93、18.07、20.41 亿元人民币, EPS 为 0.59、0.67、0.76 元, 目前股价对应 PE 分别为 18.82、16.62、14.72 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 库存消化不及时, 行业各渠道竞争加剧, 疫情超预期。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,336.77	15,204.91	18,560.86	21,017.79	23,810.53
增长率 (%)	23.01%	-21.37%	22.07%	13.24%	13.29%
归母净利润 (百万元)	1,533.90	794.39	1,593.35	1,807.59	2,041.58
增长率 (%)	-8.78%	-48.21%	100.58%	13.45%	12.94%
净资产收益率 (%)	13.17%	7.02%	13.91%	14.87%	15.79%
每股收益 (元)	0.57	0.30	0.59	0.67	0.76
PE	19.46	37.43	18.82	16.62	14.72
PB	2.56	2.63	2.62	2.47	2.32

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

森马服饰创建于 2002 年, 是一家以虚拟经营为特色, 以休闲服饰、儿童服饰为主导产品的企业集团, 旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。森马品牌创立于 1996 年, 定位以休闲服饰为主的大众日常生活品牌, 为以 18-35 岁为核心的大众消费者提供有品质、有颜值、充满亲和力的服饰及生活所需的产品和服务。巴拉巴拉品牌于 2002 年创立, 倡导专业、时尚、活力, 面向 0-14 岁儿童消费群体, 产品定位在中等收入小康之家。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

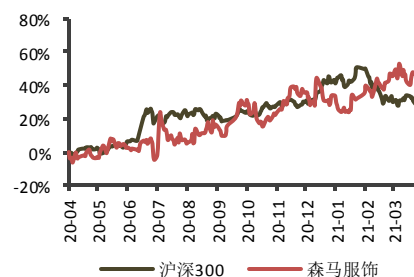
2021-05-12 召开股东大会

## 发债及交叉持股介绍:

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	6.42-11.21
总市值 (亿元)	301.59
流通市值 (亿元)	210.29
总股本/流通 A 股 (万股)	269759/188097
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.85

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 研究助理: 常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070055

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
<b>流动资产合计</b>	11314	12751	16103	17797	19792	<b>营业收入</b>	19337	15205	18561	21018	23811		
货币资金	2548	5047	7299	8283	9489	<b>营业成本</b>	11113	9071	11085	12630	14332		
应收账款	1973	1392	1699	1924	2180	营业税金及附加	127	136	166	188	212		
其他应收款	192	97	118	134	152	营业费用	4055	3349	3712	4204	4762		
预付款项	247	176	90	90	90	管理费用	1029	824	1047	1135	1286		
存货	4109	2501	3360	3828	4344	财务费用	-123	-77	-23	-50	-50		
其他流动资产	201	606	606	606	606	研发费用	-619.22	-524.87	500.00	550.00	600.00		
<b>非流动资产合计</b>	5307	4419	4280	4040	3805	资产减值损失	10.84	-19.59	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	1	1	1	公允价值变动收益	49.92	68.37	-50.00	-50.00	-30.00		
固定资产	2237.01	2141.51	1948.77	1756.03	1563.30	投资净收益	2152	1105	2025	2312	2638		
无形资产	723	462	416	374	337	加:其他收益	6.34	5.33	185.33	185.33	185.33		
其他非流动资产	231	244	244	244	244	<b>营业利润</b>	29.53	22.54	13.00	13.00	13.00		
<b>资产总计</b>	16621	17170	20383	21837	23597	营业外收入	2129	1088	2197	2484	2810		
<b>流动负债合计</b>	3997	4958	5886	6631	7438	营业外支出	595	294	604	676	769		
短期借款	267	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1534	794	1593	1808	2042		
应付账款	2209	2036	2454	2796	3173	所得税	-16	-11	-9	-7	-7		
预收款项	186	0	-227	-206	-182	<b>净利润</b>	1549	806	1602	1815	2049		
一年内到期的非流动负债	0	10	10	10	10	少数股东损益	2927	1677	2241	2496	2818		
<b>非流动负债合计</b>	829	711	2960	2991	3179	归属母公司净利润	0.57	0.30	0.59	0.67	0.76		
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	2200	2231	2419		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
<b>负债合计</b>	4826	5669	8846	9622	10617	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	30	28	19	12	5	营业收入增长	23.01%	-21.37%	22.07%	13.24%	13.29%		
实收资本(或股本)	2699	2698	2698	2698	2698	营业利润增长	3.47%	-48.65%	83.19%	14.18%	14.11%		
资本公积	2600	2781	2781	2781	2781	归属于母公司净利润增长	98.88%	13.25%	98.88%	13.25%	12.89%		
未分配利润	5229	4750	1847	-629	-3424	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	11765	11473	11519	12203	12975	毛利率(%)	42.53%	40.34%	40.28%	39.91%	39.81%		
<b>负债和所有者权益</b>	16621	17170	20383	21837	23597	净利率(%)	7.93%	5.22%	8.58%	8.60%	8.57%		
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>							
单位:百万元						ROE(%)							
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
<b>经营活动现金流</b>	1677	4457	2241	2634	2874	<b>偿债能力</b>							
净利润	1534	794	1593	1808	2042	资产负债率(%)	29%	33%	43%	44%	45%		
折旧摊销	897.56	648.54	0.00	192.74	192.74	流动比率							
财务费用	-123	-77	-23	-50	-50	速动比率							
应收帐款减少	0	0	-307	-225	-256	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	0	0	-227	21	24	总资产周转率	1.17	0.90	0.99	1.00	1.05		
<b>投资活动现金流</b>	-560	-647	-656	-600	-630	应收账款周转率	10	9	12	12	12		
公允价值变动收益	11	-20	0	0	0	应付账款周转率	8.00	7.16	8.27	8.01	7.98		
长期投资减少	0	0	-106	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	50	68	-50	-50	-30	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.30	0.59	0.67	0.76		
<b>筹资活动现金流</b>	-849	-1304	667	-1050	-1038	每股净现金流(最新摊薄)	0.10	0.93	0.83	0.36	0.45		
应付债券增加	0	0	2200	31	188	每股净资产(最新摊薄)	4.36	4.25	4.27	4.52	4.81		
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	-1	-1	0	0	0	P/E	19.46	37.43	18.82	16.62	14.72		
资本公积增加	41	181	0	0	0	P/B	2.56	2.63	2.62	2.47	2.32		
<b>现金净增加额</b>	267	2505	2252	984	1206	EV/EBITDA	9.53	14.98	11.19	9.66	8.20		

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

---

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526