

调整见底，21年蓄势向上



核心观点

- 森马服饰发布 2020 年年报，公司实现收入 152.1 亿，同比下滑 21.4%，实现归母净利润 8.1 亿，同比下滑 48%，净利润大幅下滑主要由于 Kidiliz 品牌亏损 5.6 亿（20Q4 已剥离），若剔除影响，主营业务收入和净利润分别为 140 亿和 13.2 亿，分别下滑 15%和 29%。
- 线上和童装收入占比进一步提升。1) 分渠道来看：不考虑剥离 Kidiliz 影响，2020 年实现线下直营收入 14.4 亿元，同比下滑 24%，实现线下加盟收入为 63 亿元，同比下滑 31%，而全年线上收入为 57 亿元，同比增长 10.21%，收入占比超过 40%。2) 分版块来看：2020 年实现成人装收入 49.6 亿元，同比下滑 24%，净关店 675 家，实现童装收入 89.42 亿元（不包含 Kidiliz），同比下滑 7.76%，净关店 156 家，童装占比同比提升 8.7%至 58.8%。
- 20 年综合毛利率小幅下降 2PCT，主要受 Kidiliz 拖累，其中成人装毛利率基本持平，终端折扣控制较好；期间费用率上升 1PCT，主要来自销售费用率的增加。在 Kidiliz 出表后年末存货大幅下降 38%，20 年公司终端零售增速始终好于批发增速，经销商库存水平得到优化，21 年提货积极性有望明显提升。公司经营净现金近三年持续大幅上升，体现较高的盈利质量。
- 受局部疫情与就地过年政策影响，21Q1 终端预计对比 19Q1 仍有小幅下降，童装表现优于成人装，并且总体呈现逐月改善的趋势，我们预计 Q2 开始零售有望加快回暖。展望未来 2-3 年，我们认为公司童装业务先发优势明显，多品牌矩阵将继续提升其市占率，成人装在疫情考验下已经见底，2021 年在低基数上有望迎来收入的复苏和盈利的更大反弹，中长期加速行业头部化和公司自我变革也将带来更大的空间。

财务预测与投资建议

- 根据年报，我们维持公司的预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 0.61 元、0.71 元和 0.82 元，参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 12.2 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：疫情反复、中美贸易摩擦、汇率波动和棉花价格波动等可能影响。

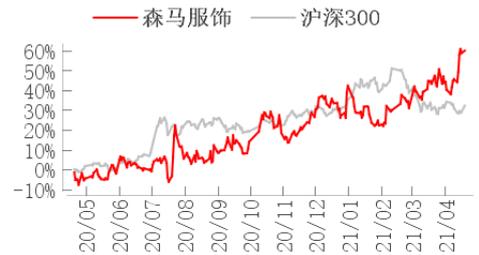
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	16,528	18,923	21,603
同比增长(%)	23.0%	-21.4%	8.7%	14.5%	14.2%
营业利润(百万元)	2,152	1,105	2,204	2,543	2,938
同比增长(%)	3.5%	-48.7%	99.4%	15.4%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,549	806	1,650	1,904	2,199
同比增长(%)	-8.5%	-48.0%	104.8%	15.3%	15.5%
每股收益(元)	0.57	0.30	0.61	0.71	0.82
毛利率(%)	42.5%	40.3%	39.9%	40.0%	40.1%
净利率(%)	8.0%	5.3%	10.0%	10.1%	10.2%
净资产收益率(%)	13.5%	6.9%	13.7%	14.7%	15.9%
市盈率	19.6	37.7	18.3	15.8	13.7
市净率	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月19日)	11.27 元
目标价格	12.2 元
52周最高价/最低价	11.38/6.42 元
总股本/流通A股(万股)	269,759/188,098
A股市值(百万元)	30,402
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021年04月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	11.03	11.68	21.71	60.3
相对表现	8.74	11.28	23.52	40.91
沪深300	2.29	0.4	-1.81	19.39



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076
	shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：	S0860511010001
证券分析师	赵越峰
	021-63325888*7507
	zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：	S0860513060001
	香港证监会牌照：BPU173

联系人	朱炎
	021-63325888*6107
	zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

调整见底 上市十年再出发	2021-02-03
Q3 主业环比改善，剥离 Kidiliz 轻装上阵	2020-11-04
法国业务拖累盈利，国内童装板块继续快速增长	2020-04-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据年报，我们维持公司的预测，预计 2021-2023 年每股收益分别为 0.61 元、0.71 元和 0.82 元，参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 12.2 元，维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 4 月 19 日）

公司名称	公司代码	每股收益			市盈率		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
安奈儿	002875	-0.28	0.28	0.46	-39	39	24
太平鸟	603877	1.50	1.98	2.43	33	25	20
海澜之家	600398	0.45	0.70	0.82	15	10	8
比音勒芬	002832	0.89	1.11	1.36	21	17	14
罗莱生活	002293	0.71	0.84	0.98	22	18	16
星期六	002291	0.03	0.90	1.48	530	19	11
调整后平均						20	15

数据来源：朝阳永续，wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,548	5,047	5,398	5,684	6,139	营业收入	19,337	15,205	16,528	18,923	21,603
应收票据及应收账款	1,973	1,392	1,653	1,892	2,160	营业成本	11,113	9,071	9,937	11,362	12,950
预付账款	247	176	192	220	251	营业税金及附加	127	136	147	169	193
存货	4,109	2,501	3,677	4,431	5,180	营业费用	4,055	3,349	2,892	3,311	3,780
其他	2,437	3,634	3,670	3,689	3,710	管理费用及研发费用	1,443	1,116	1,074	1,239	1,426
流动资产合计	11,314	12,751	14,589	15,915	17,440	财务费用	(123)	(77)	(52)	(53)	(54)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	636	617	425	447	460
固定资产	2,237	2,142	2,180	2,240	2,304	公允价值变动收益	11	(20)	10	5	0
在建工程	21	7	54	77	88	投资净收益	50	68	60	60	60
无形资产	723	462	437	411	385	其他	6	64	30	30	30
其他	2,326	1,808	1,425	1,425	1,425	营业利润	2,152	1,105	2,204	2,543	2,938
非流动资产合计	5,307	4,419	4,094	4,152	4,202	营业外收入	6	5	10	10	10
资产总计	16,621	17,170	18,683	20,068	21,642	营业外支出	30	23	10	10	10
短期借款	267	0	0	0	0	利润总额	2,129	1,088	2,204	2,543	2,938
应付票据及应付账款	2,671	3,999	4,392	5,022	5,724	所得税	595	294	562	648	749
其他	1,059	960	974	989	1,006	净利润	1,534	794	1,642	1,894	2,188
流动负债合计	3,997	4,958	5,366	6,011	6,730	少数股东损益	(16)	(11)	(8)	(9)	(11)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,549	806	1,650	1,904	2,199
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.57	0.30	0.61	0.71	0.82
其他	829	711	691	691	691						
非流动负债合计	829	711	691	691	691	主要财务比率					
负债合计	4,826	5,669	6,057	6,702	7,421		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	30	28	19	10	(0)	成长能力					
股本	2,699	2,698	2,698	2,698	2,698	营业收入	23.0%	-21.4%	8.7%	14.5%	14.2%
资本公积	2,567	2,767	2,781	2,781	2,781	营业利润	3.5%	-48.7%	99.4%	15.4%	15.5%
留存收益	6,561	6,152	7,128	7,877	8,743	归属于母公司净利润	-8.5%	-48.0%	104.8%	15.3%	15.5%
其他	(62)	(144)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	11,794	11,501	12,627	13,366	14,222	毛利率	42.5%	40.3%	39.9%	40.0%	40.1%
负债和股东权益总计	16,621	17,170	18,683	20,068	21,642	净利率	8.0%	5.3%	10.0%	10.1%	10.2%
						ROE	13.5%	6.9%	13.7%	14.7%	15.9%
						ROIC	12.4%	6.4%	13.3%	14.3%	15.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	29.0%	33.0%	32.4%	33.4%	34.3%
净利润	1,534	794	1,642	1,894	2,188	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	320	222	195	139	147	流动比率	2.83	2.57	2.72	2.65	2.59
财务费用	(123)	(77)	(52)	(53)	(54)	速动比率	1.61	1.96	1.86	1.69	1.56
投资损失	(50)	(68)	(60)	(60)	(60)	营运能力					
营运资金变动	1,577	3,433	(1,530)	(839)	(808)	应收账款周转率	9.2	8.5	10.2	10.0	9.9
其它	(1,582)	152	879	442	460	存货周转率	2.2	2.3	2.6	2.2	2.0
经营活动现金流	1,677	4,457	1,074	1,523	1,875	总资产周转率	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
资本支出	(90)	433	(200)	(200)	(200)	每股指标(元)					
长期投资	646	128	(2)	0	0	每股收益	0.57	0.30	0.61	0.71	0.82
其他	(1,117)	(1,208)	107	65	60	每股经营现金流	0.62	1.65	0.40	0.56	0.69
投资活动现金流	(560)	(647)	(95)	(135)	(140)	每股净资产	4.36	4.25	4.67	4.95	5.27
债权融资	(159)	30	(20)	0	0	估值比率					
股权融资	75	199	14	0	0	市盈率	19.6	37.7	18.3	15.8	13.7
其他	(765)	(1,533)	(623)	(1,102)	(1,279)	市净率	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1
筹资活动现金流	(849)	(1,304)	(629)	(1,102)	(1,279)	EV/EBITDA	9.1	17.1	9.0	8.0	7.0
汇率变动影响	14	(5)	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.5	20.8	9.8	8.5	7.3
现金净增加额	281	2,500	351	285	456						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn