

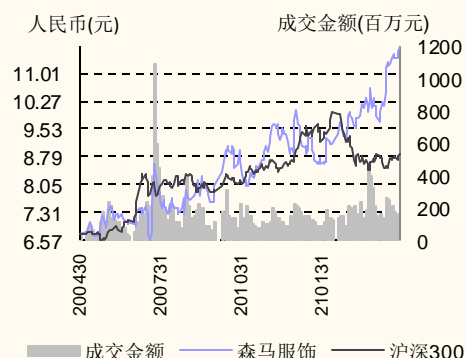
森马服饰 (002563.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.72 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.98
已上市流通 A 股(亿股)	18.81
总市值(亿元)	316.16
年内股价最高最低(元)	11.72/6.61
沪深 300 指数	5164
深证成指	14464



相关报告

1. 《森马服饰深度-休闲与童装双龙头, 拐点已现、长期增长可期》, 2021.4.16

李婕

分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

童装+电商增长靓丽, 21 年开局表现良好

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	16,402	19,273	22,630
营业收入增长率	23.01%	-21.37%	7.87%	17.51%	17.42%
归母净利润(百万元)	1,549	806	1,594	1,912	2,281
归母净利润增长率	-8.52%	-48.00%	97.89%	19.93%	19.28%
摊薄每股收益(元)	0.574	0.299	0.591	0.709	0.846
每股经营性现金流净额	0.16	1.23	0.20	0.79	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.17%	7.02%	13.15%	14.61%	15.90%
P/E	17.19	33.55	19.83	16.53	13.86
P/B	2.26	2.36	2.61	2.42	2.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **事件:** 4月29日公布1Q21业绩, 实现营收33.1亿、净利3.53亿, 同比分别+20.9%、+1916.8%, 较1Q19分别-19.6%、+1.7%, 符合预期。若剔除K公司出表因素, 收入、净利较20年+50%、+226%, 增速环比4Q20再提升, 尽管尚未恢复至19年水平(较19年收入、净利均单位数下降), 但边际改善趋势明显, 业绩加速复苏。
- **童装优势显著, 电商维持高增。** 1) 按渠道拆分: 总体电商、童装、成人装流水分别同+40%、+50%、+双位数, 较19年分别+30%、+60%、-10%; 整体线下、童装、成人装流水分别同+60%、近+60%、+70%, 较19年分别-10%、+10%、-30%。2) 按业务拆分: 童装流水同增约50%-60%、较19年增超20%; 成人装流水同增40%-50%、较19年仍下滑约20%。
- **毛、净利率提升, 剥离K公司费用率下降。** 毛利率44.0%, 在剥离高毛利K公司业务情况下仍同比提升2.9pct、较19年提升2.3pct, 主要受益于加价倍率、电商渠道毛利率提升; 销售/管理费用率分别-7.9/-1.9pct至19.4%/5.3%; 净利率10.6%, 同比提升10.1pct、较19年提升2.3pct。
- **现金储备充足、存货下降, 报表质量提升。** 截止1Q21经营性现金流量净额+货币资金+理财余额共计86.30亿元创新高, 为后续业务发展奠定坚实基础; 应收账款10.66亿元, 同比减少-23.40%、主要受益于公司授信管理加强、客户经营良好; 存货同比减少39.3%至24.4亿元、周转天数下降至119.9天。营运状况持续全面优化。
- **未来展望:** 童装业务继续扩大领先优势、成人装持续复苏, 净开店+店效提升预计推动收入增长; 同时受益于公司整体加价倍率提升、数字化加强提高业务链各环节效率, 毛、净利率均有望继续提升, 带动业绩增长。1H21公司预计净利同比增2585.7%-3233.9%至5.8-7.2亿元, 2021全年收入、净利有望恢复至19年水平。

投资建议

- **投资建议:** 内部维持稳健增长叠加外部疫情改善消费复苏、国产替代趋势催化, 看好公司未来发展。维持此前盈利预测, 预计2021-23年EPS为0.59/0.71/0.85元, 对应PE为20/17/14倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情二次爆发影响终端销售、成人装品牌升级不及预期等。

1、一季度业绩符合预期，童装、电商高增长

4月29日公司公布1Q21业绩，实现营收33.1亿元、归母净利润3.53亿元，同比分别增20.9%、增1916.8%，较19Q1分别-19.6%、+1.7%。

据我们估算，若剔除K公司出表因素，1Q21收入、归母净利较20Q1增50%、增201.7%，较19Q1均单位数下降，符合此前预期。

公司20Q1受到疫情影响业绩承压，2020下半年以来逐步恢复，Q3剥离K公司轻装上阵，Q4原有主业收入、净利增速转正，分别增9.6%、57%，21Q1增速环比20Q4进一步提升，尽管还未恢复到19年水平，但边际改善趋势显著。

图表 1：公司收入、利润拆分

	2019 全年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 全年	2021Q1
营业收入	193.37	27.38	29.96	37.16	57.55	152.05	33.10
YOY	23.01%	-33.51%	-26.95%	-26.28%	-5.28%	-21.4%	20.9%
其中：森马本部业务	163.68	22.06	26.50	33.16	57.55	139.86	33.10
YOY	9.67%	-33.51%	-21.99%	-24.64%	9.56%	-14.6%	50.0%
Kidiliz 并表	29.69	5.32	2.81	4.00	已剥离	12.19	已剥离
营业利润	21.52	0.77	0.59	1.98	7.70	11.05	5.64
YOY	3.47%	-82.67%	-89.26%	-73.04%	84.01%	-48.7%	632.5%
利润总额	21.29	0.73	0.58	1.91	7.66	10.88	5.64
YOY	-6.13%	-83.70%	-89.28%	-73.71%	85.92%	-48.9%	672.6%
其中：森马本部业务	24.36	1.73	3.20	3.41	7.66	16.04	5.64
YOY	0.83%	-63.80%	-48.97%	-56.61%	40.43%	-35.0%	226.0%
Kidiliz 并表	-3.07	-1.00	-2.62	-1.50	已剥离	-5.16	已剥离
归母净利润	15.49	0.17	0.04	1.94	5.90	8.06	3.53
YOY	-8.52%	-94.96%	-98.90%	-66.79%	143.61%	-48.0%	1916.8%
其中：森马本部业务	18.56	1.17	2.52	3.44	5.90	13.04	3.53
YOY	2.44%	-68.83%	-45.03%	-46.63%	57.02%	-29.7%	201.7%
Kidiliz 并表	-3.07	-1.00	-2.48	-1.50	已剥离	-4.98	已剥离

来源：公司公告，国金证券研究所

按业务拆分：童装靓丽增长，成人装持续改善。

童装流水同增约50%-60%，较19年增长超20%，实现稳健增长，继续保持头部优势。其中Mini balabala一季度GMV约为2.7亿元，维持50%以上增长，新品牌培育效果显现。

成人装业务流水同增40%-50%，较19年下滑约20%，仍处于恢复阶段，边际改善明显。

按渠道拆分：电商持续高增长，线下继续复苏。

公司整体电商流水同比增长约40%、较19年增长超30%。其中童装业务线上同比增长超50%、同比19年增长超60%，成人装线上同比双位数增长、较19年下滑约10%。

整体线下业务流水同比增长约60%，较19年下滑10%，其中童装同增近60%、较19年增长近10%；成人装同增70%、较19年下滑约30%。

2、盈利能力提升，报表质量全面优化

产品提价、电商毛利率优化带动公司毛利率提升。公司整体毛利率为44.0%，在剥离高毛利K公司业务情况下，同比20年仍提升2.9pct、较19年提升2.3pct，主要受益于公司产品优化、加价倍率提升与电商渠道毛利率增长

(1Q21 达到 37%左右)。考虑到：1) 线上增加新品比重，老品转变原本清仓渠道定位，折扣率收窄；2) 产品设计、功能性优化，加价倍率提升，预计全年毛利率有望提升。

剥离 K 公司费用率下降。公司销售/管理/研发费用率分别-7.9/-1.9/-0.49pct 至 19.4%/5.3%/1.36%，受益于剥离 K 公司费用率有所下降。

净利率显著提升。21Q1 净利率 10.6%，同比 20 年提升 10.1pct，较 19 年提升 2.3pct，主要受益于毛利率提升及费用率下降。

现金储备充足、存货下降，报表质量提升。截止 1Q21 公司经营性现金流量净额为 7.46 亿元，货币资金 56.05 亿元，理财余额 30.25 亿元，合计达到 86.30 亿元、创新高，为后续业务发展奠定坚实基础；应收账款为 10.66 亿元，同比减少-23.40%、主要受益于授信管理加强、客户经营良好；存货同比减少 39.3%至 24.4 亿元，周转天数下降至 119.9 天，且加盟店商渠道库存估计优于公司报表端，营运状况持续全面优化。

3、盈利预测与投资建议

童装业务继续扩大领先优势、成人装持续复苏，净开店+店效提升预计推动收入增长；同时受益于公司整体加价倍率提升、数字化加强提高业务链各环节效率，公司毛、净利率均有望继续提升，带动业绩增长。

1H21 公司净利润预计同比增长 2585.7%-3233.9%至 5.8-7.2 亿元，若剔除 2020 年 K 公司亏损因素估算同比 20H1 增长 51%~88%，较 19H1 下滑 14%-31%；2021 全年来看，收入、净利有望恢复至 19 年水平，实现平稳增长。

内部维持稳健增长叠加外部疫情改善消费复苏、国产替代趋势催化，看好公司业绩提升。维持此前盈利预测，预计公司 2021-23 年 EPS 为 0.59/0.71/0.85 元，目前股价对应 20/17/14 倍 PE，维持“买入”评级。

4、风险提示

疫情二次爆发影响终端销售，成人装品牌升级不及预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	15,719	19,337	15,205	16,402	19,273	22,630	货币资金	2,435	2,548	5,047	4,306	4,922	5,639
增长率		23.0%	-21.4%	7.9%	17.5%	17.4%	应收账款	2,173	2,165	1,489	1,842	2,112	2,418
主营业务成本	-9,466	-11,113	-9,071	-9,415	-11,000	-12,876	存货	4,417	4,109	2,501	2,824	2,763	2,998
%销售收入	60.2%	57.5%	59.7%	57.4%	57.1%	56.9%	其他流动资产	2,215	2,492	3,714	3,323	3,453	3,397
毛利	6,253	8,224	6,134	6,986	8,273	9,754	流动资产	11,241	11,314	12,751	12,296	13,250	14,452
%销售收入	39.8%	42.5%	40.3%	42.6%	42.9%	43.1%	%总资产	67.8%	68.1%	74.3%	74.5%	74.9%	75.4%
营业税金及附加	-111	-127	-136	-146	-166	-190	长期投资	1,537	1,446	1,212	1,314	1,321	1,323
%销售收入	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	固定资产	2,240	2,258	2,149	2,211	2,336	2,533
销售费用	-2,570	-4,055	-3,349	-3,293	-3,896	-4,537	%总资产	13.5%	13.6%	12.5%	13.4%	13.2%	13.2%
%销售收入	16.4%	21.0%	22.0%	20.1%	20.2%	20.1%	无形资产	1,017	962	526	682	779	866
管理费用	-522	-1,029	-824	-832	-973	-1,161	非流动资产	5,327	5,307	4,419	4,208	4,435	4,722
%销售收入	3.3%	5.3%	5.4%	5.1%	5.1%	5.1%	%总资产	32.2%	31.9%	25.7%	25.5%	25.1%	24.6%
研发费用	-364	-414	-292	-349	-436	-520	资产总计	16,568	16,621	17,170	16,504	17,686	19,174
%销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%	短期借款	177	267	10	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	2,685	2,598	1,533	2,366	2,802	3,345	应付款项	3,271	2,887	4,206	3,464	3,523	3,562
%销售收入	17.1%	13.4%	10.1%	14.4%	14.5%	14.8%	其他流动负债	963	843	742	563	666	784
财务费用	76	123	77	82	96	113	流动负债	4,410	3,997	4,958	4,028	4,189	4,346
%销售收入	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	157	0	0	0	0	0
资产减值损失	-867	636	617	-408	-437	-515	其他长期负债	808	829	711	328	385	453
公允价值变动收益	9	11	-20	0	0	0	负债	5,375	4,826	5,669	4,356	4,574	4,798
投资收益	127	50	68	85	87	97	普通股股东权益	11,146	11,765	11,473	12,120	13,084	14,348
%税前利润	5.6%	2.3%	6.3%	4.0%	3.4%	3.2%	其中：股本	2,700	2,699	2,698	2,698	2,698	2,698
营业利润	2,080	2,152	1,105	2,126	2,549	3,041	未分配利润	4,769	5,229	4,750	5,383	6,347	7,611
营业利润率	13.2%	11.1%	7.3%	13.0%	13.2%	13.4%	少数股东权益	47	30	28	28	27	27
营业外收支	188	-23	-17	0	0	0	负债股东权益合计	16,568	16,621	17,170	16,504	17,686	19,174
税前利润	2,268	2,129	1,088	2,126	2,549	3,041	比率分析						
利润率	14.4%	11.0%	7.2%	13.0%	13.2%	13.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-587	-595	-294	-531	-637	-760	每股指标						
所得税率	25.9%	28.0%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.627	0.574	0.299	0.591	0.709	0.846
净利润	1,682	1,534	794	1,594	1,912	2,281	每股净资产	4.128	4.360	4.253	4.493	4.850	5.319
少数股东损益	-12	-16	-11	0	0	0	每股经营现金净流	0.354	0.156	1.229	0.204	0.789	0.910
归属于母公司的净利润	1,694	1,549	806	1,594	1,912	2,281	每股股利	0.350	0.450	0.150	0.356	0.352	0.377
净利率	10.8%	8.0%	5.3%	9.7%	9.9%	10.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.20%	13.17%	7.02%	13.15%	14.61%	15.90%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	10.22%	9.32%	4.69%	9.66%	10.81%	11.90%
净利润	1,682	1,534	794	1,594	1,912	2,281	投入资本收益率	17.13%	15.42%	9.71%	14.61%	16.03%	17.45%
少数股东损益	-12	-16	-11	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,112	-246	-176	626	707	851	主营业务收入增长率	30.71%	23.01%	-21.37%	7.87%	17.51%	17.42%
非经营收益	-199	-34	84	106	-184	-210	EBIT 增长率	50.41%	-3.24%	-41.01%	54.35%	18.44%	19.38%
营运资金变动	-1,639	-832	2,613	-1,775	-306	-466	净利润增长率	48.83%	-8.52%	-48.00%	97.89%	19.93%	19.28%
经营活动现金净流	955	422	3,315	552	2,129	2,456	总资产增长率	21.44%	0.32%	3.30%	-3.88%	7.16%	8.41%
资本开支	-471	-342	-128	-356	-742	-930	资产管理能力						
投资	1,823	-250	-518	-102	-7	-2	应收账款周转天数	39.2	37.1	40.4	38.0	37.0	36.0
其他	-561	32	-1	85	87	97	存货周转天数	131.1	140.0	133.0	119.0	106.0	103.0
投资活动现金净流	791	-560	-647	-373	-662	-835	应付账款周转天数	87.2	79.4	85.4	80.0	75.0	70.0
股权募资	119	0	2	14	0	0	固定资产周转天数	46.1	42.2	51.4	52.4	51.6	52.3
债权募资	-11	-65	-38	-55	0	0	偿债能力						
其他	-902	-771	-1,274	-879	-852	-904	净负债/股东权益	-18.77%	-36.67%	-69.30%	-59.58%	-59.90%	-59.62%
筹资活动现金净流	-794	-835	-1,310	-920	-852	-904	EBIT 利息保障倍数	-35.4	-21.2	-20.0	-28.8	-29.1	-29.6
现金净流量	952	-974	1,358	-741	616	717	资产负债率	32.44%	29.04%	33.02%	26.39%	25.86%	25.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	32	63	80	122
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.03	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-16	买入	11.32	14.75~14.75

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402