

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05月03日

## Q1 业绩亮眼，强化内核迎接全面恢复

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29日，森马服饰发布2021年Q1季度报告，2021年Q1收入为33.1亿元，同增20.9%；归母净利润为3.5亿元，同增1916.8%。

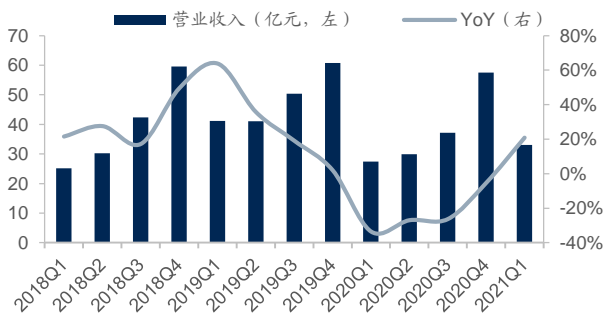
**国信观点：**1) **2021Q1 业绩：**业绩重回成长，盈利能力提升，周转明显加快；2) **业务拆分及展望：**数字化与新零售赋能强化内核，21年将迎来全面复苏；3) **风险提示：**1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；2.库存积压风险；3.企业恶性竞争；4.市场的系统性风险。4) **投资建议：**公司2020年剥离亏损业务后，主业兑现了龙头品牌业绩的韧性，2021年Q1业绩复苏好于同业，渠道库存优化和电商新零售表现出众，为长期发展奠定良好基础。公司兼具长期景气成长性与短期疫情后业绩显著拐点，当前估值吸引力强。预计公司21-23年EPS分别为0.65/0.81/0.96元，当前股价对应PE为18.2x/14.5x/12.3x，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ■ 2021Q1：业绩重回成长，盈利能力提升，周转明显加快

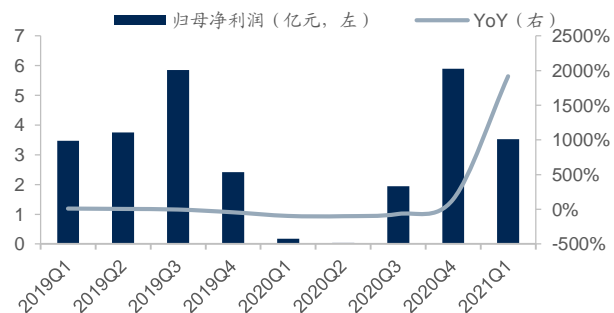
**21Q1 业绩表现优异，重回成长轨道。**2021年Q1公司营业收入为33.1亿元，同增20.9%；归母净利润为3.5亿元，同增1916.8%，一方面由于20年Q1疫情和Kidiliz拖累业绩导致基数较低，另一方面公司在原有业务方面的内核强化使得业绩重回增长。剔除Kidiliz影响的可比口径下，21Q1营收/归母净利润分别同增33.1%/201.4%；与19Q1相比，营收/归母净利润分别同减0.2%/6.1%。目前公司维持良好的恢复势头，据一季报，21H1公司归母净利润预计为5.8~7.2亿，同增2585.7%~3233.9%；可比口径下21H1同增57.2%~95.1%，相比19H1减少30.4%~13.6%。

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

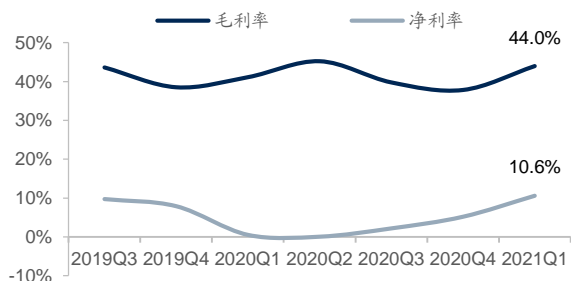
图 2：2018Q1-2021Q1 公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

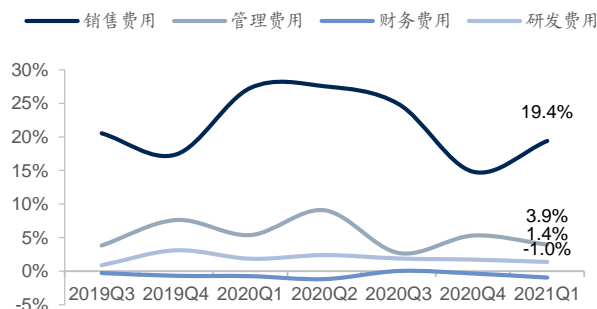
利润水平大幅提升，费用率明显下降。21年Q1公司毛利率为44.0%，同增2.9 p.p.；净利率为10.6%，同增10.1 p.p.。公司的费用率均有下降，销售/管理/财务/研发费用分别为19.4%/3.9%/-1.0%/1.4%，分别同减7.9 p.p./-1.4 p.p./-0.2 p.p./-0.5 p.p.。

图 3：2018Q1-2021Q1 公司利润率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

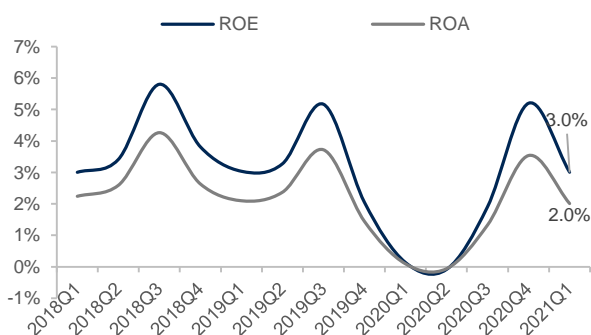
图 4：2018Q1-2021Q1 公司费用率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

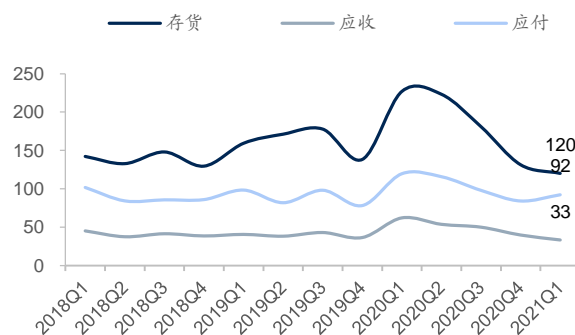
ROE 大幅提升，周转明显加快。21年Q1公司的ROE为3.0%，同增2.9 p.p.，ROA为2.0%，同增1.9 p.p.。公司周转大幅加快，且库存处于历史较低水平；存货周转天数为120天，同减107天；应收账款周转天数为33天，同减29天，主要是由于公司加强授信管理以及客户经营状况的改善；应付账款周转天数为92天，同减27天。

图 5：2018Q1-2021Q1 公司季度 ROE 与 ROA 水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

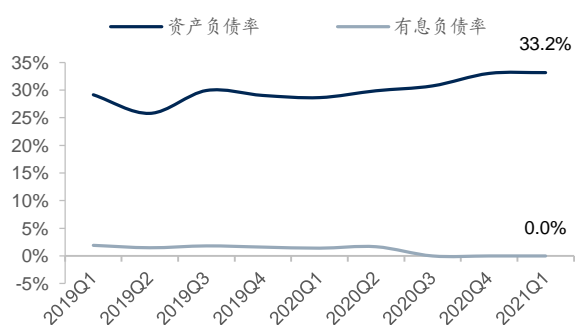
图 6：2018Q1-2021Q1 公司周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

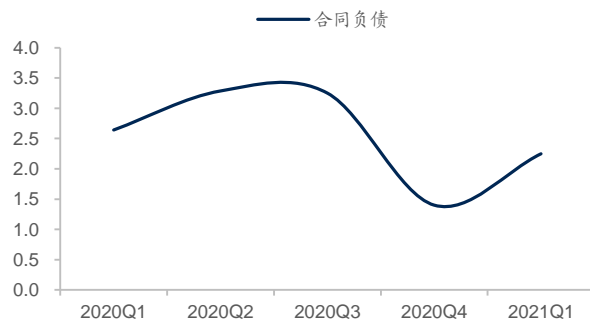
资产负债率健康，客户订单导致合同负债增加。资产负债率为33.2%，同增4.5 p.p.，有息负债率为0.0%，同减1.4 p.p.。合同负债从20Q4的1.4亿元提升60.7%至21Q1的2.2亿元，主要是由于预收客户贷款的增加。

图 7：2018Q1-2021Q1 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 8：2018Q1-2021Q1 公司合同负债水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## ■ 业务拆分及展望：数字化与新零售赋能强化内核，21 年将迎来全面复苏

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%+，从业务分拆看，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，20 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。从加价倍率看，从 19 年下半年到现在，巴拉巴拉品牌的加价倍率从 3.5-4 倍提升到 4 倍以上，森马品牌从 3-3.5 倍提升到 3.5 倍，全公司加价率提升到 4 倍左右。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、加价倍率提升和折扣恢复的共同作用，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，公司导入消费者洞察工具，推动品类和新品增长；赋能代理商和供应商数字化，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。在新零售方面，通过 APP 小程序等平台赋能店铺线上业务。打造全域出点，通过电商赋能线下直播。聚焦品牌自播并成立新零售直播学院，更好地构建森马直播生态圈，助跑客户赢在直播赛道。在产品创新、品牌和消费者升级方面，注重产品创新，不断探索多元化的功能产品，打造品牌 DNA 的原创产品；围绕不同品牌的定位，打造差异化的价值创造，为消费者提供独特的品牌体验和情感；开展全域品牌营销，运用线上线下多触点，开展全域品牌营销，运用线上线下多触点，开展圈层触达与会员运营，打造超级品牌日；提升实体门店的购物体验、优化线上，打造品牌全域一致性体验。

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 2020 年剥离亏损业务后，主业兑现了龙头品牌业绩的韧性，2021 年 Q1 业绩复苏好于同业，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 18.2x/14.5x/12.3x，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)	39.2	18.2	14.5	12.3
EV/EBITDA	17.7	12.8	10.7	9.4
市净率 (PB)	2.8	2.6	2.4	2.3

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	3.9%	3.4%	4.3%	5.1%
P/E	39.2	18.2	14.5	12.3
P/B	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	17.7	12.8	10.7	9.4

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-重大事件快评：Q1 业绩预告符合预期，全面恢复重启成长》 ——2021-04-16
- 《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

## 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