万联证券 WANLIAN SECURITIES

Q4 业绩拐点确立，期待 2021 年龙头全面恢复

——森马服饰（002563）2020 年业绩快报点评

买入（维持）

日期：2021 年 03 月 01 日

事件：

2021 年 2 月 26 日，公司发布 2020 年度业绩快报。2020 年，公司实现营收 151.7 亿元，同比-21.6%，实现归母净利润 8.0 亿元，同比-48.2%。

投资要点：

- **2020年业绩略超预期，Q4基本面拐点已确立。**2020年，公司实现营收151.7亿元，同比-21.6%，实现归母净利润8.0亿元，同比-48.2%，整体业绩略超预期。**分季度来看，**Q1-Q4的营收分别同比-33.5%/-27.0%/-26.3%/-5.9%，归母净利润分别同比-95.0%/-98.9%/-66.8%/+142.3%。随着亏损的法国子公司在2020年9月成功剥离以及Q4纺服旺季的持续催化，公司业绩在2020Q4出现好转，存货持续下降，资产负债率降低，基本面拐点确立。

- **成人装开展创新改革，童装多品牌持续向好。**公司成人装业务在2020年持续开展改革创新，品牌定位聚焦95后新青年，强调产品的功能性、IP款以及故事性。不断改善线下门店形象的同时，加强柔性供应链的运营，快反比例从20%提升至30%。公司童装业务多品牌发展，旗下巴拉巴拉市场份额位列第一，从2020年10月份起全月实现正增长，Minibala和马卡乐亦有较好的增长。2021年，在没有法国K公司的拖累下，公司有望凭借原有高速发展的童装、电商业务，以及改革创新中的成人装业务，实现2021年全面恢复。

- **盈利预测与投资建议：**公司在2020年9月剥离了亏损的法国子公司后有望轻装上阵，随着公司成人装业务改革创新的推进，以及童装和电商业务的持续高增，公司在2021年将迎来全面恢复。此外，总经理与董事的多次股权受让以及员工持股计划的完成也增添了公司未来发展的信心。我们预计，公司2020-2022年的归母净利润增速分别为-48%/125%/19%，对应PE分别为31/14/12倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**疫情反复风险、竞争加剧风险、业务发展不达预期风险。

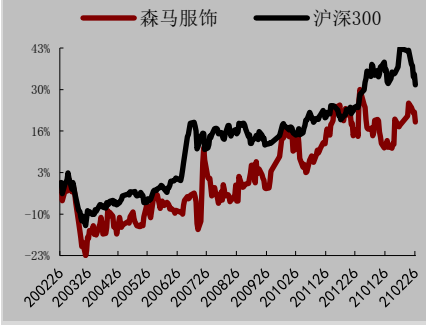
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	15,167	18,966	21,575
增长比率（%）	23.0%	-21.6%	25.0%	13.8%
净利润(百万元)	1,549	802	1,806	2,146
增长比率(%)	-8.5%	-48.2%	125.1%	18.8%
每股收益(元)	0.57	0.30	0.67	0.80
市盈率(倍)	16.1	31.0	13.8	11.6

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	纺织服装
公司网址	
大股东/持股	邱光和/17.27%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	2,697.59
流通A股（百万股）	1,887.54
收盘价（元）	9.23
总市值（亿元）	248.99
流通A股市值（亿元）	174.22

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2021 年 02 月 26 日

相关研究

万联证券研究所 20201129_森马服饰（002563）事项点评报告_AAA_总经理与董事受让公司股权，权益绑定增添未来发展信心

万联证券研究所 20201028_公司季报点评_AAA_森马服饰（002563）季报点评报告

万联证券研究所 20200826_森马服饰（002563）半年报点评报告_AAA_受 K 公司影响较为严重，期待剥离后童装业务的焕发

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,314	11,563	12,772	13,453
货币资金	2,548	3,679	3,722	4,051
应收票据及应收账款	1,973	1,745	2,078	2,246
其他应收款	192	208	218	225
预付账款	247	198	245	262
存货	4,109	3,539	4,264	4,443
其他流动资产	2,245	2,195	2,245	2,225
非流动资产	5,307	5,450	5,558	5,693
长期股权投资	0	15	19	24
固定资产	2,237	2,318	2,290	2,275
在建工程	21	113	205	297
无形资产	723	643	643	633
其他长期资产	2,326	2,361	2,401	2,464
资产总计	16,621	17,013	18,330	19,146
流动负债	3,997	4,010	4,873	5,188
短期借款	267	600	800	1,000
应付票据及应付账款	2,671	2,595	2,985	2,940
预收账款	186	152	190	216
其他流动负债	873	663	898	1,032
非流动负债	829	929	879	829
长期借款	0	100	50	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	829	829	829	829
负债合计	4,826	4,939	5,752	6,017
股本	2,699	2,698	2,698	2,698
资本公积	2,600	2,585	2,585	2,585
留存收益	6,561	6,869	7,391	7,962
归属母公司股东权益	11,765	12,053	12,575	13,146
少数股东权益	30	22	4	-17
负债和股东权益	16,621	17,013	18,330	19,146

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,677	1,659	1,549	2,136
净利润	1,534	795	1,788	2,125
折旧摊销	373	240	275	287
营运资金变动	-832	-139	-1,103	-806
其它	602	764	588	530
投资活动现金流	-560	-410	-310	-302
资本支出	-342	-300	-300	-300
投资变动	-250	20	-15	-71
其他	32	-130	5	69
筹资活动现金流	-849	-108	-1,184	-1,490
银行借款	212	433	150	150
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	-1	0	0
其他	-1,062	-541	-1,334	-1,640
现金净增加额	281	1,141	55	344
期初现金余额	2,249	2,548	3,679	3,722
期末现金余额	2,528	3,679	3,722	4,051

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,337	15,167	18,966	21,575
营业成本	11,113	8,611	11,118	12,476
营业税金及附加	127	83	114	140
销售费用	4,055	3,716	3,793	4,423
管理费用	1,029	787	721	841
研发费用	414	317	408	496
财务费用	-123	-101	-116	-120
资产减值损失	-619	-623	-569	-569
公允价值变动收益	11	-150	-80	-50
投资净收益	50	30	95	129
资产处置收益	-20	0	0	0
营业利润	2,152	1,059	2,417	2,871
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	30	0	0	0
利润总额	2,129	1,059	2,417	2,871
所得税	595	265	628	747
净利润	1,534	795	1,788	2,125
少数股东损益	-16	-8	-18	-21
归属母公司净利润	1,549	802	1,806	2,146
EBITDA	2,971	1,893	3,088	3,485
EPS（元）	0.57	0.30	0.67	0.80

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入（%）	23.0%	-21.6%	25.0%	13.8%
营业利润（%）	3.5%	-50.8%	128.1%	18.8%
归属于母公司净利润（%）	-8.5%	-48.2%	125.1%	18.8%
获利能力				
毛利率（%）	42.5%	43.2%	41.4%	42.2%
净利率（%）	7.9%	5.2%	9.4%	9.8%
ROE（%）	13.2%	6.7%	14.4%	16.3%
ROIC（%）	15.5%	9.7%	15.5%	16.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	29.0%	29.0%	31.4%	31.4%
净负债比率（%）	-19.3%	-24.7%	-22.8%	-23.2%
流动比率	2.83	2.88	2.62	2.59
速动比率	1.74	1.95	1.70	1.69
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.89	1.03	1.13
应收账款周转率	9.80	8.69	9.13	9.61
存货周转率	2.70	2.43	2.61	2.81
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.30	0.67	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.62	0.57	0.79
每股净资产(最新摊薄)	4.36	4.47	4.66	4.87
估值比率				
P/E	16.07	31.03	13.78	11.60
P/B	2.12	2.07	1.98	1.89
EV/EBITDA	8.20	12.70	7.82	6.88

资料来源：Wind、万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场