

# 森马服饰 (002563)

证券研究报告

2021年09月01日

## 消费复苏助业绩高增，数字化整合资源降本提效

8月31日，公司发布2021半年报，2021H1实现收入65.16亿元，同比增长13.65%；归母净利润6.65亿元，同比增长2908.24%；收入增长主要系本期销售恢复性增长所致。

分产品看，21H1公司休闲服饰收入23.48亿元(+28.71%)，占比36.03%，儿童服饰收入41.08亿元(+6.88%)，占比63.05%。

2021H1公司毛利润28.79亿元，同比增长16.07%，毛利率44.18%，同比增0.92pct。其中休闲服饰毛利率43.55%，同比增长8.54pct，儿童服饰毛利率44.48%，同比减少2.53pct。

费用率方面，21H1销售费用率21.54%(-5.88pct)，管理费用率4.18%(-3.12pct)；销售费用率和管理费用率大幅下降的主要原因是系上期包含法国KIDILIZ集团。

2021H1公司归母净利6.65亿元，同比增长2908.24%；在毛利率稳定，费用率显著减少的背景下，公司归母净利率同比增长10.07pct至10.17%。

21H1公司存货周转天数为129天，同比减少94天。存货规模27.11亿元，同比减少31.5%。减少主要系20H1包含法国KIDILIZ集团及21H1库存控制卓有成效，库存余额同比减少所致。

公司已建立包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯、电商、小程序等在内的线上线下全渠道零售体系。21H1期末公司门店数为8733家，较2020年底净增8家。

公司拥有多品牌运作平台及经验，能有效整合两大细分行业产业链上下游的资源，迅速渗透至市场和目标消费者；整合全链路资源，建立一套与自身经营模式相适应的贯穿各个业务环节的合作体系，保证了轻资产高效运营模式的成功实施；布局全渠道销售网络，成功布局中国一二三四线市场，同时电商业务收入连续多年快速增长。

维持盈利预测，给予买入评级。公司旗下拥有多品牌矩阵，针对不同平台人群发力，随着疫后复苏，轻装上阵有望持续聚焦主力品牌矩阵发力。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为15.48、18.65、22.16亿元，对应EPS分别为0.57、0.69、0.82元，对应P/E分别为16、14、12倍。

风险提示：国内终端消费需求增速放缓；休闲服饰市场快速变化；童装市场竞争加剧等风险。

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.46元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,694.09
流通A股股本(百万股)	1,887.02
A股总市值(百万元)	25,486.09
流通A股市值(百万元)	17,851.22
每股净资产(元)	4.29
资产负债率(%)	33.33
一年内最高/最低(元)	13.08/7.43

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《森马服饰-年报点评报告:20 业绩符合预期环比持续改善，补库存&消费复苏有望助业绩回升》 2021-04-13
- 2 《森马服饰-公司点评:20 Q4 主业持续恢复，看好 21 年业务复苏》 2021-02-27
- 3 《森马服饰-公司点评:董事及高管增持，存货控制有效，》 2020-12-07

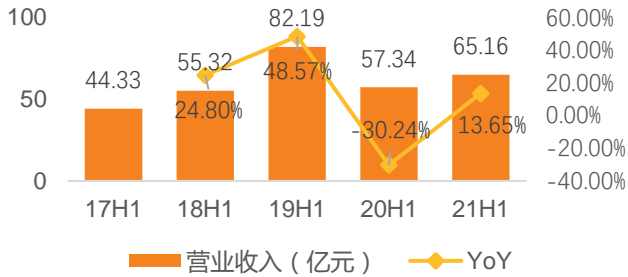
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,336.77	15,204.91	17,454.05	19,923.56	23,536.02
增长率(%)	23.01	(21.37)	14.79	14.15	18.13
EBITDA(百万元)	3,954.52	2,662.84	2,304.27	2,760.74	3,289.66
净利润(百万元)	1,549.40	805.68	1,547.69	1,865.01	2,216.01
增长率(%)	(8.52)	(48.00)	92.10	20.50	18.82
EPS(元/股)	0.58	0.30	0.57	0.69	0.82
市盈率(P/E)	16.45	31.63	16.47	13.67	11.50
市净率(P/B)	2.17	2.22	2.15	2.12	2.12
市销率(P/S)	1.32	1.68	1.46	1.28	1.08
EV/EBITDA	5.06	6.49	8.84	5.61	6.33

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 21H1 营收 65.16 亿同增 13.65%，归母净利 6.65 亿同增 2908.24%

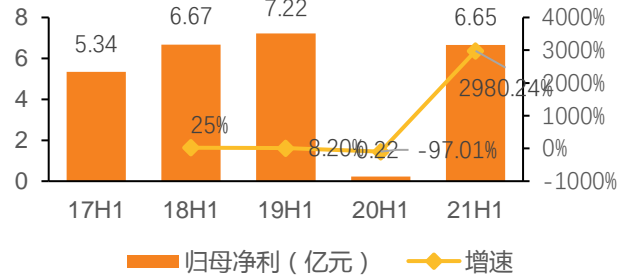
8月31日，公司发布2021半年报，2021H1实现收入65.16亿元，同比增长13.65%；归母净利6.65亿元，同比增长2908.24%；收入增长主要系本期销售恢复性增长所致。

图 1：公司历年 H1 收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司历年 H1 归母净利及增速

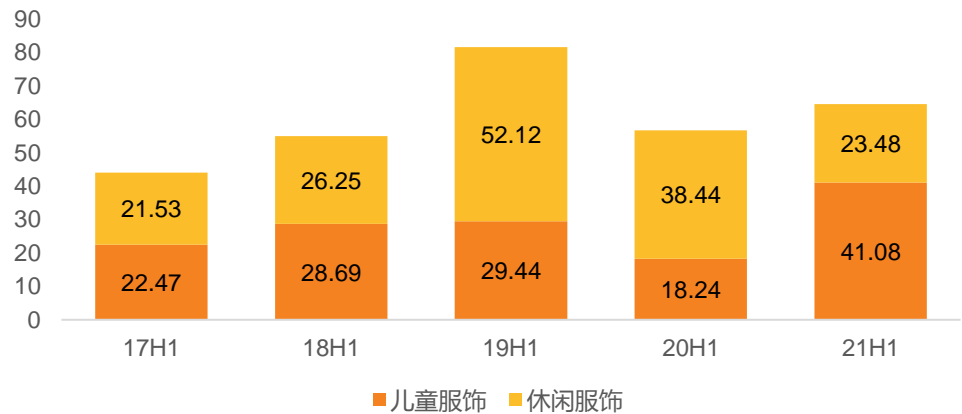


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分季度看，公司 21Q1 和 Q2 收入分别为 33.10 亿 (+20.91%)、32.06 亿 (+7.01%)，Q1、Q2 归母净利分别为 3.53 亿 (+1916.78%)、3.13 亿 (+7499.66%)。

分产品看，21H1 公司休闲服饰收入 23.48 亿元 (+28.71%)，占比 36.03%，儿童服饰收入 41.08 亿元 (+6.88%)，占比 63.05%，其他收入 0.60 亿 (-8.82%)，占比 0.92%。

图 3：森马分产品收入情况 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

分渠道看，21H1 公司服装行业收入 64.56 亿元 (占比 99.08%)，同比增长 13.91%，其中：

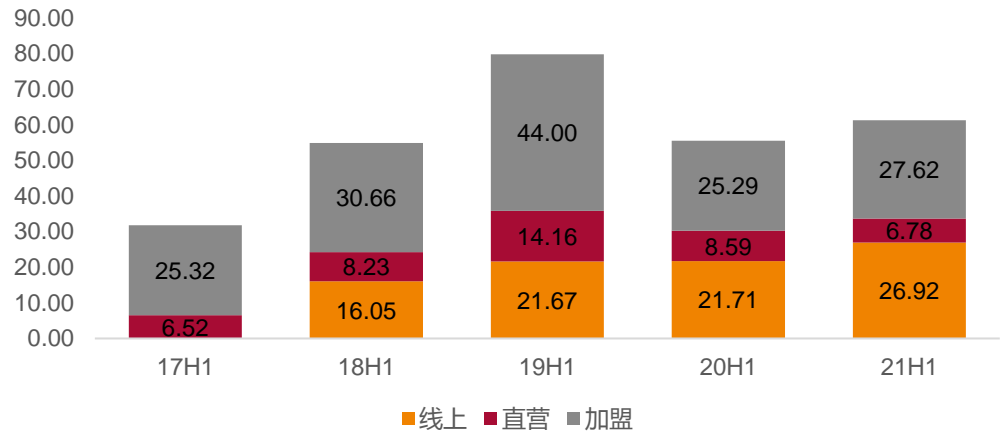
1) 线下渠道：收入 37.63 亿 (占服装行业收入比 58.31%)，同比增长 7.63%

其中直营收入 6.78 亿 (占服装行业收入比 10.51%)，同比减少 21.04%；加盟收入 27.62 亿 (占服装行业收入比 42.79%)，同比增长 9.23%；联营收入 3.24 亿 (占服装行业收入比 5.01%)，同比增长 196.30%。

2) 线上渠道：收入 26.92 亿元 (占服装行业收入比 41.69%)，同比增长 24.01%

其中天猫零售额 21.18 亿，占线上销售总额 78.67%。

图 4：森马分渠道收入情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 毛利率保持稳定，费用效率显著改善

2021H1 公司毛利润 28.79 亿元，同比增长 16.07%，毛利率 44.18%，同比增 0.92pct。

1) 毛利率：毛利率同增 0.92pct 至 44.18%

分产品看，休闲服饰毛利率 43.55%，同比增长 8.54pct，儿童服饰毛利率 44.48%，同比减少 2.53pct。

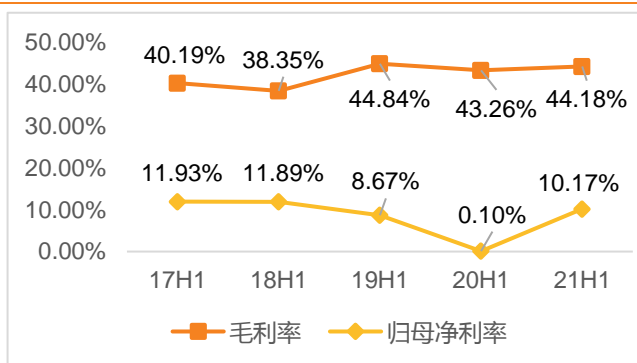
分渠道看，21H1 线下渠道毛利率为 47.68%，同比增长 1.73pct。其中直营销销售毛利率 66.74%，同比增长 6.25pct；加盟销售毛利率 40.37%，同比增长 0.21pct；联营毛利率 70.19%，同比增长 4.27%。21H1 线上渠道毛利率 39.19%，同比增长 0.58pct。

2) 费用率：销售、管理等费用率大幅减少

21H1 销售费用率 21.54% (-5.88pct)，管理费用率 4.18% (-3.12pct)，研发费用率 1.84% (-0.30pct)，财务费用率-1.12% (-0.13pct)。

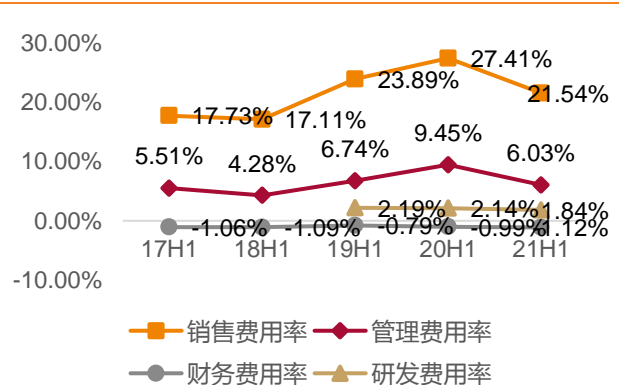
销售费用率和管理费用率大幅下降的主要原因是系上期包含法国 KIDILIZ 集团。

图 5：公司历年 H1 毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司历年 H1 期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

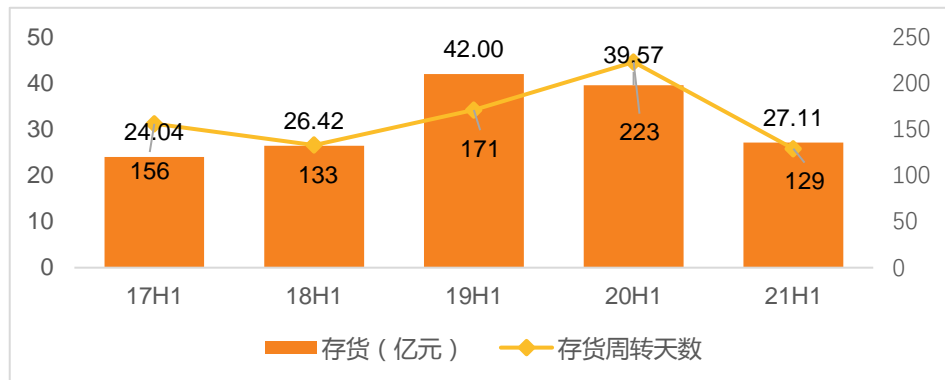
### 3) 净利率：归母净利率同比增长 10.07pct 至 10.17%

2021H1 公司归母净利 6.65 亿元，同比增长 2908.24%；在毛利率稳定，费用率显著减少的背景下，公司归母净利率同比增长 10.07pct 至 10.17%。

### 3. 存货水平优化，存货周转效率增长

21H1 公司存货周转天数为 129 天，同比减少 94 天。存货规模 27.11 亿元，同比减少 31.5%。减少主要系 20H1 包含法国 KIDILIZ 集团及 21H1 库存控制卓有成效，库存余额同比减少所致。

图 7：21H1 公司存货同比减少 31.5%，周转天数减少 94 天



资料来源：wind，天风证券研究所

### 4. 广泛深入全渠道营销网络布局

公司已建立包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯、电商、小程序等在内的线上线下全渠道零售体系。21H1 期末公司门店数为 8733 家，较 2020 年底净增 8 家。其中直营门店 722 家，占比 8.27%，较 2020 年底净增 41 家；加盟门店 7678 家，占比 87.92%，较 2020 年底净减 15 家；联营门店 333 家，占比 3.81%，较 2020 年底净减 18 家。

表 1：公司门店数量（家）

模式	2020 年底	21H1 增加	21H1 减少	21H1 期末
直营	681	73	32	722
加盟	7693	436	451	7678
联营	351	21	39	333
合计	8725	530	522	8733

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 5. 未来展望：覆盖多品牌针对多人群，整合全链路布局全渠道

公司拥有森马和巴拉巴拉两个主要品牌，已成为休闲服饰及童装行业的领先品牌。森马品牌市场占有率、品牌知名度在国内休闲服市场名列前茅，巴拉巴拉品牌在品牌知名度、市场占有率、渠道规模等多项指标遥遥领先其他品牌，在国内童装市场位居第一。

- 多品牌运作平台及经验

经过多年的积累，根据休闲服饰和儿童服饰两大细分市场的特点和目标消费者的需求，以品牌经营为核心，以事业部制的形式独立运营森马休闲服饰和巴拉巴拉儿童服饰两大品牌，分别为两大细分市场的供需各方构建具有差异化特征的业务平台，有效整合两大细分行业产业链上下游的资源，使得两大细分行业中的设计、生产和渠道拥有者都能够通过公司的业务平台迅速渗透至市场和目标消费者。

● **全链路资源整合能力**

公司凭借和谐共赢理念，以“小河有水大河满”的经营思想整合供应商、代理商以及设计研发、品牌传播等多方面国内外资源，建立一套与自身经营模式相适应的贯穿设计、生产、物流、销售及品牌传播等各个业务环节的合作体系，保证了以生产外包、整合资源为核心的轻资产高效益运营模式的成功实施。

● **全渠道销售网络布局**

公司已形成线上线下全渠道零售格局。公司森马休闲装和巴拉巴拉童装两大品牌服饰业务成功布局中国一二三四线市场，不仅为现有品牌经营提供重要保证，也为未来多品类、多品牌业务的发展提供良好基础。公司旗下电子商务公司，成功在国内知名电子商务平台建立了线上销售渠道，电商业务收入连续多年快速增长。

## 6. 盈利预测

**维持盈利预测，维持买入评级。**公司旗下拥有多品牌矩阵，针对不同平台人群发力，随着疫后复苏，轻装上阵有望持续聚焦主力品牌矩阵发力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.48、18.65、22.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.57、0.69、0.82 元，对应 P/E 分别为 16、14、12 倍。

## 7. 风险提示

国内终端消费需求增速放缓；休闲服饰市场快速变化；童装市场竞争加剧等风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,547.68	5,047.43	1,745.41	6,744.64	1,788.74
应收票据及应收账款	1,973.22	1,391.81	2,311.41	2,006.83	3,040.58
预付账款	247.09	176.18	260.41	247.45	342.22
存货	4,108.85	2,501.07	4,993.76	3,317.25	6,564.84
其他	2,436.76	3,634.48	2,648.07	2,954.41	2,481.32
<b>流动资产合计</b>	<b>11,313.60</b>	<b>12,750.97</b>	<b>11,959.06</b>	<b>15,270.58</b>	<b>14,217.70</b>
长期股权投资	0.00	0.14	0.28	0.42	0.56
固定资产	2,237.01	2,141.51	2,324.81	2,310.44	2,231.09
在建工程	20.62	7.13	40.28	72.17	73.30
无形资产	723.36	462.30	405.49	237.18	54.49
其他	2,326.10	1,807.94	1,761.85	1,509.75	1,344.42
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,307.09</b>	<b>4,419.01</b>	<b>4,532.71</b>	<b>4,129.96</b>	<b>3,703.87</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,620.69</b>	<b>17,169.98</b>	<b>16,491.77</b>	<b>19,400.54</b>	<b>17,921.57</b>
短期借款	266.92	0.00	349.86	200.00	423.75
应付票据及应付账款	2,671.24	3,998.51	2,268.49	5,389.97	3,291.97
其他	1,059.02	959.61	1,189.66	1,019.28	1,346.24
<b>流动负债合计</b>	<b>3,997.18</b>	<b>4,958.12</b>	<b>3,808.01</b>	<b>6,609.25</b>	<b>5,061.96</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	829.11	711.26	770.18	740.72	755.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>829.11</b>	<b>711.26</b>	<b>770.18</b>	<b>740.72</b>	<b>755.45</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,826.29</b>	<b>5,669.38</b>	<b>4,578.19</b>	<b>7,349.97</b>	<b>5,817.42</b>
少数股东权益	29.66	27.63	35.40	44.78	55.91
股本	2,698.54	2,697.59	2,694.09	2,694.09	2,694.09
资本公积	2,600.19	2,781.14	2,781.14	2,781.14	2,781.14
留存收益	9,160.87	8,933.61	9,184.08	9,311.70	9,354.15
其他	(2,694.85)	(2,939.38)	(2,781.14)	(2,781.14)	(2,781.14)
<b>股东权益合计</b>	<b>11,794.40</b>	<b>11,500.60</b>	<b>11,913.58</b>	<b>12,050.57</b>	<b>12,104.15</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,620.69</b>	<b>17,169.98</b>	<b>16,491.77</b>	<b>19,400.54</b>	<b>17,921.57</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,533.90	794.39	1,547.69	1,865.01	2,216.01
折旧摊销	372.92	348.98	247.52	290.33	327.61
财务费用	11.53	53.19	(96.64)	(119.10)	(118.64)
投资损失	(49.92)	(68.37)	(102.45)	(94.25)	(109.03)
营运资金变动	267.96	2,416.57	(4,966.30)	4,759.48	(5,598.04)
其它	(459.55)	911.76	(934.15)	19.37	21.14
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,676.84</b>	<b>4,456.52</b>	<b>(4,304.35)</b>	<b>6,720.84</b>	<b>(3,260.95)</b>
资本支出	192.49	12.66	348.24	169.00	51.98
长期投资	(3.62)	0.14	0.14	0.14	0.14
其他	(749.29)	(659.95)	1,354.92	(125.10)	85.35
<b>投资活动现金流</b>	<b>(560.42)</b>	<b>(647.15)</b>	<b>1,703.31</b>	<b>44.04</b>	<b>137.47</b>
债权融资	266.92	10.00	354.86	207.50	430.00
股权融资	135.39	193.11	251.37	119.10	118.64
其他	(1,251.74)	(1,507.26)	(1,307.22)	(2,092.25)	(2,381.07)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(849.43)</b>	<b>(1,304.14)</b>	<b>(700.99)</b>	<b>(1,765.64)</b>	<b>(1,832.42)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>266.99</b>	<b>2,505.22</b>	<b>(3,302.03)</b>	<b>4,999.23</b>	<b>(4,955.90)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>19,336.77</b>	<b>15,204.91</b>	<b>17,454.05</b>	<b>19,923.56</b>	<b>23,536.02</b>
营业成本	11,112.73	9,071.34	10,020.37	11,256.81	13,297.85
营业税金及附加	127.48	135.64	120.43	139.46	164.75
营业费用	4,055.34	3,349.45	3,569.35	4,502.73	5,307.37
管理费用	1,029.29	824.01	904.12	1,020.09	1,202.69
研发费用	413.65	291.71	366.54	438.32	541.33
财务费用	(122.73)	(76.67)	(96.64)	(119.10)	(118.64)
资产减值损失	(619.22)	(524.87)	(423.00)	200.00	179.00
公允价值变动收益	10.84	(19.59)	(941.93)	10.00	10.00
投资净收益	49.92	68.37	102.45	94.25	109.03
其他	1,127.02	980.30	1,678.96	(208.50)	(238.05)
<b>营业利润</b>	<b>2,152.45</b>	<b>1,105.19</b>	<b>2,153.40</b>	<b>2,589.51</b>	<b>3,080.69</b>
营业外收入	6.34	5.33	10.00	10.00	10.00
营业外支出	29.53	22.54	12.00	7.00	6.00
<b>利润总额</b>	<b>2,129.26</b>	<b>1,087.98</b>	<b>2,151.40</b>	<b>2,592.51</b>	<b>3,084.69</b>
所得税	595.36	293.59	595.94	718.12	857.55
<b>净利润</b>	<b>1,533.90</b>	<b>794.39</b>	<b>1,555.47</b>	<b>1,874.38</b>	<b>2,227.15</b>
少数股东损益	(15.50)	(11.29)	7.78	9.37	11.14
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,549.40</b>	<b>805.68</b>	<b>1,547.69</b>	<b>1,865.01</b>	<b>2,216.01</b>
每股收益(元)	0.58	0.30	0.57	0.69	0.82

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.01%	-21.37%	14.79%	14.15%	18.13%
营业利润	3.47%	-48.65%	94.84%	20.25%	18.97%
归属于母公司净利润	-8.52%	-48.00%	92.10%	20.50%	18.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.53%	40.34%	42.59%	43.50%	43.50%
净利率	8.01%	5.30%	8.87%	9.36%	9.42%
ROE	13.17%	7.02%	13.03%	15.53%	18.39%
ROIC	21.52%	14.60%	86.29%	26.38%	106.75%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.04%	33.02%	27.76%	37.89%	32.46%
净负债率	-19.34%	-43.80%	-11.67%	-54.25%	-11.23%
流动比率	2.83	2.57	3.14	2.31	2.81
速动比率	1.80	2.07	1.83	1.81	1.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.85	9.04	9.43	9.23	9.33
存货周转率	4.54	4.60	4.66	4.79	4.76
总资产周转率	1.17	0.90	1.04	1.11	1.26
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.58	0.30	0.57	0.69	0.82
每股经营现金流	0.62	1.65	-1.60	2.49	-1.21
每股净资产	4.37	4.26	4.41	4.46	4.47
<b>估值比率</b>					
市盈率	16.45	31.63	16.47	13.67	11.50
市净率	2.17	2.22	2.15	2.12	2.12
EV/EBITDA	5.06	6.49	8.84	5.61	6.33
EV/EBIT	5.42	7.21	9.91	6.27	7.03



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com