

2021年08月31日

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 公司快报

### 电商保持快速增长，线下消费逐步恢复

纺织服装 | 大众品牌 III

 投资评级 **买入-A(维持)**  
 股价(2021-08-30) **9.30 元**

#### 事件

公司披露半年报，2021年上半年实现营收65.16亿元/+13.65%，归母净利润6.65亿元/+2980.24%，基本每股收益0.25元/股。公司中期拟每10股派发2.5元(含税)。

其中，Q2实现营收32.06亿元/+7.01%，归母净利润3.13亿元/+7499.66%，基本每股收益0.12元/股。

#### 投资要点

◆ **上半年营收复苏明显、利润回暖：营收端**，公司营收上半年增长13.65%，法国KIDILIZ业务已于去年9月初出表，剔除去年同期包含法国KIDILIZ的影响(去年1-6月收入合计8.13亿元)，公司营收增长34.2%，考虑到会计准则变动，营收口径有差别，预计可比口径营收同比增长30%左右。**净利端**，公司上半年归母净利润同比提升2980.24%至6.65亿元，仍未回到2019年的7.12亿的水平。2021年上半年亏损的法国KIDILIZ业务不再影响业绩，叠加销售终端回暖，业绩复苏明显。

◆ **森马童装保持快速增长，店铺面积继续提升**：分品类看，法国KIDILIZ业务已经出表，森马童装方面，上半年营收上升6.88%至41.08亿元，占营收比上升至63.05%。剔除K公司影响，童装收入同比上升35%；童装毛利率约44.48%，较上年同期下降2.53pct。公司童装店铺上半年净减少29家至5605家。童装门店2021年上半年店均面积稳中有升，增加至165平方米/店，随公司对童装标准店的加强推广，以及对门店形象的升级更新提升消费者体验，童装业务持续稳健增长。

◆ **休闲装门店已实现净增长，营收恢复、毛利率提升**：休闲服饰方面，上半年营收同比上升28.71%至23.48亿元，休闲服饰毛利率提升8.54pct至43.55%，改善明显。门店上，上半年休闲装门店已实现净增长，门店数量净增加37家至3128家。

◆ **森马电商延续双位数正增长**：原森马业务分渠道看，2021年上半年，线上实现销售26.92亿元，同比增长24%，剔除K公司影响，同比上升28%，线上毛利率提升0.59pct至39.19%；直营收入6.78亿元，同比下降20%，剔除K公司影响，同比上升14%，直营毛利率上升6.25pct至66.74%；加盟渠道同比增长9.2%至27.62亿元，剔除K公司影响，同比上升25.5%；加盟毛利率提升0.21pct至40.37%。

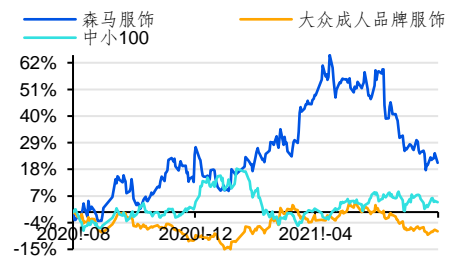
◆ **存货管理效果显著，经营活动现金流大幅改善**：**盈利能力方面**，2021年上半年，公司毛利率同比提升0.92pct至44.18%，销售/管理费用额同比下降10.69%/34.8%，主要受剥离K公司影响，费用减少。**存货方面**，公司存货管理效果显著，截至2021年上半年，公司存货同比下降31.88%至27.11亿元，一年内存货占比57%，存货周转天数同比下降94天至129天。**现金流方面**，经营现金流量净额提升到升67%至8.89亿元，主要是本期销售增长带来现金流好转。

◆ **公司童装龙头地位稳固，看好国潮深化背景下休闲装的发展机会**：**童装方面**，据数据显示，2025年我国童装市场规模将超过4700亿元，双位数年均复合增速是服装领域中增速最快的细分品类。公司巴拉巴拉围绕85-95后新生代家庭的生活方式，定位为“儿童时尚生活方式品牌”，其市占率连续多年稳居行业第一，童装龙头地

#### 交易数据

总市值(百万元)	25,055.04
流通市值(百万元)	17,549.30
总股本(百万股)	2,694.09
流通股本(百万股)	1,887.02
12个月价格区间	7.43/13.08 元

#### 一年股价表现



资料来源: Wind

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.48	-22.54	17.52
绝对收益	-4.42	-22.31	20.31

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

孙萌  
 sunmeng@huajinsec.cn

#### 相关报告

森马服饰：童装业务表现稳健，存货管理效果显著 2021-04-14

森马服饰：Q3 境内业务营收降幅逐步改善，Q4 利润具有良好预期 2020-10-29

森马服饰：国内童装延续较快增速，原业务利润总额平稳增长 2020-04-27

森马服饰：三季度营收净利增速放缓，并表 Kidiliz 影响业绩表现 2019-10-30

森马服饰：原业务利润总额增 28%，KIDILIZ 整合影响半年度净利润 2019-08-27

位稳固,预计公司将在童装市场高景气和向龙头集聚过程中持续受益。休闲装方面,新疆棉事件激发国民爱国意识,国内品牌迎来发展机遇,公司休闲服饰明确全域品牌定位“舒服时尚”,2021年上半年继续增加品牌建设投入,提升品牌声量和美誉度,打造一系列大事件,触达目标消费人群,我们看好森马休闲装在国潮深化背景下的发展潜力。

- ◆ **投资建议:** 公司品牌巴拉巴拉是国内童装龙头,休闲装积极变革,作为完全剥离法国 KIDILIZ 的首个年度,公司今年轻装上阵,疫情间对渠道、品牌形象、供应链进行的升级优化,有望助力业绩在今年逐步复苏。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.59、0.72 和 0.90 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.7%和 17.0%。目前公司 PE (2021E) 约为 16 倍,维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示:** 休闲装转型或存不确定性,线下拓店不及预期,宏观经济波动。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	16,851	19,713	23,060
YoY (%)	23.0	-21.4	10.8	17.0	17.0
净利润(百万元)	1,549	806	1,593	1,952	2,423
YoY (%)	-8.5	-48.0	97.8	22.5	24.1
毛利率 (%)	42.5	40.3	42.4	42.8	43.0
EPS (摊薄/元)	0.58	0.30	0.59	0.72	0.90
ROE (%)	13.2	7.0	12.7	14.7	17.0
P/E (倍)	16.2	31.1	15.7	12.8	10.3
P/B (倍)	2.1	2.2	2.0	1.9	1.8
净利率 (%)	8.0	5.3	9.5	9.9	10.5

数据来源: Wind, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	11314	12751	14684	14614	17951	<b>营业收入</b>	19337	15205	16851	19713	23060
现金	2,548	5,047	4,213	4,928	5,765	营业成本	11113	9071	9706	11276	13144
应收票据及应收账款	2,165	1,489	2,443	2,047	2,821	营业税金及附加	127	136	150	176	206
预付账款	247	176	221	260	310	营业费用	4055	3349	3758	4337	4843
存货	4,109	2,501	4,239	3,779	5,422	管理费用	1029	824	944	1064	1245
其他流动资产	201	606	636	668	701	研发费用	414	292	623	729	876
<b>非流动资产</b>	5,307	4,419	4,338	4,186	4,051	财务费用	-123	-77	-73	-81	-100
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-619	-525	-280	-280	-260
固定资产	2237	2142	1997	1849	1697	公允价值变动收益	11	-20	0	0	0
无形资产	723	462	451	430	402	投资净收益	50	68	72	75	79
其他非流动资产	1083	853	896	940	987	<b>营业利润</b>	2152	1105	2095	2567	3185
<b>资产总计</b>	16621	17170	19022	18800	22002	营业外收入	6	5	12	12	12
<b>流动负债</b>	3997	4958	5325	4753	6981	营业外支出	30	23	12	12	12
短期借款	267	0	930	533	1385	<b>利润总额</b>	2129	1088	2095	2567	3185
应付票据及应付账款	2671	3999	3248	3204	4390	所得税	595	294	524	642	796
其他流动负债	657	742	779	690	759	<b>税后利润</b>	1534	794	1571	1925	2389
<b>非流动负债</b>	<b>829</b>	<b>711</b>	<b>1188</b>	<b>784</b>	<b>823</b>	少数股东损益	-16	-11	-22	-27	-34
长期借款	0	0	441	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1549	806	1593	1952	2423
其他非流动负债	829	711	747	784	823	EBITDA	3541	2371	2285	2761	3372
<b>负债合计</b>	4826	5669	6512	5537	7804						
少数股东权益	30	28	5	-22	-56	<b>主要财务比率</b>					
股本	2699	2698	2694	2694	2694	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2600	2781	2781	2781	2781	<b>成长能力</b>					
留存收益	6561	6152	7029	7810	8779	营业收入(%)	23.0	-21.4	10.8	17.0	17.0
归属母公司股东权益	11765	11473	12504	13285	14254	营业利润(%)	3.5	-48.7	89.5	22.5	24.1
<b>负债和股东权益</b>	16621	17170	19022	18800	22002	归属于母公司净利润(%)	-8.5	-48.0	97.8	22.5	24.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	42.5	40.3	42.4	42.8	43.0
						净利率(%)	8.0	5.3	9.5	9.9	10.5
						ROE(%)	13.2	7.0	12.7	14.7	17.0
						ROIC(%)	21.5	14.6	88.0	38.3	57.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	29.0	33.0	34.2	29.5	35.5
						流动比率	2.8	2.6	2.8	3.1	2.6
						速动比率	1.8	2.1	2.0	2.3	1.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	8.9	8.3	8.6	8.8	9.5
						应付账款周转率	8.0	7.2	7.1	7.4	7.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	16.2	31.1	15.7	12.8	10.3
						P/B	2.1	2.2	2.0	1.9	1.8
						EV/EBITDA	5.7	7.3	7.6	5.7	4.7

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1677	4457	-1679	2674	1367
净利润	1534	794	1593	1952	2423
折旧摊销	373	349	263	275	287
财务费用	-123	-77	-73	-81	-100
投资损失	-50	-68	-72	-75	-79
营运资金变动	268	2417	-3369	631	-1130
其他经营现金流	-325	1042	-22	-27	-34
<b>投资活动现金流</b>	-560	-647	-37	-31	-28
<b>筹资活动现金流</b>	-849	-1304	881	-1929	-531

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.30	0.59	0.72	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.65	-0.62	0.99	0.51
每股净资产(最新摊薄)	4.37	4.26	4.64	4.93	5.29

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)