

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 电商拉动增长，童装表现稳健，休闲业务待恢复

**2021年中期收入/业绩分别增长30%/85%左右(可比口径)**。1) 公司上半年收入/业绩分别为65.2/6.7亿元，我们测算可比口径下(剔除KIDLIZ业务因素及会计准则变更因素)收入同比2020年增长30%左右/同比2019年中单位数下滑，恢复情况良好；我们估算业绩(可比口径下)同比2020年增长85%左右/同比2019年下滑20%左右，符合预期。2) 盈利质量方面，H1公司毛利率44.2%，我们预计中长期有望稳中有升。销售/管理费用率分别为21.5%/4.2%，净利率为10.2%。

**童装表现稳健，休闲服饰持续调整**。分品牌来看：1) 巴拉巴拉产品品质升级、风格拓展拉动终端。童装业务上半年销售41.1亿元，我们测算可比口径同比2020年增长30%中段/同比2019年增长10%左右。截至2021H1末公司童装业务门店数量5605家(较年初-29家)。2) 成人休闲服饰业务持续恢复，上半年销售23.5亿元，我们测算可比口径同比2020年增长20%左右/同比2019年下滑25%左右，仍在调整中。量价拆分来看，①店数：截至2021H1公司休闲服饰门店数量3128家(较年初+37家)。②店效：我们判断品牌力及管理效率提升将贡献坪效增长。公司聚焦社交零售同时精细化门店运营，场景化营销持续品牌建设，产品层面推出国家宝藏、SMILEY等联名系列持续拉动销售。

**电商拉动增长，线下渠道恢复**。1) 线上拉动增长、渠道拓宽，销售26.9亿元，我们估算可比口径下同增20%高段，其中新渠道带来新增长点，抖音直播GMV突破2亿、同增12倍。分业务来看：我们估算休闲线上/童装线上同比2020年增速分别20%/30%左右，同比2019年分别增长个位数/40%+。2) 线下持续恢复，销售37.6亿元。①分销售模式来看：其中直营/加盟分别6.8/27.6亿元，我们估算同增约10%/20%中段。②分业务来看：我们估算休闲线下/童装线下同比2020年增速分别为30%/40%左右，同比2019年仍有30%左右下滑/个位数下滑。

**营运情况全面优化**。1) 营运优化，公司2021H1末存货同比-32%至27.1亿元，主要系本期库存控制卓有成效、去年同期包含KIDLIZ业务存货所致。上半年存货周转天数减少94天至129天，应收账款周转天数减少21天至32天。2) 现金流情况良好，上半年经营性现金流量净额8.9亿元，约为归母净利润的1.3倍。

**全年业务有望平稳增长**。公司调整优化运营思路，休闲装深化产品调整，童装业务打造生活方式。我们判断2021全年童装/休闲装流水同比均有望双位数增长，可比口径下全年主业收入/业绩有望恢复至接近2019年水平。

**投资建议**。疫情下公司调整业务发展，童装巴拉巴拉品牌仍享龙头优势，休闲装业务改革正当时，预计公司2021-2023年归母净利润为16.2/19.2/22.7亿元，现价9.46元，对应2021年PE为13倍，维持“买入”评级。

**风险提示**：疫情影响超预期；森马品牌业务改革不及预期；渠道扩张不及预期；海外业务拓展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	16,553	18,937	21,635
增长率 yoy (%)	23.0	-21.4	8.9	14.4	14.2
归母净利润(百万元)	1,549	806	1,621	1,915	2,267
增长率 yoy (%)	-8.5	-48.0	101.2	18.2	18.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.58	0.30	0.60	0.71	0.84
净资产收益率(%)	13.0	6.9	12.9	14.1	15.2
P/E(倍)	16.4	31.6	15.7	13.3	11.2
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月31日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
8月31日收盘价(元)	9.46
总市值(百万元)	25,486.09
总股本(百万股)	2,694.09
其中自由流通股(%)	70.04
30日日均成交量(百万股)	10.63

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

邮箱: houziye@gszq.com

#### 相关研究

- 《森马服饰(002563.SZ): 童装龙头地位稳固, 休闲装恢复》2021-04-29
- 《森马服饰(002563.SZ): 2020年符合预期, 营运改善为2021奠基》2021-04-12
- 《森马服饰(002563.SZ): Q4 主业恢复增长, 存货质量改善》2021-02-28



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	11314	12751	12818	15405	16393
现金	2548	5047	3291	7828	4374
应收票据及应收账款	1973	1392	2355	1735	2944
其他应收款	192	97	179	131	220
预付账款	247	176	215	236	294
存货	4109	2501	5131	3415	6164
其他流动资产	2245	3538	1647	2059	2398
<b>非流动资产</b>	5307	4419	4823	4831	4874
长期投资	0	0	-4	-8	-12
固定资产	2237	2142	2138	2250	2391
无形资产	723	462	484	462	444
其他非流动资产	2347	1815	2205	2127	2050
<b>资产总计</b>	16621	17170	17641	20236	21267
<b>流动负债</b>	3997	4958	4498	6073	5789
短期借款	267	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2671	3999	3297	5029	4478
其他流动负债	1059	960	1201	1044	1310
<b>非流动负债</b>	829	711	711	712	714
长期借款	0	0	0	1	2
其他非流动负债	829	711	711	711	711
<b>负债合计</b>	4826	5669	5210	6785	6502
少数股东权益	30	28	12	-7	-32
股本	2699	2698	2698	2698	2698
资本公积	2600	2781	2781	2781	2781
留存收益	6561	6152	6646	7181	7724
归属母公司股东权益	11765	11473	12419	13458	14797
<b>负债和股东权益</b>	16621	17170	17641	20236	21267

**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	-2291	5725	-2087
净利润	1534	794	1605	1896	2242
折旧摊销	373	349	236	220	245
财务费用	-123	-77	-136	-182	-189
投资损失	-50	-68	-34	-44	-49
营运资金变动	-875	2623	-3961	3835	-4339
其他经营现金流	818	835	0	0	2
<b>投资活动现金流</b>	-560	-647	1082	-494	-631
资本支出	344	134	6	125	135
长期投资	-250	-917	4	4	4
其他投资现金流	-466	-1431	1092	-365	-492
<b>筹资活动现金流</b>	-849	-1304	-548	-693	-737
短期借款	92	-267	0	0	0
长期借款	-157	0	0	1	1
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	41	181	0	0	0
其他筹资现金流	-825	-1217	-548	-695	-738
<b>现金净增加额</b>	281	2500	-1757	4537	-3455

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	19337	15205	16553	18937	21635
营业成本	11113	9071	9922	11324	12931
营业税金及附加	127	136	122	142	164
营业费用	4055	3349	2814	3181	3591
管理费用	1029	824	828	947	1038
研发费用	414	292	414	492	558
财务费用	-123	-77	-136	-182	-189
资产减值损失	-619	-525	530	606	649
其他收益	26	67	46	57	51
公允价值变动收益	11	-20	0	0	-2
投资净收益	50	68	34	44	49
资产处置收益	-20	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	2152	1105	2141	2528	2989
营业外收入	6	5	0	0	0
营业外支出	30	23	0	0	0
<b>利润总额</b>	2129	1088	2141	2528	2989
所得税	595	294	535	632	747
<b>净利润</b>	1534	794	1605	1896	2242
少数股东损益	-16	-11	-15	-19	-25
<b>归属母公司净利润</b>	1549	806	1621	1915	2267
EBITDA	2442	1286	2251	2581	3051
EPS (元)	0.58	0.30	0.60	0.71	0.84

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.0	-21.4	8.9	14.4	14.2
营业利润(%)	3.5	-48.7	93.7	18.1	18.3
归属于母公司净利润(%)	-8.5	-48.0	101.2	18.2	18.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.5	40.3	40.1	40.2	40.2
净利率(%)	8.0	5.3	9.8	10.1	10.5
ROE(%)	13.0	6.9	12.9	14.1	15.2
ROIC(%)	12.3	5.9	12.1	13.1	14.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.0	33.0	29.5	33.5	30.6
净负债比率(%)	-18.9	-43.4	-26.1	-57.9	-29.3
流动比率	2.8	2.6	2.8	2.5	2.8
速动比率	1.7	1.9	1.6	1.9	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	9.9	9.0	8.8	9.3	9.2
应付账款周转率	3.9	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.30	0.60	0.71	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.65	-0.85	2.13	-0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.37	4.26	4.61	5.00	5.49
<b>估值比率</b>					
P/E	16.4	31.6	15.7	13.3	11.2
P/B	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.7	13.7	9.3	6.3	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 31 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com