

森马服饰 (002563.SZ)

报告日期: 2021年08月30日

点评报告

行业公司研究——纺织服装

证券研究报告

抖音推动电商发展提速, 线下实现恢复性增长

——森马服饰点评报告

分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 联系人: 林骥川、詹陆雨
 邮箱: mail@stocke.com.cn

报告导读

上半年电商增长28%, 抖音直播成交破2亿, 推动增长提速; 线下向19年水平恢复中, 上半年直营/加盟增长22%/25%

投资要点

事件: 公司公布中报, 收入65.2亿(+13.7%), 归母净利6.7亿(+2980%), 考虑2020年法国童装品牌Kidiliz出表, 如只考虑森马原有业务, 中报收入增长32%, 归母净利增长80%。单Q2来看, 只考虑森马原有业务比较, 收入32.1亿(+18.1%), 归母净利3.1亿(+17.5%)。

巴拉为主童装业务较19年已有正增长, 休闲装仍在恢复中

分业务来看, 上半年童装收入41.1亿(+6.9%), 但剔除Kidiliz并表影响后, 巴拉巴拉为代表的森马原有童装业务收入同增36%, 较19年同期增长也有11%, 展现童装龙头的持续增长潜力, 渠道上来看, 童装门店数量5605家, 同比增长仅0.6%, 电商及单店店效提升为增长主要动力。

休闲装业务上半年收入23.48亿元, 同比+29%但相对19年-20%, 仍在恢复中, 毛利率上半年有8.5pp的同比提升至43.6%, 估计与电商、直营渠道占比上升有关, 总门店数量达到3128家, 较年初净开37家, 重新开启了门店净拓。

电商稳健成长, 线下收入恢复性增长

上半年电商收入增长28%至26.9亿, 较20年10.2%的增长显著提速, 期间内容电商大放异彩, 抖音直播成交突破2亿GMV; 线下直营收入6.8亿(同比20H1+22%, 比19H1-23%), 渠道数量年初净增41家至722家, 加盟发货27.6亿(同比20H1+26%, 比19H1-25%), 渠道数量较年初净减15家至7678家, 加盟商整体对扩张较为谨慎, 以恢复单店运营效率为首要目标。

健康库龄结构得到保持, 经营性现金流增长达到67%。21H1公司存货规模27.1亿, 同比下降31%, 主要来自KIDILIZ出表以及周转效率较疫情时期好转, 环比Q1略有上升, 但库龄1年以内产品占比接近79%, 库龄总体保持健康, 受益周转效率同比提升, 21H1经营性现金流同比增长67%至8.89亿元。

盈利预测及估值

公司5、6月零售逐步向好, 但7、8月因疫情及汛情影响零售表现出现反复, 因此短期基本面有所波动, 但21全年总体逐步向2019年同期靠拢, 考虑巴拉龙头优势仍然突出, 成人装管理团队积极推进货品改革(21Q3新货品上市), 业绩恢复值得期待。预计公司21/22/23年净利润16.0/18.7/21.3亿, 对应估值16/13/12X, 作为行业龙头在当下估值依旧有望受益行业整体的估值修复, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情恶化超出预期, 消费者需求变化

评级

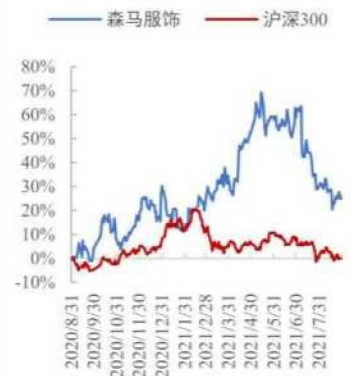
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥9.30

单季度业绩

元/股

2Q/2020 0.12
 1Q/2020 0.01
 2Q/2021 0.00
 3Q/2020 0.07



公司简介

森马服饰是以虚拟经营为特色, 以系列成人休闲服饰和儿童服饰为主导产品的品牌服饰企业。

相关报告

- 1、《森马服饰: 基本面逐步恢复, Q4轻装上阵有望良好增长》2020-10-27
- 2、《森马服饰: Q4业绩现拐点, 库存管控有效, 释放积极信号》2021-02-27
- 3、《森马服饰: 库存清理到位现金流亮眼, 期待21年复苏》2021-04-12

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	15,205	16,551	19,007	21,035
(+/-)	-21.4%	8.9%	14.8%	10.7%
净利润	806	1,603	1,873	2,126
(+/-)	-48.0%	99.0%	16.8%	13.5%
每股收益 (元)	0.30	0.59	0.69	0.79
P/E	31.1	15.6	13.4	11.8

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,751	13,840	15,173	16,380	营业收入	15,205	16,551	19,007	21,035
现金	5,047	6,214	6,993	7,820	营业成本	9,071	10,074	11,563	12,798
交易性金融资产	2,932	2,000	2,000	2,000	营业税金及附加	136	116	133	161
应收账款	1,392	1,752	1,862	2,139	销售费用	3,349	2,680	3,042	3,366
其它应收款	223	223	223	223	管理费用	824	844	978	1,062
预付账款	176	160	226	201	研发费用	292	331	380	421
存货	2,501	3,291	3,669	3,798	财务费用	(77)	(205)	(225)	(246)
其他	480	200	200	200	资产减值损失	(525)	(640)	(704)	(729)
非流动资产	4,419	4,009	4,039	4,042	公允价值变动损益	41	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	68	50	50	50
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	27	40	40	40
固定资产	2,142	2,220	2,191	2,159	营业利润	1,105	2,162	2,522	2,835
无形资产	462	442	431	404	营业外收支	(17)	(24)	(24)	0
在建工程	462	442	431	404	利润总额	1,088	2,138	2,498	2,835
其他	1,353	905	987	1,075	所得税	294	534	624	709
资产总计	17,170	17,849	19,212	20,422	净利润	794	1,603	1,873	2,126
流动负债	4,958	4,441	5,005	5,294	少数股东损益	(11)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	806	1,603	1,873	2,126
应付款项	2,036	2,511	3,120	2,939	EBITDA	2,309	3,094	3,576	3,978
预收账款	0	315	65	286	EPS (最新摊薄)	0.30	0.59	0.69	0.79
其他	2,922	1,614	1,821	2,069	主要财务比率				
非流动负债	711	798	831	939		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	711	798	831	939	营业收入	-21.4%	8.9%	14.8%	10.7%
负债合计	5,669	5,238	5,837	6,233	营业利润	-48.7%	95.6%	16.6%	12.4%
少数股东权益	28	30	30	31	归属母公司净利润	-48.0%	99.0%	16.8%	13.5%
归属母公司股东权	11,473	12,611	13,376	14,189	获利能力				
负债和股东权益	17,170	17,849	19,212	20,422	毛利率	40.3%	39.1%	39.2%	39.2%
					净利率	5.3%	9.7%	9.9%	10.1%
					ROE	6.9%	13.3%	14.4%	15.4%
					ROIC	12.4%	17.6%	19.2%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率	33.0%	29.3%	30.4%	30.5%
					净负债比率	49.3%	41.5%	43.6%	43.9%
					流动比率	2.6	3.1	3.0	3.1
					速动比率	2.0	2.3	2.3	2.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.9	1.0	0.0
					应收帐款周转率	8.5	10.0	10.0	10.0
					应付帐款周转率	2.7	2.7	3.0	3.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.30	0.59	0.69	0.79
					每股经营现金	1.65	0.24	0.89	1.00
					每股净资产	4.25	4.67	4.96	5.26
					估值比率				
					P/E	31.1	15.6	13.4	11.8
					P/B	2.2	2.0	1.9	1.8
					EV/EBITDA	10.9	8.1	7.0	6.3

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,457	657	2,388	2,694
净利润	794	1,603	1,873	2,126
折旧摊销	265	141	152	168
财务费用	53	(205)	(225)	(246)
投资损失	(68)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	2,623	(1,477)	(3)	(3)
其它	789	646	641	698
投资活动现金流	(647)	1,178	(487)	(988)
资本支出	134	(291)	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他	514	(888)	387	888
筹资活动现金流	(1,304)	(669)	(1,122)	(878)
借款增加	0	0	0	0
股息支付	0	0	0	0
其他	1,304	669	1,122	878
现金净增加额	2,500	1,167	779	827

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>