

证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

服装 II

森马服饰 (002563)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021 年 10 月 30 日

Q3 增长放缓加大营销，看好长期稳健成长

证券分析师： 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

事项：

2021 年 10 月 30 日，森马服饰发布三季报，第三季度收入为 35.0 亿元，同减 5.7%；归母净利润为 2.8 亿元，同增 42.9%。前三季度收入为 100.2 亿元，同增 6.0%，归母净利润为 9.4 亿元，同增 336.6%。

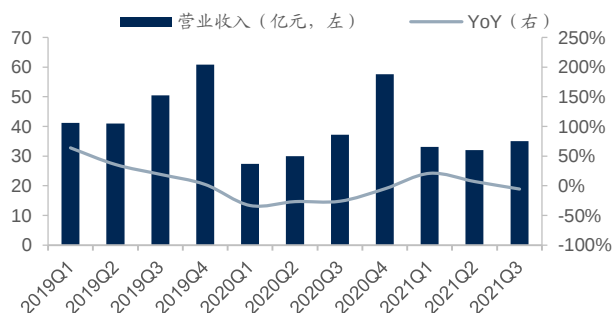
国信观点：1) 2021Q3 业绩：收入增速放缓，业绩受费用增加的影响有所下滑，毛利率有所提升；2) 经营情况：休闲装品牌升级稳步推进，童装业务保持领先优势；3) 风险提示：1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；2.库存积压风险；3.企业恶性竞争；4.市场的系统性风险。4) 投资建议：看好公司长期成长性，估值性价比高，维持“买入”评级。公司作为业内领先的童装和休闲装双龙头公司，在面临零售环境诸多不稳定因素的情况下恢复趋势略有放缓，但公司经营方面稳健向好，强化内核为未来成长蓄力。在休闲装业务方面稳步推进品牌重塑和产品升级，在童装业务方面进一步占据消费者心智、持续保持领先优势，有望在全年实现收入业绩的进一步恢复。我们维持盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 16.2/19/22.3 亿元，同比增长 101.5%/17.3%/16.9%，昨收盘价对应 PE 为 12.5x/10.6x/9.1x，合理估值 10.9-11.3 元（对应 22 年 PE15x-16x），维持“买入”评级。

评论：

■ 2021Q3：收入增速放缓，业绩受费用增加的影响有所下滑，毛利率有所提升

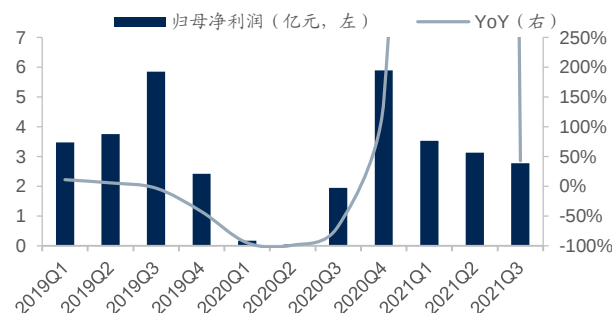
主业收入略有增长，业绩有所下滑。公司 2021 年第三季度收入为 35.0 亿元，同减 5.7%，预计可比口径下同增约 2%，比 19 年 Q3 同减约 23%；归母净利润为 2.7 亿元，同增 41.4%，可比口径下同减约 20%，比 19 年 Q3 减少约 57%。公司在三季度进入平稳恢复阶段，受疫情影响 7-9 月零售端恢复趋势逐步走弱，但线上仍保持增长。

图 1：2019Q1-2021Q3 公司营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

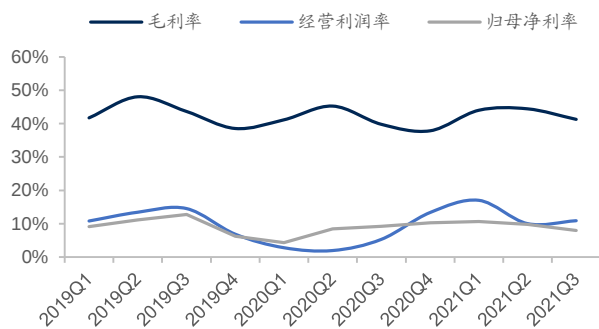
图 2：2019Q1-2021Q3 公司归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

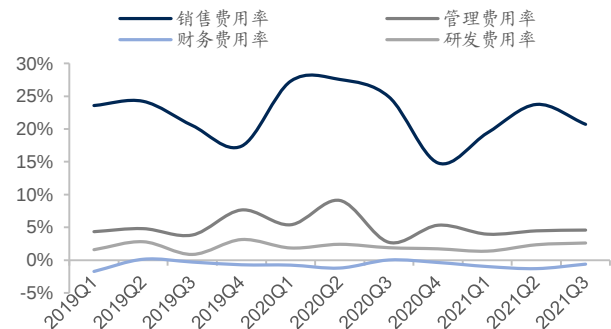
毛利率有所上升，费用率比疫情前小幅增长。公司第三季度毛利率为 41.2%，同比增加 1.5 p.p.，其中包括 1 p.p. 左右的会计准则变动的负面影响；经营利润率为 10.9%，同比增长 5.6 p.p.；归母净利率为 7.8%，同减 1.3 p.p.，主要由于本期一次性费用和营销费用较多。费用率方面，第三季度销售/管理/财务/研发费用率分别为 20.7%/4.6%/-0.6%/2.6%，分别比 20 年 Q3 同比-4.2 p.p./+1.9 p.p./-0.6 p.p./+0.7 p.p.，但比 19 年 Q3 略有增长。

图 3：2019Q1-2021Q3 公司利润率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2019Q1-2021Q3 公司主业归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 经营情况：休闲装品牌升级稳步推进，童装业务保持领先优势

在休闲装业务板块，公司在产品、品牌、营销和运营方面进行全方位升级，有望推动品牌顺利转型。

1. 产品升级和品牌建设方面：1) 打造功能性产品，推出 smartech 强调产品的科技感，同时兼顾舒适、时尚和功能性；2) 强化话题破圈产品，聚焦 Z 世代圈层文化 IP 打造森马专属话题性 IP 产品；3) 打造具有价值的拳头产品，抓准一些特定机会品类打造爆品；4) 推出新的“都市系列”，结合功能性面料和消费者的出行场景打造通勤产品。多维度的产品升级已对毛利率端产生一定成效，未来有望推动利润率的进一步提升。
2. 营销方面：公司在第三季度末举办茶卡盐湖“舒服之境”大秀，获得接近 10 亿的曝光量，放大品牌声量。在内容营销方面公司获得较大的流量，今年前三季度抖音渠道销售额同增 3 倍，预计全年零售额有望达到高单位数的占比。
3. 数字化方面：公司上半年开始试运行智能商品管理系统，下半年将持续优化基于门店模型的“买货-运营-柔性-库存”流程与系统逻辑，提升库存周转效率。

在童装业务板块，公司升级产品、积极营销，保持品牌领先优势。

1. 产品升级和品牌建设方面：巴拉巴拉明确“儿童时尚生活方式品牌”的定位围绕 85-95 后新生代家庭的生活方式开发和升级产品，拓展品类、提升产品价值，保持品牌领先优势。
2. 营销方面：公司在第三季度末举办巴拉巴拉“长城梦幻大秀”，推出具有科技感的羽绒服产品，进一步占据消费者心智。

图 5: 森马“SMARTTECH”系列冬季新品



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图 6: 巴拉巴拉“羽你相绒”羽绒服产品



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 看好公司长期成长性, 估值性价比高, 维持“买入”评级

公司作为业内领先的童装和休闲装双龙头公司, 在面临零售环境诸多不稳定因素的情况下恢复趋势略有放缓, 但公司经营方面稳健向好, 强化内核为未来成长蓄力。在休闲装业务方面稳步推进品牌重塑和产品升级, 在童装业务方面进一步占据消费者心智、持续保持领先优势, 有望在全年实现收入业绩的进一步恢复。我们维持盈利预测, 预计公司 21-23 年净利润分别为 16.2/19/22.3 亿元, 同比增长 101.5%/17.3%/16.9%, 昨收盘价对应 PE 为 12.5x/10.6x/9.1x, 合理估值 10.9-11.3 元 (对应 22 年 PE15x-16x), 维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,205	15,483	17,802	20,423
(+/-%)	-21.4%	1.8%	15.0%	14.7%
净利润(百万元)	806	1624	1905	2226
(+/-%)	-48.0%	101.5%	17.3%	16.9%
每股收益 (元)	0.30	0.60	0.71	0.83
EBIT Margin	12.1%	15.9%	16.2%	16.5%
净资产收益率 (ROE)	7.0%	13.4%	14.9%	16.3%
市盈率 (PE)	25.1	12.5	10.6	9.1
EV/EBITDA	12.3	9.4	8.4	7.5
市净率 (PB)	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5047	6760	7913	9235	营业收入	15205	15483	17802	20423
应收款项	1489	1516	1743	2000	营业成本	9071	9219	10559	12056
存货净额	2501	2516	2891	3309	营业税金及附加	136	137	156	177
其他流动资产	782	796	915	1050	销售费用	3349	2907	3342	3834
流动资产合计	12751	14520	16394	18525	管理费用	884	771	880	1004
固定资产	2149	1067	669	222	财务费用	(77)	(130)	(161)	(188)
无形资产及其他	462	444	425	407	投资收益	68	70	70	70
投资性房地产	1808	1808	1808	1808	资产减值及公允价值变动	(544)	(545)	(626)	(718)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(260)	86	97	108
资产总计	17170	17839	19296	20962	营业利润	1105	2191	2566	3000
短期借款及交易性金融负债	10	10	10	10	营业外净收支	(17)	(12)	(14)	(16)
应付款项	3999	4023	4621	5291	利润总额	1088	2179	2552	2984
其他流动负债	950	987	1133	1298	所得税费用	294	566	664	776
流动负债合计	4958	5019	5765	6599	少数股东损益	(11)	(11)	(16)	(19)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	806	1624	1905	2226
其他长期负债	711	711	711	711					
长期负债合计	711	711	711	711					
负债合计	5669	5730	6476	7310					
少数股东权益	28	23	17	10					
股东权益	11473	12085	12803	13642					
负债和股东权益总计	17170	17839	19296	20962					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	806	1624	1905	2226
资产减值准备	(19)	390	(384)	(436)
折旧摊销	265	299	308	316
公允价值变动损失	544	545	626	718
财务费用	(77)	(130)	(161)	(188)
营运资本变动	3549	395	(359)	(411)
其它	25	(394)	378	429
经营活动现金流	5170	2858	2473	2842
资本开支	486	(134)	(134)	(134)
其它投资现金流	(888)	0	0	0
投资活动现金流	(402)	(134)	(134)	(134)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1222)	(1011)	(1187)	(1387)
其它融资现金流	173	0	0	0
融资活动现金流	(2269)	(1011)	(1187)	(1387)
现金净变动	2500	1712	1153	1322
货币资金的期初余额	2548	5047	6760	7913
货币资金的期末余额	5047	6760	7913	9235
企业自由现金流	5646	2387	1949	2265
权益自由现金流	5819	2482	2068	2404

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.30	0.60	0.71	0.83
每股红利	0.45	0.37	0.44	0.51
每股净资产	4.25	4.48	4.75	5.06
ROIC	14%	23%	29%	37%
ROE	7%	13%	15%	16%
毛利率	40%	40%	41%	41%
EBIT Margin	12%	16%	16%	17%
EBITDA Margin	14%	18%	18%	18%
收入增长	-21%	2%	15%	15%
净利润增长率	-48%	102%	17%	17%
资产负债率	33%	32%	34%	35%
息率	6.0%	5.0%	5.9%	6.9%
P/E	25.1	12.5	10.6	9.1
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.3	9.4	8.4	7.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 增长放缓，看好估值性价比与长期成长性》——2021-10-19

《森马服饰-002563-2021 年中报点评：收入恢复明显，注重高质量成长》——2021-09-03

《森马服饰-002563-重大事件快评：Q1 业绩亮眼，强化内核迎接全面恢复》——2021-05-04

《森马服饰-002563-重大事件快评：Q1 业绩预告符合预期，全面恢复重启成长》——2021-04-16

《森马服饰-002563-财报点评：库存优化，重新起航》——2021-04-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032