

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 第三季度业绩有所波动，期待第四季度业绩表现

### 核心观点:

- **公司公告 2021 年三季报。**公司前三季度营收 100.21 亿元，同比增长 6.04%，归母净利润 9.43 亿元，同比增长 336.64%。其中，第三季度单季营收 35.04 亿元，同比下降 5.69%，归母净利润 2.78 亿元，同比增长 42.85%。第三季度单季业绩波动，除了上年同期基数抬升之外，主要受到国内区域疫情反复和自然灾害影响。按照现有业务同口径（不含公司原有法国业务且把 2021 年前三季度调整为净额法收入），公司前三季度营收 97.67 亿元，同比增长 18.66%，较 2019 年下降 10.20%。归母净利润 9.43 亿元，同比增长 32.10%，较 2019 年下降 35.29%。
- **前三季度毛利率提升，盈利能力不断增强。**公司前三季度毛利率 43.15%，较上年同期增加 1.27 个百分点。按照现有业务同口径，公司前三季度毛利率 42.83%，较上年同期增加 3.38 个百分点，其中休闲装增加 2.95 个百分点，童装增加 3.00 个百分点，显示出公司盈利能力不断增强，经营质量不断改善。
- **公司备货力度加大，保障供应链稳定。**截至三季度末，公司存货 40.23 亿元，同比增长 23.93%，主要为了避免供应链在冬季可能因为限电而出现产能紧张的局面，同时考虑到冷冬将至利好冬装销售，因此公司备货力度加大。公司前三季度经营性现金流净额 10.02 亿元，较上年同期下降 49.87%，主要由于备货增加，但近两年公司截至三季度末的经营性现金流净额均较之前年度显著改善，主要得益于公司加大供应链金融的力度，保障公司稳健经营。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.60 元/股、0.70 元/股、0.82 元/股。参考公司过去五年平均市盈率，给予公司 21 年 17 倍市盈率，合理价值 10.18 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端零售不景气的风险；行业竞争加剧的风险等。

### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,337	15,205	15,830	18,043	20,654
增长率 (%)	23.0	-21.4	4.1	14.0	14.5
EBITDA (百万元)	2,971	1,882	2,728	3,145	3,655
归母净利润 (百万元)	1,549	806	1,613	1,875	2,198
增长率 (%)	-8.5	-48.0	100.2	16.3	17.2
EPS (元/股)	0.57	0.30	0.60	0.70	0.82
市盈率 (P/E)	17.19	33.55	11.86	10.20	8.70
ROE (%)	13.2	7.0	13.6	15.4	17.5
EV/EBITDA	8.20	11.69	5.01	4.21	3.54

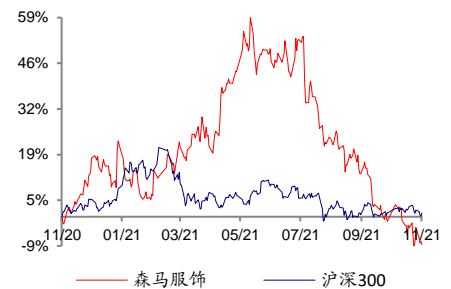
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	7.10 元
合理价值	10.18 元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-04

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究:

- 森马服饰 (002563.SZ): 三孩 2021-05-31  
生育政策利好公司，童装龙头  
行业地位不断巩固
- 森马服饰 (002563.SZ): 公告 2021-02-28  
2020 年业绩快报，第四季度  
业绩拐点向上
- 森马服饰 (002563.SZ): 高管 2021-01-03  
连续增持，彰显对公司未来发展  
信心

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>11,314</b>	<b>12,751</b>	<b>14,077</b>	<b>15,050</b>	<b>16,150</b>
货币资金	2,548	5,047	5,479	5,890	6,180
应收及预付	2,220	1,568	1,928	2,197	2,515
存货	4,109	2,501	2,982	3,254	3,721
其他流动资产	2,437	3,634	3,688	3,709	3,734
<b>非流动资产</b>	<b>5,307</b>	<b>4,419</b>	<b>4,980</b>	<b>5,218</b>	<b>5,543</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,237	2,142	2,567	2,797	3,067
在建工程	21	7	7	7	7
无形资产	723	462	597	607	661
其他长期资产	2,326	1,808	1,808	1,808	1,808
<b>资产总计</b>	<b>16,621</b>	<b>17,170</b>	<b>19,057</b>	<b>20,269</b>	<b>21,693</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,997</b>	<b>4,958</b>	<b>6,441</b>	<b>7,333</b>	<b>8,382</b>
短期借款	267	0	0	0	0
应付及预收	2,857	3,999	5,466	6,226	7,119
其他流动负债	873	960	975	1,107	1,262
<b>非流动负债</b>	<b>829</b>	<b>711</b>	<b>711</b>	<b>711</b>	<b>711</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	829	711	711	711	711
<b>负债合计</b>	<b>4,826</b>	<b>5,669</b>	<b>7,153</b>	<b>8,044</b>	<b>9,093</b>
股本	2,699	2,698	2,694	2,694	2,694
资本公积	2,600	2,781	2,771	2,771	2,771
留存收益	6,561	6,152	6,427	6,746	7,119
归属母公司股东权益	11,765	11,473	11,875	12,193	12,567
少数股东权益	30	28	29	31	33
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,621</b>	<b>17,170</b>	<b>19,057</b>	<b>20,269</b>	<b>21,693</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,677</b>	<b>4,457</b>	<b>2,590</b>	<b>2,630</b>	<b>2,919</b>
净利润	1,534	794	1,615	1,877	2,200
折旧摊销	373	349	335	374	429
营运资金变动	-832	2,613	302	8	-107
其它	602	701	339	371	398
<b>投资活动现金流</b>	<b>-560</b>	<b>-647</b>	<b>-946</b>	<b>-663</b>	<b>-805</b>
资本支出	-342	-128	-1,011	-728	-870
投资变动	-250	-518	0	0	0
其他	32	-1	65	65	65
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-849</b>	<b>-1,304</b>	<b>-1,212</b>	<b>-1,557</b>	<b>-1,824</b>
银行借款	-65	-38	0	0	0
股权融资	0	2	-13	0	0
其他	-785	-1,268	-1,198	-1,557	-1,824
<b>现金净增加额</b>	<b>267</b>	<b>2,505</b>	<b>432</b>	<b>410</b>	<b>291</b>
期初现金余额	2,249	2,548	5,047	5,479	5,890
期末现金余额	2,528	5,047	5,479	5,890	6,180

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	23.0%	-21.4%	4.1%	14.0%	14.5%
营业利润增长	3.5%	-48.7%	98.3%	16.1%	17.0%
归母净利润增长	-8.5%	-48.0%	100.2%	16.3%	17.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.5%	40.3%	42.7%	42.8%	42.8%
净利率	7.9%	5.2%	10.2%	10.4%	10.7%
ROE	13.2%	7.0%	13.6%	15.4%	17.5%
ROIC	25.1%	31.7%	50.9%	60.5%	68.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.0%	33.0%	37.5%	39.7%	41.9%
净负债比率	1.6%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
流动比率	2.83	2.57	2.19	2.05	1.93
速动比率	1.74	2.03	1.70	1.58	1.46
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.17	0.90	0.87	0.92	0.98
应收账款周转率	9.85	9.04	9.04	9.04	9.04
存货周转率	2.61	2.74	3.04	3.17	3.17
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.57	0.30	0.60	0.70	0.82
每股经营现金流	0.62	1.65	0.96	0.98	1.08
每股净资产	4.36	4.25	4.41	4.53	4.66
<b>估值比率</b>					
P/E	17.19	33.55	11.86	10.20	8.70
P/B	2.26	2.36	1.61	1.57	1.52
EV/EBITDA	8.20	11.69	5.01	4.21	3.54

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>19,337</b>	<b>15,205</b>	<b>15,830</b>	<b>18,043</b>	<b>20,654</b>
营业成本	11,113	9,071	9,069	10,329	11,812
营业税金及附加	127	136	141	161	184
销售费用	4,055	3,349	3,245	3,699	4,234
管理费用	1,029	824	633	686	744
研发费用	414	292	348	397	454
财务费用	-123	-77	-79	-85	-91
资产减值损失	619	525	335	367	394
公允价值变动收益	11	-20	0	0	0
投资净收益	50	68	65	65	65
<b>营业利润</b>	<b>2,152</b>	<b>1,105</b>	<b>2,192</b>	<b>2,544</b>	<b>2,977</b>
营业外收支	-23	-17	-24	-24	-24
<b>利润总额</b>	<b>2,129</b>	<b>1,088</b>	<b>2,168</b>	<b>2,520</b>	<b>2,953</b>
所得税	595	294	553	643	753
<b>净利润</b>	<b>1,534</b>	<b>794</b>	<b>1,615</b>	<b>1,877</b>	<b>2,200</b>
少数股东损益	-16	-11	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,549</b>	<b>806</b>	<b>1,613</b>	<b>1,875</b>	<b>2,198</b>
EBITDA	2,971	1,882	2,728	3,145	3,655
EPS (元)	0.57	0.30	0.60	0.70	0.82

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。