

2022年01月17日

童装较具韧性，休闲装仍待复苏 买入（首次）

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 15,205 | 15,596 | 18,184 | 20,707 |
| 同比（%） | -21.37 | 2.57 | 16.59 | 13.88 |
| 归母净利润（百万元） | 806 | 1,524 | 1,802 | 2,069 |
| 同比（%） | -48.00 | 89.21 | 18.22 | 14.79 |
| 每股收益（元/股） | 0.30 | 0.57 | 0.67 | 0.77 |
| P/E（倍） | 33.40 | 13.66 | 11.56 | 10.07 |

证券分析师 李婕

执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

投资要点

- **成人休闲装品牌森马、童装品牌巴拉巴拉分别位居国内两大细分市场龙头。**公司主营成人休闲服饰+童装两大业务，据 Euromonitor，2021 年中国童装、成人休闲装市场规模分别为 2564 亿元、1.71 万亿元，CR10 分别为 15.3%、10.7%，其中巴拉巴拉、森马品牌销售额市占率分别为 7.1%、0.8%，分别位居童装第一、休闲装第四。
- **业绩现复苏，但疫情反复下复苏势头趋缓。**1) 总体来看，2020 年公司受疫情影响较大，2021 年业绩呈现复苏，但目前尚未恢复到疫情前水平。2021 年 Q1-Q3 营收 100.21 亿元/yoy+6.04%/较 2019 年同期-24.43%，归母净利 9.43 亿元/yoy+336.64%/较 2019 年同期-27.88%。2) 分季度看，2021 年中局部疫情对消费形成二次冲击，复苏力度逐季趋缓。2021Q1/Q2/Q3 营收较 2019 年同期分别-19.6%/-21.8%/-30.5%、归母净利分别+1.6%/-16.7%/-52.6%。3) 剔除 Kidiliz 影响，公司原有业务收入表现好于报表端数据。公司 2018 年收购法国童装品牌 Kidiliz、2020 年 9 月将其剥离出表。可比口径下，公司原有业务 2021 年 Q1-Q3 营收同比+20%/较 2019 年同期-10%、归母净利同比+32%/较 2019 年同期-35%。
- **童装和线上表现较好。**1) 分业务看，童装业务相对有韧性，休闲装受疫情影响更大。2021H1 童装/休闲装收入占比分别为 63%/36%，分别同比+32.14%/+28.73%，较 2019H1 分别+10%/-20.23%（均为可比口径，即剔除 Kidiliz 影响）。考虑到三四季度疫情仍有反复，我们判断这一趋势在 2021 年内将有所延续：全年童装业务有望恢复至疫情前水平、休闲装业务距疫情前水平可能仍有差距。2) 分渠道看，疫情后线下门店数量收缩，线上收入占比提升，2019/2020/2021H1 分别为 28%/38%/41%。疫情对线下消费形成更直接冲击，2019/2020/2021H1 线下门店（不含 Kidiliz）分别为 9556/8725/8733 家，2021H1 门店数量较 2019 年下滑 8.6%（其中加盟/直营分别-10.9%/-7.9%），可比口径下 2021H1 线下收入同比增 36.3%/较 2019H1 下滑 18.0%；线上收入保持扩张，可比口径下 2021H1 同比增 28.4%/较 2019H1 增 29.1%。
- **盈利预测与投资评级：1) 长期来看**，参考 2021 年美/日/韩童装市场 CR10 分别为 43.5%、43.5%、31.2%，成人装 CR10 分别为 19.5%、38.1%、20.7%，未来我国童装/成人装市场集中度均有望持续提升，巴拉巴拉、森马品牌有望凭借其在供应链、渠道等方面的竞争优势继续扩大市场份额。2) **短期来看**，尽管休闲装业务复苏较缓，但渠道调整、折扣策略有效改善了其毛利率水平，叠加童装业务韧性凸显，我们认为疫情影响减弱后公司业绩具备较大修复弹性。我们预计 2021-2023 年公司营收同比增长 2.6%/16.6%/13.9%，归母净利润同比增长 89.2%/18.2%/14.8%，对应 PE 分别为 13.7X/11.6X/10.1X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响居民消费、库存压力加大。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 7.73 |
| 一年最低/最高价 | 6.97/13.08 |
| 市净率(倍) | 1.87 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 14586.68 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 4.14 |
| 资产负债率(%) | 40.40 |
| 总股本(百万股) | 2694.09 |
| 流通 A 股(百万股) | 1887.02 |

森马服饰三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 12,751 | 14,884 | 16,756 | 18,949 | 营业收入 | 15,205 | 15,596 | 18,184 | 20,707 |
| 现金 | 5,047 | 5,444 | 6,694 | 8,220 | 减:营业成本 | 9,071 | 8,825 | 10,314 | 11,780 |
| 应收账款 | 1,392 | 1,232 | 1,465 | 1,672 | 营业税金及附加 | 136 | 94 | 109 | 124 |
| 存货 | 2,501 | 3,910 | 3,756 | 3,673 | 营业费用 | 3,349 | 3,275 | 3,819 | 4,348 |
| 其他流动资产 | 3,811 | 4,298 | 4,842 | 5,384 | 管理费用 | 824 | 842 | 986 | 1,122 |
| 非流动资产 | 4,419 | 4,261 | 4,267 | 4,283 | 研发费用 | 292 | 281 | 364 | 414 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | -77 | -8 | -8 | -10 |
| 固定资产 | 2,142 | 1,987 | 1,985 | 1,981 | 资产减值损失 | 525 | 250 | 230 | 220 |
| 在建工程 | 7 | 4 | 2 | 1 | 加:投资净收益 | 68 | 125 | 145 | 166 |
| 无形资产 | 462 | 432 | 402 | 372 | 其他收益 | 67 | 62 | 36 | 41 |
| 其他非流动资产 | 1,808 | 1,838 | 1,878 | 1,928 | 资产处置收益 | -3 | -2 | -2 | -2 |
| 资产总计 | 17,170 | 19,145 | 21,023 | 23,232 | 营业利润 | 1,105 | 2,022 | 2,391 | 2,743 |
| 流动负债 | 4,958 | 5,380 | 5,434 | 5,554 | 加:营业外净收支 | -17 | -10 | -12 | -12 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 1,088 | 2,012 | 2,379 | 2,731 |
| 应付账款 | 2,036 | 2,176 | 2,261 | 2,582 | 减:所得税费用 | 294 | 503 | 595 | 683 |
| 其他流动负债 | 2,922 | 3,204 | 3,173 | 2,972 | 少数股东损益 | -11 | -15 | -18 | -20 |
| 非流动负债 | 711 | 711 | 711 | 711 | 归属母公司净利润 | 806 | 1,524 | 1,802 | 2,069 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT | 1,156 | 2,279 | 2,593 | 2,918 |
| 其他非流动负债 | 711 | 711 | 711 | 711 | EBITDA | 1,505 | 2,587 | 2,877 | 3,172 |
| 负债合计 | 5,669 | 6,091 | 6,145 | 6,265 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 28 | 13 | -5 | -26 | 每股收益(元) | 0.30 | 0.57 | 0.67 | 0.77 |
| 归属母公司股东权益 | 11,473 | 13,042 | 14,884 | 16,992 | 每股净资产(元) | 4.25 | 4.84 | 5.52 | 6.31 |
| 负债和股东权益 | 17,170 | 19,145 | 21,023 | 23,232 | 发行在外股份(百万股) | 2,698 | 2,694 | 2,694 | 2,694 |
| | | | | | ROIC(%) | 7.3% | 13.1% | 13.1% | 12.9% |
| | | | | | ROE(%) | 7.0% | 11.7% | 12.1% | 12.2% |
| | | | | | 毛利率(%) | 40.3% | 43.4% | 43.3% | 43.1% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 5.3% | 9.8% | 9.9% | 10.0% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 33.0% | 31.8% | 29.2% | 27.0% |
| | | | | | 收入增长率(%) | -21.4% | 2.6% | 16.6% | 13.9% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | -48.0% | 89.2% | 18.2% | 14.8% |
| | | | | | P/E | 33.40 | 13.66 | 11.56 | 10.07 |
| | | | | | P/B | 2.36 | 1.60 | 1.40 | 1.23 |
| | | | | | EV/EBITDA | 14.62 | 5.95 | 4.91 | 3.98 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>