

2022年02月08日

森马服饰 (002563.SZ)

公司快报

线上渠道驱动全年营收增长，童装龙头市场份额仍具提升空间

事件

公司发布 2021 年业绩预告，2021 年实现归母净利润 14.5-15.5 亿元，同比增长 79.97%-92.38%；实现扣非净利 13-14 亿元，同比增长 71.79%-85.00%。

投资要点

◆ **2021 年业绩基本恢复到 19 年水平，线上渠道推动全年营收正增长。** 营收端，公司在渠道上推广门店在线业务，推出实体店铺+线上云店运营模式，扩大直播覆盖平台，捕捉新兴渠道机会，线上渠道表现良好驱动公司 2021 年营收实现增长。可比口径（不含法国业务且调整为净额法收入，下同）下，2021 年前三季度，线上渠道增长 16.44%，2021 年双 11，森马电商实现销售 22.89 亿，同比增长 33%，其中森马增长 30%+，巴拉巴拉增长 40%+。

净利端，2021 年公司预计实现归母净利润为 14.5-15.5 亿元，剔除法国 K 公司（20 年 9 月初出表）影响，2021 年归母净利润同比增长 11.33%-19.01%，取业绩预告中枢，预计公司 21Q4 归母净利润为 5.57 亿元，同比减少 5.52%，公司四季度业绩环比走弱。我们认为，一方面受益于公司持续产品创新，2021 年毛利率有所提升，可比口径下，21 年前三季度公司毛利率为 42.83%，较上年同期提升 3.38pct，其中休闲服饰提高 2.95pct，儿童服饰提高 3.00pct，线上渠道提高 1.94pct，直营渠道提高 4.62pct，加盟渠道提高 3.28pct，公司经营质量在 2021 年明显改善；另一方面，疫情散发以及天气偏暖对公司线下同店的负面影响延续，叠加行业整体零售环境恢复不确定下，公司线下总体未呈现明显净开店，线下渠道拖累公司四季度业绩表现。

◆ **2021 年公司童装市占率稳居行业第一，未来仍具提升空间。** 根据公司公告，2021 年中国童装市场前五名市占率分别为 7.1%、2%、1.3%、1.3%、0.8%，巴拉巴拉稳居第一，较第二名市占率领先 5.1pct，龙头地位稳固。公司预计 2022 年将从以下方面继续强化品牌及产品竞争力，提升市场占有率：围绕 T 恤、连衣裙、鞋品、羽绒服四大品类强化用户心智打造、线上线下打造品牌盛宴，提高品牌声量、强化官网、小程序自媒体内容运营，提升会员复购率、焕新产品包装、门店形象优化消费者购物体验、推出童装高端产品线，覆盖更多高消费能力的新生代家庭。根据前瞻产业研究院，2019 年，法国童装龙头 (ID KIDS) 市占率 15.4%，美国 (Carter's) 11.7%，日本 (Shimamura) 8.5%，英国 (NEXT) 8.4%，对比发达国家童装龙头品牌市占率，公司童装业务市场份额仍具提升空间。

◆ **投资建议：** 公司 21 年线下渠道受到疫情及天气影响，但毛利率同比提升，经营质量优化，且童装龙头地位稳固，市占率中长期仍具提升空间。考虑 21Q4 公司终端销售恢复弱于预期，结合公司业绩预告，我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.99、17.64、20.22 亿元，2 月 8 日收盘价对应公司 PE (2022E) 约 11.5 倍，维持“买入-A”建议。

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A (维持)

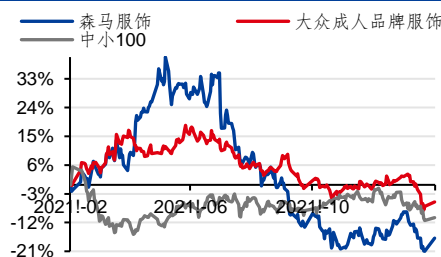
股价 (2022-02-07)

7.34 元

交易数据

总市值 (百万元)	19,774.62
流通市值 (百万元)	13,850.74
总股本 (百万股)	2,694.09
流通股本 (百万股)	1,887.02
12 个月价格区间	6.90/13.08 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.9	10.76	-8.0
绝对收益	-9.05	4.26	-16.72

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

孙萌
 sunmeng@huajinsec.cn

相关报告

- 森马服饰：电商保持快速增长，线下消费逐步恢复 2021-08-31
- 森马服饰：童装业务表现稳健，存货管理效果显著 2021-04-14
- 森马服饰：Q3 境内业务营收降幅逐步改善，Q4 利润具有良好预期 2020-10-29
- 森马服饰：国内童装延续较快增长，原业务利润总额平稳增长 2020-04-27
- 森马服饰：三季度营收净利增速放缓，并表 Kidiliz 影响业绩表现 2019-10-30

◆ **风险提示：**零售环境恢复速度弱于预期；休闲装开店不及预期；市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	15,566	17,754	20,071
YoY(%)	23.0	-21.4	2.4	14.1	13.1
净利润(百万元)	1,549	806	1,499	1,764	2,022
YoY(%)	-8.5	-48.0	86.1	17.7	14.6
毛利率(%)	42.5	40.3	42.1	42.8	43.2
EPS(摊薄/元)	0.58	0.30	0.56	0.65	0.75
ROE(%)	13.2	7.0	12.0	13.4	14.5
P/E(倍)	13.1	25.2	13.5	11.5	10.0
P/B(倍)	1.7	1.8	1.6	1.5	1.5
净利率(%)	8.0	5.3	9.6	9.9	10.1

数据来源: Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11314	12751	13552	13674	15753	营业收入	19337	15205	15566	17754	20071
现金	2,548	5,047	3,892	4,463	5,018	营业成本	11113	9071	9012	10162	11401
应收票据及应收账款	2,165	1,489	2,143	1,901	2,337	营业税金及附加	127	136	139	158	179
预付账款	247	176	192	241	254	营业费用	4055	3349	3437	3941	4456
存货	4,109	2,501	3,757	3,469	4,512	管理费用	1029	824	872	959	1084
其他流动资产	201	606	636	668	701	研发费用	414	292	576	675	763
非流动资产	5,307	4,419	4,338	4,186	4,051	财务费用	-123	-77	-88	-105	-130
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-619	-525	-280	-280	-260
固定资产	2237	2142	1997	1849	1697	公允价值变动收益	11	-20	0	0	0
无形资产	723	462	451	430	402	投资净收益	50	68	72	75	79
其他非流动资产	1083	853	896	940	987	营业利润	2152	1105	1971	2319	2658
资产总计	16621	17170	17890	17859	19804	营业外收入	6	5	12	12	12
流动负债	3997	4958	4546	3935	5060	营业外支出	30	23	12	12	12
短期借款	267	0	570	0	286	利润总额	2129	1088	1971	2319	2658
应付票据及应付账款	2671	3999	2870	2944	3643	所得税	595	294	493	580	665
其他流动负债	657	742	779	690	759	税后利润	1534	794	1478	1740	1994
非流动负债	829	711	885	784	823	少数股东损益	-16	-11	-21	-25	-28
长期借款	0	0	139	0	0	归属母公司净利润	1549	806	1499	1764	2022
其他非流动负债	829	711	747	784	823	EBITDA	3541	2371	2146	2489	2815
负债合计	4826	5669	5432	4719	5884	主要财务比率					
少数股东权益	30	28	7	-18	-46	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	2699	2698	2694	2694	2694	成长能力					
资本公积	2600	2781	2781	2781	2781	营业收入(%)	23.0	-21.4	2.4	14.1	13.1
留存收益	6561	6152	6977	7683	8492	营业利润(%)	3.5	-48.7	78.3	17.7	14.6
归属母公司股东权益	11765	11473	12452	13158	13967	归属于母公司净利润(%)	-8.5	-48.0	86.1	17.7	14.6
负债和股东权益	16621	17170	17890	17859	19804	获利能力					
						毛利率(%)	42.5	40.3	42.1	42.8	43.2
						净利率(%)	8.0	5.3	9.6	9.9	10.1
						ROE(%)	13.2	7.0	12.0	13.4	14.5
						ROIC(%)	21.5	14.6	81.9	37.1	49.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.0	33.0	30.4	26.4	29.7
						流动比率	2.8	2.6	3.0	3.5	3.1
						速动比率	1.8	2.1	2.2	2.6	2.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	8.9	8.3	8.6	8.8	9.5
						应付账款周转率	8.0	7.2	7.1	7.4	7.4
						估值比率					
						P/E	13.1	25.2	13.5	11.5	10.0
						P/B	1.7	1.8	1.6	1.5	1.5
						EV/EBITDA	5.7	7.3	5.7	4.4	3.8

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn