

森马服饰 (002563.SZ)

童装份额持续领先，期待 2022 年开店扩张周期

2022 年 03 月 10 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

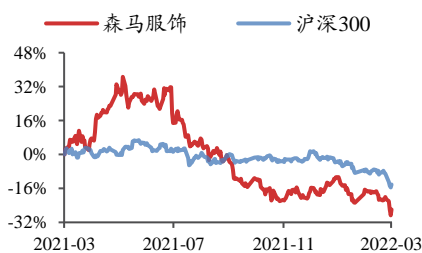
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2022/3/10
当前股价(元)	6.69
一年最高最低(元)	13.08/6.23
总市值(亿元)	180.23
流通市值(亿元)	126.24
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	18.87
近 3 个月换手率(%)	52.99

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《公司信息更新报告-Q3 业绩阶段性承压，经营质量持续改善》-2021.10.31
- 《公司信息更新报告-2021H1 利润端快速增长，整体经营质量持续提升》-2021.9.1
- 《公司信息更新报告-2020 年存货现金流管理优秀，期待 2021 全面复苏》-2021.4.16

● 2021 年净利润达利润预告 79.97-92.38% 的中枢，维持“买入”评级

公司预计 2021 年净利润达利润预告 79.97-92.38% 的中枢，2021 年营收 154.19 亿元 (+1.41%)，归母净利润 14.86 亿元 (+84.39%)，净利润增长较快主要系同期经营业绩受到疫情和法国 KIDILIZ 集团亏损双重因素影响导致基数较低；现有业务运营质量持续改善，营收及毛利率双增长。剔除 K 集团并表亏损，可比口径下 2021 年净利润同增 14.06%。单季度看，预计 2021Q4 收入 53.98 亿元 (-6.20%)，归母净利润 5.43 亿元 (-7.90%)，增速环比 Q3 下降 1pct/51pct。考虑成人装仍处于调整期，我们下调盈利预测，预测 2021-2023 年净利润为 14.9/17.9/20.6 亿元（此前 15.8/18.5/22.2 亿元），对应 EPS 为 0.6/0.7/0.8 元，当前股价对应 PE 为 12.1/10.1/8.7 倍，童装份额仍有望提升，继续维持“买入”评级。

● 成人装与童装市占率靠前，未来份额及营收有望提升

(1) 成人装：2021 年森马在成人装市场市占率位列第十，受益于国外品牌走弱，未来份额有望提升。(2) 童装：2021 年巴拉巴拉的市占率为 7.1%，位居童装品牌第一，三胎政策叠加国外品牌市占率下滑，预计份额未来仍有提升空间；2021 年巴拉巴拉店铺形象进入第七代，超 1000 家店进行了形象升级，目前会员复购率领先同业，未来随着运动线布局及高端线推出，品牌力及营收有望进一步提升。

● 2021 年童装店铺数实现净增加，线上新增渠道增速较快

(1) 线下：2021 年成人装店铺数同比 2020 年的 3091 家基本持平，童装净开店预计为正，2022 年预计会继续顺势扩张。童装开店趋势带动叠加疫情环境常态化，2022 年成人装有望迎来开店扩张。(2) 线上：2021 年双十一期间，公司营收由 17.18 亿增长到 22.98 亿元，预计抖音与京东同比增长 5-10 倍。2021 年巴拉巴拉已成为抖音母婴细分行业销售第一，目前抖音已成为童装线上第二大渠道。

● 2021 年净利率有所改善，预计全年存货仍处于较高水平

(1) 盈利能力：2021 年净利率为 9.64% (+4.34pct)，Q4 净利率为 10.06% (-0.18pct)，主要系经营效率与产品折扣有所提升。(2) 营运能力：公司 2021Q3 存货账面价值为 40.23 亿元，2021Q4 存货同比、环比均有增加，主要系冬季服饰备货增加较多，但 Q4 销售处于正常水平，带来新库存概率较小。

● **风险提示：**疫情影响销售恢复，行业竞争加剧，库存情况恶化。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	15,419	17,664	19,888
YOY(%)	23.0	-21.4	1.4	14.6	12.6
归母净利润(百万元)	1,549.4	805.7	1,485.6	1,791.0	2,063.3
YOY(%)	-8.5	-48.0	84.4	20.6	15.2
毛利率(%)	42.5	40.3	41.7	42.0	42.1
净利率(%)	8.0	5.3	9.6	10.1	10.4
ROE(%)	13.0	6.9	12.0	13.4	14.3
EPS(摊薄/元)	0.58	0.30	0.55	0.66	0.77
P/E(倍)	11.6	22.4	12.1	10.1	8.7
P/B(倍)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11314	12751	12402	15482	15328
现金	2548	5047	5888	6577	7450
应收票据及应收账款	1973	1392	1107	2033	1031
其他应收款	192	97	213	132	262
预付账款	247	176	215	254	262
存货	4109	2501	2051	3285	3314
其他流动资产	2245	3538	2929	3200	3009
非流动资产	5307	4419	4437	4420	4521
长期投资	0	0	-3	-4	-7
固定资产	2237	2142	2004	2097	2178
无形资产	723	462	484	462	444
其他非流动资产	2347	1815	1952	1866	1906
资产总计	16621	17170	16839	19901	19849
流动负债	3997	4958	3809	5985	4814
短期借款	267	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2671	3999	2611	4922	3545
其他流动负债	1059	960	1198	1064	1269
非流动负债	829	711	733	722	728
长期借款	0	0	-1	-1	0
其他非流动负债	829	711	733	722	728
负债合计	4826	5669	4542	6707	5542
少数股东权益	30	28	14	-5	-27
股本	2699	2698	2698	2698	2698
资本公积	2600	2781	2781	2781	2781
留存收益	6561	6152	6605	7105	7600
归属母公司股东权益	11765	11473	12284	13198	14334
负债和股东权益	16621	17170	16839	19901	19849

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1677	4457	1075	1816	1782
净利润	1534	794	1472	1773	2041
折旧摊销	373	349	230	208	229
财务费用	-123	-77	-150	-135	-172
投资损失	-50	-68	-60	-64	-61
营运资金变动	-875	2623	-393	7	-256
其他经营现金流	818	835	-24	26	1
投资活动现金流	-560	-647	311	-391	-151
资本支出	344	134	-182	86	53
长期投资	-250	-917	3	2	3
其他投资现金流	-466	-1431	132	-304	-95
筹资活动现金流	-849	-1304	-545	-736	-757
短期借款	92	-267	0	0	0
长期借款	-157	0	-1	0	1
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	41	181	0	0	0
其他筹资现金流	-825	-1217	-544	-736	-757
现金净增加额	281	2500	841	689	874

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19337	15205	15419	17664	19888
营业成本	11113	9071	8990	10245	11515
营业税金及附加	127	136	120	147	160
营业费用	4055	3349	3432	3895	4356
管理费用	1029	824	840	936	1034
研发费用	414	292	270	247	259
财务费用	-123	-77	-150	-135	-172
资产减值损失	-619	-525	0	0	0
其他收益	26	67	0	0	0
公允价值变动收益	11	-20	-4	-12	-8
投资净收益	50	68	60	64	61
资产处置收益	-20	-3	0	0	0
营业利润	2152	1105	1973	2380	2790
营业外收入	6	5	56	67	34
营业外支出	30	23	26	24	25
利润总额	2129	1088	2003	2423	2799
所得税	595	294	531	650	758
净利润	1534	794	1472	1773	2041
少数股东损益	-16	-11	-14	-18	-22
归母净利润	1549	806	1486	1791	2063
EBITDA	2439	1286	2069	2445	2817
EPS(元)	0.58	0.30	0.55	0.66	0.77

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.0	-21.4	1.4	14.6	12.6
营业利润(%)	3.5	-48.7	78.5	20.6	17.2
归属于母公司净利润(%)	-8.5	-48.0	84.4	20.6	15.2
获利能力					
毛利率(%)	42.5	40.3	41.7	42.0	42.1
净利率(%)	8.0	5.3	9.6	10.1	10.4
ROE(%)	13.0	6.9	12.0	13.4	14.3
ROIC(%)	12.3	5.9	11.0	12.4	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	29.0	33.0	27.0	33.7	27.9
净负债比率(%)	-18.9	-43.4	-47.6	-49.5	-51.8
流动比率	2.8	2.6	3.3	2.6	3.2
速动比率	1.7	1.9	2.5	1.9	2.4
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	9.9	9.0	12.3	11.3	13.0
应付账款周转率	3.9	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.30	0.55	0.66	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.65	0.40	0.67	0.66
每股净资产(最新摊薄)	4.37	4.26	4.56	4.90	5.32
估值比率					
P/E	11.6	22.4	12.1	10.1	8.7
P/B	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.7	7.9	4.7	3.6	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn