

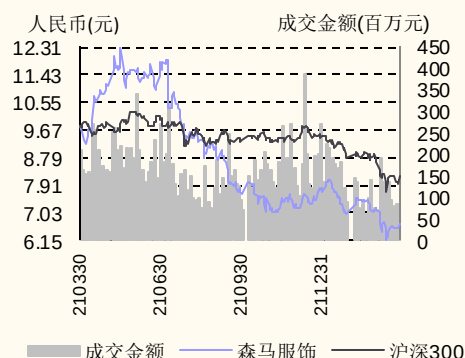
森马服饰 (002563.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.65 元

业务稳步修复, 期待龙头份额提升**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	26.94
已上市流通 A 股(亿股)	18.81
总市值(亿元)	179.16
年内股价最高最低(元)	12.34/6.15
沪深 300 指数	4254
深证成指	12264

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	17,438	19,798	22,535
营业收入增长率	-21.37%	1.41%	13.09%	13.53%	13.82%
归母净利润(百万元)	806	1,486	1,713	1,986	2,381
归母净利润增长率	-48.00%	84.50%	15.27%	15.91%	19.88%
摊薄每股收益(元)	0.299	0.552	0.636	0.737	0.884
每股经营性现金流净额	1.42	0.51	0.61	0.71	0.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.02%	12.74%	13.49%	14.45%	15.97%
P/E	33.55	14.01	10.46	9.02	7.52
P/B	2.36	1.79	1.41	1.30	1.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 3 月 30 日发布 2021 全年业绩, 合计实现营业收入 154.20 亿元 (+1.41%), 实现归母净利润 14.86 亿元 (+84.50%); 剔除 20 年剥离 K 业务影响后收入/净利约分别同增 10%/14%, 符合此前预期。

经营分析

- **21 年童装及成人装营收、毛利率双提升。**21 年公司成人装业务实现收入 50.27 亿元 (+1.43%), 全年流水较 19 年估计仍有约 20% 左右缺口, 仍处在调整中; 但其毛利率同比提升 4.25pct 至 40.13%, 反映产品力提升见效; 童装业务实现营收 102.72 亿元 (+1.38%), 据估计全年流水较 19 年实现个位数增长, 同时毛利率同比提升 1.30pct 至 43.74%, 实现逆势增长。
- **4Q21 经营情况受外部影响转弱。**4Q21 单季度公司实现营收 53.99 亿元 (-6.2%); 净利 5.44 亿元 (-7.8%), 主要系局部疫情反复、四季度气温异常, 以及 4Q20 基数较高所致。公司 4Q21 毛利率为 41.5% (+3.72pct), 主要受益于折扣把控严格; 净利率为 10.06% (-0.18pct), 主要系收入放缓但费用较为刚性所致, 长期来看公司净利率仍将保持稳中有升态势。
- **现金储备充足, 存货占比提升。**截至 21 年底公司存货占总资产比例为 20.24% (+6.12pct), 主要系 2H21 增加备货、同时天气影响货品周转放缓所致; 现金流方面, 公司经营性活动现金流净额为 20.76 亿元, 同比减少 53.4%, 主要系 2H21 采购冬装占用资金所致。
- **集中度提升背景下看好公司长期市占率继续稳步增长。**2015-21 年童装品牌 top11 市占率由 11.2% 增长至 16.4%, 休闲装 top11 市占率由 10.3% 增长至 13.8%, 集中度提升趋势明显, 叠加国际品牌下滑趋势, 利好公司旗下巴拉巴拉、森马等龙头品牌市占率进一步提升。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司成人装业务仍处于修复进程中、童装增速有所放缓且均受到疫情影响, 下调 22-23 年、新增 24 年盈利预测, 预计 22-24 年公司童装业务仍将保持 15% 以上增长, 成人装双位数增长, 于 23 年修复至 19 年水平, 净利率保持稳中有升, 预计 22-24 年归母净利润为 17.13 (下调 6%) / 19.86 (下调 10%) / 23.81 亿元, 对应 PE 为 11/9/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情局部爆发影响终端销售、成人装品牌升级不及预期等。

相关报告

1. 《森马服饰 3Q21 业绩点评-短期扰动业绩承压, 备货充足旺季...》, 2021.11.1
2. 《森马服饰 1H21 业绩点评-童装稳定增长, 休闲修复可期》, 2021.9.2
3. 《森马服饰 21 年一季报点评-童装+电商增长靓丽, 21 年开局表...》, 2021.5.1
4. 《森马服饰深度-休闲与童装双龙头, 拐点已现、长期增长可期》, 2021.4.16

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

图表 1：公司本部业务与K公司收入、利润拆分

	2019全年	2020Q 1	2020Q 2	2020Q 3	2020Q 4	2020全年	2021Q 1	2021Q 2	2021Q 3	2021Q 4	2021全年
营业收入	193.37	27.38	29.96	37.16	57.55	152.05	33.10	32.06	35.04	53.99	154.20
YOY	23.01%	-33.51%	-26.95%	-26.28%	-5.28%	-21.4%	20.9%	7.0%	-5.7%	-6.2%	1.4%
其中：森马本部业务	163.68	22.06	26.50	33.16	57.55	139.86	33.10	32.06	35.04	53.99	154.19
YOY	9.67%	-33.51%	-21.99%	-24.64%	9.56%	-14.6%	50.0%	21.0%	5.7%	-6.2%	10.2%
Kidiliz 并表	29.69	5.32	2.81	4.00	已剥离	12.19	已剥离	已剥离	已剥离	已剥离	已剥离
营业利润	21.52	0.77	0.59	1.98	7.70	11.05	5.64	3.22	3.83	6.60	19.29
YOY	3.47%	-82.67%	-89.26%	-73.04%	84.01%	-48.7%	632.5%	445.8%	93.4%	-14.3%	74.6%
利润总额	21.29	0.73	0.58	1.91	7.66	10.88	5.64	3.20	3.81	6.57	19.22
YOY	-6.13%	-83.70%	-89.28%	-73.71%	85.92%	-48.9%	672.6%	451.7%	99.5%	-14.2%	76.7%
其中：森马本部业务	24.36	1.73	3.20	3.41	7.66	16.04	5.64	3.20	3.81	6.57	19.22
YOY	0.83%	-63.80%	-48.97%	-56.61%	40.43%	-35.0%	226.0%	0.0%	11.7%	-14.2%	19.8%
Kidiliz 并表	-3.07	-1.00	-2.62	-1.50	已剥离	-5.16	已剥离	已剥离	已剥离	已剥离	已剥离
归母净利	15.49	0.17	0.04	1.94	5.90	8.06	3.53	3.13	2.78	5.44	14.86
YOY	-8.52%	-94.96%	-98.90%	-66.79%	143.61%	-48.0%	1976.5%	7499.7%	43.3%	-7.8%	84.4%
其中：森马本部业务	18.56	1.17	2.52	3.44	5.90	13.04	3.53	3.13	2.78	5.44	14.86
YOY	2.44%	-68.83%	-45.03%	-46.63%	57.02%	-29.7%	201.7%	24.2%	-19.2%	-7.8%	14.0%
Kidiliz 并表	-3.07	-1.00	-2.48	-1.50	已剥离	-4.98	已剥离	已剥离	已剥离	已剥离	已剥离

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	19,337	15,205	15,420	17,438	19,798	22,535
增长率		-21.4%	1.4%	13.1%	13.5%	13.8%
主营业务成本	-11,113	-9,071	-8,853	-10,008	-11,311	-12,827
%销售收入	57.5%	59.7%	57.4%	57.4%	57.1%	56.9%
毛利	8,224	6,134	6,566	7,430	8,487	9,707
%销售收入	42.5%	40.3%	42.6%	42.6%	42.9%	43.1%
营业税金及附加	-127	-136	-122	-148	-168	-192
%销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-4,055	-3,349	-3,381	-3,836	-4,356	-4,845
%销售收入	21.0%	22.0%	21.9%	22.0%	22.0%	21.5%
管理费用	-1,029	-824	-621	-942	-1,069	-1,217
%销售收入	5.3%	5.4%	4.0%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用	-414	-292	-317	-401	-455	-518
%销售收入	2.1%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	2,598	1,533	2,125	2,103	2,439	2,936
%销售收入	13.4%	10.1%	13.8%	12.1%	12.3%	13.0%
财务费用	123	77	103	122	148	167
%销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	-20	15	28	13	16
投资收益	50	68	74	10	15	20
%税前利润	2.3%	6.3%	3.8%	0.4%	0.6%	0.6%
营业利润	2,152	1,105	1,929	2,263	2,615	3,138
营业利润率	11.1%	7.3%	12.5%	13.0%	13.2%	13.9%
营业外收支	-23	-17	-7	-12	-15	-16
税前利润	2,129	1,088	1,922	2,251	2,600	3,122
利润率	11.0%	7.2%	12.5%	12.9%	13.1%	13.9%
所得税	-595	-294	-438	-540	-624	-749
所得税率	28.0%	27.0%	22.8%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	1,534	794	1,485	1,710	1,976	2,373
少数股东损益	-16	-11	-2	-3	-10	-8
归属于母公司的净利润	1,549	806	1,486	1,713	1,986	2,381
净利率	8.0%	5.3%	9.6%	9.8%	10.0%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,534	794	1,485	1,710	1,976	2,373
少数股东损益	-16	-11	-2	-3	-10	-8
非现金支出	373	349	269	236	261	285
非经营收益	-34	84	-73	246	-161	-187
营运资金变动	-832	2,613	-306	-539	-157	-83
经营活动现金净流	1,041	3,840	1,375	1,654	1,918	2,388
资本开支	-342	-128	-189	-200	-324	-313
投资	-250	-518	-312	298	-34	-32
其他	32	-1	20	10	15	20
投资活动现金净流	-560	-647	-482	108	-343	-325
股权募资	0	2	0	0	0	0
债权募资	-65	-38	0	-149	-117	0
其他	-771	-1,274	-1,669	-551	-799	-1,046
筹资活动现金净流	-835	-1,310	-1,669	-700	-916	-1,046
现金净流量	-355	1,883	-775	1,062	660	1,018

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,548	5,047	4,973	5,955	6,557	7,533
应收款项	2,165	1,489	1,526	1,720	1,898	2,099
存货	4,109	2,501	4,024	3,674	4,060	4,569
其他流动资产	2,492	3,714	4,565	3,967	4,006	4,052
流动资产	11,314	12,751	15,087	15,316	16,521	18,253
%总资产	68.1%	74.3%	76.3%	77.9%	78.8%	80.3%
长期投资	1,446	1,212	1,153	1,170	1,204	1,236
固定资产	2,258	2,149	1,973	2,002	2,028	2,025
%总资产	13.6%	12.5%	10.0%	10.2%	9.7%	8.9%
无形资产	962	526	500	559	611	656
非流动资产	5,307	4,419	4,691	4,350	4,432	4,476
%总资产	31.9%	25.7%	23.7%	22.1%	21.2%	19.7%
资产总计	16,621	17,170	19,778	19,666	20,953	22,729
短期借款	267	10	230	117	0	0
应付款项	2,887	4,206	6,142	5,772	5,988	6,485
其他流动负债	843	742	1,376	583	666	771
固定负债	3,997	4,958	7,749	6,473	6,654	7,256
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	829	711	345	473	550	562
负债	4,826	5,669	8,094	6,946	7,203	7,819
普通股股东权益	11,765	11,473	11,663	12,703	13,742	14,911
其中：股本	2,699	2,698	2,694	2,694	2,694	2,694
未分配利润	5,229	4,750	4,766	5,806	6,845	8,013
少数股东权益	30	28	20	17	7	-1
负债股东权益合计	16,621	17,170	19,778	19,666	20,953	22,729

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.574	0.299	0.552	0.636	0.737	0.884
每股净资产	4.360	4.253	4.329	4.715	5.101	5.535
每股经营现金净流	0.386	1.423	0.510	0.614	0.712	0.887
每股股利	0.350	0.450	0.150	0.250	0.352	0.450
回报率						
净资产收益率	13.17%	7.02%	12.74%	13.49%	14.45%	15.97%
总资产收益率	9.32%	4.69%	7.52%	8.71%	9.48%	10.48%
投入资本收益率	15.42%	9.71%	13.76%	12.45%	13.48%	14.96%
增长率						
主营业务收入增长率	23.01%	-21.37%	1.41%	13.09%	13.53%	13.82%
EBIT增长率	-3.24%	-41.01%	38.66%	-1.07%	15.99%	20.38%
净利润增长率	-8.52%	-48.00%	84.50%	15.27%	15.91%	19.88%
总资产增长率	0.32%	3.30%	15.19%	-0.56%	6.54%	8.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.1	40.4	33.7	33.0	32.0	31.0
存货周转天数	140.0	133.0	134.5	134.0	131.0	130.0
应付账款周转天数	79.4	85.4	101.2	100.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	42.2	51.4	46.1	41.1	36.4	32.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.67%	-69.30%	-69.17%	-72.36%	-72.27%	-73.30%
EBIT利息保障倍数	-21.2	-20.0	-20.6	-17.2	-16.4	-17.6
资产负债率	29.04%	33.02%	40.92%	35.32%	34.38%	34.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	17	31	41	114
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.05	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-16	买入	11.32	14.75 ~ 14.75
2	2021-05-01	买入	11.71	14.00 ~ 12.00
3	2021-09-02	买入	9.13	N/A
4	2021-11-01	买入	7.50	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402