

相关研究

《收入恢复快速增长, 盈利能力显著提升》2021.05
《业绩显著改善, 静待龙头长期成长》2021.09
《疫情影响业绩表现, 盈利能力持续提升》2021.10

盈利能力改善, 未来增长可期

2022年3月31日

事件: 公司 2021 年实现收入 154.20 亿元, 同增 1.41%, 实现归母净利润 14.86 亿元, 同增 84.50%, 扣非净利 13.54 亿元, 同增 78.88%, EPS 为 0.55 元, 每 10 股分红 5.00 元 (含税)。扣除 KIDILIZ 品牌出售影响, 2021 年公司收入同增 10.08%, 新冠肺炎疫情影响减弱, 公司收入恢复增长, 盈利能力改善。2021Q4 公司实现收入 53.99 亿元, 同降 6.19%, 归母净利润 5.44 亿元, 同降 7.82%, 扣非净利 4.79 亿元, 同降 24.28%, 受部分区域疫情扩散、服装消费景气度下行等影响公司业绩有所下滑。

点评:

- **休闲服饰收入增长稳定, 童装业务快速增长。** 1) 2021 年公司休闲服饰收入为 50.27 亿元, 同增 1.43%, 期末门店数量 2823 家, 同降 8.67%, 公司不断优化渠道结构, 聚焦年轻用户群体, 提升线下店效, 并拓展线上线下新零售业务, 收入稳定增长; 2) 2021 年公司儿童服饰收入为 102.72 亿元, 同增 1.38%, 剔除法国 Kidiliz 剥离等影响同比增速为 14.88%, 期末门店为 5744 家, 同增 1.95%, 公司童装业务优势地位明显, 进一步拓展门店数量, 并发力直播等线上渠道, 推动收入增长。
- **毛利率同比增长、费用率下降, 冬装备货增加。** 1) 2021 年公司毛利率同增 2.3PCT 至 42.6%, 其中休闲服饰、儿童服饰毛利率同增 4.25PCT、1.30PCT 至 40.13%、43.74%, 疫情影响减弱、终端折扣提升, 毛利率同比增长。2021Q4 公司毛利率同增 3.72PCT 至 41.53%。2) 2021 年公司销售、管理、研发、财务费用率为 21.93%、4.02%、2.06%、-0.67%, 同增-0.10PCT、-1.40PCT、0.14PCT、-0.17PCT。公司收入保持增长, 剔除 KIDILIZ 并表影响, 期间费用率同比下降。3) 2021 年底公司存货 40.24 亿元, 同比增加 60.88%, 主要由于库龄一年以内产品及次年产品季商品备货增加。
- **休闲装优化品牌定位, 提升精细化运营水平。** 2021 年公司明确森马品牌定位为“舒服时尚”, 聚焦 Z 世代年轻人群, 拓展抖音、B 站等平台, 线上线下全域营销强化品牌认知, 2021 年森马品牌曝光近 30 亿人次, 社交媒体正面评论量大幅提升。森马注重服装产品功能性、时尚度, 打造联名款、IP 款、功能性产品, 2021 年推出 C25 低碳概念产品, 强化面料科技。渠道方面森马 2021 年增加投入, 升级门店形象, 并推进周度零售计划, 提高渠道精细化运营水平。
- **童装升级品牌形象, 线上线下发力巩固领先地位。** 2021 年巴拉巴拉品牌定位升级为“最懂成长的儿童时尚品牌”, 借助天猫、抖音整合线上线下营销资源, 升级品牌形象。公司童装业务加强内外部时尚机构、专业院校合作, 开发创新面料、产品, 突出重点品类。渠道方面巴拉巴拉巩固传统优势电商平台, 全面拥抱直播赛道, 线下提升门店质量, 并在部分地区进行精益零售试点, 提升人效、利润率水平。
- **盈利预测与投资评级:** 由于 2022Q1 新冠肺炎疫情影响服装销售, 我

们下调公司 2022-2023 年 EPS 预测为 0.57/0.71 元（原值为 0.69/0.86 元），预测 2024 年 EPS 为 0.82 元，目前股价对应 22 年 11.59 倍 PE，目前公司估值已处于较低水平，公司不断强化休闲装、童装行业领先优势，未来国潮趋势更为明显，公司业务成长空间较大，维持“买入”评级。

- **风险因素：**疫情影响超预期风险，市场竞争加剧风险，存货减值风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	15,205	15,420	16,629	19,062	21,579
增长率 YoY %	-21.4%	1.4%	7.8%	14.6%	13.2%
归属母公司净利润(百万元)	806	1,486	1,546	1,904	2,213
增长率 YoY%	-48.0%	84.5%	4.0%	23.2%	16.2%
毛利率%	40.3%	42.6%	40.7%	41.2%	40.7%
净资产收益率 ROE%	7.0%	12.7%	11.7%	12.6%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.55	0.57	0.71	0.82
市盈率 P/E(倍)	33.51	14.01	11.59	9.41	8.09
市净率 P/B(倍)	2.35	1.79	1.36	1.19	1.03

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 3 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	12,751	15,087	15,523	17,316	19,356	
货币资金	5,047	4,973	4,893	6,099	7,555	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,392	1,452	1,595	1,932	2,247	
预付账款	176	201	211	237	278	
存货	2,501	4,024	3,781	3,992	4,209	
其他	3,634	4,438	5,044	5,055	5,068	
非流动资产	4,419	4,691	4,881	5,171	5,441	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,142	1,948	2,118	2,288	2,458	
无形资产	462	431	451	471	521	
其他	1,815	2,312	2,312	2,412	2,462	
资产总计	17,170	19,778	20,404	22,487	24,797	
流动负债	4,958	7,749	6,832	7,014	7,115	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	1,962	3,082	2,701	2,457	2,104	
应付账款	2,036	2,872	2,161	2,457	2,806	
其他	960	1,795	1,970	2,100	2,205	
非流动负债	711	345	345	345	345	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	711	345	345	345	345	
负债合计	5,669	8,094	7,177	7,360	7,460	
少数股东权益	28	20	17	14	9	
归属母公司	11,473	11,663	13,210	15,114	17,327	
负债和股东权益	17,170	19,778	20,404	22,487	24,797	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	15,205	15,420	16,629	19,062	21,579	
同比	-21.4%	1.4%	7.8%	14.6%	13.2%	
归属母公司净利润	806	1,486	1,546	1,904	2,213	
同比	-48.0%	84.5%	4.0%	23.2%	16.2%	
毛利率(%)	40.3%	42.6%	40.7%	41.2%	40.7%	
ROE%	7.0%	12.7%	11.7%	12.6%	12.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.55	0.57	0.71	0.82	
P/E	33.51	14.01	11.59	9.41	8.09	
P/B	2.35	1.79	1.36	1.19	1.03	
EV/EBITDA	11.69	6.22	6.03	4.44	3.41	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	15,205	15,420	16,629	19,062	21,579	
营业成本	9,071	8,853	9,858	11,210	12,802	
营业税金及	136	122	133	152	173	
销售费用	3,349	3,381	3,492	3,908	4,316	
管理费用	824	621	698	762	820	
研发费用	292	317	333	381	432	
财务费用	-77	-103	-75	-74	-86	
减值损失合	-525	-333	-255	-305	-355	
投资净收益	68	74	100	114	129	
其他	-48	-40	3	-5	8	
营业利润	1,105	1,929	2,038	2,527	2,905	
营业外收支	-17	-7	-7	-7	-7	
利润总额	1,088	1,922	2,031	2,520	2,898	
所得税	294	438	487	620	689	
净利润	794	1,485	1,543	1,901	2,209	
少数股东损	-11	-2	-3	-4	-4	
归属母公司	806	1,486	1,546	1,904	2,213	
EBITDA	1,882	2,630	2,245	2,779	3,187	
EPS(当	0.30	0.55	0.57	0.71	0.82	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	4,457	2,076	477	1,599	1,884	
净利润	794	1,485	1,543	1,901	2,209	
折旧摊销	349	505	130	130	150	
财务费用	53	94	0	0	0	
投资损失	-68	-74	-100	-114	-129	
营运资金变	2,613	-306	-1,359	-629	-708	
其它	716	371	262	312	362	
投资活动现	-647	-482	-557	-393	-428	
资本支出	-128	-189	-357	-507	-557	
长期投资	-518	-312	-300	0	0	
其他	-1	20	100	114	129	
筹资活动现	-1,304	-1,672	0	0	0	
吸收投资	2	0	0	0	0	
借款	-38	0	0	0	0	
支付利息或	-1,222	-1,349	0	0	0	
现金流净增	2,500	-74	-81	1,206	1,456	
加额						

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。