

森马服饰 (002563)

2021 年报点评：业绩稳步修复，盈利能力提升

买入（维持）

2022 年 03 月 31 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

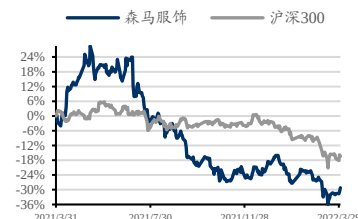
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	15,420	17,128	19,649	22,522
同比	1.41	11.08	14.72	14.62
归属母公司净利润（百万元）	1,486	1,648	1,902	2,199
同比	84.50	10.88	15.39	15.64
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.55	0.61	0.71	0.82
P/E（现价&最新股本摊薄）	12.05	10.87	9.42	8.15

投资要点

- **公司公布 2021 年年报：**2021 年营收 154.2 亿元/yoy+1.4%/较 2019 年-20.3%、归母净利 14.9 亿元/yoy+84.5%/较 2019 年-4.1%，每 10 股派息 5 元。剔除 Kidiliz 影响（2018 年收购法国童装品牌 Kidiliz、因亏损较大 2020 年 9 月剥离出表），公司原有业务 2021 年收入/净利分别同比+10.3%/+14.1%。利润表现好于营收主要因毛利率改善、费用优化，叠加 Kidiliz 亏损拖累 2019/2020 年利润形成低基数。分季度看，2021Q1-Q4 营收分别同比+20.9%/+7.0%/-5.7%/-6.2%、较 2019 年分别-19.6%/-21.8%/-30.5%/-11.1%，归母净利分别同比+1917.0%/+7506.6%/+42.8%/-7.8%、较 2019 年分别+1.6%/-16.7%/-52.6%/+124.6%，2021 年中疫情对 Q3 销售及盈利均形成冲击，Q4 有一定程度恢复（与 2019 年相比），Q4 净利因剔除 Kidiliz 减小亏损、较 2019Q4 大幅提升。
- **分业务看，童装复苏态势较好、休闲装有待恢复。1）巴拉巴拉净开店，收入已恢复至疫情前水平。**2021 年童装收入 102.7 亿元/yoy+1.38%/较 2019 年-18.88%/占比 67%。剔除 Kidiliz 影响，2021 年巴拉收入同比+14.9%、较 2019 年+4.3%，已恢复至疫情前水平。2021 年末巴拉门店共 5744 家、净开店 110 家、yoy+2.0%。2）休闲装尚未恢复至疫情前水平。2021 年休闲装收入 50.3 亿元/yoy+1.43%/较 2019 年-23.18%/占比 33%。2021 年末休闲装门店共 2823 家、净关店 268 家、yoy-8.7%。
- **分渠道看，线上及加盟渠道保持增长。**不考虑 Kidiliz，原有业务 2021 年线上/直营/加盟/联营收入分别同比+13.1%/-3.1%/+8.2%/+42.5%，收入占比分别为 42%/9%/44%/4%。截至 2021 年末公司门店共 8567 家（净关店 158 家，下同），其中直营 781 家（+100 家，其中 H1+41、H2+59）、加盟 7412 家（-281 家，其中 H1-15、H2-266）、联营 374 家（+23 家，其中 H1-18、H2+41）。具体来看：1）线上受疫情影响较小，同时公司发力抖音等新渠道，线上收入保持增长、占比提升 1pct；2）直营店中部分线下销售转线上、新开店年末较多收入贡献有限，致收入小幅下滑；3）加盟商开展线上销售提振收入；4）联营为新增模式（由于加盟店抗风险能力不及直营，2020 年起公司推出直营+加盟联合运营模式）、增长较快。
- **盈利水平改善，存货有所增加。1）毛利率：**由于产品加价倍率和折扣率改善，2021 年毛利率同比+2.2pct 至 42.6%，其中线上/直营/加盟/联营毛利率分别同比+4.7/8.3/0.4/9.7pct，加盟毛利率提升较少主要因公司考虑疫情对加盟商形成较大经营压力、未大幅提升批发价；2）**费用率：**2021 年费用率同比-1.5pct 至 27.3%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/-1.4/+0.1/-0.2pct，销售、管理费用率下降主要由于剔除 Kidiliz 费用减少贡献。3）**净利率：**毛利率改善、费用优化下，2021 年净利率同比+4.3pct 至 9.6%。4）**存货：**2021 年末存货 40.24 亿元/yoy+60.9%/较 2019 年-2.1%、服饰存货周转天数同比+22 天至 155 天，库龄结构较为健康、1 年以内库存占比超 90%。5）**现金流：**2021 年经营活动现金流净额 20.76 亿元/yoy-53.4%/较 2019 年+23.8%，截至 2021 年末，货币资金及理财合计 84.15 亿元、现金充裕。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内童装+休闲装双龙头，2021 年童装复苏态势较好、休闲装有待恢复，长期看成长空间较大，有望受益于童装、成人装市场集中度提升。考虑疫情影响，我们将 2022-2023 年 EPS 从 0.67/0.77 元/股下调至 0.61/0.71 元/股、增加 2024 年预测值 0.82 元/股，对应 2022-2024 年 PE 为 11/9/8X，2021 年分红比例 91%、股息率 7.3%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响消费、库存压力加大。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.80
一年最低/最高价	6.15/13.02
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	12,790.66
总市值(百万元)	18,319.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.33
资本负债率(%LF)	40.92
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	1,880.98

相关研究

《森马服饰(002563)：童装较具韧性，休闲装仍待复苏》

2022-01-17

表1: 现有业务（不含 Kidiliz）可比口径收入拆分（单位：亿元）

	2021 年	2020 年	YOY	2021 年收入占比
营业收入合计	154.2	139.86	10.25%	100.0%
分业务				
休闲服饰	50.27	49.56	1.43%	32.6%
儿童服饰	102.72	89.42	14.88%	66.6%
其他	1.2	0.88	37.10%	0.8%
分渠道				
线上销售	64.58	57.12	13.06%	41.9%
直营销售	14	14.44	-3.07%	9.1%
加盟销售	68.2	63.05	8.16%	44.2%
联营	6.21	4.36	42.48%	4.0%
其他	1.2	0.88	37.10%	0.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 现有业务（不含 Kidiliz）可比口径毛利率变动情况

	2021 年	2020 年	YOY
毛利率	42.58%	38.92%	3.67pct
分产品			
休闲服饰	40.13%	35.88%	4.25pct
儿童服饰	43.74%	40.68%	3.06pct
其他	46.21%	30.31%	15.90pct
分渠道			
线上销售	37.36%	32.15%	5.21pct
直营销售	66.45%	58.67%	7.78pct
加盟销售	40.01%	38.78%	1.23pct
联营	70.66%	65.92%	4.74pct
其他	46.21%	30.31%	15.90pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3: 公司线下门店变化情况 (2020 年不含 Kidiliz)

	2021	2020	YOY
门店总数 (家)	8,567	8,725	-158 家
门店总面积 (万平方米)	161	164	-1.97%
单店面积 (平米/店)	187.99	188.30	-0.16%
分业务			
休闲服饰			
门店数 (家)	2823	3091	-268 家
门店总面积 (万平米)	65.29	72	-9.32%
单店面积 (平米/店)	231.28	232.93	-0.71%
儿童服饰			
门店数 (家)	5,744	5,634	+110 家
门店总面积 (万平米)	95.76	92.29	3.76%
单店面积 (平米/店)	166.71	163.81	1.77%
分渠道			
直营			
门店数 (家)	781	681	+100 家
门店总面积 (万平米)	17.27	15.25	13.24%
单店面积 (平米/店)	221.09	223.91	-1.26%
加盟			
门店数 (家)	7,412	7,693	-281 家
门店总面积 (万平米)	134.49	140.18	-4.06%
单店面积 (平米/店)	181.45	182.22	-0.42%
联营			
门店数 (家)	374	351	+23 家
门店总面积 (万平米)	9.29	8.86	4.84%
单店面积 (平米/店)	248.40	252.47	-1.61%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,087	16,794	19,060	22,061	营业总收入	15,420	17,128	19,649	22,522
货币资金及交易性金融资产	8,312	9,721	11,490	14,013	营业成本(含金融类)	8,853	9,976	11,381	12,969
经营性应收款项	1,652	1,507	1,648	1,769	税金及附加	122	103	118	135
存货	4,024	4,446	4,789	5,130	销售费用	3,381	3,682	4,283	4,955
合同资产	0	0	0	0	管理费用	621	685	825	991
其他流动资产	1,100	1,119	1,133	1,149	研发费用	317	343	472	563
非流动资产	4,691	5,074	5,427	5,740	财务费用	-103	10	9	7
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	119	171	196	225
固定资产及使用权资产	2,599	2,875	3,145	3,401	投资净收益	74	137	157	180
在建工程	25	13	6	3	公允价值变动	15	-100	-100	-100
无形资产	431	401	371	341	减值损失	-465	-350	-290	-290
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-42	-2	-2	-2
长期待摊费用	68	68	68	68	营业利润	1,929	2,186	2,523	2,915
其他非流动资产	1,566	1,716	1,836	1,926	营业外净收支	-7	-10	-12	-12
资产总计	19,778	21,868	24,487	27,801	利润总额	1,922	2,176	2,511	2,903
流动负债	7,749	8,169	8,865	9,961	减:所得税	438	544	628	726
短期借款及一年内到期的非流动负债	230	230	230	230	净利润	1,485	1,632	1,883	2,178
经营性应付款项	5,954	6,082	6,629	7,557	减:少数股东损益	-2	-16	-19	-22
合同负债	139	200	228	259	归属母公司净利润	1,486	1,648	1,902	2,199
其他流动负债	1,425	1,657	1,778	1,915	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.61	0.71	0.82
非流动负债	345	345	345	345	EBIT	2,125	2,339	2,570	2,909
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,630	2,856	3,106	3,466
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.58	41.76	42.08	42.42
租赁负债	291	291	291	291	归母净利率(%)	9.64	9.62	9.68	9.77
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	1.41	11.08	14.72	14.62
负债合计	8,094	8,514	9,210	10,306	归母净利润增长率(%)	84.50	10.88	15.39	15.64
归属母公司股东权益	11,663	13,350	15,292	17,531					
少数股东权益	20	4	-15	-36					
所有者权益合计	11,684	13,354	15,277	17,495					
负债和股东权益	19,778	21,868	24,487	27,801					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,076	2,363	2,653	3,365	每股净资产(元)	4.33	4.96	5.68	6.51
投资活动现金流	-482	-1,475	-1,407	-1,364	最新发行在外股份 (百万股)	2,694	2,694	2,694	2,694
筹资活动现金流	-1,672	21	23	23	ROIC(%)	13.84	13.45	12.99	12.90
现金净增加额	-74	910	1,269	2,023	ROE-摊薄(%)	12.74	12.35	12.44	12.55
折旧和摊销	505	517	537	557	资产负债率(%)	40.92	38.93	37.61	37.07
资本开支	-189	-812	-814	-814	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.05	10.87	9.42	8.15
营运资本变动	-306	-339	-138	268	P/B (现价)	1.54	1.34	1.17	1.02

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>