

2022年04月01日

森马服饰 (002563.SZ)

公司快报

纺织服装 | 大众品牌 III

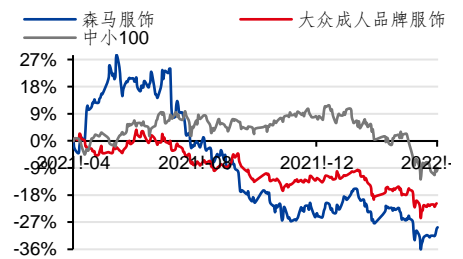
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2022-04-01) **6.85元**

交易数据

总市值(百万元)	18,454.52
流通市值(百万元)	12,884.70
总股本(百万股)	2,694.09
流通股本(百万股)	1,880.98
12个月价格区间	6.05/13.08元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.38	5.67	-21.61
绝对收益	-3.82	-12.03	-29.17

分析师

 刘荆
 SAC 执业证书编号: S0910520020001
 liujing1@huajinsec.com

报告联系人

 孙萌
 sunmeng@huajinsec.com

相关报告

- 森马服饰: 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 2022-02-09
- 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速, 原业务利润总额平稳增长 2020-04-27

21年业绩符合预期, 童装业务表现稳健

事件

公司发布 2021 年年度报告, 2021 年实现营收 154.20 亿元, 同比增长 1.41%, 实现归母净利润 14.86 亿元, 同比增长 84.5%; 基本每股收益 0.55 元/股, 拟派末期股息 0.5 元/股(含税)。

投资要点

◆ 2021 年公司营收基本恢复至 19 年同期可比水平, 疫情等外部因素致 21H2 承压。

营收端, 2021 年, 公司实现营收 154.20 亿元, 同比增长 1.41%, 其中 21Q4 实现营收 53.99 亿元, 同比下滑 6.19%, 剔除法国业务影响, 公司全年收入同比增长 10.25%, 预计恢复为 19 年的 95 成水平, 分季度来看, 我们估算公司 21H1、21Q3、21Q4 的营收同比增速分别为: 增长 29%、增长低个位数、下滑中单位数。净利端, 2021 年, 公司实现归母净利 14.86 亿元, 同比增长 84.5%, 其中 21Q4 实现归母净利 5.44 亿元, 同比下滑 7.82%, 剔除法国业务影响, 公司全年归母净利同比增长 14.13%, 我们估算公司 21H1、21Q3、21Q4 的归母净利同比增速分别为: 增长约 85%、下滑约 20%+、下滑中高单位数。公司下半年营收和业绩受到国内疫情散发、极端自然灾害、天气等因素扰动。

◆ 公司童装业务韧性较强, 休闲装焕新品牌定位再出发。休闲服饰方面, 2021 年, 公司休闲服饰收入为 50.27 亿元, 同比增长 1.4%, 收入占比为 32.6%, 我们估算公司休闲服饰业务恢复至 19 年同期的 75 成水平以上, 21H1、H2 营收同比增速分别为 28.7%、-14.5%。2021 年, 公司明确森马品牌的定位为“舒服时尚”, 围绕产品功能卖点, 传递产品价值, 在人群上聚焦 95 后年轻人群, 加强社交零售拓展。童装方面, 剔除法国业务的可比口径下, 2021 年公司儿童服饰收入为 102.72 亿元, 同比增长 14.9%, 收入占比 66.2%, 我们估算公司儿童服饰业务较 19 年同期增长约 6%, 21H1、H2 营收同比增速分别为 35.5%、4.3%, 童装业务在外部因素的扰动下展现较强的韧性。2021 年, 巴拉巴拉品牌升级品牌定位为“最懂成长的儿童时尚品牌”, 在产品上对于服装图案、色彩、面料和版型坚持投入研发, 开发出“零碳天丝”、“全棉吸湿速干”等一系列创新面料, 并进一步强化婴幼儿童、中大童、鞋品、家居各产品线的差异化发展, 其中, 截至 21 年末, 巴拉巴拉婴幼儿童线的独立门店开出接近 100 家, 门店销售和盈利水平稳步提升。

◆ 2021 年线上渠道表现稳健, 线下渠道聚焦提升门店零售运营能力。剔除法国业务影响, 线上渠道方面, 2021 年收入 64.58 亿元, 同比增长 13.1%, 收入占比为 42.2%, 21H1、H2 营收同比增速分别为 28.4%、4.2%。直营渠道方面, 2021 年收入 14 亿元, 同比下滑 3.1%, 收入占比为 9.1%, 21H1、H2 营收同比增速分别为 21.5%、-18.6%。加盟渠道方面, 2021 年收入 68.2 亿元, 同比增长 8.2%, 收入占比为 44.6%, 21H1、H2 营收同比增速分别为 25.5%、-1.2%。联营渠道方面, 2021 年收入 6.21 亿元, 同比增长 42.5%, 收入占比 4.1%。门店方面, 截至 21 年末, 公司直营、加盟、联营门店分别为 781、7412、374 家, 分别较年初净增 100、净关 281、净增 23 家; 公司休闲服饰门店较期初净减少 268 家至 2823 家, 儿童服饰门店较期初净增 110 家

至 5744 家。2021 年，公司通过焕新门店形象，优化货品陈列，线上线下销售融合等方式，聚焦线下门店零售能力和经营质量的提升，线下渠道数量进一步优化。

◆ **全品类全渠道盈利能力提升，冬季库存有所上升。** 盈利能力方面，剔除法国业务影响，2021 年公司毛利率 42.58%，同比提升 3.67pct，其中休闲服饰 40.13%/+4.25pct，儿童服饰 43.74%/+3.06pct，线上渠道 37.36%/+5.21pct，直营渠道 66.45%/+7.78pct，加盟渠道 40.01%/+1.23pct。费用率方面，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 21.9%、4.0%、2.1%、-0.7%，同比变化为-0.1、-1.4、+0.1、-0.2pct。2021 年公司净利率同比增长 4.4pct 至 9.6%。存货方面，截至 21 年末，公司存货为 40.24 亿元，同比增长 60.9%，存货周转天数 133 天，与上年基本持平。现金流方面，2021 年公司经营活动现金流净额为 20.8 亿元，同比下降 53.4%，系本期货品采购以及税费支付增加。

◆ **投资建议：**公司受到外部因素扰动，21 年下半年营收和业绩承压，童装业务及线上渠道表现稳健，公司盈利能力改善明显，我们看好公司童装业务市场份额继续提升，休闲服饰转型值得期待，预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 16.78、19.08、21.60 亿元，3 月 30 日收盘价对应公司 PE (22E) 约 11 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**国内疫情反复；休闲装转型不及预期；市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	17,220	19,406	21,876
YoY (%)	-21.4	1.4	11.7	12.7	12.7
净利润(百万元)	806	1,486	1,678	1,908	2,160
YoY (%)	-48.0	84.5	12.9	13.7	13.2
毛利率 (%)	40.3	42.6	40.5	41.0	41.5
EPS(摊薄/元)	0.30	0.55	0.62	0.71	0.80
ROE (%)	7.0	12.7	13.2	14.1	15.0
P/E(倍)	22.7	12.3	10.9	9.6	8.5
P/B(倍)	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
净利率 (%)	5.3	9.6	9.7	9.8	9.9

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12751	15087	14453	16011	17067	营业收入	15205	15420	17220	19406	21876
现金	5047	4973	4305	4851	5469	营业成本	9071	8853	10254	11453	12794
应收票据及应收账款	1489	1526	1823	1951	2303	营业税金及附加	136	122	136	154	173
预付账款	176	201	243	263	291	营业费用	3349	3381	3806	4308	4856
存货	2501	4024	3667	4477	4478	管理费用	824	621	861	970	1094
其他流动资产	606	922	968	1016	1067	研发费用	292	317	379	446	503
非流动资产	4419	4691	4602	4529	4461	财务费用	-77	-103	-99	-111	-81
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-525	-333	-280	-280	-260
固定资产	2142	1948	1819	1683	1541	公允价值变动收益	-20	15	0	0	0
无形资产	462	431	445	451	452	投资净收益	68	74	77	81	85
其他非流动资产	853	1360	1429	1500	1575	营业利润	1105	1929	2241	2547	2882
资产总计	17170	19778	19055	20540	21528	营业外收入	5	6	6	6	6
流动负债	4958	7749	5949	6656	6122	营业外支出	23	14	12	12	12
短期借款	0	0	307	350	1565	利润总额	1088	1922	2235	2541	2876
应付票据及应付账款	3999	5954	3566	5024	3150	所得税	294	438	559	635	719
其他流动负债	742	1376	1445	779	857	税后利润	794	1485	1676	1906	2157
非流动负债	711	345	362	381	1040	少数股东损益	-11	-2	-2	-2	-3
长期借款	0	0	0	0	641	归属母公司净利润	806	1486	1678	1908	2160
其他非流动负债	711	345	362	381	400	EBITDA	2371	2761	2372	2676	3051
负债合计	5669	8094	6312	7036	7163						
少数股东权益	28	20	18	16	13	主要财务比率					
股本	2698	2694	2694	2694	2694	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	2781	2813	2813	2813	2813	成长能力					
留存收益	6152	6295	7218	7981	8845	营业收入(%)	-21.4	1.4	11.7	12.7	12.7
归属母公司股东权益	11473	11663	12725	13488	14352	营业利润(%)	-48.7	74.6	16.1	13.7	13.1
负债和股东权益	17170	19778	19055	20540	21528	归属于母公司净利润(%)	-48.0	84.5	12.9	13.7	13.2
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	40.3	42.6	40.5	41.0	41.5
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	5.3	9.6	9.7	9.8	9.9
经营活动现金流	4457	2076	-421	1568	4	ROE(%)	7.0	12.7	13.2	14.1	15.0
净利润	794	1485	1678	1908	2160	ROIC(%)	14.6	81.8	132.5	57.0	61.8
折旧摊销	349	269	230	240	249	偿债能力					
财务费用	-77	-103	-99	-111	-81	资产负债率(%)	33.0	40.9	33.1	34.3	33.3
投资损失	-68	-74	-77	-81	-85	流动比率	2.6	1.9	2.4	2.4	2.8
营运资金变动	2417	-862	-2151	-386	-2236	速动比率	2.1	1.4	1.8	1.7	2.1
其他经营现金流	1042	1361	-2	-2	-3	营运能力					
投资活动现金流	-647	-482	-36	-30	-27	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
筹资活动现金流	-1304	-1672	-210	-991	641	应收账款周转率	8.3	10.2	10.3	10.3	10.3
						应付账款周转率	7.2	6.3	6.9	7.2	9.5
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.55	0.62	0.71	0.80	P/E	22.7	12.3	10.9	9.6	8.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.77	-0.16	0.58	0.00	P/B	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.33	4.72	5.01	5.33	EV/EBITDA	7.3	3.8	3.7	3.1	3.1

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

刘荆声明，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