

森马服饰 (002563.SZ) 2021 年盈利能力持续改善，童装带动业绩稳步修复

2022 年 04 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

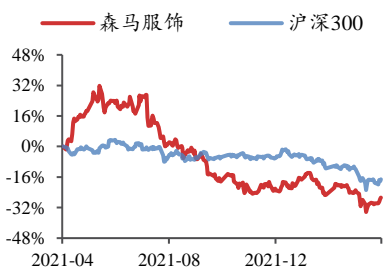
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/4/1
当前股价(元)	6.85
一年最高最低(元)	13.08/6.05
总市值(亿元)	184.55
流通市值(亿元)	128.85
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	18.81
近 3 个月换手率(%)	46.99

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-童装份额持续领先，期待 2022 年开店扩张周期》-2022.3.10

《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

● 2021Q4 业绩阶段性承压，盈利能力逐步改善，维持“买入”评级

公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现收入 154.20 亿元 (+1.41%)，实现归母净利润 14.86 亿元 (+84.50%)。剔除法国 K 公司后，2021 年收入同比增长 10%，归母净利润同比增长 14%。2021Q4 公司实现收入 53.98 亿元 (-6.19%)，归母净利润 5.44 亿元 (-7.82%)，受国内疫情反复和冷冬不及预期影响，2021Q4 业绩阶段性承压。我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 16.5/19.2/21.8 亿元（此前 2022-2023 年为 17.9/20.6 亿元），分别对应 EPS 为 0.61/0.71/0.81 元，当前股价对应 PE 为 11.2/9.6/8.5 倍。公司盈利能力逐步改善，休闲服装渠道优化，童装业务重回增长，维持“买入”评级。

● 儿童服饰业务稳步增长，公司线上渠道营收占比进一步提升

2020 年 9 月剥离法国 Kidiliz，统一口径后，(1)分品类来看：2021 年休闲服饰实现营收 50.27 亿元(+1.43%)，2021 年儿童服饰实现营收 102.72 亿元(+14.88%)。

(2)分渠道来看：2021 年线上销售收入为 64.58 亿元(+13.06%)，占比为 41.88%，线下的直营/加盟/联营销售收入分别为 14.00 亿元、68.20 亿元、6.21 亿元，收入占比分别为 9.08%、44.23%、4.03%，收入分别同比-3.07%/+8.16%/+42.48%。

● 盈利能力持续改善，存货规模有所增加，现金充足

毛利率：2021 年公司整体毛利率为 42.58% (+3.67pct)。分产品看：2021 年休闲服饰毛利率为 40.13% (+4.25 pct)。还原口径后，2021 年儿童服饰毛利率为 43.74%，同比增长 3.06 pct。**费用率：**2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 21.93% (-0.10 pct)、4.03% (-1.39 pct)、2.06% (+0.14 pct)、-0.67% (-0.17 pct)。**净利率：**2021 年公司归母净利率为 9.64% (+4.34pct)。**存货：**2021 年末公司存货为 40.24 亿元 (+61%)，库龄 1 年以内的产品占库存余额的 83.7%，库龄结构合理。**应收账款：**2021 年末公司应收账款为 14.52 亿元 (+4%)。2021 年公司经营活动净现金流为 20.76 亿元 (-53.42%)，主要系 2020 年公司新增买方付息的银行承兑汇票方式，使公司购买货品的现金流支出大幅下降，2020 年经营活动净现金流为 44.57 亿元 (+165.77%)，基数较高。**现金：**截至 2021 年末，公司持有现金及现金等价物 49.73 亿元 (-0.74)，现金充足。

● 风险提示：品牌运营不及预期，行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	17,115	19,418	21,589
YOY(%)	-21.4	1.4	11.0	13.5	11.2
归母净利润(百万元)	805.7	1,486.5	1,648.2	1,922.3	2,180.4
YOY(%)	-48.0	84.5	10.9	16.6	13.4
毛利率(%)	40.3	42.6	42.3	42.6	42.5
净利率(%)	5.3	9.6	9.6	9.9	10.1
ROE(%)	6.9	12.7	13.7	14.9	15.5
EPS(摊薄/元)	0.30	0.55	0.61	0.71	0.81
P/E(倍)	22.9	12.4	11.2	9.6	8.5
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 年业绩符合预期，2021Q4 业绩阶段性承压.....	3
2、 盈利能力持续改善，存货规模有所增加	4
3、 盈利预测与投资建议	4
4、 风险提示	5
附： 财务预测摘要	6

图表目录

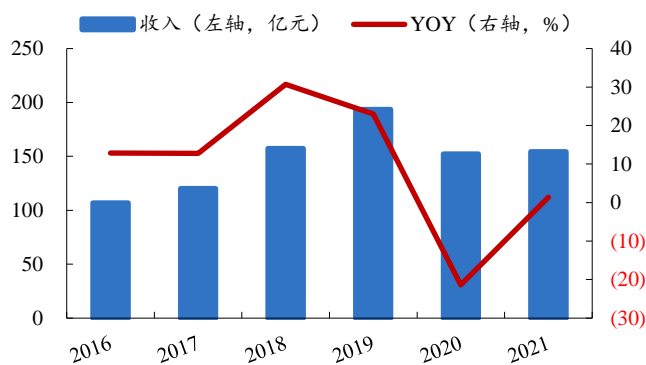
图 1： 2021 年收入同比小幅增长	3
图 2： 2021 年归母净利润尚未回到 2019 年水平	3

1、2021 年业绩符合预期，2021Q4 业绩阶段性承压

2021 年公司实现收入 154.20 亿元 (+1.41%)，实现归母净利润 14.86 亿元 (+84.50%)，扣非归母净利润 13.53 亿元 (+78.88%)。2021Q4 公司实现收入 53.98 亿元 (-6.19%)，归母净利润 5.44 亿元 (-7.82%)，扣非归母净利润 4.79 亿元 (-24.28%)，受国内疫情和冷冬不及预期影响，2021Q4 业绩承压。

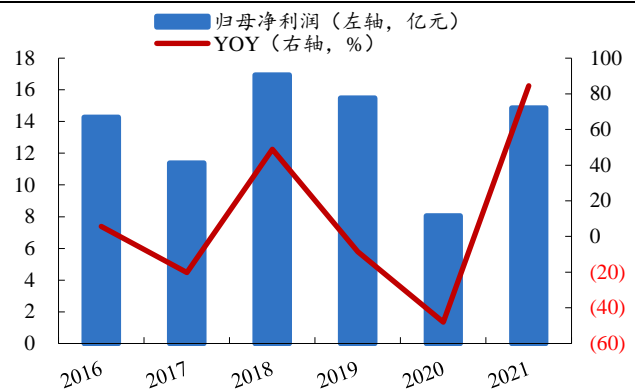
由于公司在 2020 年 9 月剥离了法国 Kidiliz 业务，并且在 2021H1 将报表从净额法改成总额法，若调整至相同口径，2021 年公司收入 154.20 亿元，2020 年公司收入 139.86 亿元，收入同比增长 10.25%；2021 年公司归母净利润为 14.86 亿元，2020 年为 13.02 亿元，同比增长 14.13%。

图1：2021 年收入同比小幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 年归母净利润尚未回到 2019 年水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

分品类来看，2021 年休闲服饰实现营收 50.27 亿元 (+1.43%)，收入占比为 32.60%，儿童服饰实现营收 102.72 亿元 (+1.38%)，收入占比为 66.62%。其他产品实现营收 1.20 亿元 (+3.37%)，收入占比为 0.78%。

若还原口径，2020 年儿童服饰实现营收 89.42 亿元，2021 年儿童服饰实现营收 102.72 亿元，同比增长 14.88%。

分渠道来看，2021 年线上销售收入为 64.58 亿元 (+11.18%) 占比为 41.88%，线下的直营/加盟/联营销售收入分别为 14.00 亿元 (-29.88%)、68.20 亿元 (+2.46%)、6.21 亿元 (-0.86%)，收入占比分别为 9.08%、44.23%、4.03%。

若还原口径，2020 年线上/直营/加盟/联营收入分别为 57.12 亿元、14.44 亿元、63.05 亿元、4.36 亿元，2021 年线上/直营/加盟/联营收入分别同比+13.06%/-3.07%/+8.16%/+42.48%。

线下门店数量方面，截至 2021 年末公司共有门店 8567 家，门店数较 2021 年初净减少 158 家。(1) 按商品品类来看，休闲服饰门店共有 2823 家，较 2021 年初净减少 268 家；儿童服饰门店共有 5744 家，较 2021 年初净增加 110 家。(2) 按业务模式来看，直营门店共有 781 家，较 2021 年初净增加 100 家；加盟店 7412 家，较 2021 年初净减少 281 家；联营店 374 家，较 2021 年初净增加 23 家。

2、盈利能力持续改善，存货规模有所增加

(1) 毛利率：2021 年公司整体毛利率为 42.58% (+3.67pct)，主营业务毛利率为 42.56% (+2.28 pct)。若还原口径，主营业务毛利率同比增长 3.59 pct。

分产品看，2021 年休闲服饰和儿童服饰毛利率分别为 40.13%、43.74%，同比 +4.25 pct、+1.30 pct。若还原口径，儿童服饰 2020 年毛利率为 40.68%，2021 年儿童服饰毛利率同比增长 3.06 pct。毛利率提升主要系折扣率提升，加价倍率更高的新品占比提升。

分渠道看，2021 年线上销售毛利率为 37.36% (+5.21pct)；直营销售毛利率为 66.45% (+7.78pct)；加盟销售毛利率为 40.01% (+1.23pct)；联营销售毛利率为 70.66% (+4.74pct)，线上毛利率提升较快，但低于公司整体水平，仍存在提升空间。

(2) 费用端：2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 21.93% (-0.10 pct)、4.03% (-1.39 pct)、2.06% (+0.14 pct)、-0.67% (-0.17 pct)，费用率基本稳定。2021 年销售费用为 33.8 亿元 (+0.95%)，2020 年剔除法国 Kidliz 业务后，2021 年销售费用同比增长 32.1%，主要系广告宣传费用增加。

(3) 净利率：2021 年公司归母净利率为 9.64% (+4.34pct)，扣非归母净利率为 8.78% (+3.80 pct)。

(4) 存货：2021 年末公司存货为 40.24 亿元，较 2021 年初增加 61%，占总资产比例为 20.34%，较 2021 年初上升 6.12 pct。存货周转天数为 132.7 天，相比 2020 年末增加 1.5 天。库存规模有所增加，主要系疫情使终端零售存在压力，库龄 1 年以内的商品增加所致。2018 年末、2019 年末、2020 年末和 2021 年末存货占公司总资产的比重分别为 26.66%、24.72%、14.57%、20.34%，2021 年末存货水平与 2018 年历史高点相比仍有一定距离。

2021 年末库存余额为 44.76 亿元，存货跌价准备余额为 4.52 亿元，库龄 1 年以内的产品金额为 37.48 亿元，占 2021 年末库存余额的 83.7%，库龄结构合理。

(5) 应收账款：2021 年末公司应收账款为 14.52 亿元，较 2020 年末增加 4%，占总资产比例为 7.34%，主要系 2021 年公司支持发展加盟商业务发展增加授信所致。应收账款周转天数为 33.2 天，相比 2020 年末减少 6.6 天。

(6) 现金流：2021 年公司经营活动净现金流为 20.76 亿元 (-53.42%)，主要系 2020 年公司优化对供应商货款的支付方式，新增买方付息的银行承兑汇票方式，使公司购买货品的现金流支出大幅下降，2020 年经营活动净现金流为 44.57 亿元 (+165.77%)，基数较高。截至 2021 年末，公司持有现金及现金等价物 49.73 亿元，较 2020 年末减少 0.74 亿元，现金充足。

3、盈利预测与投资建议

2021 年公司实现收入 154.20 亿元 (+1.41%)，实现归母净利润 14.86 亿元 (+84.50%)。2021Q4 公司实现收入 53.98 亿元 (-6.19%)，归母净利润 5.44 亿元 (-7.82%)，受国内疫情和冷冬不及预期影响，2021Q4 业绩阶段性承压。我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 16.5/19.2/21.8 亿元（此前 2022-2023 年为 17.9/20.6 亿元），分别对应 EPS 为 0.61/0.71/0.81 元，当前股价对应 PE 为 11.2/9.6/8.5 倍。公司盈利能力逐步改善，童装业务重回增长，维持

“买入”评级。

4、风险提示

库存消化不及预期，行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12751	15087	14668	17553	18024
现金	5047	4973	8279	6446	10323
应收票据及应收账款	1392	1452	1322	2130	1197
其他应收款	97	74	166	75	209
预付账款	176	201	245	245	308
存货	2501	4024	977	4827	2286
其他流动资产	3538	4364	3680	3831	3700
非流动资产	4419	4691	4430	4630	4515
长期投资	0	0	-0	-1	-2
固定资产	2142	1948	2004	2127	2212
无形资产	462	431	391	354	248
其他非流动资产	1815	2312	2035	2150	2057
资产总计	17170	19778	19099	22183	22539
流动负债	4958	7749	6776	9001	8261
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3999	5954	5147	7380	6575
其他流动负债	960	1795	1628	1621	1686
非流动负债	711	345	352	349	350
长期借款	0	0	-2	-0	-1
其他非流动负债	711	345	354	349	351
负债合计	5669	8094	7127	9350	8611
少数股东权益	28	20	7	-9	-26
股本	2698	2694	2694	2694	2694
资本公积	2781	2813	2813	2813	2813
留存收益	6152	6295	6669	7003	7360
归属母公司股东权益	11473	11663	11964	12843	13954
负债和股东权益	17170	19778	19099	22183	22539

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4457	2076	4498	-543	4774
净利润	794	1485	1635	1906	2163
折旧摊销	349	269	223	205	226
财务费用	-77	-103	-131	-154	-172
投资损失	-68	-74	-70	-71	-71
营运资金变动	2623	-306	2779	-2392	2616
其他经营现金流	835	805	62	-37	13
投资活动现金流	-647	-482	247	-397	-2
资本支出	134	199	-21	81	-55
长期投资	-917	-312	0	0	0
其他投资现金流	-1431	-594	226	-316	-57
筹资活动现金流	-1304	-1672	-1438	-893	-896
短期借款	-267	0	0	0	0
长期借款	0	0	-2	2	-1
普通股增加	-1	-4	0	0	0
资本公积增加	181	32	0	0	0
其他筹资现金流	-1217	-1700	-1436	-895	-895
现金净增加额	2500	-74	3306	-1833	3877

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15205	15420	17115	19418	21589
营业成本	9071	8853	9876	11144	12414
营业税金及附加	136	122	144	159	179
营业费用	3349	3381	3894	4437	4879
管理费用	824	621	933	1068	1187
研发费用	292	317	300	272	281
财务费用	-77	-103	-131	-154	-172
资产减值损失	-525	-333	0	0	0
其他收益	67	119	0	0	0
公允价值变动收益	-20	15	-2	7	2
投资净收益	68	74	70	71	71
资产处置收益	-3	-42	0	0	0
营业利润	1105	1929	2169	2570	2895
营业外收入	5	6	55	18	21
营业外支出	23	14	18	16	17
利润总额	1088	1922	2206	2573	2899
所得税	294	438	571	666	736
净利润	794	1485	1635	1906	2163
少数股东损益	-11	-2	-13	-16	-17
归母净利润	806	1486	1648	1922	2180
EBITDA	1286	2042	2230	2557	2873
EPS(元)	0.30	0.55	0.61	0.71	0.81

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-21.4	1.4	11.0	13.5	11.2
营业利润(%)	-48.7	74.6	12.4	18.5	12.6
归属于母公司净利润(%)	-48.0	84.5	10.9	16.6	13.4
获利能力					
毛利率(%)	40.3	42.6	42.3	42.6	42.5
净利率(%)	5.3	9.6	9.6	9.9	10.1
ROE(%)	6.9	12.7	13.7	14.9	15.5
ROIC(%)	5.9	11.2	12.1	13.2	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	40.9	37.3	42.1	38.2
净负债比率(%)	-43.4	-37.8	-66.4	-47.6	-71.7
流动比率	2.6	1.9	2.2	2.0	2.2
速动比率	1.9	1.3	1.9	1.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	9.0	10.8	12.3	11.3	13.0
应付账款周转率	2.7	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.55	0.61	0.71	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.77	1.67	-0.20	1.77
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.33	4.44	4.77	5.18
估值比率					
P/E	22.9	12.4	11.2	9.6	8.5
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.2	5.2	3.3	3.6	1.8

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	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	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