

森马服饰 (002563)

2022 年一季报点评：疫情导致业绩承压，巴拉品牌升级持续推进 增持（下调）

2022 年 04 月 30 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

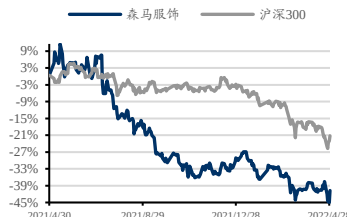
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	15,420	15,685	17,971	20,580
同比	1%	2%	15%	15%
归属母公司净利润（百万元）	1,486	1,405	1,651	1,890
同比	84%	-5%	17%	14%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.55	0.52	0.61	0.70
P/E（现价&最新股本摊薄）	11.84	12.52	10.66	9.31

投资要点

- 公司公布 2022 年一季报：22Q1 营收 33.09 亿元/yoy-0.03%、归母净利润 2.09 亿元/yoy-40.74%。收入略有下滑主要受到 3 月以来国内疫情影响，归母净利润下滑较多主要受到毛利率同比下滑 1.69pct、费用率同比提升 5.92pct、资产减值损失 1.46 亿元/同比+99%（主要为存货跌价准备）拖累。
- 分产品看，童装保持增长、休闲装承压。22Q1 休闲服营收 10.88 亿元/yoy-4%/占主业的 33%，童装 21.95 亿元/yoy+2%/占主业的 67%。从终端零售流水表现来看，22Q1 森马/巴拉巴拉终端零售额分别同比-5.2%/+0.5%，3 月前两周巴拉流水仍有双位数增长，3 月下旬上海疫情抬头、拖累 3 月流水同比放缓至近 8%，4 月以来疫情影响持续，目前巴拉全国关店率 10%+。
- 分渠道看，线上保持双位数增长，线下受疫情影响下滑。22Q1 线上/直营/加盟/联营收入分别同比+14%/-6%/-11%/+2%，收入分别占主业的 44%/10%/39%/6%。1) 线上：从零售额口径看，森马/巴拉分别同比+2.82%/+17.5%，巴拉线上保持较好增长态势。2) 线下：森马/巴拉零售额分别同比-8.56%/-7%，主要受到疫情影响，公司计划持续引导线下门店通过直播、小程序等新零售方式来弥补实体店销售下滑。截至 22Q1 末，公司共有 8495 家门店（休闲服 2829 家+童装 5666 家）、较 21 年末净减少 72 家（休闲服+6 家、童装-78 家）。
- 毛利率下降、费用率上升，库存和现金流压力加大。1) 毛利率：22Q1 毛利率同比-1.69pct 至 54.19%，毛利率下滑主因上游原材料涨价导致公司采购成本上升，而终端零售价及折扣率基本保持稳定，导致加价倍率、毛利率被压缩。全年来看，公司预计在保持售价和折扣率稳定情况下，毛利率水平持平略降。2) 费用率：22Q1 费用率同比+5.92pct 至 29.66%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+4.7/+0.5/+0.05/+0.68pct，销售费用提升较多主因线下部分费用刚性。基于当前疫情形势及消费环境，公司计划谨慎开店、针对存量门店进行降租谈判，加大费用控制。3) 存货：22Q1 末存货 40.52 亿元/yoy+66%/qoq+0.7%、存货周转天数同比增加 72 天至 191 天，主因 21 冬季产品销售不达预期导致库存压力上升。截至 22Q1 末一年以内存货占比 75%+、较 21 年末略有下降，公司对此进行了谨慎计提。目前存货收入比 26%，仍处正常范围。4) 现金流：22Q1 经营活动现金流净额-562 万元，出现负数主因费用及供应商货款支付增多，随疫情形势好转、现金流压力有望得到缓解。公司当前账上货币资金+理财共有 82 亿元+，资金充沛。
- 巴拉巴拉：推进品牌升级、品类品牌化、经营零售的经营战略。1) 品牌方面，作为国内童装第一龙头，聚焦“最懂小朋友成长”品牌定位，持续在科技、设计、营销等方面深化升级，22 年拟举办中华杯童装设计大赛，扩大品牌影响力、促进品牌升级。2) 品类方面，计划针对羽绒服、连衣裙等单品打造优势产品，联合新锐设计师、国际知名设计师发布联名款产品、国潮系列产品，强化产品力。3) 零售方面，20 年下半年引入优衣库零售人才，针对存量店铺进行零售系统、数字化改造升级、提高门店质量。
- 盈利预测与投资评级：公司为国内童装+休闲装双龙头，21 年整体呈现复苏态势，其中童装复苏态势较好、休闲装恢复相对较缓，22Q1 受疫情影响终端零售及存货计提、业绩下滑较多，我们将 22 年归母净利润同比增幅从 10.88%下调至-5.47%，23-24 年归母净利润分别同比+17.48%/14.48%，EPS 分别为 0.52/0.61/0.70 元/股，对应 PE 13/11/9X，下调至“增持”评级。
- 风险提示：疫情恶化，经济疲软，库存、现金流压力缓解不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.53
一年最低/最高价	6.06/13.02
市净率(倍)	1.48
流通 A 股市值(百万元)	12,282.79
总市值(百万元)	17,592.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.41
资产负债率(% LF)	37.35
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)：2021 年报点评：业绩稳步修复，盈利能力提升》

2022-03-31

《森马服饰(002563)：童装兼具韧性，休闲装仍待复苏》

2022-01-17

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,087	15,946	17,909	20,546	营业总收入	15,420	15,685	17,971	20,580
货币资金及交易性金融资产	8,312	9,409	10,913	13,089	营业成本(含金融类)	8,853	9,123	10,419	11,932
经营性应收款项	1,652	1,376	1,505	1,615	税金及附加	122	94	108	123
存货	4,024	4,049	4,367	4,704	销售费用	3,381	3,482	3,990	4,569
合同资产	0	0	0	0	管理费用	621	627	755	906
其他流动资产	1,100	1,112	1,124	1,138	研发费用	317	314	431	515
非流动资产	4,691	5,074	5,427	5,740	财务费用	-103	10	9	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	119	157	180	206
固定资产及使用权资产	2,599	2,875	3,145	3,401	投资净收益	74	125	144	165
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	1,865	2,191	2,507
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	21,020	23,337	26,287	利润总额	1,922	1,855	2,179	2,495
流动负债	7,749	7,561	8,204	9,243	减:所得税	438	464	545	624
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	1,391	1,634	1,871
经营性应付款项	5,954	5,563	6,069	6,950	减:少数股东损益	-2	-14	-16	-19
合同负债	139	182	208	239	归属母公司净利润	1,486	1,405	1,651	1,890
其他流动负债	1,425	1,586	1,696	1,824	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.52	0.61	0.70
非流动负债	345	345	345	345	EBIT	1,807	2,044	2,269	2,536
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,312	2,561	2,805	3,093
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.58	41.83	42.02	42.02
租赁负债	291	291	291	291	归母净利率(%)	9.64	8.96	9.19	9.18
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	1.41	1.72	14.58	14.52
负债合计	8,094	7,906	8,549	9,588	归母净利润增长率(%)	84.50	-5.47	17.48	14.48
归属母公司股东权益	11,663	13,107	14,798	16,727					
少数股东权益	20	7	-10	-29					
所有者权益合计	11,684	13,113	14,788	16,699					
负债和股东权益	19,778	21,020	23,337	26,287					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,076	2,063	2,401	3,033	每股净资产(元)	4.33	4.87	5.49	6.21
投资活动现金流	-482	-1,486	-1,420	-1,379	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(%)	11.77	11.87	11.76	11.69
现金净增加额	-74	598	1,004	1,676	ROE-摊薄(%)	12.74	10.72	11.16	11.30
折旧和摊销	505	517	537	557	资产负债率(%)	40.92	37.61	36.63	36.47
资本开支	-189	-812	-814	-814	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.84	12.52	10.66	9.31
营运资本变动	-306	-347	-145	235	P/B (现价)	1.51	1.34	1.19	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>