

森马服饰 (002563.SZ) 2022Q1 利润承压, 期待 2022 全年经营质量稳健

2022 年 05 月 02 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

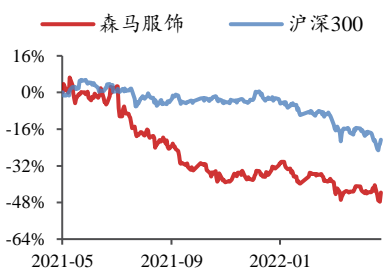
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2022/4/29
当前股价(元)	6.53
一年最高最低(元)	13.08/5.84
总市值(亿元)	175.92
流通市值(亿元)	122.83
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	18.81
近 3 个月换手率(%)	44.6

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-2021 年盈利能力持续改善, 童装带动业绩稳步修复》-2022.4.3

《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

● 2022Q1 业绩受疫情影响短期承压, 维持“买入”评级

公司 2022Q1 收入 33.09 亿元 (-0.03%), 归母净利润 2.09 亿元 (-40.74%), 扣非净利润 1.85 亿元 (-45.01%)。考虑到国内疫情反复以及原材料价格维持高位, 我们下调盈利预测, 预计 2022-2024 年净利润为 14.9/17.5/20.1 亿元 (原值为 16.5/19.2/21.8 亿元), 对应 EPS 为 0.55/0.65/0.75 元, 当前股价对应 PE 12.4/10.5/9.2 倍, 看好公司作为国内童装与休闲装龙头业绩稳健增长, 维持“买入”评级。

● 童装业绩复苏好于休闲服饰, 休闲服饰实现净开店

(1) 收入: 分产品来看, 2022Q1 休闲服饰收入 10.88 亿元 (-4%), 童装收入 21.95 亿元 (+2%)。分渠道来看, 2022Q1 线上渠道收入 14.6 亿元 (+14%), 直营收入 3.33 亿元 (-6%), 加盟收入 12.93 亿元 (-11%), 联营收入 1.97 亿元 (+2%)。

(2) 终端流水: 分品牌来看, 2022Q1 森马流水同比减少约 5.2%, 其中线上增长约 2.8%, 线下减少 8.6%。巴拉巴拉流水同比增长 0.5%, 其中线上增长约 17.5%, 线下减少约 7%。分渠道来看, 线上渠道增长约 10%, 线下减少约 7%。

(3) 门店数量来看, 2022 年 3 月底门店总数/休闲服饰门店/童装门店数量分别为 8495/2829/5666 家, 分别较 2022 年初增加 -72/+6/-78 家。

● 成本与费用率上升, 存货同比增幅较大, 经营性净现金流承压

(1) 盈利能力: 2022Q1 毛利率 42.65% (-1.32pct), 主要系采购成本增加。费用端: 期间费用率为 29.66% (+5.93pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.1%/4.43%/1.41%/-0.29%, 同比+4.7/+0.5/+0.05/+0.68pct, 销售费用提升主要系线上流量费用增加, 线下固定费用较多。归母净利率 6.31% (-4.34pct), 扣非归母净利率 3.38% (-6.75pct), 主要系生产成本及销售费用增长较多。

(2) 营运能力: 截至 2022Q1, 公司存货为 40.52 亿元, 较 2021Q1 末/2022 年初增加 66%/0.7%, 主要系 2021 年冷冬不及预期导致冬季产品销售不及预期; 存货周转天数约 191 天, 较 2021 年底提升 59 天; 资产减值损失 1.46 亿元 (+98.6%), 主要系期末库存同比增加; 应收账款为 9.28 亿元, 较 2022 年初减少 36.1%; 经营性现金流净额为 -0.06 亿元 (-101%), 主要系采购货款及费用支出同比增长所致; 现金及现金等价物余额为 49.85 亿元, 同比减少 11.1%, 现金充足。

● 风险提示: 品牌运营不及预期; 行业竞争加剧; 疫情影响终端销售。

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	16,707	18,837	20,940
YOY(%)	-21.4	1.4	8.3	12.8	11.2
归母净利润(百万元)	806	1,486	1,487	1,752	2,010
YOY(%)	-48.0	84.5	0.0	17.9	14.7
毛利率(%)	40.3	42.6	42.3	42.6	42.6
净利率(%)	5.3	9.6	8.9	9.3	9.6
ROE(%)	6.9	12.7	12.5	13.9	14.8
EPS(摊薄/元)	0.30	0.55	0.55	0.65	0.75
P/E(倍)	22.9	12.4	12.4	10.5	9.2
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

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	14280	17183	17240
现金	5047	4973	5168	6074	7164
应收票据及应收账款	1392	1452	1256	2093	1134
其他应收款	97	74	160	73	202
预付账款	176	201	234	241	296
存货	2501	4024	3782	4871	4744
其他流动资产	3538	4364	3680	3831	3700
非流动资产	4419	4691	4383	4565	4447
长期投资	0	0	-0	-1	-2
固定资产	2142	1948	1957	2062	2144
无形资产	462	431	391	354	248
其他非流动资产	1815	2312	2035	2150	2056
资产总计	17170	19778	18663	21747	21686
流动负债	4958	7749	6500	8894	7907
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3999	5954	4882	7277	6235
其他流动负债	960	1795	1618	1617	1672
非流动负债	711	345	351	348	350
长期借款	0	0	-2	-1	-2
其他非流动负债	711	345	354	349	351
负债合计	5669	8094	6851	9242	8257
少数股东权益	28	20	8	-6	-22
股本	2698	2694	2694	2694	2694
资本公积	2781	2813	2813	2813	2813
留存收益	6152	6295	6632	6937	7266
归属母公司股东权益	11473	11663	11803	12512	13452
负债和股东权益	17170	19778	18663	21747	21686

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4457	2076	1383	2224	2030
净利润	794	1485	1475	1738	1994
折旧摊销	349	269	221	201	220
财务费用	-77	-103	-86	-103	-121
投资损失	-68	-74	-70	-71	-71
营运资金变动	2623	-306	-219	498	-5
其他经营现金流	835	805	62	-37	13
投资活动现金流	-647	-482	296	-375	7
资本支出	134	199	-69	64	-58
长期投资	-917	-312	0	0	0
其他投资现金流	-1431	-594	228	-311	-51
筹资活动现金流	-1304	-1672	-1484	-944	-946
短期借款	-267	0	0	0	0
长期借款	0	0	-2	1	-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	-1481	-945	-946
现金净增加额	2500	-74	195	905	1090

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15205	15420	16707	18837	20940
营业成本	9071	8853	9640	10816	12020
营业税金及附加	136	122	141	154	174
营业费用	3349	3381	3933	4406	4850
管理费用	824	621	902	1036	1152
研发费用	292	317	292	264	272
财务费用	-77	-103	-86	-103	-121
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	1954	2343	2668
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	1990	2345	2672
所得税	294	438	515	607	678
净利润	794	1485	1475	1738	1994
少数股东损益	-11	-2	-12	-15	-16
归母净利润	806	1486	1487	1752	2010
EBITDA	1286	2042	2059	2377	2693
EPS(元)	0.30	0.55	0.55	0.65	0.75

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-21.4	1.4	8.3	12.8	11.2
营业利润(%)	-48.7	74.6	1.3	19.9	13.9
归属于母公司净利润(%)	-48.0	84.5	0.0	17.9	14.7
获利能力					
毛利率(%)	40.3	42.6	42.3	42.6	42.6
净利率(%)	5.3	9.6	8.9	9.3	9.6
ROE(%)	6.9	12.7	12.5	13.9	14.8
ROIC(%)	5.9	11.2	11.2	12.6	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	40.9	36.7	42.5	38.1
净负债比率(%)	-43.4	-37.8	-40.9	-45.9	-50.9
流动比率	2.6	1.9	2.2	1.9	2.2
速动比率	1.9	1.3	1.5	1.3	1.5
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	0.55	0.65	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.77	0.51	0.83	0.75
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.33	4.38	4.64	4.99
估值比率					
P/E	22.9	12.4	12.4	10.5	9.2
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.2	5.2	5.1	4.0	3.1

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