

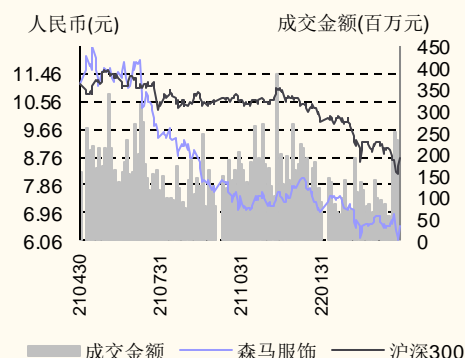
森马服饰 (002563.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.53 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.94
已上市流通 A 股(亿股)	18.81
总市值(亿元)	175.92
年内股价最高最低(元)	12.34/6.06
沪深 300 指数	4016
深证成指	11021



相关报告

- 1.《森马服饰 2021 年报点评-业务稳步修复, 期待龙头份额提升》, 2022.3.31
- 2.《森马服饰 3Q21 业绩点评-短期扰动业绩承压, 备货充足旺季可期》, 2021.11.1
- 3.《森马服饰 1H21 业绩点评-童装稳定增长, 休闲修复可期》, 2021.9.2
- 4.《森马服饰 21 年一季报点评-童装+电商增长靓丽, 21 年开局表现...》, 2021.5.1

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

疫情影响 Q1 业绩, 全年预计保持稳健

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	16,259	18,781	21,841
营业收入增长率	-21.37%	1.41%	5.44%	15.51%	16.30%
归母净利润(百万元)	806	1,486	1,510	1,781	2,081
归母净利润增长率	-48.00%	84.50%	1.60%	17.89%	16.88%
摊薄每股收益(元)	0.299	0.552	0.561	0.661	0.772
每股经营性现金流净额	1.42	0.51	0.64	0.62	0.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.02%	12.74%	12.08%	13.35%	14.65%
P/E	33.55	14.01	11.65	9.88	8.45
P/B	2.36	1.79	1.41	1.32	1.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 29 日发布 1Q22 业绩, 实现营收 33.09 亿元、同比下降 0.03%, 实现归母净利润 2.09 亿元、同比下降 40.74%, 实现扣非净利润 1.85 亿元、同比下降 45.01%。低于此前预期。

业绩简评

- **童装业务同比微增, 线下终端承压。分业务**, 1Q22 预计公司童装业务实现微增, 逆势之下仍具韧性; 成人装收入同比下滑中单位数。**分渠道**, 线上持续发力抖音、预计实现高双位数增长; 线下门店受疫情影响, 预计直营/加盟渠道营收均有明显下滑。拓店方面, 预计成人装店铺数增长个位数, 童装门店数略有下滑。
- **毛利率、净利率均同比下滑**。1Q22 公司毛利率为 42.65% (-1.32 pct), 主要系上游采购成本上升、零售端打折促销共同作用导致盈利空间压缩。期间销售/管理费用率分别为 24.10% (+4.7 pct) / 5.85% (+0.6 pct), 平台流量成本上涨等导致销售费用率涨幅较大。净利率为 6.06% (-4.6 pct), 其中资产减值产生 1.46 亿元、主要系老旧库存计提。
- **存货周转放慢, 现金流降幅明显**。至 1Q22 公司存货水平达到 40.52 亿元 (+66.0%)、与 21 年底基本持平; 存货周转天数达到 191 天、同比+72 天, 疫情、天气影响下零售端持续承压导致库存积压、周转放缓。现金流方面, 公司经营性活动现金流净额为-0.06 亿元、同比减少 101%。

投资建议与风险提示

- **投资建议**: 公司持续加强品牌和产品建设, 大力发展新零售业务对冲线下客流下滑风险, 并不断优化自身运营效率; 随着疫情逐渐好转业绩有望快速恢复。预计 22-24 年公司归母净利润为 15.10/17.81/20.81 亿元, 对应 PE 为 12/10/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示**: 疫情扩散影响其他地区门店销售、成人装品牌升级不及预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	19,337	15,205	15,420	16,259	18,781	21,841
增长率		-21.4%	1.4%	5.4%	15.5%	16.3%
主营业务成本	-11,113	-9,071	-8,853	-9,463	-10,795	-12,449
%销售收入	57.5%	59.7%	57.4%	58.2%	57.5%	57.0%
毛利	8,224	6,134	6,566	6,796	7,986	9,392
%销售收入	42.5%	40.3%	42.6%	41.8%	42.5%	43.0%
营业税金及附加	-127	-136	-122	-130	-150	-175
%销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-4,055	-3,349	-3,381	-3,658	-4,282	-5,034
%销售收入	21.0%	22.0%	21.9%	22.5%	22.8%	23.1%
管理费用	-1,029	-824	-621	-878	-1,052	-1,245
%销售收入	5.3%	5.4%	4.0%	5.4%	5.6%	5.7%
研发费用	-414	-292	-317	-374	-413	-481
%销售收入	2.1%	1.9%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	2,598	1,533	2,125	1,756	2,088	2,458
%销售收入	13.4%	10.1%	13.8%	10.8%	11.1%	11.3%
财务费用	123	77	103	114	141	162
%销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	-20	15	28	13	16
投资收益	50	68	74	65	65	65
%税前利润	2.3%	6.3%	3.8%	3.3%	2.8%	2.4%
营业利润	2,152	1,105	1,929	1,963	2,307	2,700
营业利润率	11.1%	7.3%	12.5%	12.1%	12.3%	12.4%
营业外收支	-23	-17	-7	-5	-8	-8
税前利润	2,129	1,088	1,922	1,958	2,299	2,692
利润率	11.0%	7.2%	12.5%	12.0%	12.2%	12.3%
所得税	-595	-294	-438	-450	-529	-619
所得税率	28.0%	27.0%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	1,534	794	1,485	1,507	1,771	2,073
少数股东损益	-16	-11	-2	-3	-10	-8
归属于母公司的净利润	1,549	806	1,486	1,510	1,781	2,081
净利率	8.0%	5.3%	9.6%	9.3%	9.5%	9.5%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,548	5,047	4,973	5,605	6,094	6,911
应收款项	2,165	1,489	1,526	1,604	1,801	2,035
存货	4,109	2,501	4,024	3,474	3,874	4,434
其他流动资产	2,492	3,714	4,565	3,956	3,995	4,044
流动资产	11,314	12,751	15,087	14,638	15,765	17,424
%总资产	68.1%	74.3%	76.3%	77.1%	78.1%	79.6%
长期投资	1,446	1,212	1,153	1,170	1,204	1,236
固定资产	2,258	2,149	1,973	2,002	2,028	2,025
%总资产	13.6%	12.5%	10.0%	10.5%	10.0%	9.2%
无形资产	962	526	500	559	611	656
非流动资产	5,307	4,419	4,691	4,350	4,432	4,476
%总资产	31.9%	25.7%	23.7%	22.9%	21.9%	20.4%
资产总计	16,621	17,170	19,778	18,988	20,197	21,900
短期借款	267	10	230	32	0	140
应付款项	2,887	4,206	6,142	5,458	5,717	6,299
其他流动负债	843	742	1,376	526	610	711
流动负债	3,997	4,958	7,749	6,015	6,327	7,150
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	829	711	345	455	529	549
负债	4,826	5,669	8,094	6,471	6,856	7,699
普通股股东权益	11,765	11,473	11,663	12,500	13,333	14,202
其中：股本	2,699	2,698	2,694	2,694	2,694	2,694
未分配利润	5,229	4,750	4,766	5,603	6,436	7,305
少数股东权益	30	28	20	17	7	-1
负债股东权益合计	16,621	17,170	19,778	18,988	20,197	21,900

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.574	0.299	0.552	0.561	0.661	0.772
每股净资产	4.360	4.253	4.329	4.640	4.949	5.272
每股经营现金净流	0.386	1.423	0.510	0.644	0.620	0.758
每股股利	0.350	0.450	0.150	0.250	0.352	0.450
回报率						
净资产收益率	13.17%	7.02%	12.74%	12.08%	13.35%	14.65%
总资产收益率	9.32%	4.69%	7.52%	7.95%	8.82%	9.50%
投入资本收益率	15.42%	9.71%	13.76%	10.77%	12.05%	13.20%
增长率						
主营业务收入增长率	23.01%	-21.37%	1.41%	5.44%	15.51%	16.30%
EBIT增长率	-3.24%	-41.01%	38.66%	-17.39%	18.95%	17.68%
净利润增长率	-8.52%	-48.00%	84.50%	1.60%	17.89%	16.88%
总资产增长率	0.32%	3.30%	15.19%	-3.99%	6.36%	8.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.1	40.4	33.7	33.0	32.0	31.0
存货周转天数	140.0	133.0	134.5	134.0	131.0	130.0
应付账款周转天数	79.4	85.4	101.2	100.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	42.2	51.4	46.1	44.1	38.4	33.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.67%	-69.30%	-69.17%	-71.42%	-71.01%	-71.59%
EBIT利息保障倍数	-21.2	-20.0	-20.6	-15.4	-14.8	-15.2
资产负债率	29.04%	33.02%	40.92%	34.08%	33.95%	35.15%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,534	794	1,485	1,507	1,771	2,073
少数股东损益	-16	-11	-2	-3	-10	-8
非现金支出	373	349	269	236	261	285
非经营收益	-34	84	-73	193	-211	-235
营运资金变动	-832	2,613	-306	-201	-149	-82
经营活动现金净流	1,041	3,840	1,375	1,735	1,671	2,042
资本开支	-342	-128	-189	-193	-317	-305
投资	-250	-518	-312	-102	-34	-32
其他	32	-1	20	65	65	65
投资活动现金净流	-560	-647	-482	-230	-286	-272
股权募资	0	2	0	0	0	0
债权募资	-65	-38	0	-234	-32	140
其他	-771	-1,274	-1,669	-560	-806	-1,051
筹资活动现金净流	-835	-1,310	-1,669	-793	-838	-910
现金净流量	-355	1,883	-775	711	547	859

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	30	47	61	122
增持	0	3	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.06	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-16	买入	11.32	14.75 ~ 14.75
2	2021-05-01	买入	11.71	14.00 ~ 12.00
3	2021-09-02	买入	9.13	N/A
4	2021-11-01	买入	7.50	N/A
5	2022-03-31	买入	6.65	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402