

受疫情影响，上半年盈利受损

华泰研究

2022年7月18日 | 中国内地

公告点评

服装

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

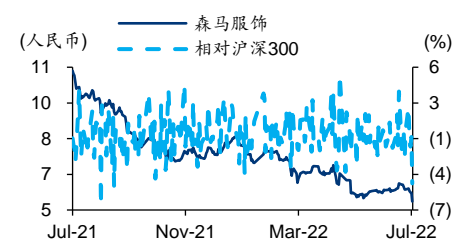
7.20

研究员	罗艺鑫
SAC No. S0570520120002	luoyixin@htsc.com
SFC No. AWJ276	+(852) 3658 6232
研究员	詹妮
SAC No. S0570521060003	zhanni@htsc.com
SFC No. BOF583	+(852) 3658 6209

基本数据

目标价(人民币)	7.20
收盘价(人民币 截至7月15日)	5.36
市值(人民币百万)	14,440
6个月平均日成交额(人民币百万)	88.33
52周价格范围(人民币)	5.36-10.85
BVPS(人民币)	4.41

股价走势图



资料来源: Wind

零售环境波动大，上半年业绩预计大幅下滑

森马服饰(森马)预计2022年上半年公司归母净利润同比下降约86.47%-80.46%至人民币0.9-1.3亿元,扣非归母净利润同比下降约98.37-91.85%至人民币1,000-5,000万元,主因疫情导致收入下滑、毛利率受损、以及存货跌价损失增加。目前公司童装业务进行阶段性店铺调整,而休闲装业务复苏在即,我们持谨慎乐观态度,若下半年疫情情况稳定,预计公司业绩有望边际改善,2H22收入/净利润同比+5.3%/-6.6%(我们预计1H22:-13.2%/-83.4%)。我们将22/23/24年基本EPS预测下调47/18/14%至0.33/0.57/0.67元,并将目标价下调28%至7.2元,基于12个月动态EPS0.46元及15.6倍目标PE(2011年以来历史均值)。公司股价年初以来已下修28%,当前股价对应12.6倍12个月动态PE,维持“买入”。

疫后零售增速有所恢复，休闲装表现好于童装

公告显示,受疫情影响公司上半年销售收入同比下降约13%,表明2Q22收入同比下滑26.8%(1Q22:同比持平)。管理层表示,上半年零售流水同比下滑6.6%,其中4/5月份同比下滑13.5/18.5%,而6月份跌幅已收窄至2.6%;7月1日-7月10日,零售流水进一步恢复至同比增长10.1%,其中童装/休闲装同比增长8.7/13.4%。童装恢复慢于休闲装,我们认为主因上半年童装进行阶段性店铺调整(1Q22:净关店78家),而休闲装店铺数量已基本企稳(1Q22:净开店6家)。我们预计全年童装业务或维持净关店。

毛利率短期承压，中长期扩张趋势不改

根据盈利预警公告,上半年,供应链原材料价格上涨导致公司采购成本上升,叠加疫情期间公司加大促销力度,毛利率有所下降。此外,受销售下滑影响,上半年存货同比增加,存货跌价损失相应增加。我们预计,公司下半年将专注于库存去化,毛利率或继续承压,1H/2H22毛利率同比收缩3.5/0.6pp至40.7/40.8%。鉴于公司大力推动新零售业务及线上线下一体化,提升O2O产品占比以改善电商折扣,以及森马休闲装持续推进产品升级及品牌转型,有望帮助提高吊牌价,我们认为中长期公司毛利率仍将稳步上升。

22年净利润下调至8.8亿元;目标价下调至7.2元

我们将22/23/24年收入预测下调13/12/11%,以反映疫情负面影响及对销售复苏或较慢的预期;我们将净利率预测下调3.8/0.8/0.3pp以反映毛利率受损以及经营杠杆转差;综上,我们将净利润预测下调47/18/14%至人民币8.8/15.4/18.1亿元。基于盈利预测调整,我们将目标价下调28%至7.2元。森马当前股价对应12.6倍12个月动态PE(基于我们的预测)。“买入”。

风险提示:1)疫情负面影响持续;2)休闲服饰转型升级效果差于预期;3)渠道扩张速度慢于预期;4)多品牌培育效果不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	15,205	15,420	15,028	16,818	18,430
+/-%	(21.37)	1.41	(2.54)	11.91	9.59
归属母公司净利润(人民币百万)	805.68	1,486	877.38	1,537	1,808
+/-%	(48.00)	84.50	(40.98)	75.19	17.62
EPS(人民币,最新摊薄)	0.30	0.55	0.33	0.57	0.67
ROE(%)	6.91	12.71	7.45	12.89	14.95
PE(倍)	17.92	9.71	16.46	9.39	7.99
PB(倍)	1.26	1.24	1.23	1.21	1.20
EV EBITDA(倍)	6.68	3.69	6.36	2.97	2.15

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测调整

我们将 22/23/24 年收入预测下调 13/12/11%，以反映疫情负面影响及对销售复苏或较慢的预期；我们将净利率预测下调 3.8/0.8/0.3pp 以反映毛利率受损以及经营杠杆转差；综上，我们将净利润预测下调 47/18/14% 至人民币 8.8/15.4/18.1 亿元。

图表1：森马服饰：盈利预测调整

(人民币百万元)	2022E (原)	2022E (新)	同比%	变动 (%)	2023E (原)	2023E (新)	同比%	变动 (%)	2024E (原)	2024E (新)	同比%	变动 (%)
营业总收入	17,218	15,028	(2.5)	(12.7)	18,997	16,818	11.9	(11.5)	20,695	18,430	9.6	(10.9)
营业成本	(9,881)	(8,899)	0.5	(9.9)	(10,859)	(9,649)	8.4	(11.1)	(11,786)	(10,477)	8.6	(11.1)
毛利	7,337	6,130	(6.7)	(16.5)	8,138	7,169	17.0	(11.9)	8,909	7,954	10.9	(10.7)
其他收益/损失	(334)	(526)	75.8	57.4	(369)	(420)	(20.1)	14.1	(402)	(461)	9.6	14.7
营业费用	(4,775)	(4,444)	2.4	(6.9)	(5,251)	(4,721)	6.2	(10.1)	(5,703)	(5,109)	8.2	(10.4)
营业利润	2,228	1,160	(39.9)	(47.9)	2,518	2,028	74.8	(19.5)	2,805	2,384	17.6	(15.0)
营业外收入	7	6	(2.5)	(12.7)	8	7	11.9	(11.5)	9	8	9.6	(10.9)
营业外支出	(15)	(13)	(2.5)	(12.7)	(17)	(15)	11.9	(11.5)	(18)	(16)	9.6	(10.9)
利润总额	2,220	1,153	(40.0)	(48.1)	2,509	2,020	75.2	(19.5)	2,795	2,376	17.6	(15.0)
所得税	(555)	(277)	(36.8)	(50.1)	(627)	(485)	75.2	(22.7)	(699)	(570)	17.6	(18.4)
税后利润	1,665	876	(41.0)	(47.4)	1,882	1,535	75.2	(18.4)	2,096	1,806	17.6	(13.9)
少数股东权益	2	1	(41.0)	(47.4)	2	2	75.2	(18.4)	3	2	17.6	(13.9)
归母净利润	1,667	877	(41.0)	(47.4)	1,884	1,537	75.2	(18.4)	2,099	1,808	17.6	(13.9)
每股收益 (人民币)	0.62	0.33	(40.9)	(47.4)	0.70	0.57	75.2	(18.4)	0.78	0.67	17.6	(13.9)
利润率 (%)			pp	pp			pp	pp			pp	pp
毛利率	42.6	40.8	(1.8)	(1.8)	42.8	42.6	1.8	(0.2)	43.0	43.2	0.5	0.1
营业利润率	12.9	7.7	(4.8)	(5.2)	13.3	12.1	4.3	(1.2)	13.6	12.9	0.9	(0.6)
净利率	9.7	5.8	(3.8)	(3.8)	9.9	9.1	3.3	(0.8)	10.1	9.8	0.7	(0.3)

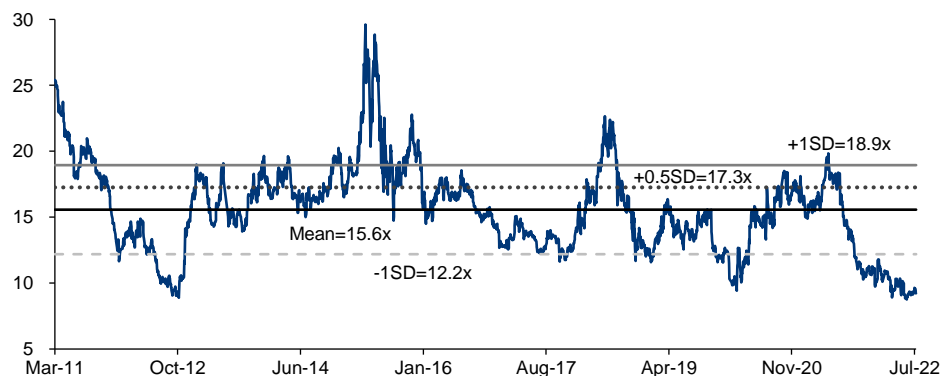
资料来源：华泰研究预测

估值方法

基于盈利预测调整及估值窗口前滚，我们将目标价下调 28% 至 7.2 元，基于 12 个月动态 EPS0.46 元及目标 PE15.6 倍 (2011 年以来动态 PE 历史均值)。

我们的前目标价 10.0 元是基于 12 个月动态 EPS0.64 元及目标 PE15.7 倍 (2011 年以来动态 PE 历史均值)。

图表2：森马服饰：12个月动态 PE

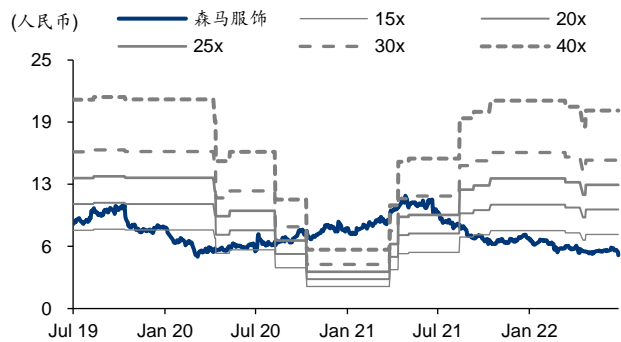


资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

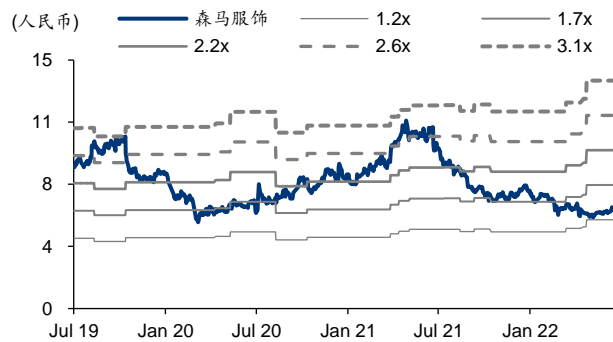
- 1) 疫情负面影响持续；
- 2) 休闲服饰转型升级效果差于预期；
- 3) 渠道扩张速度慢于预期；
- 4) 多品牌培育效果不及预期。

图表3: 森马服饰 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 森马服饰 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12,751	15,087	15,401	16,276	17,248
现金	5,047	4,973	5,478	6,044	6,725
应收账款	1,392	1,452	1,291	1,307	1,281
其他应收账款	96.94	73.90	72.03	80.60	88.33
预付账款	176.18	200.57	200.57	200.57	200.57
存货	2,501	4,024	3,996	4,279	4,589
其他流动资产	3,538	4,364	4,364	4,364	4,364
非流动资产	4,419	4,691	4,586	4,488	4,391
长期投资	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
固定投资	2,142	1,948	1,907	1,869	1,827
无形资产	462.30	431.10	400.91	373.40	348.33
其他非流动资产	1,815	2,312	2,278	2,246	2,215
资产总计	17,170	19,778	19,988	20,764	21,639
流动负债	4,958	7,749	7,878	8,512	9,219
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,036	2,872	3,008	3,394	3,829
其他流动负债	2,922	4,877	4,869	5,118	5,390
非流动负债	711.26	345.22	345.22	345.22	345.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	711.26	345.22	345.22	345.22	345.22
负债合计	5,669	8,094	8,223	8,857	9,564
少数股东权益	27.63	20.44	19.32	17.37	15.07
股本	2,698	2,694	2,694	2,694	2,694
资本公积	2,781	2,813	2,813	2,813	2,813
留存公积	6,152	6,295	6,377	6,521	6,691
归属母公司股东权益	11,473	11,663	11,746	11,890	12,059
负债和股东权益	17,170	19,778	19,988	20,764	21,639

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	4,457	2,076	1,114	1,844	2,184
净利润	794.39	1,485	876.27	1,535	1,806
折旧摊销	92.70	179.18	177.02	176.84	176.99
财务费用	(76.67)	(103.29)	(79.85)	(147.97)	(167.81)
投资损失	(68.37)	(73.74)	(73.74)	(73.74)	(73.74)
营运资金变动	2,623	(305.84)	56.32	194.85	284.44
其他经营现金	1,091	895.04	158.46	158.46	158.46
投资活动现金	(647.15)	(481.51)	(26.08)	(31.94)	(32.41)
资本支出	(133.58)	(199.47)	(246.51)	(241.11)	(241.69)
长期投资	(917.48)	(312.26)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	403.91	30.23	220.43	209.17	209.28
筹资活动现金	(1,304)	(1,672)	(1,267)	(647.12)	(1,225)
短期借款	(266.92)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.94)	(3.50)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	180.95	31.81	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,217)	(1,700)	(1,267)	(647.12)	(1,225)
现金净增加额	2,500	(74.37)	504.77	566.77	681.08

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,205	15,420	15,028	16,818	18,430
营业成本	9,071	8,853	8,899	9,649	10,477
营业税金及附加	135.64	121.99	120.23	134.54	147.44
营业费用	3,349	3,381	3,426	3,666	3,963
管理费用	824.01	620.74	676.28	731.58	798.04
财务费用	(76.67)	(103.29)	(79.85)	(147.97)	(167.81)
资产减值损失	524.87	333.16	(650.00)	(650.00)	(650.00)
公允价值变动收益	(19.59)	15.32	15.32	15.32	15.32
投资净收益	68.37	73.74	73.74	73.74	73.74
营业利润	1,105	1,929	1,160	2,028	2,384
营业外收入	5.33	6.44	6.28	7.03	7.70
营业外支出	22.54	13.54	13.20	14.77	16.19
利润总额	1,088	1,922	1,153	2,020	2,376
所得税	293.59	437.63	276.72	484.77	570.17
净利润	794.39	1,485	876.27	1,535	1,806
少数股东损益	(11.29)	(1.89)	(1.11)	(1.95)	(2.30)
归属母公司净利润	805.68	1,486	877.38	1,537	1,808
EBITDA	979.15	1,739	928.37	1,801	2,164
EPS (人民币, 基本)	0.30	0.55	0.33	0.57	0.67

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(21.37)	1.41	(2.54)	11.91	9.59
营业利润	(48.65)	74.57	(39.88)	74.81	17.59
归属母公司净利润	(48.00)	84.50	(40.98)	75.19	17.62
获利能力 (%)					
毛利率	40.34	42.58	40.79	42.63	43.16
净利率	5.22	9.63	5.83	9.13	9.80
ROE	6.91	12.71	7.45	12.89	14.95
ROIC	29.63	48.65	31.82	70.67	110.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.02	40.92	41.14	42.66	44.20
净负债比率 (%)	(43.41)	(40.29)	(44.30)	(48.53)	(53.50)
流动比率	2.57	1.95	1.96	1.91	1.87
速动比率	1.91	1.27	1.29	1.27	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.83	0.76	0.83	0.87
应收账款周转率	9.04	10.85	10.96	12.95	14.25
应付账款周转率	4.27	3.61	3.03	3.01	2.90
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.55	0.33	0.57	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.77	0.41	0.68	0.81
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.33	4.36	4.41	4.48
估值比率					
PE (倍)	17.92	9.71	16.46	9.39	7.99
PB (倍)	1.26	1.24	1.23	1.21	1.20
EV EBITDA (倍)	6.68	3.69	6.36	2.97	2.15

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，罗艺鑫、詹妮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师罗艺鑫、詹妮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司