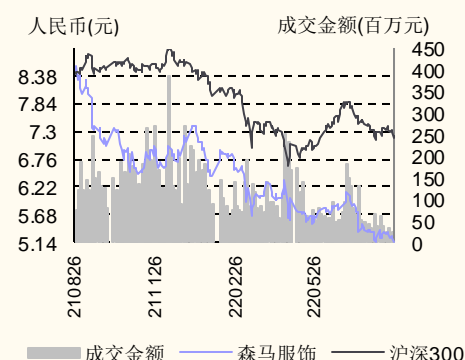


市场价格 (人民币): 5.17 元

## 疫情导致盈利受损, 2H 业绩修复可期

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.94
已上市流通 A 股(亿股)	18.83
总市值(亿元)	139.28
年内股价最高最低(元)	8.56/5.14
沪深 300 指数	4116
深证成指	12104



## 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	14,343	16,488	18,405
营业收入增长率	-21.37%	1.41%	-6.98%	14.95%	11.63%
归母净利润(百万元)	806	1,486	1,056	1,494	1,686
归母净利润增长率	-48.00%	84.50%	-28.97%	41.53%	12.83%
摊薄每股收益(元)	0.299	0.552	0.392	0.555	0.626
每股经营性现金流净额	1.65	0.77	0.16	0.66	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.02%	12.74%	8.76%	12.12%	13.45%
P/E	33.55	14.01	13.19	9.32	8.26
P/B	2.36	1.79	1.16	1.13	1.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 8 月 25 日发布 1H22 业绩, 实现营收 56.4 亿元 (-13.4%), 实现归母净利润 1.04 亿元 (-84.3%), 实现扣非净利润 0.25 亿元 (-95.9%)。其中单 Q2 实现营收 23.3 亿元 (-27.3%), 实现归母净利润-1.1 亿元 (-133.4%), 业绩落于此前预告披露区间。

## 经营分析

- 疫情下销售承压, 电商渠道韧性较强。按业务拆分, 1H22 休闲服饰、童装分别实现收入 19.83 亿元、35.97 亿元, 分别同比下滑 15.54%、12.45%。按渠道拆分, 1H22 线上实现营收 27.85 亿元 (+3.45%), 占比 49.9%; 线下直营/加盟/联营收入分别为 5.49 (-19.02%) / 19.99 (-27.64%) / 2.47 (-23.75%) 亿元, 分别占总营收的 9.84%/35.82%/4.42%。开店方面, 截至上半年公司门店净减少 199 家至 8368 家, 其中直营/加盟/联营分别净-14/+114/-299 家至 767/7526/75 家, 随着疫情好转叠加渠道逐步调整, 下半年门店销售及运营效率有望提升。
- 毛利率、净利率均有所下滑。1H22 公司主营业务毛利率为 41.04% (-3.1pct), 其中休闲服饰/童装毛利率分别为 39.11%/42.11%, 较去年同期-4.44/-2.37pct, 毛利率下滑主要系原材料成本上涨叠加需求放缓背景下品牌折扣加深。上半年公司销售/管理/研发费用率分别为 27.72%/5.14%/2.06%, 较 1H21 分别+6.18/+0.96/+0.22pct; 归母净利率实现 1.85%, 同比大幅下滑 8.36pct。
- 存货水平上升, 存货周转放缓。1H22 末公司存货为 39.9 亿元, 同比+47%, 存货周转天数为 220 天, 较年初+65 天, 周转放缓主要系疫情导致销售下滑; 经营性净现金流为-2.92 亿元, 大幅下滑主要系销售下降以及支付期初贷款。

## 投资建议及风险提示

- 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恢复。维持此前预测, 预计 22-24 年公司归母净利润分别为 10.56/14.94/16.86 亿元, 对应 PE 为 13/9/8 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。

## 相关报告

- 《终端疲软导致业绩承压, 期待长期品牌力提升-森马服饰 1H22 业...》
- 《疫情影响 Q1 业绩, 全年预计保持稳健-森马服饰 1Q22 季报点评》, 2022.5.1
- 《森马服饰 2021 年报点评-业务稳步恢复, 期待龙头份额提升》, 2022.3.31
- 《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》
- 《森马服饰 1H21 业绩点评-童装稳定增长, 休闲修复可期》, 2021.9.2

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>19,337</b>	<b>15,205</b>	<b>15,420</b>	<b>14,343</b>	<b>16,488</b>	<b>18,405</b>	货币资金	2,548	5,047	4,973	4,599	4,455	4,962
增长率		-21.4%	1.4%	-7.0%	15.0%	11.6%	应收款项	2,165	1,489	1,526	1,415	1,581	1,714
主营业务成本	-11,113	-9,071	-8,853	-8,740	-9,753	-10,753	存货	4,109	2,501	4,024	4,106	4,190	4,562
%销售收入	57.5%	59.7%	57.4%	60.9%	59.2%	58.4%	其他流动资产	2,492	3,714	4,565	3,941	3,975	4,011
毛利	8,224	6,134	6,566	5,604	6,735	7,651	流动资产	11,314	12,751	15,087	14,061	14,200	15,249
%销售收入	42.5%	40.3%	42.6%	39.1%	40.8%	41.6%	%总资产	68.1%	74.3%	76.3%	76.4%	76.2%	77.3%
营业税金及附加	-127	-136	-122	-115	-132	-147	长期投资	1,446	1,212	1,153	1,170	1,204	1,236
%销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	2,258	2,149	1,973	2,002	2,028	2,025
销售费用	-4,055	-3,349	-3,381	-3,055	-3,462	-3,957	%总资产	13.6%	12.5%	10.0%	10.9%	10.9%	10.3%
%销售收入	21.0%	22.0%	21.9%	21.3%	21.0%	21.5%	无形资产	962	526	500	559	611	656
管理费用	-1,029	-824	-621	-789	-907	-1,012	非流动资产	5,307	4,419	4,691	4,350	4,432	4,476
%销售收入	5.3%	5.4%	4.0%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	31.9%	25.7%	23.7%	23.6%	23.8%	22.7%
研发费用	-414	-292	-317	-330	-379	-423	<b>资产总计</b>	<b>16,621</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>18,411</b>	<b>18,632</b>	<b>19,725</b>
%销售收入	2.1%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	短期借款	267	10	230	449	115	668
息税前利润 (EBIT)	2,598	1,533	2,125	1,315	1,855	2,112	应付款项	2,887	4,206	6,142	5,035	5,158	5,435
%销售收入	13.4%	10.1%	13.8%	9.2%	11.2%	11.5%	其他流动负债	843	742	1,376	435	528	591
财务费用	123	77	103	17	12	13	流动负债	3,997	4,958	7,749	5,919	5,801	6,693
%销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-636	-617	-465	-84	-2	-8	其他长期负债	829	711	345	427	483	480
公允价值变动收益	11	-20	15	28	13	16	<b>负债</b>	<b>4,826</b>	<b>5,669</b>	<b>8,094</b>	<b>6,345</b>	<b>6,284</b>	<b>7,173</b>
投资收益	50	68	74	100	70	65	<b>普通股股东权益</b>	<b>11,765</b>	<b>11,473</b>	<b>11,663</b>	<b>12,046</b>	<b>12,327</b>	<b>12,532</b>
%税前利润	2.3%	6.3%	3.8%	7.3%	3.6%	3.0%	其中：股本	2,699	2,698	2,694	2,694	2,694	2,694
营业利润	2,152	1,105	1,929	1,376	1,949	2,198	未分配利润	5,229	4,750	4,766	5,148	5,430	5,634
营业利润率	11.1%	7.3%	12.5%	9.6%	11.8%	11.9%	少数股东权益	30	28	20	20	20	20
营业外收支	-23	-17	-7	-5	-8	-8	<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,621</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>18,411</b>	<b>18,632</b>	<b>19,725</b>
税前利润	2,129	1,088	1,922	1,371	1,941	2,190							
利润率	11.0%	7.2%	12.5%	9.6%	11.8%	11.9%	<b>比率分析</b>						
所得税	-595	-294	-438	-315	-446	-504		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	28.0%	27.0%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	1,534	794	1,485	1,056	1,494	1,686	每股收益	0.574	0.299	0.552	0.392	0.555	0.626
少数股东损益	-16	-11	-2	0	0	0	每股净资产	4.360	4.253	4.329	4.471	4.576	4.652
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,549</b>	<b>806</b>	<b>1,486</b>	<b>1,056</b>	<b>1,494</b>	<b>1,686</b>	每股经营现金净流	0.621	1.652	0.771	0.157	0.658	0.663
净利率	8.0%	5.3%	9.6%	7.4%	9.1%	9.2%	每股股利	0.450	0.250	0.750	0.250	0.450	0.550
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.17%	7.02%	12.74%	8.76%	12.12%	13.45%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	9.32%	4.69%	7.52%	5.73%	8.02%	8.55%
净利润	1,534	794	1,485	1,056	1,494	1,686	投入资本收益率	15.42%	9.71%	13.76%	8.09%	11.46%	12.30%
少数股东损益	-16	-11	-2	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,009	966	970	320	263	292	主营业务收入增长率	23.01%	-21.37%	1.41%	-6.98%	14.95%	11.63%
非经营收益	-34	84	-73	304	-44	-38	EBIT增长率	-3.24%	-41.01%	38.66%	-38.12%	41.04%	13.84%
营运资金变动	-832	2,613	-306	-1,257	59	-155	净利润增长率	-8.52%	-48.00%	84.50%	-28.97%	41.53%	12.83%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,677</b>	<b>4,457</b>	<b>2,076</b>	<b>423</b>	<b>1,773</b>	<b>1,785</b>	总资产增长率	0.32%	3.30%	15.19%	-6.91%	1.20%	5.87%
资本开支	-342	-128	-189	-193	-317	-305	<b>资产管理能力</b>						
投资	-250	-518	-312	-102	-34	-32	应收账款周转天数	37.1	40.4	33.7	33.0	32.0	31.0
其他	32	-1	20	100	70	65	存货周转天数	140.0	133.0	134.5	175.0	160.0	158.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-560</b>	<b>-647</b>	<b>-482</b>	<b>-195</b>	<b>-281</b>	<b>-272</b>	应付账款周转天数	79.4	85.4	101.2	100.0	90.0	85.0
股权募资	0	2	0	0	0	0	固定资产周转天数	42.2	51.4	46.1	50.0	43.8	39.3
债权募资	-65	-38	0	183	-334	553	<b>偿债能力</b>						
其他	-785	-1,268	-1,672	-706	-1,244	-1,517	净负债/股东权益	-36.67%	-69.30%	-69.17%	-62.29%	-62.52%	-61.27%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-849</b>	<b>-1,304</b>	<b>-1,672</b>	<b>-522</b>	<b>-1,578</b>	<b>-964</b>	EBIT利息保障倍数	-21.2	-20.0	-20.6	-78.0	-148.4	-168.3
<b>现金净流量</b>	<b>281</b>	<b>2,500</b>	<b>-74</b>	<b>-295</b>	<b>-86</b>	<b>550</b>	资产负债率	29.04%	33.02%	40.92%	34.46%	33.73%	36.37%

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	0	6	23	34	115
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	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。

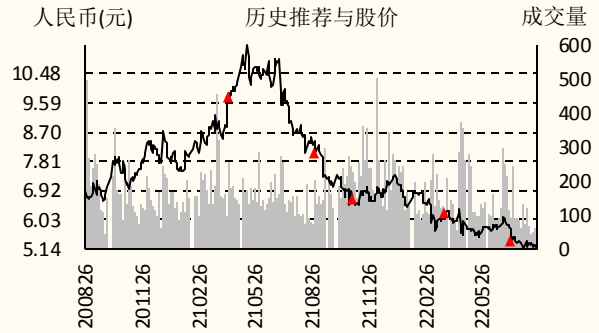
最终评分与平均投资建议对照：

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
6	2022-05-01	买入	6.53	N/A
7	2022-07-15	买入	5.72	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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