

森马服饰 (002563.SZ)

疫情和成本压力下，上半年业绩预减 81%~87%

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师： 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：7月15日，公司发布2022年半年度业绩报告，归母净利润预计为0.9-1.3亿元，同比下降80.5%至86.5%。销售收入预计下降约13%。

国信纺服观点：1) 受疫情持续影响收入下降13%，原材料成本上涨、存货跌价损失增加导致利润率下降；2) 短期疫情不影响长期份额提升，森马恢复较快、巴拉巴拉品牌将推出高端子品牌；3) 风险提示：政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，疫情风险。4) 投资建议：多重不利因素下业绩大幅下滑，公司运营实力行业领先，看好长期买点。公司在面临零售环境诸多不确定因素的情况下上半年收入双位数下跌、业绩明显下滑。长期看，休闲装业务方面稳步推进品牌重塑和产品升级，童装业务方面进一步占据消费者心智，有望保持份额的提升。由于公司上半年受到疫情、原材料成本上升影响较大，2022-2024年净利润下调至9.2/15/16.6亿元（原为16.9/19.2/21.7亿），同比增长-38.4%/63.8%/11%，昨收盘价对应PE15.8x/9.6x/8.7x。2020年疫情影响严重，当年估值区间为PE 12-15x，今年公司同样受到疫情较大影响，保守给予2023年PE 12-13x，对应合理估值6.7-7.2元（原估值为8.8-9.4元），在行业中处于较低水平，维持“买入”评级。

评论：

◆ 受疫情持续影响收入下降13%，原材料成本上涨、存货跌价损失增加导致利润率下降

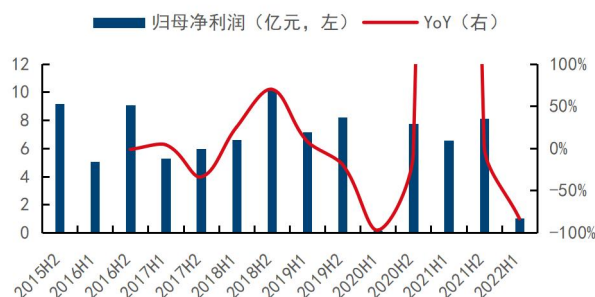
2022年上半年在疫情冲击下实现收入同比下降约13%。2022年上半年公司实现营业收入56.7亿元，同比减少13%。公司的流水与收入增长幅度较为接近，从流水端看，上半年累计全系统流水下降6.6%，其中森马下降6.4%，巴拉巴拉下降6.9%，其余童装品牌降幅预计超过巴拉巴拉。电商在产品策略调整（O2O产品占比上升）的情况下收入维持较快增长，公司天猫和唯品会渠道的实际销售收入增长两位数以上，京东和拼多多增速预计更为显著。归母净利润为0.9至1.3亿元，预计同比下降80.5%至86.5%。上半年归母净利润下跌主要原因是：1) 疫情影响公司销售收入下降；2) 受销售下滑影响库存增加，存货跌价损失相应增加；3) 供应链原材料价格上涨导致公司采购成本上升，同时销售促销力度加大，使得毛利率下降。

图1：公司半年度收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：半年度归母净利润及增速变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

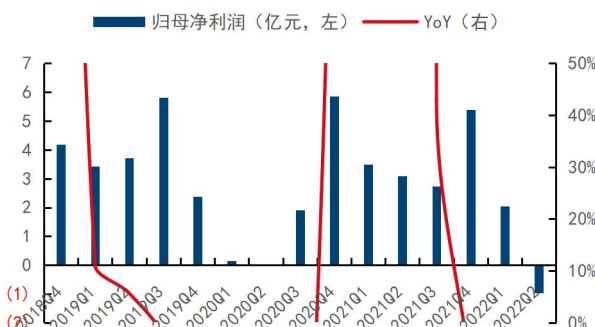
单季度来看，第二季度公司实现营业收入预计为23.6亿元，同比减少约26.4%；归母净利润预计为-1.2至-0.9亿元，同比减少138.0%至125.2%，第二季度疫情对公司的影响严重，业绩大幅下滑。

图3：公司季度收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度业绩与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

疫情冲击之下盈利能力减弱，存货周转预计放缓。3-6月疫情影响下销售量减少产生一定的库存积压。针对该情况，公司会把现有的库存产品做分层分类，针对历史数据表现较好的产品，会流转天猫渠道进行销售，其他则会流转消化能力更强的渠道，比如天猫奥莱、唯品会和抖音达人直播。

◆ **经营展望：短期疫情不影响长期份额提升，森马恢复较快、巴拉巴拉品牌将推出高端子品牌**

疫情影响产品的批发业务，积极通过电商和新零售弥补损失。今年突发的上海疫情严重影响了产品的批发业务，尤其第二季度批发业务下滑速度较快。但随着疫情的好转，社会零售变得平稳，加盟商的批发业务会有所改善。上半年业绩下降幅度非常大，加之第二季度对全年的影响非常重要，公司不会展望全年保持增长的目标，但会积极通过电商和新零售收窄当下的降幅。在天猫渠道，公司的森马品牌实现了收入8%的增长，巴拉巴拉实现了10%以上的增长。在唯品会渠道，巴拉巴拉收入增长10%，服务品牌效益明显；但森马品牌有一定的下滑，因为唯品会整个平台的流量都有所流失。公司的产品收入在京东和拼多多等平台都有较大增幅。同时，以数字化为基础的新零售业务的构建也在全面促进零售终端的恢复。至今我们仍在不断的自我更新。

电商团队运营实力领先。从2019年至今年疫情爆发前，电商毛利率上升明显，从28%上升至38%，进而提升公司毛利率，后者在上一报告期超过了40%。正常情况下，电商毛利率上升是推动整体毛利上升的主要动力。由于O2O占比在提高，电商正价产品数量提高，盈利能力增强，业务占比提高，公司的电商团队运

营实力强劲，目前电商毛利率和公司整体毛利率相近。

森马品牌恢复程度好于巴拉巴拉牌，巴拉巴拉推出高端子品牌并持续提升品牌势能。上海解封后，森马业绩恢复程度高于巴拉巴拉，但巴拉巴拉业务占比高、综合评价更好，更有希望助公司实现更高的业绩目标。此外，巴拉巴拉新推出高端子品牌，在海口设立新店铺，预计在杭州会开下一个巴拉巴拉的店铺。公司会配合高端渠道进一步提升品牌势能，积极营销、升级产品，提升童装品牌增长势能。

◆ 盈利预测主要假设及结果

公司在 2022 上半年持续受到疫情的打击，我们对公司未来业绩预测作出相应调整：其中 2022 年收入预期下调至 145.8 亿元（原为 173.5 亿元），同比降低 5.5%（原为同比增长 12.5%）；2022 年毛利率下调至 40.2%（原为 42.4%）；2022 年归母净利润下调至 9.1 亿元（原为 16.9 亿元）。

1、收入：2022 年公司由于受到疫情打击，门店关闭、物流受阻，上半年收入下滑 13%，6 月出现环比改善的趋势，下半年随着疫情好转时公司领先的产品力和品牌力将得到发挥，收入降幅将有望缩窄至 5-6%。展望 2023-2024 年，假设疫情缓解，公司童装收入有望维持 8% 左右的增长、休闲装收入有望维持 7-8% 的增长，推动整体收入增长 7-8%。

2、毛利率：2022 年公司面临原材料、能源成本上升及存货跌价损失的影响毛利率承压，预计 2022 年毛利率同比下降 2.3 个百分点至 40.1%。展望 2023-2024 年，森马在 2022 年完成旧货清理轻装上阵、巴拉巴拉推出高端系列加价倍率提升，同时原材料价格回归理性，假设毛利率为 42%~43%，略高于 2021 年的水平。

3、归母净利润：2022 年公司的收入受到疫情影响、毛利受到成本上升的影响，而各项费用较为刚性且上半年产生较多存货跌价损失，2022 上半年公司预计归母净利润为 0.9-1.3 亿元，2022 下半年在疫情影响缓解的情况下假设净利润同比基本持平。总体来看预计公司 2022 年归母净利润为 9.1 亿元。展望 2023-2024 年，疫情缓解后由于公司毛利率略升、费用率基本持平、库存清理基本完成存货跌价损失减少，净利润将基本恢复至 2021 年的水平。

表1: 盈利预测主要假设及结果

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）						
童装营收	12663.4	10132.2	10272.3	9598.7	10555.2	11558.1
YoY	-6.6%	10.0%	9.5%	8.8%	8.1%	7.5%
占比	65.9%	66.1%	66.3%	66.5%	66.6%	66.7%
休闲装营收	4838.3	5272.4	5711.5	6164.1	6628.8	7104.1
YoY	-3.8%	9.0%	8.3%	7.9%	7.5%	7.2%
占比	33.2%	33.0%	32.8%	32.6%	32.5%	32.4%
合计营收	14576.3	15978.1	17431.6	18909.2	20402.2	21902.2
YoY	-5.5%	9.6%	9.1%	8.5%	7.9%	7.4%
毛利率						
童装	46.1%	42.4%	43.7%	41.5%	43.7%	44.0%
休闲装	35.6%	35.9%	40.1%	37.5%	40.1%	40.1%
合计	42.5%	40.3%	42.6%	40.2%	42.6%	42.7%
费用率						
销售费用	21.0%	22.0%	21.9%	21.8%	21.9%	21.9%
管理费用	5.3%	5.4%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	2.1%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
财务费用	-0.6%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值	-3.2%	-3.5%	-2.2%	-3.7%	-2.2%	-2.2%
其他						
营业利润率	11.1%	7.3%	12.5%	8.1%	12.1%	12.3%
所得税率	28.0%	27.0%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%
净利润						
归母净利润	1549.4	805.7	1486.5	911.6	1490.5	1650.7
YoY	-8.5%	-48.0%	84.5%	-38.7%	63.5%	10.7%
净利率	8.0%	5.3%	9.6%	6.3%	9.3%	9.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：多重不利因素下业绩大幅下滑，公司运营实力行业领先，看好长期买点

公司在面临零售环境诸多不确定因素的情况下上半年收入双位数下跌、业绩明显下滑。长期看，休闲装业务方面稳步推进品牌重塑和产品升级，童装业务方面进一步占据消费者心智，有望保持份额的提升。由于公司上半年受到疫情、原材料成本上升影响较大，2022-2024 年净利润下调至 9.2/15/16.6 亿元（原为 16.9/19.2/21.7 亿），同比增长-38.4%/63.8%/11%，昨收盘价对应 PE15.8x/9.6x/8.7x。2020 年疫情影响严重，当年估值区间为 PE 12-15x，今年公司同样受到疫情较大影响，保守给予 2023 年 PE 12-13x，对应合理估值 6.7-7.2 元（原估值为 8.8-9.4 元），在行业中处于较低水平，维持“买入”评级。

表2: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,420	14,576	15,978	17,432
(+/-%)	1.4%	-5.5%	9.6%	9.1%
净利润(百万元)	1486	915	1498	1663
(+/-%)	84.5%	-38.4%	63.8%	11.0%
每股收益(元)	0.55	0.34	0.56	0.62
EBIT Margin	16.0%	11.1%	13.4%	13.6%
净资产收益率(ROE)	12.7%	7.7%	12.1%	12.9%
市盈率(PE)	9.7	15.8	9.6	8.7
EV/EBITDA	8.4	11.6	9.2	8.7
市净率(PB)	1.2	1.2	1.2	1.1

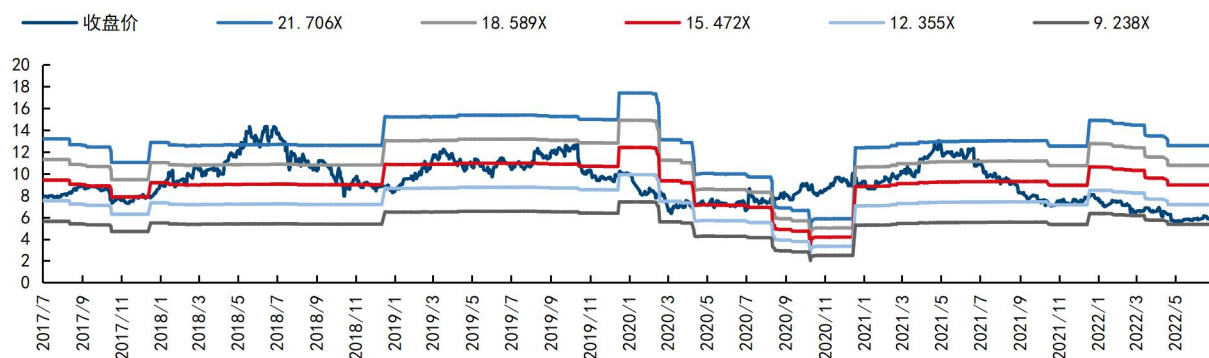
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

表3: 可比公司估值表

代码	简称	股价	EPS (元)			PE			总市值 (亿元)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002563.SZ	森马服饰	5.36	0.55	0.34	0.56	9.7	15.8	9.6	144
600398.SH	海澜之家	4.48	0.58	0.61	0.70	7.7	7.4	6.4	194
603877.SH	太平鸟	19.68	1.44	1.67	2.00	13.7	11.8	9.9	94
2020.HK	安踏体育	78.06	2.84	3.31	4.22	27.5	23.6	18.5	2152
2331.HK	李宁	56.30	1.53	1.79	2.28	36.8	31.5	24.7	1497
均值						21.4	18.6	14.9	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测。

图5: 森马服饰 PE Band



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: PE 匹配规则为当年的盈利预测

◆ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险, 疫情风险。

相关研究报告：

《森马服饰（002563.SZ）-疫情下一季度收入持平，原材料成本上涨毛利率下降》——2022-05-02
《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 增长放缓加大营销，看好长期稳健成长》——2021-11-01
《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 增长放缓，看好估值性价比与长期成长性》——2021-10-19
《森马服饰-002563-2021 年中报点评：收入恢复明显，注重高质量成长》——2021-09-03
《森马服饰-002563-重大事件快评：Q1 业绩亮眼，强化内核迎接全面恢复》——2021-05-04

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	5047	4973	5988	6682	7556	营业收入	15205	15420	14576	15978	17432
应收款项	1489	1526	1442	1581	1725	营业成本	9071	8853	8717	9178	9986
存货净额	2501	4024	3924	4133	4501	营业税金及附加	136	122	114	124	134
其他流动资产	782	1122	1061	1163	1269	销售费用	3349	3381	3180	3504	3822
流动资产合计	12751	15087	15857	17001	18493	管理费用	824	621	627	687	750
固定资产	2149	1973	883	589	263	研发费用	292	317	321	348	376
无形资产及其他	462	431	414	397	379	财务费用	(77)	(103)	(75)	(132)	(150)
投资性房地产	1808	2286	2286	2286	2286	投资收益	68	74	70	76	83
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	505	(318)	(698)	(525)	(573)
资产总计	17170	19778	19440	20273	21422	其他收入	(1331)	(349)	129	140	151
短期借款及交易性金融负债	10	230	230	230	230	营业利润	1105	1929	1177	1944	2158
应付款项	3999	5954	5806	6115	6660	营业外净收支	(17)	(7)	(7)	(7)	(7)
其他流动负债	950	1564	1103	1179	1284	利润总额	1088	1922	1170	1938	2151
流动负债合计	4958	7749	7140	7525	8175	所得税费用	294	438	266	441	490
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(11)	(2)	(11)	(2)	(2)
其他长期负债	711	345	345	345	345	归属于母公司净利润	806	1486	915	1498	1663
长期负债合计	711	345	345	345	345	现金流量表（百万元）					
负债合计	5669	8094	7485	7870	8520	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	28	20	17	16	16	净利润	806	1486	915	1498	1663
股东权益	11473	11663	11938	12387	12886	资产减值准备	(19)	(152)	344	(293)	(321)
负债和股东权益总计	17170	19778	19440	20273	21422	折旧摊销	265	213	265	278	290
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(505)	318	698	525	573
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	(77)	(103)	(75)	(132)	(150)
每股收益	0.30	0.55	0.34	0.56	0.62	营运资本变动	3549	(326)	(20)	(358)	(288)
每股红利	0.45	0.50	0.24	0.39	0.43	其它	25	152	(348)	292	320
每股净资产	4.25	4.33	4.43	4.60	4.78	经营活动现金流	4120	1691	1855	1943	2237
ROIC	15%	22%	15%	22%	25%	资本开支	0	472	(199)	(199)	(199)
ROE	7%	13%	8%	12%	13%	其它投资现金流	(888)	(510)	0	0	0
毛利率	40%	43%	40%	43%	43%	投资活动现金流	(888)	(38)	(199)	(199)	(199)
EBIT Margin	12%	16%	11%	13%	14%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	17%	13%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-21%	1%	-5%	10%	9%	支付股利、利息	(1222)	(1349)	(641)	(1049)	(1164)
净利润增长率	-48%	84%	-38%	64%	11%	其它融资现金流	1717	970	0	0	0
资产负债率	33%	41%	39%	39%	40%	融资活动现金流	(733)	(1728)	(641)	(1049)	(1164)
息率	8.5%	9.3%	4.4%	7.3%	8.1%	现金净变动	2500	(74)	1015	695	874
P/E	17.9	9.7	15.8	9.6	8.7	货币资金的期初余额	2548	5047	4973	5988	6682
P/B	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	5047	4973	5988	6682	7556
EV/EBITDA	9.5	8.4	11.6	9.2	8.7	企业自由现金流	0	2259	1295	1371	1628
						权益自由现金流	0	3229	1353	1474	1744

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032