

森马服饰 (002563)

2022 年中报点评：上半年业绩压力较大，期待全域融合助力复苏

增持（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	15,420	13,880	15,909	17,498
同比	1%	-10%	15%	10%
归属母公司净利润（百万元）	1,486	908	1,307	1,518
同比	84%	-39%	44%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.55	0.34	0.48	0.56
P/E（现价&最新股本摊薄）	9.35	15.31	10.64	9.16

投资要点

- 公司公布 2022 年中报：22H1 营收 56.4 亿元/yoy-13.43%、归母净利润 1.04 亿元/yoy-84.31%，收入下滑主因国内疫情影响服装消费，净利端下滑幅度大于收入端主因毛利率同比-3.0pct 至 41.14%、期间费用率同比+8.1pct 至 34.55%。单季度看，22Q1/Q2 营收分别为 33.09/23.32 亿元、分别同比-0.03%/-27.28%、归母净利润分别为 2.09/-1.05 亿元、分别同比-40.74%/亏损，Q2 受疫情影响较为严重。从零售端看，22H1 全系统终端零售额同比-6.6%，降幅低于报表收入端，反映批发业务在疫情环境下拿货节奏较为谨慎、终端表现略好于报表端、渠道存货有所下降。
- 分产品看，Q2 童装收入出现下滑、幅度大于休闲装。22H1 休闲服收入 19.83 亿元/yoy-15.5%/占比 35%，其中 Q1/Q2 收入分别同比-4%/-26%；童装收入 36.0 亿元/yoy-12.5%/占比 64%，其中 Q1/Q2 收入分别同比+2%/-28%。童装业务 Q2 出现下滑、且幅度大于休闲装，主因休闲装线下门店在 20-21 年已经调整较深、22 上半年疫情环境下童装渠道调整较多，截至 22H1 末休闲装/童装门店分别为 2840/5528 家、分别较 21 年末+17/-216 家、较 21H1 末-288/-77 家、对应同比-9.2%/-1.4%。童装渠道虽进入调整阶段，但童装门店基数较大、小店较多，因此疫情下的调整优化长期看有助门店整体质量和竞争力提升、为应对市场回暖做好准备。
- 分渠道看，线下下滑较多、线上小幅正增长、推进全域融合改革。22H1 线上/直营/加盟/联营收入分别同比+3.5%/-19%/-27.6%/-23.7%，收入分别占比 49%/10%/35%/4%。分季度看，22Q1/Q2 收入同比分别为：线上+14%/-6%、直营-6%/-33%、加盟-11%/-46%、联营+2%/-62%。1) 线下门店方面，联营和加盟同比净关店较多。截至 22H1 末直营/加盟/联营门店分别为 767/7526/75 家、分别较 21 年末-14/+114/-299 家、较 21H1 末+45/-152/-258 家（对应同比+6.2%/-2%/-77.5%），同比看联营及加盟门店在疫情下净关店较多、直营门店小幅增加，环比看加盟门店有所增加主因联营转回（疫情后公司为扶持加盟渠道将部分门店转为公司&加盟商联营，随门店培养至具有独立运营条件转回加盟）。2) 线上方面，上半年收入个位数正增长，但单 Q2 出现下滑，一方面受疫情影响消费需求及电商物流，另一方面也是公司主动调整的结果，22 年 8 月公司正式提出“全域融合”改革主题，倡导线上线下全渠道健康增长、并计划快速提升线上线下同款同价比例（22 年计划由 21 年的 5% 提升到 20%）。22 年 6 月公司线下零售（正增长）表现好于线上，体现全域融合有利于平衡渠道发展、有助线下业务逐步复苏。
- 毛利率下降、期间费用率上升，库存和现金流压力较大。1) 毛利率：22H1 毛利率同比-3pct 至 41.14%，下滑主因上游原材料涨价导致采购成本上升，同时销售促销力度加大。2) 期间费用率：22H1 期间费用率同比+8.1pct 至 34.55%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.2%/+1.0%/+0.2%/+0.8pct，销售费用率提升较多主因销售下降、线下部分费用刚性、线上流量费用投入需求上升。3) 存货：22H1 末存货 39.9 亿元/yoy+47%、存货周转天数同比增加 88 天至 217 天，截至 22H1 末一年以内存货占比 75%、较 21 年末下降 9pct，库存压力增加。4) 现金流：22Q1 经营活动现金流净额-2.9 亿元，出现负数主因销售下降、支付货款、提前预付生产费用。公司当前账上货币资金共计 40 亿元+，资金充沛。
- 盈利预测与投资评级：公司为国内童装+休闲装双龙头，门店数量超 8000 家、覆盖全国一二三四线城市，受疫情下居民消费力减弱、消费支出减少的冲击较大。22 上半年在国内疫情较为严重环境下，收入端双位数下滑、净利端下滑幅度较大。公司提出“全域融合、组织重构、流程再造”，22 年 6、7 月随疫情影响减弱，全渠道零售额同比分别下降 2.6%、1.2%，降幅缩窄，处逐步复苏过程中。考虑疫情影响，我们将 22-24 年归母净利润从 14.05/16.51/18.90 亿元分别下调至 9.1/13.1/15.2 亿元，EPS 分别为 0.34/0.48/0.56 元/股，对应 PE 为 15/11/9X，维持“增持”评级。
- 风险提示：疫情恶化，经济疲软，库存、现金流压力缓解不及预期。

2022 年 08 月 27 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

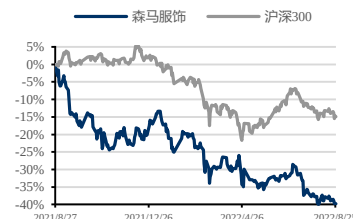
lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.16
一年最低/最高价	5.09/9.68
市净率(倍)	1.33
流通 A 股市值(百万元)	9,716.18
总市值(百万元)	13,901.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.87
资产负债率(%LF)	38.86
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	1,882.98

相关研究

《森马服饰(002563)：2022 年一季报点评：疫情导致业绩承压，巴拉品牌升级持续推进》

2022-04-30

《森马服饰(002563)：2021 年年报点评：业绩稳步修复，盈利能力提升》

2022-03-31

《森马服饰(002563)：童装兼具韧性，休闲装仍待复苏》

2022-01-17

表1：22H1 森马服饰收入、门店、毛利率按渠道、产品拆分

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店环比 净变动 (家)	门店同比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	5,640.97	-13.4%	100.0%	8368	-199	-365	41.14%	-3.04pct
分产品								
休闲服饰	1,983.17	-15.5%	35.2%	2840	17	-288	39.11%	-4.44pct
儿童服饰	3,596.65	-12.5%	63.8%	5528	-216	-77	42.11%	-2.37pct
其他	61.14	1.9%	1.1%	/	/	/	49.80%	2.01pct
分渠道								
线上销售	2,784.90	3.5%	49.4%	/	/	/	37.30%	-1.89pct
直营销售	549.33	-19.0%	9.7%	767	-14	45	65.88%	-0.86pct
加盟销售	1,998.86	-27.6%	35.4%	7526	114	-152	36.12%	-4.25pct
联营销售	246.74	-23.7%	4.4%	75	-299	-258	67.87%	-2.32pct
其他	61.14	1.9%	1.1%	/	/	/	49.80%	2.01pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,087	14,830	16,313	18,141	营业总收入	15,420	13,880	15,909	17,498
货币资金及交易性金融资产	8,312	8,862	9,986	11,665	营业成本(含金融类)	8,853	8,268	9,316	10,183
经营性应收款项	1,652	1,215	1,330	1,369	税金及附加	122	56	64	70
存货	4,024	3,651	3,884	3,985	销售费用	3,381	3,262	3,659	4,025
合同资产	0	0	0	0	管理费用	621	597	636	700
其他流动资产	1,100	1,102	1,113	1,122	研发费用	317	278	382	420
非流动资产	4,691	5,074	5,427	5,740	财务费用	-103	10	10	9
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	119	139	159	175
固定资产及使用权资产	2,599	2,875	3,145	3,401	投资净收益	74	111	127	140
在建工程	25	13	6	3	公允价值变动	15	-100	-100	-100
无形资产	431	401	371	341	减值损失	-465	-350	-290	-290
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-42	-1	-2	-2
长期待摊费用	68	68	68	68	营业利润	1,929	1,209	1,737	2,015
其他非流动资产	1,566	1,716	1,836	1,926	营业外净收支	-7	-10	-12	-12
资产总计	19,778	19,904	21,740	23,881	利润总额	1,922	1,199	1,725	2,003
流动负债	7,749	6,937	7,440	8,038	减:所得税	438	300	431	501
短期借款及一年内到期的非流动负债	230	230	230	230	净利润	1,485	899	1,294	1,503
经营性应付款项	5,954	5,035	5,423	5,930	减:少数股东损益	-2	-9	-13	-15
合同负债	139	165	186	204	归属母公司净利润	1,486	908	1,307	1,518
其他流动负债	1,425	1,507	1,600	1,675	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.34	0.48	0.56
非流动负债	345	345	345	345	EBIT	1,807	1,420	1,852	2,101
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,312	1,937	2,389	2,658
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.58	40.43	41.44	41.81
租赁负债	291	291	291	291	归母净利率(%)	9.64	6.54	8.21	8.67
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	1.41	-9.98	14.62	9.99
负债合计	8,094	7,282	7,785	8,384	归母净利润增长率(%)	84.50	-38.91	43.87	16.16
归属母公司股东权益	11,663	12,610	13,956	15,514					
少数股东权益	20	11	-1	-17					
所有者权益合计	11,684	12,621	13,955	15,497					
负债和股东权益	19,778	19,904	21,740	23,881					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,076	1,530	2,037	2,561	每股净资产(元)	4.33	4.68	5.18	5.76
投资活动现金流	-482	-1,500	-1,436	-1,404	最新发行在外股份 (百万股)	2,694	2,694	2,694	2,694
筹资活动现金流	-1,672	21	23	23	ROIC(%)	11.77	8.41	10.06	10.34
现金净增加额	-74	51	623	1,180	ROE-摊薄(%)	12.74	7.20	9.36	9.78
折旧和摊销	505	517	537	557	资产负债率(%)	40.92	36.59	35.81	35.11
资本开支	-189	-811	-814	-814	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.35	15.31	10.64	9.16
营运资本变动	-306	-333	-169	154	P/B (现价)	1.19	1.10	1.00	0.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

