

森马服饰 (002563.SZ)

上半年净利润下降 86%，线上新渠道拓展迅速

增持

核心观点

上半年收入下降 13%，二季度疫情影响加大收入下降 27%、净利润亏损 1 亿元。2022 上半年实现营收 56.4 亿，同比下降 13.4%，其中童装/休闲装收入分别为 36.0/19.8 亿，分别同比下降 12.5%/15.5%；归母净利润 1.0 亿，同比下降 85.9%；毛利率为 41.1%，同比下降 3.0 个百分点，其中童装/休闲装毛利率分别为 42.1%/39.1%，主要由于原材料价格上涨和疫情影响；分别同比下降 2.4/4.4 个百分点；销售/管理/财务/研发费用率分别同比增长 6.2/1.0/0.8/0.2 个百分点至 27.7%/5.1%/-0.4%/2.1%。单二季度收入 23.3 亿，同比下降 27.3%；归母净利润-1.0 亿，同比下降 133.4%，疫情影响较严重的情况下出现亏损；毛利率下降 5.4 个百分点至 39.0%，净利率下滑 14.2 个百分点至-4.5%。

线下门店结构化调整，线上优化产品结构并拓展社交和内容电商，夯实全域运营能力。线下方面，公司的门店数量为 8368 家，上半年净关 199 家，下半年由于疫情小范围反复开店计划预计较为谨慎，下半年公司将选择更好位置和性价比的店铺开店，并推进全域数字化门店的建设以增加门店非营业时间的线上生意，为中长期的市场份额提升蓄力。线上方面，公司提升线上线下同款同价商品 (O2O) 占比，今年上半年占比达到 20% (去年同期占比 5%)，目前公司的线上已在天猫、唯品会、抖音、拼多多等第三方平台布局，上半年天猫旗舰店维持高单位数增长，抖音/拼多多分别同比增长 2.5 倍/9.7 倍。

风险提示：疫情反复影响线下门店客流，新渠道开拓不及预期。

投资建议：疫情对净利润影响较大，长期仍具备较好的成长性，下调至“增持”评级

公司在疫情反复、原材料成本上升的影响下，上半年收入双位数下跌、净利润明显下滑。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，线上下全域数字化有序推进，长期来看有望保持份额的提升。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 9.2/15.16.6 亿元，同比-38.2%/63.1%/11%，昨收盘价对应 PE15.7x/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，谨慎起见下调合理估值至 6.1-6.4 元，对应 2023 年 PE 11-11.5X (原为 6.7-7.2 元，对应 2023 年 PE 12-13X)，下调至“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	14,576	15,978	17,439
(+/-%)	-21.4%	1.4%	-5.5%	9.6%	9.1%
净利润(百万元)	806	1486	919	1498	1663
(+/-%)	-48.0%	84.5%	-38.2%	63.1%	11.0%
每股收益(元)	0.30	0.55	0.34	0.56	0.62
EBIT Margin	12.3%	16.0%	10.6%	13.4%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	7.0%	12.7%	7.7%	12.1%	12.9%
市盈率 (PE)	17.9	9.7	15.7	9.6	8.7
EV/EBITDA	9.5	8.4	12.1	9.2	8.6
市净率 (PB)	1.26	1.24	1.21	1.17	1.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	5.19 元
总市值/流通市值	13982/9773 百万元
52 周最高价/最低价	9.68/5.09 元
近 3 个月日均成交额	53.92 百万元

市场走势

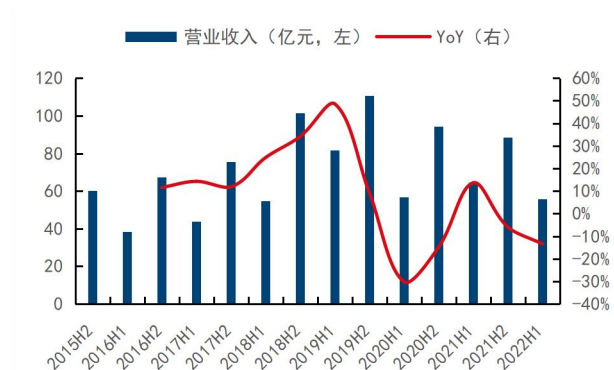


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

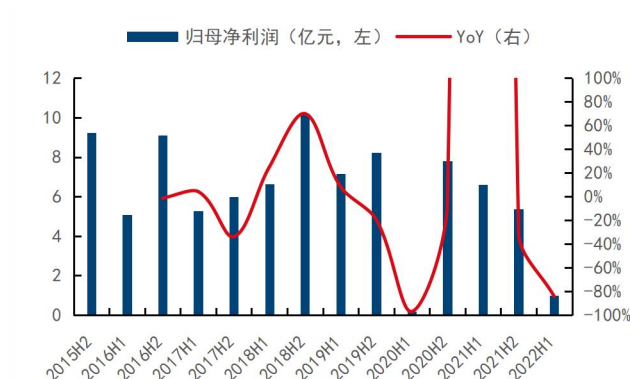
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 疫情和成本压力下，上半年业绩预减 81%~87%》——2022-07-18
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 疫情下一季度收入持平，原材料成本上涨毛利率下降》——2022-05-02
- 《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 增长放缓加大营销，看好长期稳健成长》——2021-11-01
- 《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 增长放缓，看好估值性价比与长期成长性》——2021-10-19
- 《森马服饰-002563-2021 年中报点评：收入恢复明显，注重高质量成长》——2021-09-03

图1：公司半年度营业收入及增速



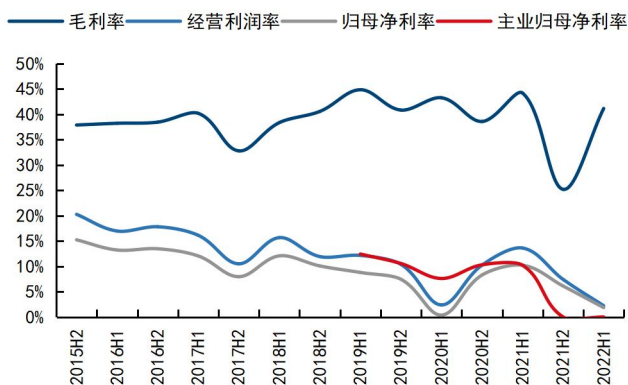
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速



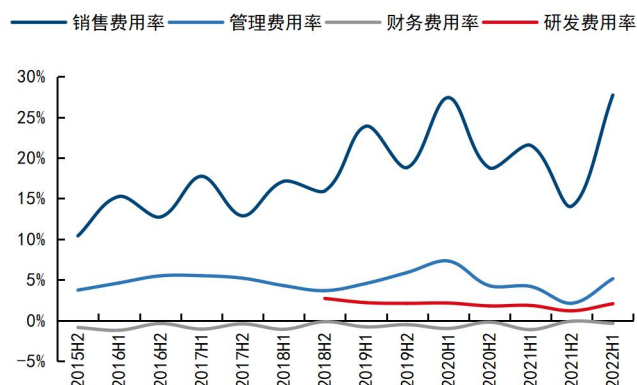
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度毛利率、经营利润率与归母净利率变化情况



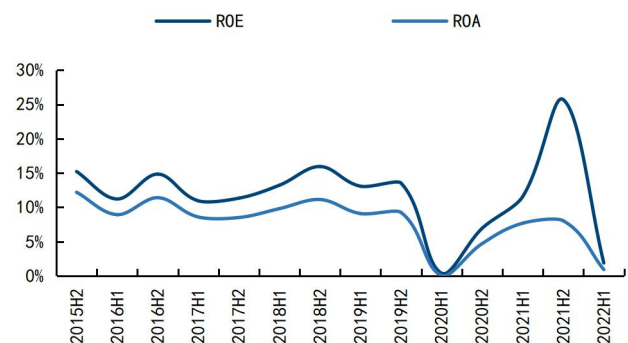
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度四项费用率变化情况



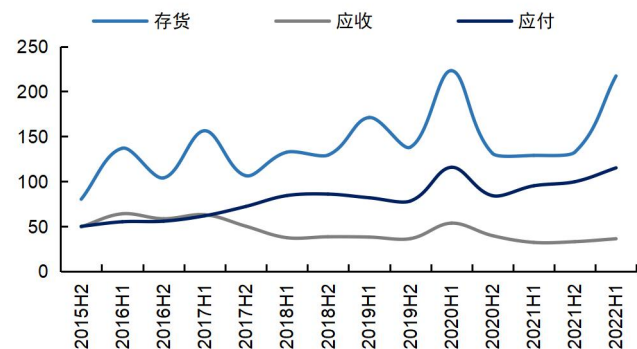
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度ROE/ROA 变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度主要流动资产变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度营业收入及增速



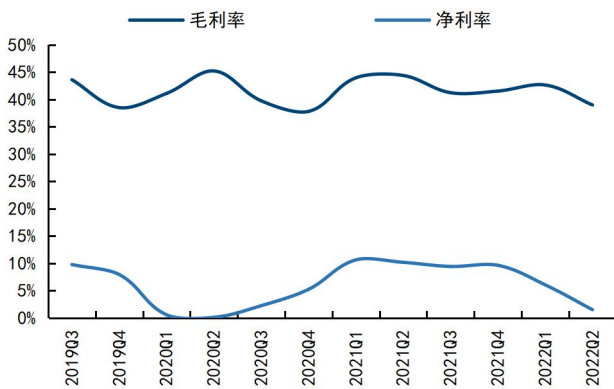
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季归母净利润及增速



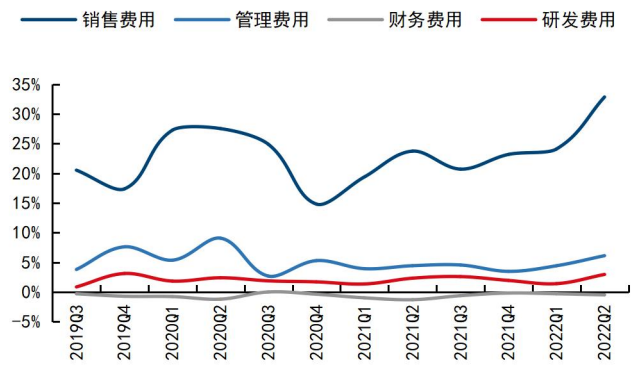
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度利润率与变化情况



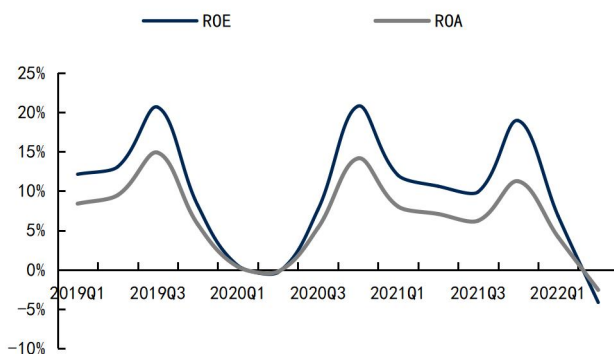
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度四项费用率变化情况



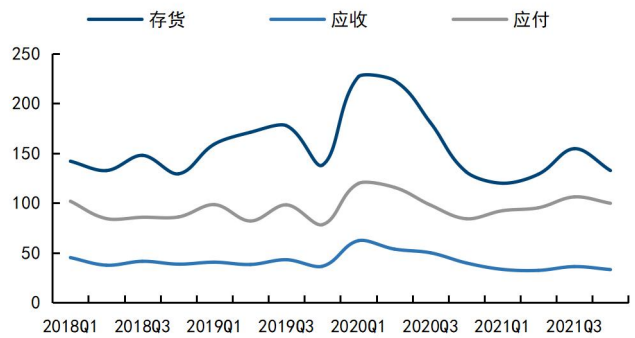
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司单季度 ROE/ROA 与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：疫情对净利润影响较大，长期仍具备较好的成长性，下调至“增持”评级

公司在疫情反复、原材料成本上升的影响下，上半年收入双位数下跌、净利润明显下滑。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，线上下全域数字化有序推进，长期来看有望保持份额的提升。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 9.2/15/16.6 亿元，同比-38.2%/63.1%/11%，昨收盘价对应 PE15.7x/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，谨慎起见下调合理估值至 6.1-6.4 元，对应 2023 年 PE 11-11.5X（原为 6.7-7.2 元，对应 2023 年 PE 12-13X），下调至“增持”评级。

表1：盈利预测和财务指标

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	14,576	15,978	17,439
(+/-%)	-21.4%	1.4%	-5.5%	9.6%	9.1%
净利润(百万元)	806	1486	919	1498	1663
(+/-%)	-48.0%	84.5%	-38.2%	63.1%	11.0%
每股收益(元)	0.30	0.55	0.34	0.56	0.62
EBIT Margin	12.3%	16.0%	10.6%	13.4%	13.6%
净资产收益率(ROE)	7.0%	12.7%	7.7%	12.1%	12.9%
市盈率(PE)	17.9	9.7	15.7	9.6	8.7
EV/EBITDA	9.5	8.4	12.1	9.2	8.6
市净率(PB)	1.26	1.24	1.21	1.17	1.12

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS	PE						
代码	名称	评级	人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002563. SZ	森马服饰	买入	5. 19	0. 55	0. 34	0. 56	0. 62	9. 4	15. 3	9. 3	8. 4
	可比公司										
2020. HK	安踏体育	买入	82. 32	2. 84	3. 31	4. 22	5. 23	28. 9	24. 9	19. 5	15. 8
3998. HK	波司登	买入	3. 80	0. 16	0. 19	0. 23	0. 27	23. 8	20. 1	16. 8	14. 1
600398. SH	海澜之家	增持	4. 48	0. 58	0. 65	0. 72	0. 81	7. 8	6. 9	6. 2	5. 6
601566. SH	九牧王	无评级	8. 00	0. 34	0. 48	0. 66	0. 66	23. 5	16. 6	12. 1	12. 2
平均值								21. 0	17. 1	13. 6	11. 9

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理。备注：无评级公司的盈利预测来自 wind 一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5047	4973	5956	6645	7520	营业收入	15205	15420	14576	15978	17439
应收款项	1489	1526	1442	1581	1725	营业成本	9071	8853	8717	9178	9991
存货净额	2501	4024	3924	4133	4503	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	3250	3504	3824
流动资产合计	12751	15087	15825	16964	18460	管理费用	824	621	627	687	750
固定资产	2149	1973	921	627	301	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)	(149)
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)	(623)	(525)	(573)
资产总计	17170	19778	19447	20274	21427	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	1181	1944	2158
应付款项	3999	5954	5806	6115	6664	营业外净收支	(17)	(7)	(7)	(7)	(7)
其他流动负债	950	1564	1110	1179	1285	利润总额	1088	1922	1175	1937	2151
流动负债合计	4958	7749	7146	7525	8179	所得税费用	294	438	267	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	919	1498	1663
长期负债合计	711	345	345	345	345	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5669	8094	7491	7870	8524	净利润	806	1486	919	1498	1663
少数股东权益	28	20	17	16	16	资产减值准备	(19)	(152)	381	(292)	(321)
股东权益	11473	11663	11939	12388	12887	折旧摊销	265	213	265	278	290
负债和股东权益总计	17170	19778	19447	20274	21427	公允价值变动损失	(505)	318	623	525	573
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(77)	(103)	(75)	(132)	(149)
每股收益	0.30	0.55	0.34	0.56	0.62	营运资本变动	3549	(326)	23	(363)	(288)
每股红利	0.45	0.50	0.24	0.39	0.43	其它	25	152	(384)	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	1826	1937	2238
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%	12%	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)	(643)	(1048)	(1164)
净利润增长率	-48%	84%	-38%	63%	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)	(643)	(1048)	(1164)
息率	8.5%	9.3%	4.5%	7.3%	8.1%	现金净变动	2500	(74)	983	689	875
P/E	17.9	9.7	15.7	9.6	8.7	货币资金的期初余额	2548	5047	4973	5956	6645
P/B	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	5047	4973	5956	6645	7520
EV/EBITDA	9.5	8.4	12.1	9.2	8.6	企业自由现金流	0	2259	1283	1366	1629
						权益自由现金流	0	3229	1341	1468	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