

纺织免税组

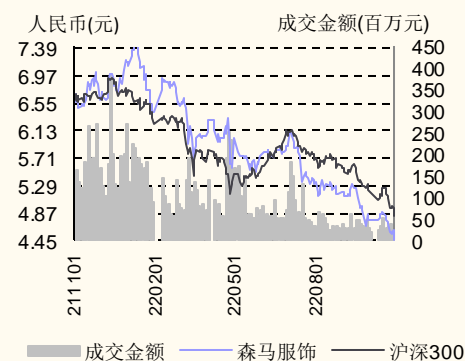
森马服饰 (002563.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.45 元

### 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)	119.89
年内股价最高最低(元)	7.42/4.45
沪深 300 指数	3541
深证成指	10402



### 相关报告

- 《疫情导致盈利受损, 2H 业绩修复可期-森马服饰 22 中报点评》, 2022.8.26
- 《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...》, 2022.7.15
- 《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-业务稳步修复, 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》, 2021.11.1

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

杨欣 分析师 SAC 执业编号: S1130522080010  
yangxin1@gjzq.com.cn

## 全域零售顺利推进, 静待终端需求回暖

### 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	853	1,192	1,418
归母净利润增长率	-48.00%	84.50%	-42.64%	39.78%	18.99%
摊薄每股收益(元)	0.299	0.552	0.317	0.442	0.526
每股经营性现金流净额	1.65	0.77	-0.14	0.59	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.02%	12.74%	7.20%	10.08%	12.06%
P/E	33.55	14.01	14.06	10.06	8.45
P/B	2.36	1.79	1.01	1.01	1.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 10.30 发布 22 年三季报, 实现营收 89.4 亿元 (-10.8%), 实现归母净利 2.7 亿元 (-71.2%); 单 Q3 实现营收 33.0 亿元 (-5.8%), 实现归母净利 1.7 亿元 (-39.8%), 实现扣非净利 1.5 亿元 (-44.5%), 符合预期。

### 经营分析

- 线上韧性凸显, 全域零售启动有望促进销售回暖。**分业务, 前三季度成人装、童装预计分别同比下滑 12%、10%, 各线城市疫情散发导致客流受损、销售承压。分渠道, 线下销售额预计同比下滑, Q1-3 总门店净减少约 282 家, 其中成人装、童装预计分别净+41 家、净-323 家, 成人装渠道调整结束回归优质扩张; 线上收入预计同比增长 4%, 疫情反复、消费弱复苏趋势下韧性相对突出。另外, 公司逐步落实全域零售模式, 成立零售事业部并采取库存互通模式, 促进线上线下同款同价, 中长期经营效率有望提升。
- 毛、净利率承压, 控费持续推进。**Q1-3 公司毛利率为 40.42% (-2.7 Pct), 其中 Q3 毛利率为 39.19%, 同比/环比分别下滑 2.1/0.2 Pct。Q3 公司的销售费用率为 22.9%, 同比/环比分别+2.2/-9.9Pct; 管理费用率同比持平、环比下降 1.8 Pct, 公司在逆势下严格控费, 落实产品经理制度, 将费用核算聚焦至负责人, 有利于降本增效推进。前三季度公司归母净利率为 2.71% (-6.7Pct), 其中 Q3 净利率为 1.67% (-1.11Pct), 但环比有所改善。
- 销售不畅导致库存有所积压, 经营性净现金流同比下滑。**截至 3Q22 末公司存货余额为 46.7 亿元 (+16.1%), 库存处在较高水平主要系疫情导致销售不畅、叠加换季加大厚款备货力度; 未来公司将主要通过折扣促销及控制生产的方式改善存货积压问题。Q1-3 公司经营性净现金流为-1.36 亿元, 同比下滑 113.56%, 大幅下滑主要系销售下降以及支付期初货款。

### 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。考虑疫情反复影响 22 年业绩, 下调预测, 预计 22-24 年公司归母净利分别为 8.53/11.92/14.18 亿元, 对应 PE 为 14/10/8 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。

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	4,663	4,527	5,021
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
<b>主营业务成本</b>	<b>-11,113</b>	<b>-9,071</b>	<b>-8,853</b>	<b>-8,740</b>	<b>-9,753</b>	<b>-10,753</b>	存货	4,109	2,501	4,024	4,693	4,713	4,908
%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
<b>毛利</b>	<b>8,224</b>	<b>6,134</b>	<b>6,566</b>	<b>5,604</b>	<b>6,735</b>	<b>7,651</b>	流动资产	11,314	12,751	15,087	14,712	14,796	15,654
%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%	77.2%	76.9%	77.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-127</b>	<b>-136</b>	<b>-122</b>	<b>-115</b>	<b>-132</b>	<b>-147</b>	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
<b>销售费用</b>	<b>-4,055</b>	<b>-3,349</b>	<b>-3,381</b>	<b>-3,514</b>	<b>-3,792</b>	<b>-4,233</b>	%总资产	13.6%	12.5%	10.0%	10.5%	10.5%	10.1%
%销售收入	21.0%	22.0%	21.9%	24.5%	23.0%	23.0%	无形资产	962	526	500	559	611	656
<b>管理费用</b>	<b>-1,029</b>	<b>-824</b>	<b>-621</b>	<b>-574</b>	<b>-907</b>	<b>-1,012</b>	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%	4.0%	5.5%	5.5%	%总资产	31.9%	25.7%	23.7%	22.8%	23.1%	22.2%
<b>研发费用</b>	<b>-414</b>	<b>-292</b>	<b>-317</b>	<b>-330</b>	<b>-379</b>	<b>-423</b>	<b>资产总计</b>	<b>16,621</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>19,062</b>	<b>19,228</b>	<b>20,131</b>
%销售收入	2.1%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	短期借款	267	10	230	1,320	1,242	1,870
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,598</b>	<b>1,533</b>	<b>2,125</b>	<b>1,071</b>	<b>1,525</b>	<b>1,835</b>	应付款项	2,887	4,206	6,142	5,039	5,163	5,439
%销售收入	13.4%	10.1%	13.8%	7.5%	9.2%	10.0%	其他流动负债	843	742	1,376	414	497	563
<b>财务费用</b>	<b>123</b>	<b>77</b>	<b>103</b>	<b>-11</b>	<b>-52</b>	<b>-63</b>	流动负债	3,997	4,958	7,749	6,773	6,902	7,872
%销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	0.1%	0.3%	0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-636</b>	<b>-617</b>	<b>-465</b>	<b>-96</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	其他长期负债	829	711	345	427	483	480
<b>公允价值变动收益</b>	<b>11</b>	<b>-20</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>负债</b>	<b>4,826</b>	<b>5,669</b>	<b>8,094</b>	<b>7,199</b>	<b>7,385</b>	<b>8,352</b>
<b>投资收益</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>120</b>	<b>70</b>	<b>65</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>11,765</b>	<b>11,473</b>	<b>11,663</b>	<b>11,842</b>	<b>11,822</b>	<b>11,759</b>
%税前利润	2.3%	6.3%	3.8%	10.8%	4.5%	3.5%	其中：股本	2,699	2,698	2,694	2,694	2,694	2,694
<b>营业利润</b>	<b>2,152</b>	<b>1,105</b>	<b>1,929</b>	<b>1,112</b>	<b>1,556</b>	<b>1,850</b>	未分配利润	5,229	4,750	4,766	4,945	4,924	4,861
%营业利润率	11.1%	7.3%	12.5%	7.8%	9.4%	10.1%	少数股东权益	30	28	20	20	20	20
<b>营业外收支</b>	<b>-23</b>	<b>-17</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,621</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>19,062</b>	<b>19,228</b>	<b>20,131</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,129</b>	<b>1,088</b>	<b>1,922</b>	<b>1,107</b>	<b>1,548</b>	<b>1,842</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	11.0%	7.2%	12.5%	7.7%	9.4%	10.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-595</b>	<b>-294</b>	<b>-438</b>	<b>-255</b>	<b>-356</b>	<b>-424</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.0%	27.0%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.574	0.299	0.552	0.317	0.442	0.526
<b>净利润</b>	<b>1,534</b>	<b>794</b>	<b>1,485</b>	<b>853</b>	<b>1,192</b>	<b>1,418</b>	每股净资产	4.360	4.253	4.329	4.396	4.388	4.365
少数股东损益	-16	-11	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.621	1.652	0.771	-0.139	0.590	0.658
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,549</b>	<b>806</b>	<b>1,486</b>	<b>853</b>	<b>1,192</b>	<b>1,418</b>	每股股利	0.450	0.250	0.750	0.250	0.450	0.550
净利率	8.0%	5.3%	9.6%	5.9%	7.2%	7.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.17%	7.02%	12.74%	7.20%	10.08%	12.06%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.32%	4.69%	7.52%	4.47%	6.20%	7.05%
							投入资本收益率	15.42%	9.71%	13.76%	6.26%	8.97%	10.35%
<b>净利润</b>	<b>1,534</b>	<b>794</b>	<b>1,485</b>	<b>853</b>	<b>1,192</b>	<b>1,418</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-16	-11	-2	0	0	0	主营业务收入增长率	23.01%	-21.37%	1.41%	-6.98%	14.95%	11.63%
<b>非现金支出</b>	<b>1,009</b>	<b>966</b>	<b>970</b>	<b>332</b>	<b>262</b>	<b>289</b>	EBIT增长率	-3.24%	-41.01%	38.66%	-49.59%	42.36%	20.36%
非经营收益	-34	84	-73	312	22	38	净利润增长率	-8.52%	-48.00%	84.50%	-42.64%	39.78%	18.99%
<b>营运资金变动</b>	<b>-832</b>	<b>2,613</b>	<b>-306</b>	<b>-1,872</b>	<b>114</b>	<b>28</b>	总资产增长率	0.32%	3.30%	15.19%	-3.62%	0.87%	4.70%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,677</b>	<b>4,457</b>	<b>2,076</b>	<b>-375</b>	<b>1,589</b>	<b>1,774</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-342</b>	<b>-128</b>	<b>-189</b>	<b>-193</b>	<b>-317</b>	<b>-305</b>	应收账款周转天数	37.1	40.4	33.7	33.0	32.0	31.0
投资	-250	-518	-312	-102	-34	-32	存货周转天数	140.0	133.0	134.5	200.0	180.0	170.0
其他	32	-1	20	120	70	65	应付账款周转天数	79.4	85.4	101.2	100.0	90.0	85.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-560</b>	<b>-647</b>	<b>-482</b>	<b>-175</b>	<b>-281</b>	<b>-272</b>	固定资产周转天数	42.2	51.4	46.1	50.0	43.8	39.3
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-65</b>	<b>-38</b>	<b>0</b>	<b>1,054</b>	<b>-78</b>	<b>628</b>	净负债/股东权益	-36.67%	-69.30%	-69.17%	-56.56%	-56.27%	-55.58%
<b>其他</b>	<b>-785</b>	<b>-1,268</b>	<b>-1,672</b>	<b>-734</b>	<b>-1,309</b>	<b>-1,593</b>	EBIT利息保障倍数	-21.2	-20.0	-20.6	96.6	29.5	29.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-849</b>	<b>-1,304</b>	<b>-1,672</b>	<b>320</b>	<b>-1,387</b>	<b>-965</b>	资产负债率	29.04%	33.02%	40.92%	37.77%	38.41%	41.49%
<b>现金净流量</b>	<b>281</b>	<b>2,500</b>	<b>-74</b>	<b>-230</b>	<b>-79</b>	<b>537</b>							

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	3	6	18	37	99
增持	0	3	7	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.28	1.26	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
8	2022-08-26	买入	5.17	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