

森马服饰 (002563.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服行业首席分析师  
执业编号: S1500520080003  
邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理  
邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

相关研究

《疫情下短期业绩承压, 品牌定位持续优化》2022.07  
《业绩显著改善, 静待龙头长期成长》2021.09  
《疫情影响业绩表现, 盈利能力持续提升》2021.10  
《盈利能力改善, 未来增长可期》2022.03

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 疫情影响持续, 静待业绩拐点

2022年11月1日

**事件:** 2022年前三季度公司实现营业收入89.43亿元, 同降10.76%; 归母净利润2.71亿元, 同降71.21%; 扣非净利润1.70亿元, 同降80.54%, EPS为0.10元。2022Q3公司实现营业收入、归母净利润33.02亿元、1.67亿元, 同降5.79%、39.82%, 较22Q2环比有所好转, 但受国内疫情反复、消费环境疲软影响, 公司收入、利润同比下滑。

**点评:**

- **疫情影响下收入同比下滑, 线上渠道收入增长韧性较强。** 拆分来看, 2022年前三季度公司成人装、童装收入估计同比下滑12%、10%, 主要由于疫情反复导致关店时间增长、线下客流量减少, 童装业务景气度相对较高, 公司行业优势地位明显, 收入韧性相对较强。2022年前三季度公司线下收入同比下滑, 门店净减少约280余家, 其中成人装品牌门店净增加, 童装品牌门店调整相对较多。线上方面公司积极拓展直播、新零售等渠道, 强化线上盈利能力要求, 2022年前三季度线上收入估计同增4%。
- **疫情影响下毛利率下降、费用率提升, 库存去化需要时间。** 1) 2022年前三季度公司毛利率同降2.73PCT至40.42%, 主要由于疫情影响下促销力度加大, 22Q3毛利率同降2.05PCT至39.19%, 降幅有所收窄。2) 2022年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率同增4.68PCT、0.51PCT、0.28PCT、0.64PCT至25.93%、4.83%、2.39%、-0.30%, 公司收入同比下滑、部分费用较为刚性, 期间费用率同比提升。3) 2022年9月底公司存货为46.70亿元、同增16.10%, 主要受疫情导致产品售罄率下降、冬季换季备货有所增加, 公司22年前三季度存货周转天数为220天, 同增65天。
- **盈利预测与投资评级:** 短期受新冠疫情影响公司业绩压力较大, 但2022Q3业绩表现环比已逐步改善, 我们维持公司2022-23年EPS预测为0.28/0.39/0.52元, 目前股价对应23年11.51倍PE, 股价充分调整后估值处于较低水平。长期来看, 公司不断提升精细化运营能力, 在产品创新、品牌运营、供应链管理、数字化升级等方面投入资源, 未来疫情影响改善后公司有望迎来业绩拐点, 业务成长空间较大, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 疫情影响超预期风险, 市场竞争加剧风险, 存货减值风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	15,205	15,420	14,079	15,770	17,859
增长率 YoY %	-21.4%	1.4%	-8.7%	12.0%	13.2%
归属母公司净利润 (百万元)	806	1,486	766	1,049	1,407
增长率 YoY%	-48.0%	84.5%	-48.5%	36.9%	34.2%
毛利率%	40.3%	42.6%	39.4%	39.8%	40.2%
净资产收益率 ROE%	7.0%	12.7%	6.2%	7.8%	9.5%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.55	0.28	0.39	0.52
市盈率 P/E(倍)	33.51	14.01	15.75	11.51	8.58
市净率 P/B(倍)	2.35	1.79	0.97	0.90	0.81

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月31日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>12,751</b>	<b>15,087</b>	<b>14,110</b>	<b>15,063</b>	<b>16,359</b>	
货币资金	5,047	4,973	4,873	5,442	6,308	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,392	1,452	1,350	1,599	1,859	
预付账款	176	201	183	201	232	
存货	2,501	4,024	3,272	3,381	3,510	
其他	3,634	4,438	4,432	4,440	4,450	
<b>非流动资产</b>	<b>4,419</b>	<b>4,691</b>	<b>4,731</b>	<b>4,871</b>	<b>4,991</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,142	1,948	1,968	1,988	2,008	
无形资产	462	431	451	471	521	
其他	1,815	2,312	2,312	2,412	2,462	
<b>资产总计</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>18,841</b>	<b>19,933</b>	<b>21,350</b>	
<b>流动负债</b>	<b>4,958</b>	<b>7,749</b>	<b>6,047</b>	<b>6,093</b>	<b>6,105</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	1,962	3,082	2,337	2,081	1,755	
应付账款	2,036	2,872	1,870	2,081	2,340	
其他	960	1,795	1,840	1,932	2,010	
<b>非流动负债</b>	<b>711</b>	<b>345</b>	<b>345</b>	<b>345</b>	<b>345</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	711	345	345	345	345	
<b>负债合计</b>	<b>5,669</b>	<b>8,094</b>	<b>6,392</b>	<b>6,438</b>	<b>6,450</b>	
少数股东权益	28	20	19	17	14	
归属母公司	11,473	11,663	12,429	13,478	14,886	
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>18,841</b>	<b>19,933</b>	<b>21,350</b>	
<b>重要财务指标</b>	单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	15,205	15,420	14,079	15,770	17,859	
同比	-21.4%	1.4%	-8.7%	12.0%	13.2%	
归属母公司净利润	806	1,486	766	1,049	1,407	
同比	-48.0%	84.5%	-48.5%	36.9%	34.2%	
毛利率(%)	40.3%	42.6%	39.4%	39.8%	40.2%	
ROE%	7.0%	12.7%	6.2%	7.8%	9.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.55	0.28	0.39	0.52	
P/E	33.51	14.01	15.75	11.51	8.58	
P/B	2.35	1.79	0.97	0.90	0.81	
EV/EBITDA	11.69	6.22	5.39	4.62	3.12	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	<b>15,205</b>	<b>15,420</b>	<b>14,079</b>	<b>15,770</b>	<b>17,859</b>	
营业成本	9,071	8,853	8,531	9,493	10,675	
营业税金及附加	136	122	113	126	125	
销售费用	3,349	3,381	3,238	3,738	4,108	
管理费用	824	621	563	631	679	
研发费用	292	317	282	315	357	
财务费用	-77	-103	-98	-103	-118	
减值损失合计	-525	-333	-355	-225	-235	
<b>投资净收益</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>0</b>	<b>63</b>	<b>71</b>	
其他	-48	-40	-80	-21	-11	
<b>营业利润</b>	<b>1,105</b>	<b>1,929</b>	<b>1,017</b>	<b>1,388</b>	<b>1,859</b>	
营业外收支	-17	-7	-11	-11	-11	
<b>利润总额</b>	<b>1,088</b>	<b>1,922</b>	<b>1,006</b>	<b>1,377</b>	<b>1,848</b>	
所得税	294	438	241	331	444	
<b>净利润</b>	<b>794</b>	<b>1,485</b>	<b>765</b>	<b>1,047</b>	<b>1,405</b>	
少数股东损益	-11	-2	-2	-2	-3	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>806</b>	<b>1,486</b>	<b>766</b>	<b>1,049</b>	<b>1,407</b>	
EBITDA	1,882	2,630	1,433	1,548	2,016	
EPS(当年)(元)	0.30	0.55	0.28	0.39	0.52	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,457</b>	<b>2,076</b>	<b>61</b>	<b>816</b>	<b>1,155</b>	
净利润	794	1,485	765	1,047	1,405	
折旧摊销	349	505	80	80	100	
财务费用	53	94	0	0	0	
投资损失	-68	-74	0	-63	-71	
营运资金变	2,613	-306	-1,149	-483	-524	
其它	716	371	366	236	246	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-647</b>	<b>-482</b>	<b>-161</b>	<b>-247</b>	<b>-289</b>	
资本支出	-128	-189	-161	-311	-361	
长期投资	-518	-312	0	0	0	
其他	-1	20	0	63	71	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,304</b>	<b>-1,672</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
吸收投资	2	0	0	0	0	
借款	-38	0	0	0	0	
支付利息或股息	-1,222	-1,349	0	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	<b>2,500</b>	<b>-74</b>	<b>-100</b>	<b>569</b>	<b>866</b>	

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。