

森马服饰 (002563.SZ)

Q3 零售承压电商仍具韧性，期待新零售体系推进

2022年11月02日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

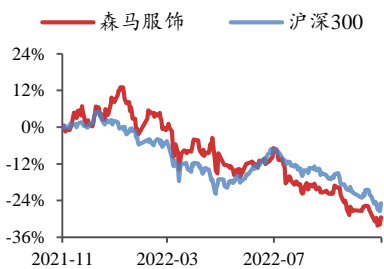
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/11/1
当前股价(元)	4.63
一年最高最低(元)	8.15/4.39
总市值(亿元)	124.74
流通市值(亿元)	87.18
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	18.83
近3个月换手率(%)	20.71

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022H1 业绩受疫情影响承压，期待稳步修复——公司信息更新报告》-2022.9.1

《2022Q1 利润承压，期待 2022 全年经营质量稳健——公司信息更新报告》-2022.5.2

《2021 年盈利能力持续改善，童装带动业绩稳步修复——公司信息更新报告》-2022.4.3

● 2022Q3 零售承压电商仍具韧性，期待新零售体系推进，维持“买入”评级

公司 2022Q1-Q3 收入 89.43 亿元 (-10.8%)，净利润 2.7 亿元 (-71.2%)，2022Q3 收入 33 亿元 (-5.8%)，净利润 1.67 亿元 (-39.8%)，考虑 2022Q4 以来疫情反复影响，我们略下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 8.7/12.2/14.1 亿元（此前为 10.1/12.7/15.6 亿元），对应 EPS 为 0.3/0.5/0.5 元，当前股价对应 PE 14.4/10.2/8.8 倍，在消费弱复苏趋势下，公司童装仍保持领先地位、电商保持韧性，看好公司数字化推进及新零售体系建立后业绩逐渐改善，维持“买入”评级。

● 2022Q3 终端零售流水表现好于收入，线上收入维持正增长

2022Q1-Q3 终端零售流水同比-3.5%，同比降幅较 2022H1 的-6.6%收窄且持续窄于收入降幅，预计 10 月终端零售流水同比下降中双位数。**分品类看：**预计休闲装收入 29.73 亿元 (-12%)，童装 58.87 亿元 (-10%)；**分渠道看：**预计线上收入 39.89 亿元 (+4%)，2022H1 增速+3.5%，弱消费需求下电商单季度仍有正增长，直播业务增长明显其中抖音平台仍高速增长，线下加盟收入 37.49 亿元 (-21%)，线下直营收入 8.32 亿元 (-10%)。预计公司将全面推进新零售体系建设，商品端促进线上线下产品同价，组织端建立零售事业部并实施产品经理制，预计新零售模式落地将通过提高商品周转和内部效率降本增效，收入及利润端有望改善。

● 相较 2022H1，2022Q3 集团呈现净闭店趋势，休闲装净开店

截止 2022Q3，集团总门店 8285 家，较 2022H1 减少 83 家，分品类看，休闲/儿童门店分别为 2864/5421 家，较 2022H1 分别+24/-107 家；分渠道看，直营、加盟和联营门店 755、7530 家，较 2022H1 分别减少 12、71 家。

● 2022Q3 盈利端环比改善，库存有所提升预计 2022Q4 旺季消化后将有所改善

2022Q3 毛利率 39.2% (-2.1pct)，环比+0.2pct，期间费用率 29.9% (+2.7pct)，销售/管理/研发/财务费用率为 22.9%/4.3%/3.0%/-0.2%，同比+2.2/-0.2/+0.3/+0.4pct，公司重视费用投放效率，销售费用率环比-9.9pct 带动期间费用率环比-11.5pct，净利率 5.1% (-2.9pct)，环比+9.54pct。截止 2022Q3，公司存货为 46.7 亿元 (+16.1%)，存货周转天数 220 天 (+66 天)，主要系 2021 年秋冬、2022 春夏存货以及 2022Q4 旺季备货，经营性现金流净额-1.36 亿元 (-114%)。

● 风险提示：全域零售推进不及预期；行业竞争加剧；疫情影响终端销售。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	14,357	15,864	17,451
YOY(%)	-21.4	1.4	-6.9	10.5	10.0
归母净利润(百万元)	806	1,486	867	1,221	1,411
YOY(%)	-48.0	84.5	-41.7	41.0	15.5
毛利率(%)	40.3	42.6	40.2	42.0	42.0
净利率(%)	5.3	9.6	6.0	7.7	8.1
ROE(%)	6.9	12.7	7.7	10.7	12.0
EPS(摊薄/元)	0.30	0.55	0.32	0.45	0.52
P/E(倍)	15.5	8.4	14.4	10.2	8.8
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12751	15087	12704	15723	14323
现金	5047	4973	4921	5218	5834
应收票据及应收账款	1392	1452	875	1945	744
其他应收款	97	74	127	69	160
预付账款	176	201	173	227	220
存货	2501	4024	2928	4433	3664
其他流动资产	3538	4364	3680	3831	3700
非流动资产	4419	4691	4103	4221	4057
长期投资	0	0	-0	-1	-2
固定资产	2142	1948	1679	1721	1757
无形资产	462	431	391	354	248
其他非流动资产	1815	2312	2033	2147	2054
资产总计	17170	19778	16808	19944	18380
流动负债	4958	7749	5268	8238	6344
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3999	5954	3697	6646	4732
其他流动负债	960	1795	1571	1592	1612
非流动负债	711	345	343	343	343
长期借款	0	0	-5	-4	-5
其他非流动负债	711	345	349	347	348
负债合计	5669	8094	5611	8581	6686
少数股东权益	28	20	13	3	-8
股本	2698	2694	2694	2694	2694
资本公积	2781	2813	2813	2813	2813
留存收益	6152	6295	6491	6704	6935
归属母公司股东权益	11473	11663	11183	11360	11702
负债和股东权益	17170	19778	16808	19944	18380

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4457	2076	852	1541	1511
净利润	794	1485	860	1211	1399
折旧摊销	349	269	215	186	200
财务费用	-77	-103	-92	-97	-101
投资损失	-68	-74	-70	-71	-71
营运资金变动	2623	-306	-123	350	72
其他经营现金流	835	805	62	-37	13
投资活动现金流	-647	-482	582	-296	73
资本支出	134	199	-349	-1	-104
长期投资	-917	-312	0	0	0
其他投资现金流	-1431	-594	234	-296	-31
筹资活动现金流	-1304	-1672	-1486	-948	-968
短期借款	-267	0	0	0	0
长期借款	0	0	-5	1	-1
普通股增加	-1	-4	0	0	0
资本公积增加	181	32	0	0	0
其他筹资现金流	-1217	-1700	-1481	-949	-967
现金净增加额	2500	-74	-52	297	616

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15205	15420	14357	15864	17451
营业成本	9071	8853	8585	9201	10122
营业税金及附加	136	122	121	130	145
营业费用	3349	3381	3805	4172	4537
管理费用	824	621	632	682	724
研发费用	292	317	251	222	227
财务费用	-77	-103	-92	-97	-101
资产减值损失	-525	-333	0	0	0
其他收益	67	119	0	0	0
公允价值变动收益	-20	15	-2	7	2
投资净收益	68	74	70	71	71
资产处置收益	-3	-42	0	0	0
营业利润	1105	1929	1123	1632	1871
营业外收入	5	6	55	18	21
营业外支出	23	14	18	16	17
利润总额	1088	1922	1160	1635	1875
所得税	294	438	300	423	476
净利润	794	1485	860	1211	1399
少数股东损益	-11	-2	-7	-10	-11
归属母公司净利润	806	1486	867	1221	1411
EBITDA	1286	2042	1227	1668	1909
EPS(元)	0.30	0.55	0.32	0.45	0.52

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-21.4	1.4	-6.9	10.5	10.0
营业利润(%)	-48.7	74.6	-41.8	45.3	14.6
归属于母公司净利润(%)	-48.0	84.5	-41.7	41.0	15.5
获利能力					
毛利率(%)	40.3	42.6	40.2	42.0	42.0
净利率(%)	5.3	9.6	6.0	7.7	8.1
ROE(%)	6.9	12.7	7.7	10.7	12.0
ROIC(%)	5.9	11.2	6.5	9.4	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	40.9	33.4	43.0	36.4
净负债比率(%)	-43.4	-37.8	-41.0	-43.1	-47.1
流动比率	2.6	1.9	2.4	1.9	2.3
速动比率	1.9	1.3	1.7	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	9.0	10.8	12.3	11.3	13.0
应付账款周转率	2.7	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.55	0.32	0.45	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.77	0.32	0.57	0.56
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.33	4.15	4.22	4.34
估值比率					
P/E	15.5	8.4	14.4	10.2	8.8
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.6	2.3	3.9	2.6	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn