

森马服饰 (002563)

2022 年三季报点评: Q3 业绩降幅收窄, 库存压力仍存 增持 (维持)

2022 年 11 月 02 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

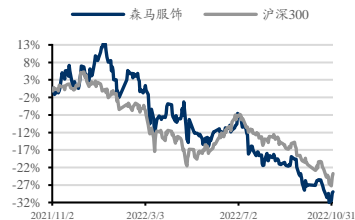
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	15,420	13,880	15,909	17,498
同比	1%	-10%	15%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	1,486	603	1,068	1,246
同比	84%	-59%	77%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.55	0.22	0.40	0.46
P/E (现价&最新股本摊薄)	8.43	20.78	11.73	10.06

#业绩不及预期

投资要点

- 公司公布 2022 年三季报: Q3 收入、净利降幅环比收窄。2022 前三季度营收 89.43 亿元/yoy-10.76%、归母净利 2.71 亿元/yoy-71.21%。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 营收分别同比-0.03%/-27.28%/-5.79%, 归母净利分别同比-40.74%/亏损/-39.82%。收入端受疫情影响同比下滑、Q3 随疫情影响减弱降幅明显收窄, 净利下滑较多主因毛利率下降、费用率提升、Q3 呈现一定改善。
- 童装延续净关店, 线上相对稳健。1) 分品类看, 22Q1-Q3 休闲服/童装收入分别同比-12.44%/-9.97%、分别占比 33%/66%。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 休闲服收入分别同比-4%/-26%/-5%、童装分别同比+2%/-28%/-6%, 随疫情影响减弱 Q3 下滑幅度收窄。Q2/Q3 童装表现弱于休闲服, 主因休闲装线下门店在 20-21 年已调整较深, 22 年恢复净开店, 而童装在今年疫情反复影响下滞后进入渠道调整阶段。截至 22Q3 末休闲服/童装门店分别 2864/5421 家, 较 22Q2 末分别净+24/-107 家、较 21 年末分别净+41/-323 家。2) 分渠道看, 22Q1-Q3 线上/直营/加盟/联营收入分别同比+4.3%/-11.2%/-20.9%/-33.4%, 收入分别占比 45%/9%/42%/3%。其中线上渠道受疫情影响相对较小、保持增长, 加盟和联营渠道受疫情冲击关店较多、收入承压。截至 22Q3 末直营/加盟及联营店铺数分别为 755/7530 家, 较 22Q2 末分别净-12/-71 家、较 21 年末分别净-26/-256 家。
- 毛利率降、费用率升, Q3 净利率降幅收窄、存货压力仍较大。1) 毛利率: 22Q1-Q3 同比-2.73pct 至 40.42%。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 毛利率分别同比-1.32/-5.4/-2.05pct 至 42.65%/38.99%/39.19%, Q3 毛利率降幅收窄。2) 期间费用率: 22Q1-Q3 同比+6.12pct 至 32.85%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.12/+4.68/+0.52/+0.28pct 至 25.93%/4.83%/2.39%/-0.3%, 销售/管理费用率上升较多, 主因线上平台扣点和流量费较高、具有一定刚性。3) 归母净利率: 22Q1-Q3 同比-6.37pct 至 3.04%, 单 Q3 同比-2.86pct 至 5.06%、疫情影响减弱下盈利水平有所回升、净利率降幅收窄。4) 存货: 截至 22Q3 末存货 46.7 亿元/yoy+16.1%、处近一年高位, 货品结构主要为 21 年秋冬装及 22 年春夏装, 公司计划通过加强配发、Q4 促销、控制期货比例等方式逐步消化库存、期待 22 年底或 23Q1 得到改善。5) 现金流: 22Q1-Q3 经营活动净现金流-1.36 亿元, 净流出主因销售下降而支付采购货款及费用支出增加, 截至 22Q3 末账上资金 49.2 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, 22 年以来受国内疫情影响收入双位数下滑、净利下滑幅度较大、库存压力较大。Q3 随疫情影响减弱业绩降幅有所收窄, 但 9 月疫情防控升温、10 月全系统零售额高单位数下滑, 目前经营环境挑战仍存。公司提出“全域融合、组织重构、流程再造”, 期待上述改革下公司经营效率提高、更灵活应对外部环境变化。考虑疫情影响, 我们将 22-24 年归母净利从 9.1/13.1/15.2 亿元分别下调至 6.0/10.7/12.5 亿元, EPS 分别为 0.22/0.40/0.46 元/股, 对应 PE 为 21/12/10X, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 疫情反复, 消费疲软、加盟商信心不足、存货积压等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.65
一年最低/最高价	4.39/8.15
市净率(倍)	1.18
流通 A 股市值(百万元)	8,755.86
总市值(百万元)	12,527.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.93
资产负债率(% ,LF)	40.84
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 年中报点评: 上半年业绩压力较大, 期待全域融合助力复苏》
2022-08-27

《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

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,087	14,428	15,574	17,033	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	8,460	9,247	10,558	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	3,609	3,977	4,375
合同资产	0	0	0	0	管理费用	621	666	700	770
其他流动资产	1,100	1,102	1,113	1,122	研发费用	317	319	366	402
非流动资产	4,691	5,174	5,627	6,040	财务费用	-103	-54	-54	-62
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	119	69	80	87
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	0	0	0
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	846	1,455	1,697
其他非流动资产	1,566	1,816	2,036	2,226	营业外净收支	-7	-5	-7	-7
资产总计	19,778	19,602	21,201	23,074	利润总额	1,922	841	1,448	1,690
流动负债	7,749	6,937	7,440	8,038	减:所得税	438	244	391	456
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	597	1,057	1,234
经营性应付款项	5,954	5,035	5,423	5,930	减:少数股东损益	-2	-6	-11	-12
合同负债	139	165	186	204	归属母公司净利润	1,486	603	1,068	1,246
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	0.22	0.40	0.46
非流动负债	345	345	345	345	EBIT	1,807	962	1,486	1,699
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,312	1,479	2,023	2,256
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	4.34	6.71	7.12
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	-59.43	77.09	16.67
归属母公司股东权益	11,663	12,305	13,413	14,698					
少数股东权益	20	14	4	-8					
所有者权益合计	11,684	12,319	13,416	14,690					
负债和股东权益	19,778	19,602	21,201	23,074					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,076	1,123	1,696	2,187	每股净资产(元)	4.33	4.57	4.98	5.46
投资活动现金流	-482	-1,495	-1,431	-1,399	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	5.46	8.10	8.51
现金净增加额	-74	-351	287	811	ROE-摊薄(%)	12.74	4.90	7.96	8.48
折旧和摊销	505	517	537	557	资产负债率(%)	40.92	37.15	36.72	36.33
资本开支	-189	-806	-809	-809	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.43	20.78	11.73	10.06
营运资本变动	-306	-333	-169	154	P/B (现价)	1.07	1.02	0.93	0.85

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>

