

公司研究 | 点评报告 | 森马服饰 (002563.SZ)

森马服饰 2022Q3 点评:折扣加大叠加费用投放 乐观拖累业绩表现,静待零售企稳

报告要点

公司发布 2022 年三季报: 2022Q1-Q3 实现营收、归母、扣非 89.43、2.71、1.7 亿元, 同比变动-10.76%、-71.2%、-80.5%。其中单 Q3 实现营收、归母、扣非 33.02、1.67、1.45 亿元, 同比变动-5.8%、-39.8%、-44.5%。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002



魏杏梓

森马服饰 (002563.SZ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

森马服饰 2022Q3 点评：折扣加大叠加费用投放乐观拖累业绩表现，静待零售企稳

事件描述

公司发布 2022 年三季报：2022Q1-Q3 实现营收、归母、扣非 89.43、2.71、1.7 亿元，同比变动-10.76%、-71.2%、-80.5%。其中单 Q3 实现营收、归母、扣非 33.02、1.67、1.45 亿元，同比变动-5.8%、-39.8%、-44.5%。

事件评论

- **零售弱市下收入端表现较弱，预计童装延续闭店。** Q3 公司收入-5.8%至 33.0 亿元，预计一方面受童装渠道结构调整下持续关店影响，另一方面休闲受低线城市消费反弹力度较弱，且大众休闲女装消费韧性亦低。Q3 公司毛利率-2.1pct 至 39.2%，预计与库存高企下品牌加大折扣去库有关。
- **毛利率下降叠加销售费用率上升拖累利润表现。** Q3 公司期间费用率+2.7pct 至 29.9%，其中销售费用率同比+2.2pct（销售费用绝对额同比+4%）为主要拖累，预计主要与品宣等费用支出较为乐观有关；本期定期存款到期减少致使财务费用率+0.4pct。此外，资产处置损失同比 2021Q3 减少 3738 万元（2021Q3 资产处置损失为拆除处置上海一期物流园区所致），对利润有一定提振，受益于此公司 Q3 归母净利率同比-2.9pct 至 5.1%。
- **存货规模持续上升，预计库存压力较大。** 运营质量层面，存货为 46.7 亿元，同比+16.1%/环比 17.1%，累库延续，预计主要为 2021 年秋冬装与 2022 年春夏装，Q4 零售仍弱背景下存货压力较大，存货上升叠加弱市零售共同拖累 Q1-Q3 存货周转率-0.52 至 1.23。2022Q1-Q3 经营性现金流净额为-1.36 亿元，主要是由本期销售下降，而采购货款及费用支出同比增长导致，单 Q3 在适度备货下已开始转正。此外，公司货币资金+交易性金融资产+一年内到期的非流动资产合计值为 67.48 亿元，现金流储备仍较为充裕，资产质量高。
- 近年来，公司持续推进品牌时尚化、渠道结构优化、商品快反能力精进等各项变革，并于 2019 年以来推动内部休闲装改革推进企稳修复，童装龙头地位强化带来溢价提升。随着消费市场的进一步扩大以及资源向优势企业集中，公司休闲装本土品牌龙头地位、巴拉巴拉品牌童装竞争力有望进一步加强。预计公司 2022-2024 年业绩为 6.92、8.57、10.53 亿元，对应 PE 为 18.1、14.6、11.9X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、终端零售环境恶化；
- 2、公司开店进度不及预期；
- 3、存货规模较大造成的跌价损失。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.65
总股本(万股)	269,409
流通A股/B股(万股)	188,298/0
资产负债率	40.84%
每股净资产(元)	3.93
市盈率(当前)	15.37
市净率(当前)	1.18
近12月最高/最低价(元)	8.15/4.39

注：股价为 2022 年 11 月 2 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《森马服饰 2022 中报点评：等待黎明》2022-09-05
- 《森马服饰 2022Q1 点评：零售弱市拖累业绩表现，后市企稳发力可期》2022-05-02
- 《森马服饰 2021 年报点评：收入稳步恢复，毛利率表现较优》2022-04-04


 更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15420	14073	15846	18633	货币资金	4973	5216	5579	6027
营业成本	8853	8500	9570	11582	交易性金融资产	3339	3339	3339	3339
毛利	6566	5574	6276	7051	应收账款	1452	1157	1346	1787
%营业收入	43%	40%	40%	38%	存货	4024	1863	1966	2380
营业税金及附加	122	99	111	130	预付账款	201	170	206	249
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1100	1145	1179	1205
销售费用	3381	3307	3645	4062	流动资产合计	15087	12890	13615	14986
%营业收入	22%	24%	23%	22%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	621	704	713	745	投资性房地产	857	857	857	857
%营业收入	4%	5%	5%	4%	固定资产合计	1948	1948	1948	1948
研发费用	317	324	331	389	无形资产	431	431	431	431
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-103	-70	-14	-7	递延所得税资产	413	413	413	413
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1041	1041	1041	1041
加: 资产减值损失	-333	-304	-338	-320	资产总计	19778	17580	18305	19677
信用减值损失	-132	-50	-50	-50	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	15	0	0	0	应付款项	2872	1840	1888	2285
投资收益	74	70	55	60	预收账款	0	141	158	186
营业利润	1929	927	1157	1422	应付职工薪酬	205	252	291	346
%营业收入	13%	7%	7%	8%	应交税费	216	283	326	371
营业外收支	-7	0	0	0	其他流动负债	4456	2729	2944	3340
利润总额	1922	927	1157	1422	流动负债合计	7749	5245	5607	6528
%营业收入	12%	7%	7%	8%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	438	239	306	375	应付债券	0	0	0	0
净利润	1485	688	852	1046	递延所得税负债	19	19	19	19
归属于母公司所有者的净利润	1486	692	857	1053	其他非流动负债	326	326	326	326
少数股东损益	-2	-4	-5	-6	负债合计	8094	5590	5953	6873
EPS (元)	0.55	0.26	0.32	0.39	归属于母公司所有者权益	11663	11974	12341	12798
					少数股东权益	20	16	11	5
现金流量表 (百万元)					股东权益	11684	11990	12353	12803
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	19778	17580	18305	19677
经营活动现金流净额	2076	554	797	984					
取得投资收益收回现金	20	70	55	60	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	225	0	0	0	每股收益	0.55	0.26	0.32	0.39
其他	-727	0	0	0	每股经营现金流	0.77	0.21	0.30	0.37
投资活动现金流净额	-482	70	55	60	市盈率	14.01	18.11	14.62	11.90
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.79	1.05	1.02	0.98
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.22	6.87	5.06	4.07
银行贷款增加(减少)	110	0	0	0	总资产收益率	7.5%	3.9%	4.7%	5.3%
筹资成本	-1349	-381	-490	-596	净资产收益率	12.7%	5.8%	6.9%	8.2%
其他	-433	0	0	0	净利率	9.6%	4.9%	5.4%	5.6%
筹资活动现金流净额	-1672	-381	-490	-596	资产负债率	40.9%	31.8%	32.5%	34.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-74	243	362	448	总资产周转率	0.78	0.80	0.87	0.95

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。