

森马服饰 (002563.SZ)

三季度收入降幅收窄，库存压力较大

增持

核心观点

三季度收入 33 亿，库存增加预计四季度加大清理力度。2022 年第三季度收入 33.0 亿元，同比下降 5.8% 降幅有所收窄；一方面是由于公司业务的逐步恢复，另一方面是由于冬装货品发货时间较早，在一定程度上增厚三季度收入。分品类看，童装/休闲装营收分别为 22.9/9.9 亿元，分别同比 -5.9%/-29.1%。公司三季度毛利率为 39.2%，同比下降 2.1 个百分点，主要由于原材料成本高企、供应链成本上涨以及折扣幅度的加大；公司整体费用率上升 2.7 个百分点至 22.9%，主要是由于广告宣传和线上流量费用投入导致销售和管理费用率的上升。存货周转天数为 220 天，同比增加 66 天，存货的增加主要是由于去年秋冬季的库存以及上半年形成的春夏季库存，在四季度重要销售节日公司将注重存货的清理，同时控制新品的生产量，预计在 2022 年底或 2023 年一季度库存将恢复正常。归母净利润为 1.7 亿元，同比下降 39.8%，毛利率的下降和营销费用率的增加导致净利率承压。

线下门店结构调整持续，物流数智化水平行业领先赋能全域销售。线下方面，公司的门店数量为 8285 家，第三季度净关 83 家，其中休闲服饰完成产品线梳理，净增加 24 家；儿童服饰店铺结构调整，第三季度净减少 107 家。物流数智化方面，较十年前相比，全域物流运营效率提升了一倍以上，费率降低了 50% 以上。公司规划未来将部署全国各地全域 RDC 仓网，进驻森马仓网加快渠道端商品周转，提升物流服务水平，为全域零售赋能。

风险提示：疫情反复影响消费需求，新渠道开拓不及预期。

投资建议：三季度利润率承压，长期有望保持份额提升，维持“增持”评级

三季度公司收入降幅收窄，但由于成本端承压、费用投放加大，利润率仍承压。长期看，休闲装业务方面稳步推进品牌重塑和产品升级，童装业务方面进一步占据消费者心智，线上下全域数字化有序推进，长期来看有望保持份额的提升。由于三季度利润率承压，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 6.9/10.8/14 亿元（原为 9.2/15/16.6 亿元），同比 -53.6%/57.2%/29.5%，昨收盘价对应 PE18.5x/11.8x/9.1x。2020 年疫情影响严重，当年估值区间为 PE 12-15x，今年公司同样受到疫情较大影响，谨慎起见下调合理估值至 5.2-5.6 元（原为 6.1-6.4 元），对应 2023 年 PE 13-14X，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	14,080	15,488	16,980
(+/-%)	-21.4%	1.4%	-8.7%	10.0%	9.6%
净利润(百万元)	806	1486	690	1085	1405
(+/-%)	-48.0%	84.5%	-53.6%	57.2%	29.5%
每股收益(元)	0.30	0.55	0.26	0.40	0.52
EBIT Margin	12.3%	16.0%	7.6%	11.6%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	7.0%	12.7%	5.8%	8.9%	11.1%
市盈率 (PE)	15.9	8.6	18.5	11.8	9.1
EV/EBITDA	8.7	7.8	15.1	9.9	8.4
市净率 (PB)	1.10	1.10	1.10	1.00	1.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	4.83 元
总市值/流通市值	13012/9095 百万元
52 周最高价/最低价	8.15/4.39 元
近 3 个月日均成交额	31.85 百万元

市场走势

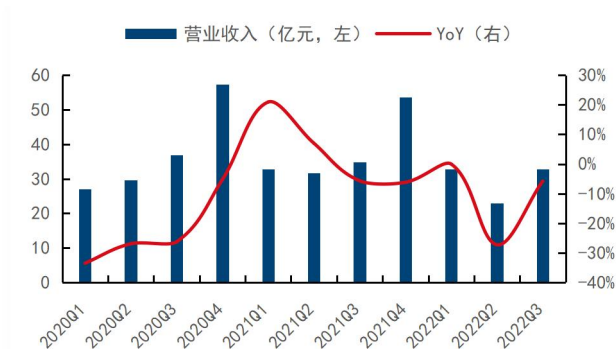


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

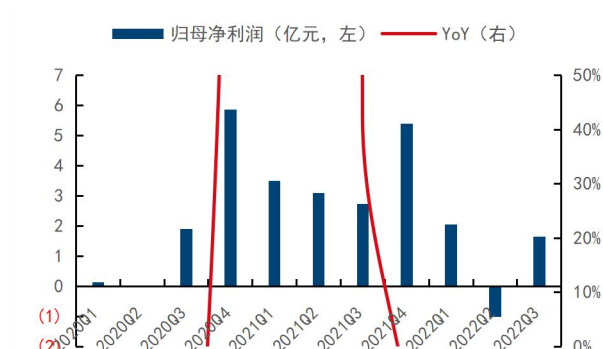
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 上半年净利润下降 86%，线上新渠道拓展迅速》——2022-08-31
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 疫情和成本压力下，上半年业绩预减 81%~87%》——2022-07-18
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 疫情下一季度收入持平，原材料成本上涨毛利率下降》——2022-05-02
- 《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 增长放缓加大营销，看好长期稳健成长》——2021-11-01
- 《森马服饰-002563-重大事件快评：Q3 增长放缓，看好估值性价比与长期成长性》——2021-10-19

图1：公司季度营业收入及增速



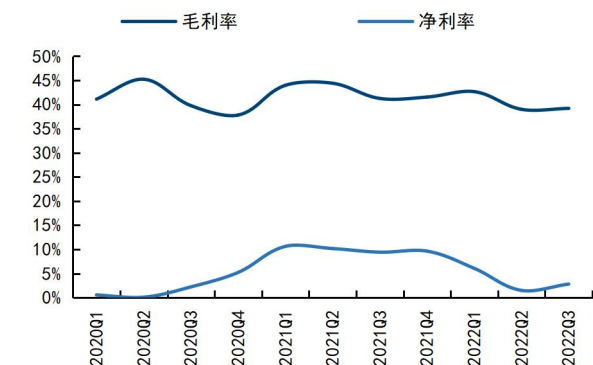
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度归母净利润及增速



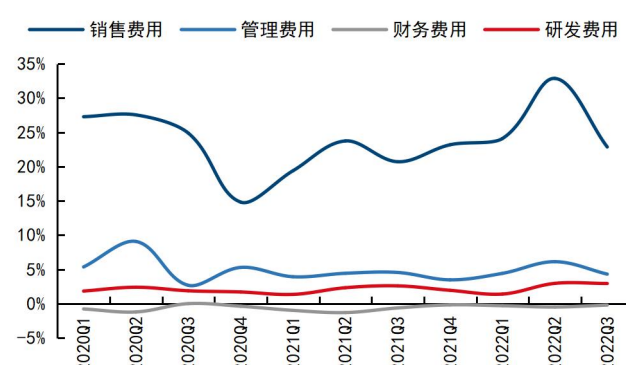
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度毛利率与归母净利率变化情况



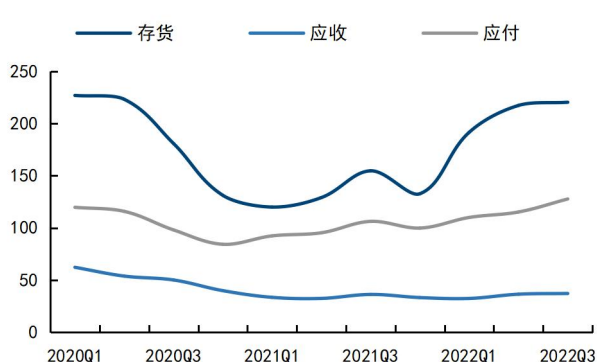
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度四项费用率变化情况



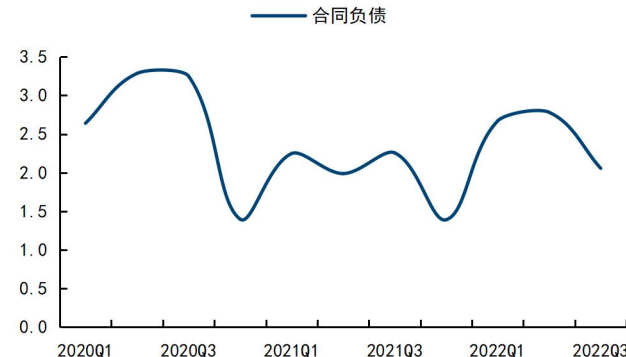
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度主要流动资产变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度主要流动资产变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度成本与费用端承压影响净利率，下调盈利预测

1、收入：2022~2024 年预计收入为 140.8/154.9/169.8 亿元（原为 140.8/154.9/169.8 亿元）

公司为国内的童装休闲装双龙头，2022 年在疫情关店、原材料成本上涨、费用投放加大的影响下，净利润率有所承压。2022 年四季度收入降幅环比收窄，2022 全年收入预计同比下滑约 9%，2023 年开始随着疫情缓解、消费需求恢复、零售系统完善，童装和休闲装收入预计将恢复 10% 左右的增长。我们预计 2022~2024 年收入分别为 140.8/154.9/169.8 亿元，同比增长-8.7%/10%/9.6%。

2、毛利率：2022~2024 年预计为 40.2%/41.8%/42.3%（原 42.5%/42.6%/42.8%）

下调 2022 年毛利率的主要原因是巴拉巴拉推出高端产品线的进度慢于预期，且成本端整体受原材料涨价的影响有所承压，此外四季度加大折扣清理库存也将对毛利率造成一定的影响，因此预计 2022 全年毛利率在 40.2% 左右的水平。今年 6 月以来原材料价格开始回归正常，预计 2023 年成本端压力减轻，预计毛利率将恢复至 42% 左右。

3、费用率：2022~2024 年预计为 30.9%/29.2%/28.1%（原 28.1%/27.7%/27.7%）

上调费用率假设的主要原因是今年为维持品牌力、拓展全域销售渠道、加强物流数字化建设，做了较多的费用投入；预计 2022 年销售、管理费用金额与去年基本持平、而收入有一定下滑，因此费用率有一定增加。2023-2024 年预计公司将持续对品牌力以及物流数字化进行投入，因此上调费用率的预测。

4、净利润：其他项目维持原假设，根据以上假设调整，预计 2022~2024 年净利润分别为 6.9/12.8/14.8 亿元（原为 9.2/15/16.6 亿元）。

表 1：盈利预测与主要假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)					
休闲装营收	4956.4	5027.3	4634.9	5098.4	5603.1
YoY	-24.4%	1.4%	-7.8%	10.0%	9.9%
童装营收	10132.2	10272.3	9282.2	10210.4	11180.4
YoY	-20.0%	1.4%	-9.6%	10.0%	9.5%
其他营收	129.0	162.9	179.2	196.3	214.0
YoY	-13.6%	25.5%	10.0%	4.5%	4.3%
合计营收	15204.9	15419.8	14080.0	15488.0	16979.8
YoY	-21.4%	1.4%	-8.7%	10.0%	9.6%
毛利率					
休闲装	35.9%	40.1%	37.5%	39.3%	39.8%
童装	42.4%	43.7%	41.5%	42.9%	43.4%
其他	47.5%	46.2%	44.0%	44.1%	44.4%
合计	40.3%	42.6%	40.2%	41.8%	42.3%
费用率					
销售费用	22.0%	21.9%	25.1%	22.8%	22.1%
管理费用	5.4%	4.0%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.0%
财务费用	-0.5%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
其他					
营业利润率	7.3%	12.5%	4.7%	9.5%	11.2%
所得税率	27.0%	22.8%	22.8%	26.0%	26.0%
净利润					
归母净利润	805.7	1486.5	687.5	1081.8	1400.7
YoY	-48.0%	84.5%	-53.8%	57.4%	29.5%
归母净利率	5.3%	9.6%	4.9%	7.0%	8.2%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：三季度利润率承压，长期有望保持份额提升，维持“增持”评级

三季度公司收入降幅收窄，但由于成本端承压、费用投放加大，利润率仍承压。长期看，休闲装业务方面稳步推进品牌重塑和产品升级，童装业务方面进一步占据消费者心智，线上下全域数字化有序推进，长期来看有望保持份额的提升。由于三季度利润率承压，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 6.9/10.8/14 亿元（原为 9.2/15/16.6 亿元），同比-53.6%/57.2%/29.5%，昨收盘价对应 PE18.5x/11.8x/9.1x。2020 年疫情影响严重，当年估值区间为 PE 12-15x，今年公司同样受到疫情较大影响，谨慎起见下调合理估值至 5.2-5.6 元（原为 6.1-6.4 元），对应 2023 年 PE 13-14X，维持“增持”评级。

表2：盈利预测和财务指标

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	14,080	15,488	16,980
(+/-%)	-21.4%	1.4%	-8.7%	10.0%	9.6%
净利润(百万元)	806	1486	690	1085	1405
(+/-%)	-48.0%	84.5%	-53.6%	57.2%	29.5%
每股收益(元)	0.30	0.55	0.26	0.40	0.52
EBIT Margin	12.3%	16.0%	7.6%	11.6%	13.1%
净资产收益率(ROE)	7.0%	12.7%	5.8%	8.9%	11.1%
市盈率(PE)	15.9	8.6	18.5	11.8	9.1
EV/EBITDA	8.7	7.8	15.1	9.9	8.4
市净率(PB)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表3：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS	PE						
代码	名称	评级	人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002563	森马服饰	增持	4.75	0.55	0.26	0.40	0.52	8.75	18.85	12.00	8.75
002832	比音勒芬	买入	23.86	1.15	1.38	1.71	2.03	20.75	17.29	13.95	11.75
601566	九牧王	无评级	7.17	0.34	0.05	0.43	0.52	21.09	147.23	16.86	13.78
603877	太平鸟	增持	17.01	1.44	0.43	0.99	1.21	11.81	39.56	17.18	14.06
均值									54.52	14.13	11.82

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5047	4973	5870	6433	7165	营业收入	15205	15420	14080	15488	16980
应收款项	1489	1526	1393	1532	1680	营业成本	9071	8853	8418	9019	9804
存货净额	2501	4024	3786	4059	4417	营业税金及附加	136	122	111	121	132
其他流动资产	782	1122	1025	1127	1236	销售费用	3349	3381	3534	3531	3753
流动资产合计	12751	15087	15515	16594	17940	管理费用	824	621	637	681	730
固定资产	2149	1973	957	684	396	研发费用	292	317	314	342	340
无形资产及其他	462	431	414	397	379	财务费用	(77)	(103)	(264)	(42)	(47)
投资性房地产	1808	2286	2286	2286	2286	投资收益	68	74	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	505	(318)	(553)	(484)	(497)
资产总计	17170	19778	19173	19961	21002	其他收入	(1331)	(349)	126	136	148
短期借款及交易性金融负债	10	230	230	230	230	营业利润	1105	1929	886	1470	1903
应付款项	3999	5954	5602	6007	6536	营业外净收支	(17)	(7)	(6)	(6)	(7)
其他流动负债	950	1564	1108	1166	1257	利润总额	1088	1922	879	1463	1896
流动负债合计	4958	7749	6940	7403	8024	所得税费用	294	438	200	380	493
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(11)	(2)	(11)	(2)	(2)
其他长期负债	711	345	345	345	345	归属于母公司净利润	806	1486	690	1085	1405
长期负债合计	711	345	345	345	345	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5669	8094	7286	7748	8369	净利润	806	1486	690	1085	1405
少数股东权益	28	20	17	16	16	资产减值准备	(19)	(152)	415	(272)	(283)
股东权益	11473	11663	11870	12196	12617	折旧摊销	265	213	265	278	290
负债和股东权益总计	17170	19778	19173	19961	21002	公允价值变动损失	(505)	318	553	484	497
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(77)	(103)	(264)	(42)	(47)
每股收益	0.30	0.55	0.26	0.40	0.52	营运资本变动	3549	(326)	74	(325)	(277)
每股红利	0.45	0.50	0.18	0.28	0.36	其它	25	152	(418)	271	283
每股净资产	4.25	4.33	4.41	4.53	4.68	经营活动现金流	4120	1691	1579	1522	1915
ROIC	15%	22%	10%	17%	22%	资本开支	0	472	(199)	(199)	(199)
ROE	7%	13%	6%	9%	11%	其它投资现金流	(888)	(510)	0	0	0
毛利率	40%	43%	40%	42%	42%	投资活动现金流	(888)	(38)	(199)	(199)	(199)
EBIT Margin	12%	16%	8%	12%	13%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	17%	9%	13%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-21%	1%	-9%	10%	10%	支付股利、利息	(1222)	(1349)	(483)	(759)	(983)
净利润增长率	-48%	84%	-54%	57%	29%	其它融资现金流	1717	970	0	0	0
资产负债率	33%	41%	38%	39%	40%	融资活动现金流	(733)	(1728)	(483)	(759)	(983)
息率	9.5%	10.5%	3.8%	5.9%	7.7%	现金净变动	2500	(74)	897	563	732
P/E	15.9	8.6	18.5	11.8	9.1	货币资金的期初余额	2548	5047	4973	5870	6433
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	货币资金的期末余额	5047	4973	5870	6433	7165
EV/EBITDA	8.7	7.8	15.1	9.9	8.4	企业自由现金流	0	2259	963	1080	1458
						权益自由现金流	0	3229	1167	1112	1493

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032