

增持

森马服饰 (002563.SZ)

2022年净利润预减56%，童装休闲装双龙头稳步复苏

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

事项:

公司公告: 2023年1月31日, 公司发布2022年业绩预告, 预计实现归母净利润6.0~7.0亿元, 同比下降52.9%~59.6%, 扣非归母净利润4.5~5.5亿元, 同比下降59.4%~66.8%。

◆ **国信纺织观点:** 1) 2022年净利润预计下滑56%, 第四季度降幅有所收窄; 2) 经营展望: 线上销售有回暖趋势, 物流数智化水平行业领先赋能全域销售; 3) 风险提示: 政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险; 4) 投资建议: 看好童装与休闲装双龙头稳健复苏, 维持“增持”评级。公司2022年销售收入下滑、采购成本上升、存货损失增加导致利润率承压。但从长期看, 公司是国内童装与休闲装双龙头, 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, 有望保持份额提升。由于封控对11月销售旺季营销较大, 我们下调盈利预测, 预计2022-2024年净利润分别为6.4/10.5/14亿元(原为6.9/10.8/14亿元), 同比-56.9%/63.3%/34.3%, EPS分别为0.24/0.39/0.52元, 昨收盘价对应PE 20x/12.2x/9.1x, 维持合理估值5.2-5.6元, 对应2023年PE 13-14X, 维持“增持”评级。

评论:

◆ 2022年净利润预计下滑56%, 第四季度降幅有所收窄

封控影响下公司收入预计有所下滑, 归母净利润预计同比下降56.3%。公司预计2022年实现归母净利润约6.5亿元, 同比下降约56.3%, 扣非归母净利润预计约为5.0亿元, 同比下降约63.1%。净利润同比下降的原因主要为: 1) 2022年封控较严重, 公司销售收入同比下滑; 2) 销售下滑、存货增加, 存货跌价损失相应增加; 3) 原材料价格上涨采购成本上升, 毛利率同比下降。

图1：公司年度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

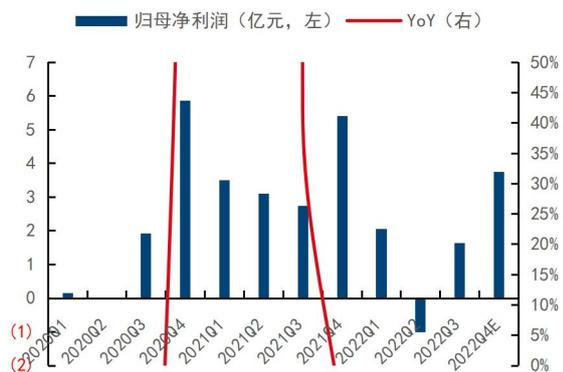
图2：公司年度扣非后归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

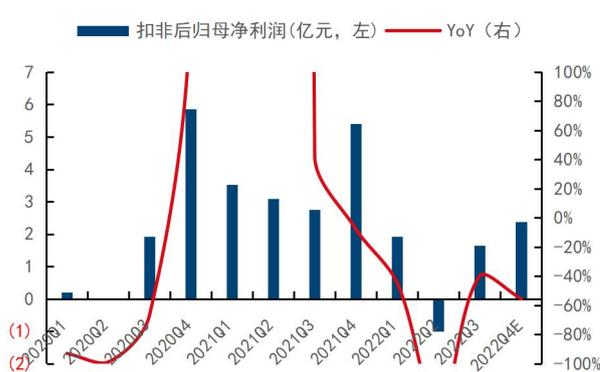
四季度单季来看，净利润降幅预计有所收窄。由于疫情影响国内线下渠道和物流，净利润预计为 3.8 亿元，同比下降约 30.4%，降幅环比收窄 9.5 个百分点；扣非母净利润预计约为 2.4 亿元，同比下降约 55.6%。10-11 月全国一二线城市及大多数地区受疫情封控影响，店铺闭店数量较多，销售量下滑严重，同时封控导致物流遇阻，线上销售也受一定影响，导致四季度净利润仍有较大的下滑。

图3：公司季度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度扣非后归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 经营展望：线上销售有回暖趋势，物流数智化水平行业领先赋能全域销售

从巴拉巴拉和森马天猫官方旗舰店的月度销售情况来看，11月收入增速探底，12月放开后各品牌销售回暖。10月国庆黄金周需求旺盛带动收入较快增长，11月销售收入大幅下滑探底，12月巴拉巴拉销售重回增长、森马同比降幅也减小。

图5：巴拉巴拉天猫官方旗舰店月度销售额及同比



资料来源：天猫第三方数据，国信证券经济研究所整理

图6：森马天猫官方旗舰店月度销售额及同比



资料来源：天猫第三方数据，国信证券经济研究所整理

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，截至三季度末公司的门店数量为8285家，相比2022年初净减少440家，休闲服饰完成产品线梳理、儿童服饰店铺结构调整，店铺数量持续优化。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。

◆ 投资建议：看好童装与休闲装双龙头稳健复苏，维持“增持”评级

公司2022年销售收入下滑、采购成本上升、存货损失增加导致利润率承压。但从长期看，公司是国内童装与休闲装双龙头，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，线上线下全域数字化有序推进，有望保持份额提升。由于封控对11月销售旺季营销较大，我们下调盈利预测，预计2022-2024年净利润分别为6.4/10.5/14亿元(原为6.9/10.8/14亿元)，同比-56.9%/63.3%/34.3%，EPS分别为0.24/0.39/0.52元，昨收盘价对应PE20x/12.2x/9.1x，维持合理估值5.2-5.6元，对应2023年PE 13-14X，维持“增持”评级。

表1：盈利预测及市场主要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	14,080	15,347	16,678
(+/-%)	-21.4%	1.4%	-8.7%	9.0%	8.7%
净利润(百万元)	806	1486	640	1046	1404
(+/-%)	-48.0%	84.5%	-56.9%	63.3%	34.3%
每股收益(元)	0.30	0.55	0.24	0.39	0.52
EBIT Margin	12.3%	16.0%	7.6%	10.8%	13.1%
净资产收益率(ROE)	7.0%	12.7%	5.4%	8.6%	11.2%
市盈率(PE)	15.9	8.6	20.0	12.2	9.1
EV/EBITDA	8.7	7.8	15.1	10.6	8.5
市净率(PB)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

表2: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002563	森马服饰	增持	5.50	0.55	0.24	0.39	0.52	10.0	23.1	14.2	10.6
同类公司											
002832	比音勒芬	买入	27.3	1.15	1.38	1.71	2.03	23.7	19.8	16.0	13.4
601566	九牧王	无评级	8.32	0.34	0.05	0.43	0.52	24.5	170.8	19.6	16.0
603877	太平鸟	增持	18.62	1.44	0.43	0.99	1.21	12.9	43.3	18.8	15.4
均值								20.4	78.0	18.1	14.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险。

相关研究报告:

- 《森马服饰 (002563.SZ) - 三季度收入降幅收窄, 库存压力较大》 ——2022-11-08
- 《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	5047	4973	5762	6305	6971	营业收入	15205	15420	14080	15347	16678
应收款项	1489	1526	1393	1518	1650	营业成本	9071	8853	8418	9049	9631
存货净额	2501	4024	3786	4072	4337	营业税金及附加	136	122	111	120	129
其他流动资产	782	1122	1025	1117	1214	销售费用	3349	3381	3534	3499	3686
流动资产合计	12751	15087	15408	16455	17614	管理费用	824	621	637	675	717
固定资产	2149	1973	1049	814	554	研发费用	292	317	314	339	334
无形资产及其他	462	431	414	397	379	财务费用	(77)	(103)	(20)	(41)	(36)
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)	(374)	(407)	(442)
资产总计	17170	19778	19158	19952	20834	其他收入	(1331)	(349)	126	135	146
短期借款及交易性金融负债	10	230	230	230	230	营业利润	1105	1929	821	1417	1903
应付款项	3999	5954	5602	6026	6417	营业外净收支	(17)	(7)	(6)	(6)	(7)
其他流动负债	950	1564	1108	1165	1235	利润总额	1088	1922	814	1410	1896
流动负债合计	4958	7749	6940	7421	7882	所得税费用	294	438	185	367	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	640	1046	1404
长期负债合计	711	345	345	345	345	现金流量表（百万元）					
负债合计	5669	8094	7286	7766	8228	净利润	806	1486	640	1046	1404
少数股东权益	28	20	17	16	16	资产减值准备	(19)	(152)	502	(233)	(256)
股东权益	11473	11663	11855	12169	12590	折旧摊销	265	213	265	278	291
负债和股东权益总计	17170	19778	19158	19952	20834	公允价值变动损失	(505)	318	374	407	442
关键财务与估值指标						财务费用	(77)	(103)	(20)	(41)	(36)
每股收益	0.30	0.55	0.24	0.39	0.52	营运资本变动	3549	(326)	161	(256)	(288)
每股红利	0.45	0.50	0.17	0.27	0.36	其它	25	152	(505)	233	255
每股净资产	4.25	4.33	4.40	4.52	4.67	经营活动现金流	4120	1691	1437	1474	1849
ROIC	15%	22%	10%	16%	21%	资本开支	0	472	(199)	(199)	(199)
ROE	7%	13%	5%	9%	11%	其它投资现金流	(888)	(510)	0	0	0
毛利率	40%	43%	40%	41%	42%	投资活动现金流	(888)	(38)	(199)	(199)	(199)
EBIT Margin	12%	16%	8%	11%	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%	9%	9%	支付股利、利息	(1222)	(1349)	(448)	(732)	(983)
净利润增长率	-48%	84%	-57%	63%	34%	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)	(448)	(732)	(983)
息率	9.5%	10.5%	3.5%	5.7%	7.7%	现金净变动	2500	(74)	789	542	667
P/E	15.9	8.6	20.0	12.2	9.1	货币资金的期初余额	2548	5047	4973	5762	6305
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	货币资金的期末余额	5047	4973	5762	6305	6971
EV/EBITDA	8.7	7.8	15.1	10.6	8.5	企业自由现金流	0	2259	1050	1054	1417
						权益自由现金流	0	3229	1066	1084	1444

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