

森马服饰 (002563. SZ)

上半年收入同比减少 1%，库存同比下降 17%

增持

核心观点

上半年折扣率改善带动毛利率提升。森马旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰。2023 上半年公司收入同比-1.4%至 55.6 亿元；归母净利润同比+393.94%至 5.2 亿元。通过全域零售、控制折扣，毛利率同比提升 3.5 百分点，其中主要品类和主要渠道的毛利率均有提升。费用率明显改善，总费用率降低 3.9 百分点。

库存明显下降，盈利质量较高。资产减值损失较去年同期改善，占收入比例从 5.1% 下降至 2.4%，主要受益于本期库存减少；存货周转效率提升，存货周转天数同比减少 12 天至 205 天。盈利质量高，净利率同比提升 7.4 百分点；经营性现金流较去年同期改善，净现比维持在较高水平。

二季度收入增长转正，毛利率净利率大幅提升。在去年低基数下，二季度公司收入同比+9.7% 至 25.6 亿元，归母净利润同比+295.8% 至 2.0 亿元。一方面受益于全域零售策略下经营效率优化，以及折扣率持续改善；另一方面受正向经营杠杆驱动，毛利率同比提升 6.0 百分点，整体费用率大幅改善，进而带动净利率提升 13.0 百分点。

分品类：儿童服饰表现更优。受益于巴拉巴拉作为童装龙头的强品牌力，以及公司获得 Asics Kids 和 PUMA KIDS 授权，儿童运动赛道景气度高，公司儿童服饰收入同比+6.3% 至 38.2 亿元，毛利率提升 4.3 百分点；休闲服饰收入同比-15.1% 至 16.8 亿元，毛利率提升 1.5 百分点。

分渠道：直营渠道表现亮眼。上半年直营及加盟渠道收入分别同比+22.0% 和 7.4%；线上及联营渠道收入分别同比-6.4% 和 -65.6%。除联营渠道外，其他三大渠道毛利率均有 3.4~4.5 百分点提升。预计下半年随秋冬库存去化，年底库存结构将进一步改善，明年毛利率有望持续提升。

风险提示：品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

投资建议：看好短期库存改善后的业绩弹性，中长期有望保持稳健增长。公司休闲装稳健发展，童装赛道景气，二季度终端零售趋势向好，去库进展顺利，随着库存去化、新品推出，下半年业绩有望得到较大改善。考虑到在全域零售及折扣率改善推动下，毛利率提升明显，我们上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 10.3/12.8/14.5 亿元（前值为 9.3/11.5/13.4 亿元），同比增长 62.0%/24.3%/12.7%。基于盈利预测上调，对应上调合理估值区间至 6.7-7.1 元，对应 2024 年 PE 14-15x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	13,558	15,067	16,634
(+/-%)	1.4%	-13.5%	1.7%	11.1%	10.4%
净利润(百万元)	1486	637	1032	1283	1446
(+/-%)	84.5%	-57.1%	62.0%	24.3%	12.7%
每股收益(元)	0.55	0.24	0.38	0.48	0.54
EBIT Margin	16.1%	12.1%	12.7%	13.8%	14.0%
净资产收益率(ROE)	12.7%	5.8%	9.2%	11.1%	12.0%
市盈率(PE)	11.0	25.6	15.8	12.7	11.3
EV/EBITDA	9.0	13.0	11.7	10.2	9.4
市净率(PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4

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 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

联系人：关峻尹

0755-81982834
guanjunyin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	6.70 - 7.10 元
收盘价	6.13 元
总市值/流通市值	16515/10911 百万元
52 周最高价/最低价	7.02/4.39 元
近 3 个月日均成交额	50.46 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) -2022 年收入下降 14%，近期终端零售改善》——2023-04-09
- 《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》——2023-02-03
- 《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

上半年折扣率改善带动毛利率提升，库存明显下降

2023 上半年公司收入同比-1. 4%至 55. 6 亿元；归母净利润大幅改善，同比+393. 94% 至 5. 2 亿元。通过全域零售、控制折扣，毛利率同比提升 3. 5 百分点，其中主要品类和主要渠道的毛利率均有提升。费用率明显改善，总费用率降低 3. 9 百分点，其中销售费用率同比降低 2. 5 百分点，主要系广告宣传费及服务费同比减少所致；财务费用率降低 1. 0 百分点，主要系本期定期存款到期利息收入增加所致。

资产减值损失（全部为存货跌价损失及合同履约成本减值损失）较去年同期改善 54. 7%，占收入比例从 5. 1% 下降至 2. 4%。主要受益于本期库存减少；存货余额同比-17. 5% 至 37. 5 亿元；期末存货跌价准备余额为 5. 7 亿元，较年初 6. 9 亿元减少 1. 2 亿元。同时存货周转效率提升，存货周转天数同比减少 12 天至 205 天。按存货余额计的库龄结构，1 年内存货占比年初进一步下降 9. 5 百分点至 49. 6%。

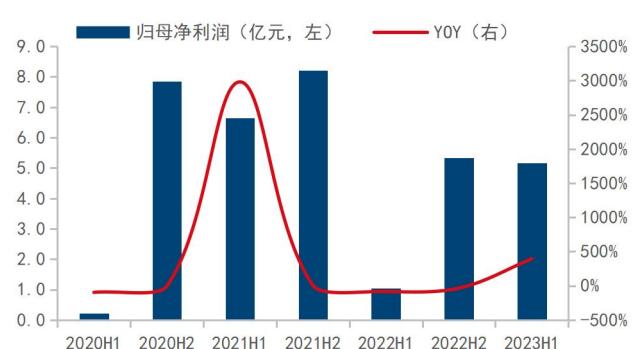
受益于毛利率提升、费用率改善、资产减值损失减少，净利率同比提升 7. 4 百分点至 9. 3%。经营性现金流改善，较去年同期大幅提升 385. 7%，净现比 161. 9%，维持在较高水平。

图1：公司营业收入及增速



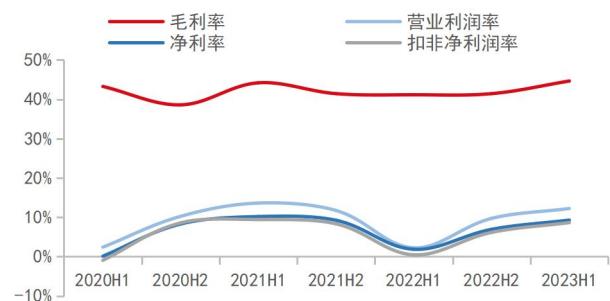
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



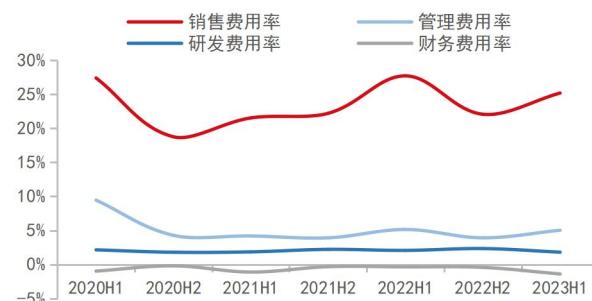
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率、经营利润率与归母净利率变化情况

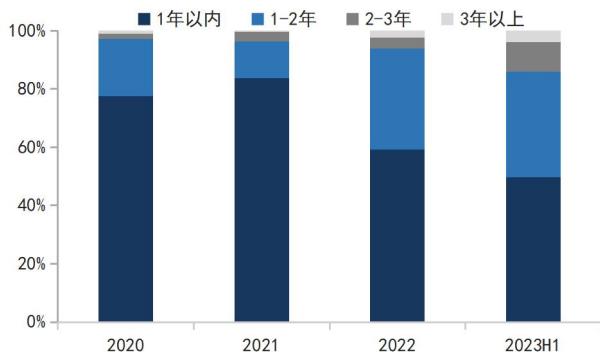


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司库龄结构


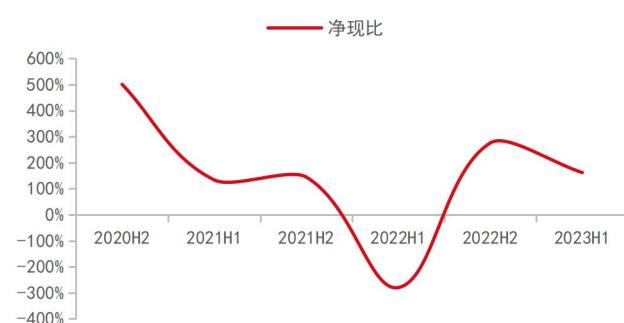
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司营运资金周转情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司经营性现金流净额


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司净现比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

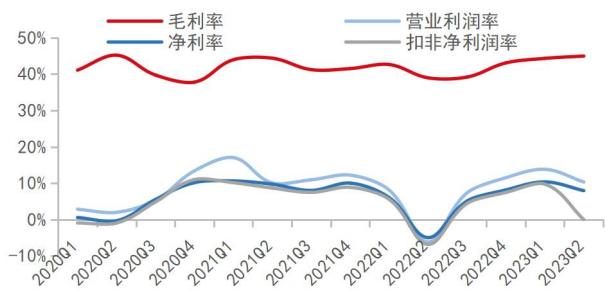
在去年低基数下，二季度公司收入同比+9.7%至25.6亿元，归母净利润同比+295.8%至2.0亿元。一方面受益于全域零售策略下经营效率优化，以及折扣率持续改善；另一方面受正向经营杠杆驱动，毛利率同比提升6.0个百分点，整体费用率改善7.9个百分点，进而带动净利率提升13.0个百分点至7.9%。

图9：公司季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

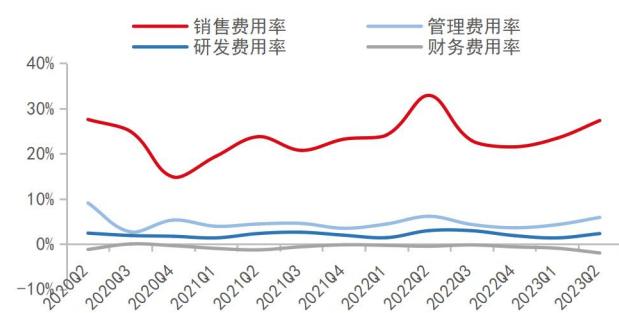

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司季度毛利率/营业利润率/净利率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司季度费用率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好短期库存改善后的业绩弹性，中长期有望保持稳健增长

公司是业内领先的童装和休闲装双龙头，休闲装业务稳健发展，童装业务赛道景气、公司市场地位遥遥领先，聚焦新战略后市场份额有望进一步提升，中长期期待公司国际化业务的成功拓展。二季度终端零售趋势向好、去库进展顺利，随着库存去化、新品推出，下半年业绩有望得到较大改善。考虑到在全域零售及折扣率改善推动下，毛利率提升明显，我们上调盈利预测，预计公司2023-2025年净利润分别为10.3/12.8/14.5亿元（前值为9.3/11.5/13.4亿元），同比增长62.0%/24.3%/12.7%。基于盈利预测上调，对应上调合理估值区间至6.7-7.1元，对应2024年PE14-15x，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	13,558	15,067	16,634
(+/-%)	1.4%	-13.5%	1.7%	11.1%	10.4%
净利润(百万元)	1486	637	1032	1283	1446
(+/-%)	84.5%	-57.1%	62.0%	24.3%	12.7%
每股收益(元)	0.55	0.24	0.38	0.48	0.54
EBIT Margin	16.1%	12.1%	12.7%	13.8%	14.0%
净资产收益率(RoE)	12.7%	5.8%	9.2%	11.1%	12.0%
市盈率(PE)	11.0	25.6	15.8	12.7	11.3
EV/EBITDA	9.0	13.0	11.7	10.2	9.4
市净率(PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023
森马服饰	增持	6.1	0.24	0.38	0.48	0.54	25.3	15.9	12.8	11.3	18.4%
可比公司											
地素时尚	买入	14.8	0.80	1.18	1.41	1.61	18.5	12.5	10.5	9.2	16.8%
歌力思	增持	11.9	0.06	0.81	1.06	1.24	198.0	14.7	11.2	9.6	23.7%

资料来源：wind，国信证券经济研究所

风险提示

品牌形象受损、存货大幅减值、市场竞争加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4973	6369	7132	7876	8714	营业收入	15420	13331	13558	15067	16634
应收款项	1526	1316	1339	1488	1643	营业成本	8853	7825	7636	8485	9365
存货净额	4024	3847	3722	4144	4582	营业税金及附加	122	63	81	90	98
其他流动资产	1122	890	905	1006	1110	销售费用	3381	3262	3254	3466	3792
流动资产合计	15087	13670	14344	15761	17296	管理费用	621	614	883	965	1060
固定资产	1973	1826	1000	699	369	财务费用	(103)	(54)	(62)	(69)	(77)
无形资产及其他	431	390	374	359	343	投资收益	74	12	0	0	0
投资性房地产	2286	2385	2385	2385	2385	资产减值及公允价值变动	348	(442)	(447)	(482)	(532)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(1038)	(320)	82	90	98
资产总计	19778	18271	18103	19203	20393	营业利润	1929	871	1400	1740	1961
短期借款及交易性金融负债	230	198	198	198	198	营业外净收支	(7)	(8)	(8)	(9)	(10)
应付款项	5954	5376	5200	5790	6403	利润总额	1922	864	1393	1732	1951
其他流动负债	1564	1583	1281	1407	1551	所得税费用	438	254	362	450	507
流动负债合计	7749	7156	6679	7395	8151	少数股东损益	(2)	(27)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1486	637	1032	1283	1446
其他长期负债	345	221	221	221	221	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	345	221	221	221	221	净利润	1486	637	1032	1283	1446
负债合计	8094	7377	6900	7616	8373	资产减值准备	(152)	192	278	(292)	(323)
少数股东权益	20	(7)	(7)	(8)	(9)	折旧摊销	213	210	267	277	287
股东权益	11663	10901	11210	11595	12029	公允价值变动损失	(348)	442	447	482	532
负债和股东权益总计	19778	18271	18103	19203	20393	财务费用	(103)	(54)	(62)	(69)	(77)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(326)	27	(111)	(249)	(264)
每股收益	0.55	0.24	0.38	0.48	0.54	其它	152	(161)	(278)	292	322
每股红利	0.50	0.50	0.27	0.33	0.38	经营活动现金流	1025	1346	1635	1793	2000
每股净资产	4.33	4.05	4.16	4.30	4.46	资本开支	0	227	(150)	(150)	(150)
ROIC	22%	12%	13%	17%	20%	其它投资现金流	(510)	2196	0	0	0
ROE	13%	6%	9%	11%	12%	投资活动现金流	(510)	2423	(150)	(150)	(150)
毛利率	43%	41%	44%	44%	44%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	12%	13%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(1349)	(1348)	(723)	(898)	(1012)
收入增长	1%	-14%	2%	11%	10%	其它融资现金流	2105	322	0	0	0
净利润增长率	84%	-57%	62%	24%	13%	融资活动现金流	(589)	(2373)	(723)	(898)	(1012)
资产负债率	41%	40%	38%	40%	41%	现金净变动	(74)	1396	762	745	838
息率	8.3%	8.3%	4.4%	5.5%	6.2%	货币资金的期初余额	5047	4973	6369	7132	7876
P/E	11.0	25.6	15.8	12.7	11.3	货币资金的期末余额	4973	6369	7132	7876	8714
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	0	1598	1278	1417	1600
EV/EBITDA	9.0	13.0	11.7	10.2	9.4	权益自由现金流	0	1921	1324	1468	1657

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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