

2024年08月30日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

森马服饰（002563）：电商彰显韧性，批发好于零售

——公司简评报告

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

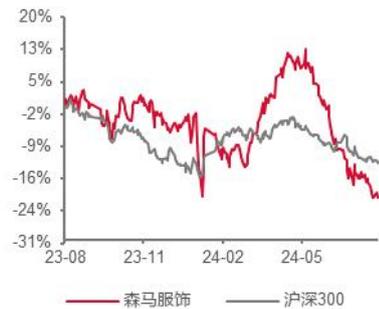
xjb@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2024/08/29
收盘价	4.47
总股本(万股)	269,409
流通A股/B股(万股)	177,988/0
资产负债率(%)	32.62%
市净率(倍)	1.07
净资产收益率(加权)	4.75
12个月内最高/最低价	6.74/4.45



相关研究

- 1、《森马服饰（002563）：一季度表现优于服装消费大盘，仍存多维发展动能——公司简评报告》2024.04.30
- 2、《森马服饰（002563）：门店优化，高质成长——公司简评报告》2024.04.03
- 3、《森马服饰（002563）：公司深度报告：能力沉淀，再启新程》——2024.01.12

投资要点

- **事件：**公司发布2024年半年度报告，实现营收/归母净利润/扣非归母净利润59.55/5.53/5.41亿元（同比+7.11%/+7.14%/+12.69%，下同），其中2024Q2实现营收/归母净利润/扣非归母净利润28.16/2.06/2.03亿元（同比+10.07%/+0.67%/+8.24%）。
- **强开强关，店效提质。**2024H1休闲服饰/儿童服饰实现18.14/40.70亿元，同比+7.66%/+6.43%，占比30%/68%。休闲服饰门店较年初净增52家至2755家（同比+2.26%），其中新森马已开设超过200家门店，模型跑通后可加速全国推广。休闲服饰平均单店面积/坪效222m²/0.30万元（同比-2.48%/+7.21%）。儿童服饰门店较年初净增151家至5385家（同比-1.05%），翻新门店超过200家，预估全年达到500家，最新形象门店占比提升至75%+，能够更好地承接与配合品牌营销。儿童服饰平均单店面积/坪效162m²/0.47万元（同比-0.53%/+11.61%），毛利率同比3.12pct至49.55%。休闲服饰和儿童服饰均实现中高位数增长，优于服装鞋帽、针、纺社零表现，店效持续提升趋势成为营收增长的核心驱动，均贡献5pct+。
- **电商彰显韧性，批发好于零售。**2024H1线上/直营/加盟/联营实现26.95/7.03/24.01/0.85亿元，占比45%/12%/40%/1%。线上同比+3.36%，彰显韧性，其中天猫和抖音分别实现26.93/12.56亿元交易金额（+55.17%/+21.46%）。直营营收同比+4.96%，门店较年初净增158家至839家（同比+20.03%），平均单店面积/坪效202m²/0.42万元（同比-5.85%/+1.47%），拓店为营收增长核心驱动。加盟营收同比+11.82%，门店较年初净增21家至7185家（同比-2.52%），平均单店面积/坪效181m²/0.19万元（同比-0.98%/+16.28%）。经销商1892家/平均提货额126.90万元，同比-6.34%/+19.39%。上半年批发库存消化、预期向好，批发端表现好于零售端。境外市场营收同比+20.61%至0.29亿元，公司加速布局海外，其中巴拉巴拉上半年已在越南成功开设七家门店，并入驻Shopee。
- **电商盈利增强，库存去化健康。**2024H1毛利率46.11%（+1.47pct），Q2单季毛利率45.54%（+0.56pct），毛利率提升较大，主因电商折扣改善，2024H1电商毛利率提升5.70pct至47.38%。长期看，公司将推行线上线下趋同，维护渠道利润平衡。2024H1销售/管理/研发/财务费率为26.02%/4.84%/1.97%/-2.20%（+0.82/-0.18/+0.17/-0.79pct），Q2单季销售/管理/研发/财务费率为27.74%/5.36%/2.51%/-2.34%（+0.43/-0.54/+0.20/-0.38pct），2024H1/2024Q1归母净利率9.28%/7.32%（+0.003/-0.68pct）。费用管控整体良好，具体来看变化较大的有，直营店铺增多导致租赁费同比+19.40%，宣传费用增加以及线上流量投入增加导致广告宣传费同比+40.13%，直播服务费增加导致服务费同比+17.90%。2024H1公司存货28.51亿元（-10.18%），以1-2年存货为主（占比21%），存货周转天数159（-48天），库存去化健康。
- **投资建议：**公司作为休闲服饰和童装的双龙头，品牌、渠道壁垒和柔供能力突出。门店优化+线上线下同款同价、2024年或重启净开店，公司有望迎高质成长。因费用变化，我们调整2024/2025/2026年归母净利润分别为12.40/13.81/15.13亿元（原预测为14.14/17.58/21.53亿元），同比增速为10.58%/11.35%/9.57%，对应P/E为9.7/8.7/8.0倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**人口出生率下滑的风险；消费疲软的风险；门店拓展不及预期的风险等。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13,660.53	15,008.97	16,468.30	17,943.21
增长率 (%)	2.47%	9.87%	9.72%	8.96%
归母净利润 (百万元)	1,121.50	1,240.14	1,380.89	1,513.06
增长率 (%)	76.06%	10.58%	11.35%	9.57%
EPS (元/股)	0.42	0.46	0.51	0.56
市盈率 (P/E)	10.64	9.71	8.72	7.96
市净率 (P/B)	1.05	1.01	0.98	0.94

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 8 月 29 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,661	15,009	16,468	17,943
%同比增速	2%	10%	10%	9%
营业成本	7,647	8,211	8,807	9,370
毛利	6,014	6,798	7,662	8,573
%营业收入	44%	45%	47%	48%
税金及附加	97	106	117	127
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	3,294	3,802	4,365	5,018
%营业收入	24%	25%	27%	28%
管理费用	630	682	735	792
%营业收入	5%	5%	4%	4%
研发费用	281	309	339	369
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	-159	-158	-158	-191
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-481	-420	-448	-474
信用减值损失	7	-80	-80	-80
其他收益	64	70	77	84
投资收益	6	6	7	7
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	30	25	25	25
资产处置收益	8	9	10	11
营业利润	1,505	1,668	1,855	2,031
%营业收入	11%	11%	11%	11%
营业外收支	-17	-17	-17	-17
利润总额	1,488	1,651	1,838	2,014
%营业收入	11%	11%	11%	11%
所得税费用	368	413	460	503
净利润	1,120	1,238	1,379	1,510
%营业收入	8%	8%	8%	8%
归属于母公司的净利润	1,122	1,240	1,381	1,513
%同比增速	76%	11%	11%	10%
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
EPS (元/股)	0.42	0.46	0.51	0.56

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.42	0.46	0.51	0.56
BVPS	4.27	4.41	4.58	4.76
PE	10.64	9.71	8.72	7.96
PEG	0.14	0.92	0.77	0.83
PB	1.05	1.01	0.98	0.94
EV/EBITDA	2.23	2.17	1.16	0.77
ROE	10%	10%	11%	12%
ROIC	9%	9%	10%	11%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,104	8,091	9,794	10,456
交易性金融资产	375	723	513	880
应收账款及应收票据	1,343	1,396	1,460	1,525
存货	2,747	2,566	2,369	2,134
预付账款	202	217	232	247
其他流动资产	636	971	976	1,181
流动资产合计	13,406	13,963	15,344	16,423
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	713	677	640	603
固定资产合计	1,645	1,222	807	399
无形资产	499	531	563	595
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	421	356	356	356
其他非流动资产	1,253	1,689	1,698	1,715
资产总计	17,937	18,438	19,407	20,091
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,227	4,538	4,868	5,180
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	255	274	294	312
应交税费	332	365	400	436
其他流动负债	1,468	1,265	1,451	1,344
流动负债合计	6,281	6,442	7,012	7,271
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	13	13	13	13
其他非流动负债	154	105	54	4
负债合计	6,448	6,559	7,079	7,288
归属于母公司的所有者权益	11,493	11,886	12,337	12,814
少数股东权益	-5	-7	-9	-12
股东权益	11,489	11,879	12,328	12,803
负债及股东权益	17,937	18,438	19,407	20,091

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,941	2,036	2,514	2,164
投资	800	-363	205	-372
资本性支出	-261	-23	-23	-22
其他	27	-759	-13	-23
投资活动现金流净额	566	-1,145	169	-416
债权融资	0	-56	-50	-50
股权融资	4	0	0	0
支付股利及利息	-539	-841	-930	-1,036
其他	-248	-4	0	0
筹资活动现金流净额	-783	-902	-980	-1,086
现金净流量	1,726	-12	1,703	662

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年8月29日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8621）20333619
 传真：（8621）50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8610）59707105
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089