

森马服饰 (002563)

2024年中报点评:全域数字化零售提质增效, Q2 营收净利双增

买入 (维持)

2024年08月31日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	13331	13661	15026	16473	18050
同比(%)	(13.54)	2.47	10.00	9.63	9.57
归母净利润(百万元)	637.00	1,121.50	1,238.82	1,372.54	1,514.67
同比(%)	(57.15)	76.06	10.46	10.79	10.36
EPS-最新摊薄(元/股)	0.24	0.42	0.46	0.51	0.56
P/E(现价&最新摊薄)	19.16	10.88	9.85	8.89	8.06

投资要点

- **公司公布 2024 年中报:** 24H1 收入 59.6 亿元/yoy+7.1%、归母净利 5.5 亿元/yoy+7.1%、扣非归母净利 5.4 亿元/yoy+12.7%。分季度看, 24Q1/Q2 营收分别同比+4.6%/+10.1%, 归母净利润分别同比+11.4%/+0.7%, Q2 在国内消费转弱环境下营收增长提速、净利保持同比增长, 表现领先行业。
- **休闲装恢复净开店并增设新店型、童装推进门店翻新。** 1) **分产品看,** 24H1 休闲装/童装收入分别为 18.1/40.7 亿元、分别同比+7.7%/+6.4%、占比 30%/68%。截至 24H1 休闲装/童装门店分别 2755/5385 家, 较 23H1 末+61/-57 家。随公司持续提升数字化能力、全渠道运营效率, 休闲装扭转连续多年闭店趋势、恢复净开店, 24 年公司开始推广“新森马”模型, 涵盖成人装、儿童、鞋品及内衣配件品类, 截至 24H1 末新森马门店开设超过 200 家。童装 24H1 翻新门店超过 200 家, 预计全年达到 500 家、最新形象门店占比提升至 75%以上。2) **分渠道看,** 24H1 线上/直营/加盟/联营收入分别同比+3.4%/+5.0%/+11.8%/+0.3%、分别占比 46%/12%/41%/1%。截至 24H1 末直营/加盟/联营门店分别为 839/7185/116 家、分别较 23H1 末+140/-186/+50 家, 加盟商补库拿货带动收入增长快于其他渠道; 持续推进“全域融合”改革、提升线上线下同款同价比例, 线上增长略慢于线下。
- **净利率保持稳定, 存货周转进一步优化。** 1) **毛利率:** 24H1 毛利率同比+1.48pct 至 46.11%, 其中线上/直营/加盟/联营毛利率分别同比+5.7/-3.22/-1.45/-0.47pct 至 47.38%/67.17%/38.09%/62.19%, 线上毛利率提升较多, 主因全域融合改革措施下, 线上产品结构优化、折扣提升。2) **期间费用率:** 24H1 同比+0.01pct 至 30.63%, 基本持平。3) **归母净利率:** 结合政府补助同比减少 1337 万元、信用减值损失增多、所得税增多, 24H1 归母净利率同比持平为 9.28%。4) **存货:** 24H1 末存货 28.5 亿元/yoy-10%、存货周转天数同比-48 天至 157 天, 存货周转进一步优化。5) **现金流:** 24H1 经营活动现金流净额-543 万元, 主因秋冬装采购预付款增多, 截至 24H1 货币资金 63 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内童装+休闲装双龙头, 24H1 在国内消费偏弱环境下业绩保持稳健增长, 利润率保持稳定, 存货周转进一步优化, 我们认为充分体现公司过去几年以数字化为核心、全业务链条赋能的零售型组织转型变革成效。考虑当前国内消费信心偏弱, 我们将 24-25 年归母净利润 13.9/15.9 亿元调整为 12.4/13.7 亿元, 增加 26 年预测值 15.1 亿元, 对应 24-26 年 PE10/9/8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费及经济疲软, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.53
一年最低/最高价	4.36/6.74
市净率(倍)	1.09
流通 A 股市值(百万元)	10,004.24
总市值(百万元)	12,204.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.17
资产负债率(% LF)	32.62
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	2,208.44

相关研究

《森马服饰(002563): 23 年三季度报点评: 全域融合成效持续释放, 盈利水平显著提升》

2023-10-31

《森马服饰(002563): 23 年中报点评: Q2 业绩加速修复, 经营质量持续改善》

2023-08-29

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,406	14,625	15,369	16,226	营业总收入	13,661	15,026	16,473	18,050
货币资金及交易性金融资产	8,478	9,375	9,724	10,118	营业成本(含金融类)	7,647	8,129	8,907	9,759
经营性应收款项	1,545	1,522	1,578	1,649	税金及附加	97	75	82	90
存货	2,747	2,755	3,084	3,466	销售费用	3,294	3,907	4,283	4,693
合同资产	0	0	0	0	管理费用	630	751	824	902
其他流动资产	636	972	982	993	研发费用	281	301	329	361
非流动资产	4,531	4,701	4,681	4,866	财务费用	(159)	(114)	(120)	(117)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	64	73	80	88
固定资产及使用权资产	2,051	1,649	1,437	1,419	投资净收益	6	0	0	0
在建工程	95	138	184	232	公允价值变动	30	0	0	0
无形资产	499	469	439	409	减值损失	(474)	(400)	(420)	(435)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	8	0	0	0
长期待摊费用	53	53	53	53	营业利润	1,505	1,650	1,827	2,015
其他非流动资产	1,831	2,392	2,567	2,752	营业外净收支	(17)	(15)	(15)	(15)
资产总计	17,937	19,326	20,050	21,092	利润总额	1,488	1,635	1,812	2,000
流动负债	6,281	7,342	7,696	8,330	减:所得税	368	409	453	500
短期借款及一年内到期的非流动负债	178	172	172	172	净利润	1,120	1,227	1,359	1,500
经营性应付款项	4,227	5,419	5,691	6,235	减:少数股东损益	(2)	(12)	(14)	(15)
合同负债	173	150	165	180	归属母公司净利润	1,122	1,239	1,373	1,515
其他流动负债	1,703	1,601	1,669	1,743	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.46	0.51	0.56
非流动负债	167	168	168	168	EBIT	1,428	1,522	1,692	1,882
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,906	1,972	2,143	2,333
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.02	45.90	45.93	45.93
租赁负债	133	133	133	133	归母净利率(%)	8.21	8.24	8.33	8.39
其他非流动负债	34	35	35	35	收入增长率(%)	2.47	10.00	9.63	9.57
负债合计	6,448	7,510	7,864	8,498	归母净利润增长率(%)	76.06	10.46	10.79	10.36
归属母公司股东权益	11,493	11,833	12,217	12,640					
少数股东权益	(5)	(17)	(30)	(45)					
所有者权益合计	11,489	11,816	12,186	12,594					
负债和股东权益	17,937	19,326	20,050	21,092					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,941	2,959	1,912	2,258	每股净资产(元)	4.27	4.39	4.53	4.69
投资活动现金流	566	(1,650)	(1,065)	(1,265)	最新发行在外股份(百万股)	2,694	2,694	2,694	2,694
筹资活动现金流	(783)	(911)	(997)	(1,100)	ROIC(%)	9.31	9.54	10.31	11.12
现金净增加额	1,726	396	(150)	(106)	ROE-摊薄(%)	9.76	10.47	11.24	11.98
折旧和摊销	478	451	450	450	资产负债率(%)	35.95	38.86	39.22	40.29
资本开支	(261)	(65)	(265)	(465)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.88	9.85	8.89	8.06
营运资本变动	(155)	795	(340)	(150)	P/B(现价)	1.06	1.03	1.00	0.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>