

## 森马服饰 (002563.SZ) H1 线下恢复净拓, 看好下半年渠道拓展下持续增长

2024年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

吴晨汐 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

wuchenxi@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790122120013

日期	2024/8/30
当前股价(元)	4.53
一年最高最低(元)	6.74/4.36
总市值(亿元)	122.04
流通市值(亿元)	100.04
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	22.08
近3个月换手率(%)	37.65

● **2024H1 线下恢复净拓, 看好下半年渠道拓展下持续增长, 维持“买入”评级**  
2024H1 公司实现营收 59.5 亿元 (同比+7.1%), 归母/扣非归母净利润为 5.5/5.4 亿元, 同增 7.1%/12.7%; 其中 2024Q1/Q2 收入分别同比+4.6%/+10.1%, 归母净利润分别同比+11.4%/+0.7%。由于 2024H1 线下零售客流承压, 我们下调 2024-2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 12.3/13.9/15.3 亿元 (前值为 12.9/14.7/16.3 亿元), 分别对应 EPS 为 0.46/0.52/0.57 元, 当前股价对应 PE 为 9.9/8.8/8.0 倍, 考虑到 2024H1 线下恢复净拓, 看好下半年渠道拓展下持续增长, 维持“买入”评级。

● **线下恢复净拓店态势, 电商高质量运营下实现规模增长**

分产品看, 2024H1 休闲服饰收入为 18.1 亿元, 同增 7.66%, 儿童服饰收入为 40.7 亿元, 同增 6.43%, 同时海外扩张稳步推进, 2024H1 巴拉巴拉在越南新开 7 家店并入驻 Shopee。分渠道看, 线上渠道: 2024H1 线上销售为 26.9 亿元, 同增 3.36%。线下渠道: 直营/加盟/联营销售分别为 7.0/24.0/0.85 亿元, 分别同比 +4.96%/+11.82%/+0.29%。从门店数量看, 截至 2024H1 末, 总店数为 8140 家, 较年初净开 203 家; 其中直营/加盟/联营分别较年初净拓店 158/21/24 家, 恢复净开店态势。下半年看好公司持续优化渠道结构, 把握新的渠道增长机会。

● **盈利能力维持较好水平, 经营质量稳步提升**

盈利能力: 线上、童装毛利率提升, 盈利能力维持较好水平。2024H1 公司整体毛利率为 46.1% (同比+1.5pct), 主要系销售折率提升叠加供应链控本所致。分渠道来看, 直营/加盟/线上毛利率分别同比-3.2/-1.5/+5.7pct。分品牌来看, 休闲/童装毛利率分别同比-2.1/+3.1pct。2024H1 期间费用率 30.6%, 同比+0.01pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.8/-0.2/-0.8/+0.2pct。综上, 2024H1 归母净利率为 9.3%, 同比持平。营运能力: 库存规模和结构优化明显, 积极储备短期影响现金流。截至 2024H1 末, 公司存货规模为 28.5 亿元 (同比-10.2%), 存货周转天数 157 天 (同比-48 天)。1 年内库龄的新品较年初和同比均稳步提升, 占比已超过一半。截至 2024H1 末公司应收账款周转天数为 33 天 (同比+2 天)。2024H1 经营活动现金流净额为-0.05 亿元 (减少 8.4 亿元), 主要系本期支付的货款以及预付款增加所致。

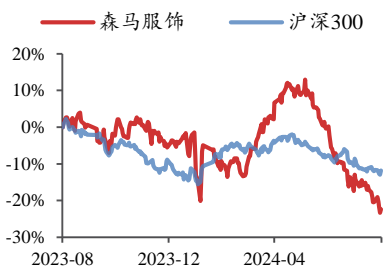
● **风险提示:** 加盟商提货不及预期、门店开拓不及预期、零售回暖不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331	13,661	14,848	16,189	17,607
YOY(%)	-13.5	2.5	8.7	9.0	8.8
归母净利润(百万元)	637	1,122	1,228	1,388	1,528
YOY(%)	-57.1	76.1	9.5	13.0	10.1
毛利率(%)	41.3	44.0	44.9	45.1	45.1
净利率(%)	4.8	8.2	8.3	8.6	8.7
ROE(%)	5.6	9.7	10.2	11.0	11.5
EPS(摊薄/元)	0.24	0.42	0.46	0.52	0.57
P/E(倍)	19.2	10.9	9.9	8.8	8.0
P/B(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2023 年利润端如期改善, 看好 2024 年恢复规模增长—公司信息更新报告》-2024.4.2

《2022 年业绩承压, 期待轻装上阵 & 开店下业绩修复—公司信息更新报告》-2023.4.6

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	13670	13406	15548	15323	17806
现金	6369	8104	8662	9111	10120
应收票据及应收账款	1263	1343	1490	1599	1760
其他应收款	53	48	76	52	91
预付账款	161	202	197	235	236
存货	3847	2747	3872	3243	4486
其他流动资产	1975	962	1251	1083	1112
<b>非流动资产</b>	4601	4531	4394	4286	4293
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1811	1645	1681	1724	1756
无形资产	390	499	389	279	211
其他非流动资产	2401	2387	2324	2283	2325
<b>资产总计</b>	18271	17937	19942	19608	22098
<b>流动负债</b>	7156	6281	7885	7026	8901
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5376	4227	6038	5131	7002
其他流动负债	1781	2054	1846	1896	1899
<b>非流动负债</b>	221	167	167	167	167
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	221	167	167	167	167
<b>负债合计</b>	7377	6448	8052	7194	9068
少数股东权益	-7	-5	-23	-45	-74
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2813	2813	2813	2813	2813
留存收益	5584	6167	6375	6615	6907
<b>归属母公司股东权益</b>	10901	11493	11913	12460	13104
<b>负债和股东权益</b>	18271	17937	19942	19608	22098

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1176	1941	1898	988	1988
净利润	610	1120	1209	1367	1499
折旧摊销	265	246	230	175	156
财务费用	-54	-159	-85	-106	-108
投资损失	-12	-6	-9	-7	-8
营运资金变动	-546	-155	552	-476	454
其他经营现金流	913	895	0	35	-4
<b>投资活动现金流</b>	1867	566	-438	197	-203
资本支出	111	261	63	82	155
长期投资	1971	800	-0	-0	-0
其他投资现金流	8	28	-374	279	-48
<b>筹资活动现金流</b>	-1646	-783	-901	-736	-776
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-1646	-782	-901	-736	-776
<b>现金净增加额</b>	1396	1726	558	449	1009

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	13331	13661	14848	16189	17607
营业成本	7825	7647	8174	8894	9661
营业税金及附加	63	97	87	105	109
营业费用	3262	3294	3593	3885	4226
管理费用	590	630	683	728	792
研发费用	295	281	317	339	373
财务费用	-54	-159	-85	-106	-108
资产减值损失	-541	-481	-487	-533	-575
其他收益	66	64	64	64	64
公允价值变动收益	99	30	65	47	56
投资净收益	12	6	9	7	8
资产处置收益	0	8	0	0	0
<b>营业利润</b>	871	1505	1646	1854	2052
营业外收入	8	4	6	6	6
营业外支出	16	21	18	20	19
<b>利润总额</b>	864	1488	1634	1840	2039
所得税	254	368	424	473	539
<b>净利润</b>	610	1120	1209	1367	1499
少数股东损益	-27	-2	-19	-22	-29
<b>归属母公司净利润</b>	637	1122	1228	1388	1528
EBITDA	938	1490	1657	1793	1951
EPS(元)	0.24	0.42	0.46	0.52	0.57

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-13.5	2.5	8.7	9.0	8.8
营业利润(%)	-54.8	72.8	9.4	12.6	10.7
归属于母公司净利润(%)	-57.1	76.1	9.5	13.0	10.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.3	44.0	44.9	45.1	45.1
净利率(%)	4.8	8.2	8.3	8.6	8.7
ROE(%)	5.6	9.7	10.2	11.0	11.5
ROIC(%)	4.3	8.0	8.9	9.6	10.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.4	35.9	40.4	36.7	41.0
净负债比率(%)	-56.4	-68.8	-72.7	-73.2	-77.5
流动比率	1.9	2.1	2.0	2.2	2.0
速动比率	1.2	1.6	1.4	1.6	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	9.8	10.5	10.5	10.5	10.5
应付账款周转率	3.4	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.42	0.46	0.52	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.72	0.70	0.37	0.74
每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.27	4.42	4.62	4.86
<b>估值比率</b>					
P/E	19.2	10.9	9.9	8.8	8.0
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.1	2.6	1.6	1.4	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn