

森马服饰 (002563.SZ)

上半年收入与净利润增长 7%，线上毛利率提升显著

核心观点

上半年收入和利润同步增长 7%，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。公司积极推进数字化建设和全渠道融合发展，提升运营效率，2024 上半年实现收入 59.6 亿元，归母净利润 5.5 亿元，均同比增长 7.1%。通过全渠道融合发展，线上线下产品价差逐渐收窄，线上渠道毛利率+5.7 个百分点，整体毛利率同比提升 1.5 个百分点至 46.1%。公司整体费用率基本持平，其中销售费用率略增加 0.8 个百分点至 26.0%，主要系广告宣传费及服务费同比增加所致。库存情况持续改善，存货同比-10.2%，存货周转天数同比-48 天至 157 天。

第二季度收入增长环比提速，归母净利润小幅提升。第二季度实现收入 28.2 亿元，同比增长 10.1%，环比一季度提速；毛利率同比改善 0.6 个百分点。由于加大营销和研发费用投入，整体费用率环比一季度增加 5 个百分点，同比基本持平；扣非净利润同比增长 8.2%至 2.0 亿元；净利润主要受政府补助、理财产品公允价值变动收益等非经项目减少影响，同比增长 0.7%至 2.1 亿元。

两大业务均实现增长，线上渠道盈利能力提升。分品类看，两大业务均呈现增长态势，休闲服饰/儿童服饰分别实现营收同比+7.7%/6.4%至 18.1/40.7 亿元，同比+7.7%/6.4%。毛利率同比变动-2.1/+3.1 个百分点。**分渠道看**，1) 线下收入同比+9.9%至 31.9 亿元，毛利率同比-2.2 个百分点至 45.1%。其中加盟商订货积极性改善，加盟渠道收入增速高于直营，直营/加盟/联营收入分别同比增长 5.0%/11.8%/0.3%至 7.0/24.0/0.9 亿元，毛利率同比减少 3.2/1.5/0.5 个百分点至 67.2%/38.1%/62.2%。公司采取强开店、强关店策略，上半年报告期内新开 730 家店，净开 203 家店（直营/加盟/联营分别净开 158/21/24 家）。2) 线上渠道收入同比 3.4%至 26.9 亿元，通过折扣改善，毛利率同比+5.7 个百分点至 47.4%。随着公司建立专门部门和机构统一管理线上线下全渠道零售体系，线上线下渠道产品价格趋同，毛利率差异逐渐收窄。

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：看好库存健康基础上业绩弹性，收入与净利润有望同步增长。2024 年在折扣及库存健康的基础上，伴随公司经营效率提升、电商毛利率提升，上半年业绩实现领先行业的稳健增长，下半年预计继续维持上半年趋势。但基于行业整体消费趋势疲软，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 12.1/13.2/14.2 亿元（前值为 13.0/14.6/16.1 亿元）。基于盈利预测下调，下调目标价至 5.4-5.8 元（前值为 6.7-7.1 元），对应 2024 年 PE12-13x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331	13,661	14,631	15,581	16,463
(+/-%)	-13.5%	2.5%	7.1%	6.5%	5.7%
净利润(百万元)	637	1122	1207	1317	1420
(+/-%)	-57.1%	76.1%	7.6%	9.1%	7.9%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.45	0.49	0.53
EBITMargin	12.2%	14.7%	12.7%	13.0%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	9.8%	10.2%	12.0%	16.7%
市盈率 (PE)	19.2	10.9	10.1	9.3	8.6
EV/EBITDA	10.6	8.4	8.9	8.4	8.6
市净率 (PB)	1.1	1.1	1.0	1.1	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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	5.40-5.80 元
收盘价	4.53 元
总市值/流通市值	12204/10004 百万元
52 周最高价/最低价	6.74/4.36 元
近 3 个月日均成交额	69.04 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

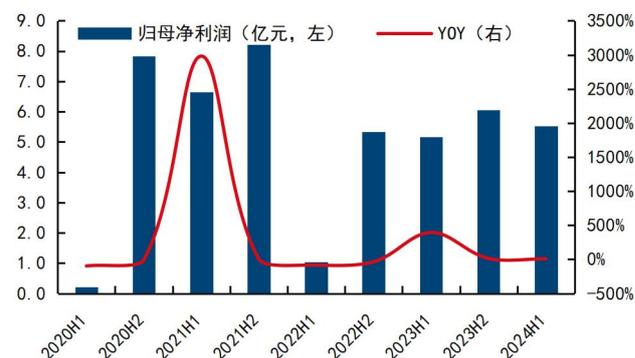
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 2023 年归母净利润增长 76%，库存量下降 28%》——2024-04-03
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 第三季度净利润同比增长 89%，库存持续向好》——2023-11-03
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 上半年收入同比减少 1%，库存同比下降 17%》——2023-08-31
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 2022 年收入下降 14%，近期终端零售改善》——2023-04-09
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 2022 年净利润预减 56%，童装休闲装双龙头稳步复苏》——2023-02-03

图1: 公司半年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



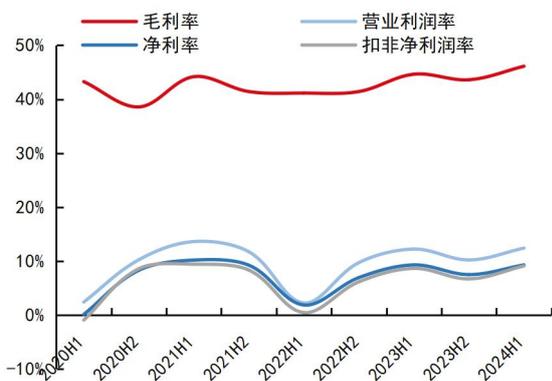
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司半年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



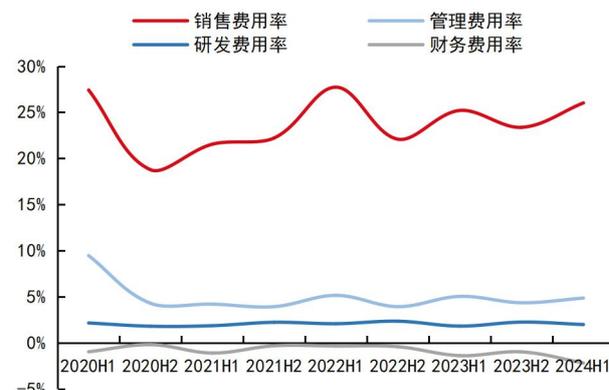
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司半年度毛利率/营业利润率/净利率



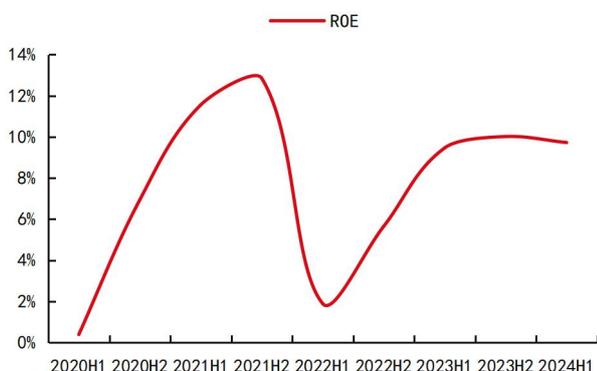
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司半年度期间费用率



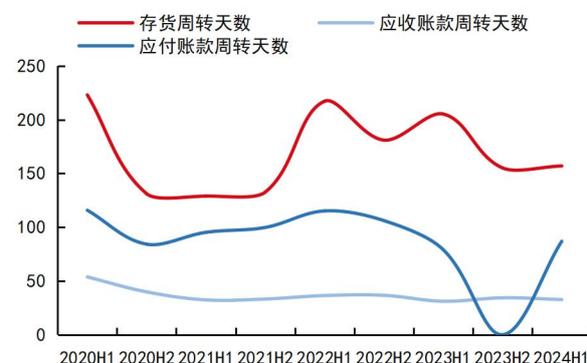
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司半年度净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司半年度主要流动资产周转情况



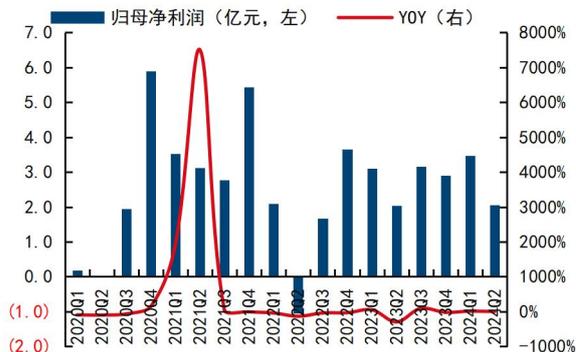
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



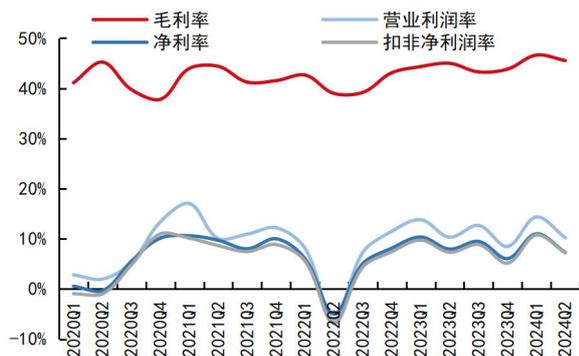
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



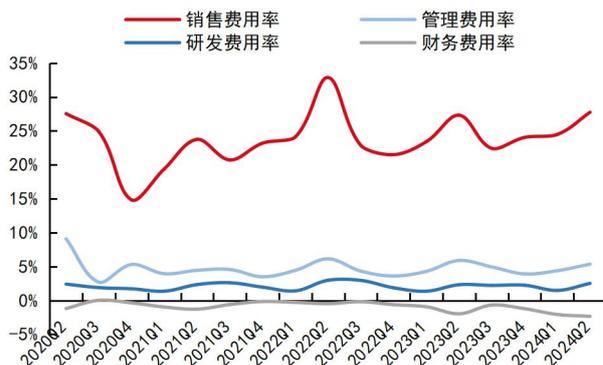
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



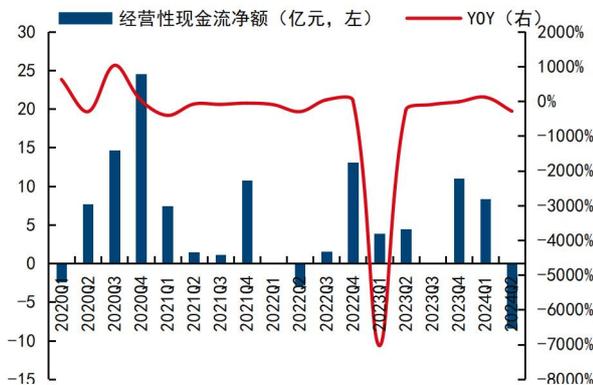
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 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

图11: 公司经营现金流净额



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司库存情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：看好库存健康基础上业绩弹性，收入与净利润有望同步增长

2023 年公司折扣率收窄、库存占比下降，2024 年在折扣及库存健康的基础上，伴随公司经营效率提升、电商毛利率提升，上半年业绩实现领先行业的稳健增长，下半年预计继续维持上半年趋势。但基于行业整体消费趋势疲软，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 12.1/13.2/14.2 亿元（前值为 13.0/14.6/16.1 亿元），同比增长 7.6%/9.1%/7.9%。基于盈利预测下调，下调目标价至 5.4-5.8 元（前值为 6.7-7.1 元），对应 2024 年 PE12-13x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331	13,661	14,631	15,581	16,463
(+/-%)	-13.5%	2.5%	7.1%	6.5%	5.7%
净利润(百万元)	637	1122	1207	1317	1420
(+/-%)	-57.1%	76.1%	7.6%	9.1%	7.9%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.45	0.49	0.53
EBITMargin	12.2%	14.7%	12.7%	13.0%	13.2%
净资产收益率(ROE)	5.8%	9.8%	10.2%	12.0%	16.7%
市盈率(PE)	19.2	10.9	10.1	9.3	8.6
EV/EBITDA	10.6	8.4	8.9	8.4	8.6
市净率(PB)	1.1	1.1	1.0	1.1	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

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
森马服饰	优于大市	4.53	0.42	0.45	0.49	10.9	10.1	9.3	8.3%	1.21
可比公司										
海澜之家	优于大市	5.95	0.67	0.59	0.68	8.9	10.1	8.8	0.7%	13.56
太平鸟	优于大市	12.40	0.89	0.78	0.84	13.9	15.9	14.7	-2.6%	-6.03

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6369	8104	9142	8604	8104	营业收入	13331	13661	14631	15581	16463
应收款项	1316	1391	1490	1587	1677	营业成本	7825	7647	8012	8594	9071
存货净额	3847	2747	2860	3063	3234	营业税金及附加	63	97	103	93	98
其他流动资产	890	790	846	901	951	销售费用	3262	3294	3731	3887	4083
流动资产合计	13670	13406	14712	14529	14341	管理费用	590	651	942	998	1051
固定资产	1826	1740	884	588	279	财务费用	(54)	(159)	(146)	(156)	(165)
无形资产及其他	390	499	479	459	439	投资收益	12	6	0	0	0
投资性房地产	2385	2291	2291	2291	2291	资产减值及公允价值变动	641	(451)	(460)	(489)	(517)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(1428)	(181)	89	93	97
资产总计	18271	17937	18367	17869	17351	营业利润	871	1505	1620	1767	1906
短期借款及交易性金融负债	198	178	178	178	1708	营业外净收支	(8)	(17)	(19)	(20)	(21)
应付款项	5376	4227	4401	4714	4977	利润总额	864	1488	1601	1747	1885
其他流动负债	1583	1876	1770	1879	1981	所得税费用	254	368	396	432	466
流动负债合计	7156	6281	6350	6772	8665	少数股东损益	(27)	(2)	(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	637	1122	1207	1317	1420
其他长期负债	221	167	167	167	167	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	221	167	167	167	167	净利润	637	1122	1207	1317	1420
负债合计	7377	6448	6517	6939	8832	资产减值准备	192	(182)	328	(275)	(299)
少数股东权益	(7)	(5)	(5)	(4)	(0)	折旧摊销	210	202	239	251	261
股东权益	10901	11493	11855	10934	8519	公允价值变动损失	(641)	451	460	489	517
负债和股东权益总计	18271	17937	18367	17869	17351	财务费用	(54)	(159)	(146)	(156)	(165)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	27	127	128	(208)	(246)
每股收益	0.24	0.42	0.45	0.49	0.53	其它	(161)	181	(328)	276	302
每股红利	0.50	0.20	0.31	0.83	1.42	经营活动现金流	264	1900	2032	1850	1956
每股净资产	4.05	4.27	4.40	4.06	3.16	资本开支	0	559	(150)	(150)	(150)
ROIC	13%	14%	13%	15%	16%	其它投资现金流	2196	872	0	0	0
ROE	6%	10%	10%	12%	17%	投资活动现金流	2196	1431	(150)	(150)	(150)
毛利率	41%	44%	45%	45%	45%	权益性融资	(0)	4	0	0	0
EBITMargin	12%	15%	13%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDAMargin	14%	16%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(1348)	(539)	(845)	(2238)	(3835)
收入增长	-14%	2%	7%	6%	6%	其它融资现金流	1633	(523)	0	0	1530
净利润增长率	-57%	76%	8%	9%	8%	融资活动现金流	(1063)	(1596)	(845)	(2238)	(2305)
资产负债率	40%	36%	35%	39%	51%	现金净变动	1396	1734	1038	(538)	(500)
息率	11.0%	4.4%	6.9%	18.3%	31.4%	货币资金的期初余额	4973	6369	8104	9142	8604
P/E	19.2	10.9	10.1	9.3	8.6	货币资金的期末余额	6369	8104	9142	8604	8104
P/B	1.1	1.1	1.0	1.1	1.4	企业自由现金流	0	2402	1620	1419	1506
EV/EBITDA	10.6	8.4	8.9	8.4	8.6	权益自由现金流	0	1879	1620	1419	3036

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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