

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 第三季度收入增长 3%，净利率短期承压

### 核心观点

**第三季度收入增长 3%，净利率短期承压。**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。2024 第三季度收入同比增加 3.2%至 34.4 亿元，表现好于同行。毛利率在历史较高水平下小幅波动，由于折扣略放松，同比减少 0.8 个百分点至 42.4%。在公司强开店战略下，开店所需的成本费用上升，同时公司加大宣传和研发力度，举办走秀、代言相关活动增加品牌热度，提升产品品质，第三季度整体费用率增加 2.0 个百分点至 30.9%，其中主要是财务/销售/研发费用率分别同比+0.9/0.7/0.5 个百分点至 0.2%/23.1%/2.7%。短期影响公司报表业绩，但品牌建设和产品品质提升将利好公司中长期表现。主要受毛利率下滑以及费用率增长影响，第三季度归母净利润同比-36.0%至 2.0 亿元，净利率同比-3.6 个百分点至 5.9%。

**库存金额上升，存货周转效率提升。**四季度进入服装销售旺季，为获取冬季销售成本优势，公司提前备货，截至 9 月末存货金额同比+14.1%至 41.7 亿元；存货周转效率同比提升，库存周转天数同比-24 天至 180 天。第三季度经营性现金流净额为-3.6 亿元（去年同期净流入 0.08 亿元）。

**积极宣传羽绒新品，备战冬季销售。**前三季度旗下儿童服饰品牌预计表现好于休闲服饰，仍实现正向增长。公司加大宣传力度，积极推广营销冬季新品。巴拉巴拉开展“热爱冬日”羽绒大秀，全程直播和消费者进行互动，并邀请品牌大使吴尊和其女儿等名人来到现场增加热度。森马服饰邀请脱口秀演员徐志胜联合音乐人创作广告曲“绒毛的歌”，并于上海举办冬季羽绒发布会，重点介绍森马“高洁净 1000+”羽绒原料，倡导高清洁度无菌羽绒，以“新一代羽绒看健康”为主张打造远高于国际清洁度标准要求的羽绒产品，满足消费者与日俱增的服装要求。

**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：**前三季度表现好于同行，看好全年库存健康基础上实现稳健增长。

2024 年以来在宏观消费环境疲软的情况下，公司保持行业领先的增速，上半年收入与净利润实现同步增长，第三季随消费环境变差、经营压力提升，收入端保持稳健增速，但盈利受到费用投放增加的影响短期承压。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 11.0/12.5/13.9 亿元（前值为 12.1/13.2/14.2 亿元），同比-2.3%/+14.0%/+11.3%。由于政策提振消费信心，带动行业估值水平上升，上调公司合理估值区间至 6.5-7.0 元（前值为 5.4-5.8 元），对应 2025 年 14-15x PE，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	14,642	15,558	16,510
(+/-%)	-13.5%	2.5%	7.2%	6.3%	6.1%
净利润(百万元)	637	1122	1096	1250	1391
(+/-%)	-57.1%	76.1%	-2.3%	14.0%	11.3%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.41	0.46	0.52
EBIT Margin	12.2%	14.7%	11.7%	12.5%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	9.8%	9.3%	11.4%	16.2%
市盈率 (PE)	26.7	15.2	15.5	13.6	12.2
EV/EBITDA	13.3	10.6	12.1	11.0	10.7
市净率 (PB)	1.6	1.5	1.4	1.6	2.0

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

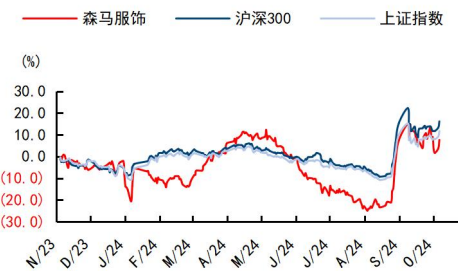
#### 纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 0755-81981391  
证券分析师：刘佳琪 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	6.50 - 7.00 元
收盘价	6.32 元
总市值/流通市值	17027/13957 百万元
52 周最高价/最低价	7.04/4.34 元
近 3 个月日均成交额	143.61 百万元

#### 市场走势

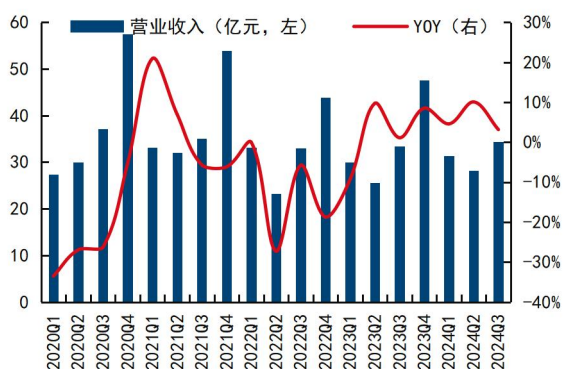


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

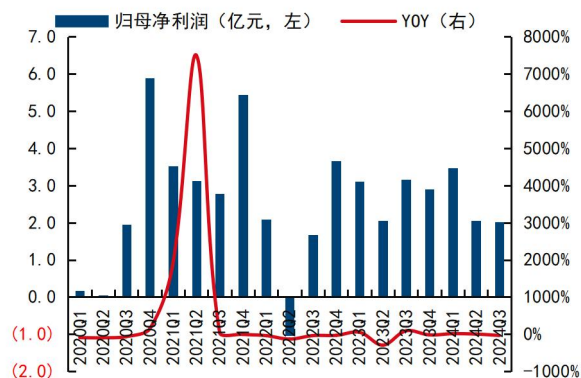
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 上半年收入与净利润增长 7%，线上毛利率提升显著》——2024-09-02
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 2023 年归母净利润增长 76%，库存量下降 28%》——2024-04-03
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 第三季度净利润同比增长 89%，库存持续向好》——2023-11-03
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 上半年收入同比减少 1%，库存同比下降 17%》——2023-08-31
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 2022 年收入下降 14%，近期终端零售改善》——2023-04-09

图1: 公司季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



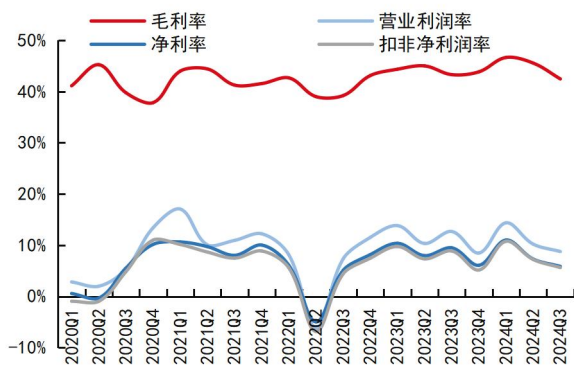
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



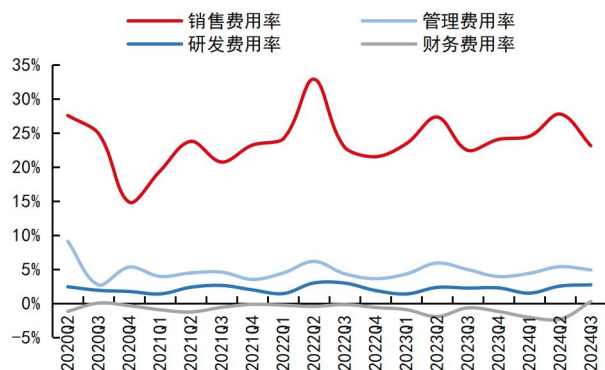
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



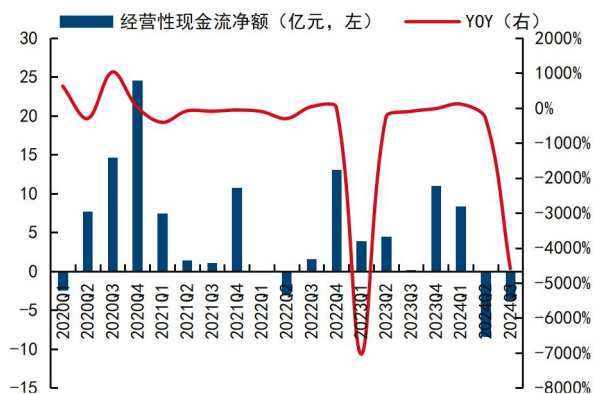
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率



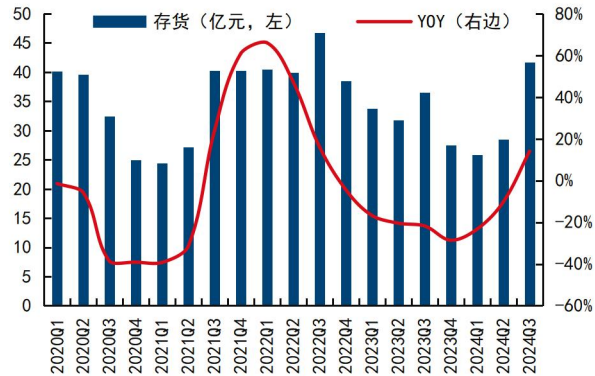
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 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6: 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：前三季度表现好于同行，看好全年库存健康基础上实现稳健增长

公司作为大众休闲服饰及儿童服饰龙头，2024年以来在宏观消费环境疲软的情况下，保持行业领先的增速，上半年收入与净利润实现同步增长，第三季随消费环境变差、经营压力提升，公司收入端保持稳健增速，但盈利受到费用投放增加的影响短期承压。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11.0/12.5/13.9亿元(前值为12.1/13.2/14.2亿元)，同比-2.3%/+14.0%/+11.3%。由于政策提振消费信心，带动行业估值水平上升，我们上调公司合理估值区间至6.5-7.0元(前值为5.4-5.8元)，对应2025年14-15x PE，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	14,642	15,558	16,510
(+/-%)	-13.5%	2.5%	7.2%	6.3%	6.1%
净利润(百万元)	637	1122	1096	1250	1391
(+/-%)	-57.1%	76.1%	-2.3%	14.0%	11.3%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.41	0.46	0.52
EBITMargin	12.2%	14.7%	11.7%	12.5%	13.0%
净资产收益率(ROE)	5.8%	9.8%	9.3%	11.4%	16.2%
市盈率(PE)	26.7	15.2	15.5	13.6	12.2
EV/EBITDA	13.3	10.6	12.1	11.0	10.7
市净率(PB)	1.6	1.5	1.4	1.6	2.0

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	6.09	0.42	0.41	0.46	14.5	14.9	13.2	4.7%	3.19
可比公司										
海澜之家	优于大市	5.65	0.67	0.50	0.58	8.4	11.3	9.7	-7.0%	-1.62
太平鸟	优于大市	13.08	0.89	0.62	0.77	14.7	21.1	17.0	-7.0%	-3.01

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	9159	8635	8104	<b>营业收入</b>	<b>13331</b>	<b>13661</b>	<b>14642</b>	<b>15558</b>	<b>16510</b>
应收款项	1316	1391	1491	1585	1682	营业成本	7825	7647	8165	8621	9108
存货净额	3847	2747	2916	3073	3248	营业税金及附加	63	97	103	93	98
其他流动资产	890	790	846	899	954	销售费用	3262	3294	3675	3882	4094
<b>流动资产合计</b>	<b>13670</b>	<b>13406</b>	<b>14787</b>	<b>14567</b>	<b>14362</b>	管理费用	590	651	1001	1044	1086
固定资产	1826	1740	884	589	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)	(519)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(1428)	(181)	89	93	97
<b>资产总计</b>	<b>18271</b>	<b>17937</b>	<b>18442</b>	<b>17906</b>	<b>17371</b>	营业利润	871	1505	1473	1678	1867
短期借款及交易性金融负债	198	178	178	178	1632	营业外净收支	(8)	(17)	(19)	(20)	(21)
应付款项	5376	4227	4487	4729	4998	利润总额	864	1488	1454	1658	1846
其他流动负债	1583	1876	1792	1889	1993	<b>所得税费用</b>	<b>254</b>	<b>368</b>	<b>360</b>	<b>410</b>	<b>457</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7156</b>	<b>6281</b>	<b>6458</b>	<b>6796</b>	<b>8623</b>	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	1096	1250	1391
其他长期负债	221	167	167	167	167	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>221</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>净利润</b>	637	1122	1096	1250	1391
<b>负债合计</b>	<b>7377</b>	<b>6448</b>	<b>6625</b>	<b>6963</b>	<b>8790</b>	资产减值准备	192	(182)	328	(275)	(300)
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	11822	10947	8582	公允价值变动损失	(641)	451	460	489	519
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18271</b>	<b>17937</b>	<b>18442</b>	<b>17906</b>	<b>17371</b>	财务费用	(54)	(159)	(146)	(156)	(165)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	27	127	178	(240)	(253)
每股收益	0.24	0.42	0.41	0.46	0.52	其它	(161)	181	(328)	276	303
每股红利	0.50	0.20	0.28	0.79	1.39	<b>经营活动现金流</b>	<b>264</b>	<b>1900</b>	<b>1973</b>	<b>1751</b>	<b>1921</b>
每股净资产	4.05	4.27	4.39	4.06	3.19	资本开支	0	559	(150)	(150)	(150)
ROIC	13%	14%	12%	14%	16%	其它投资现金流	2196	872	0	0	0
ROE	6%	10%	9%	11%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2196</b>	<b>1431</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
毛利率	41%	44%	44%	45%	45%	权益性融资	(0)	4	0	0	0
EBIT Margin	12%	15%	12%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(1348)	(539)	(767)	(2125)	(3756)
收入增长	-14%	2%	7%	6%	6%	其它融资现金流	1633	(523)	0	0	1454
净利润增长率	-57%	76%	-2%	14%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1063)</b>	<b>(1596)</b>	<b>(767)</b>	<b>(2125)</b>	<b>(2302)</b>
资产负债率	40%	36%	36%	39%	51%	<b>现金净变动</b>	<b>1396</b>	<b>1734</b>	<b>1055</b>	<b>(524)</b>	<b>(531)</b>
息率	7.9%	3.2%	4.5%	12.5%	22.1%	货币资金的期初余额	4973	6369	8104	9159	8635
P/E	26.7	15.2	15.5	13.6	12.2	货币资金的期末余额	6369	8104	9159	8635	8104
P/B	1.6	1.5	1.4	1.6	2.0	企业自由现金流	0	2402	1560	1320	1470
EV/EBITDA	13.3	10.6	12.1	11.0	10.7	权益自由现金流	0	1879	1560	1320	2924

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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