

研究所:

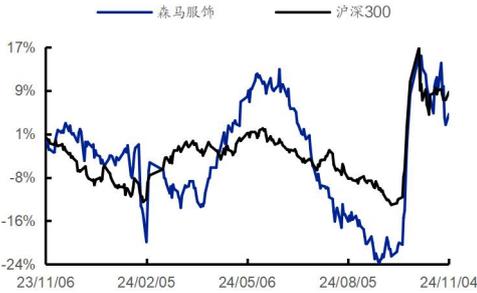
证券分析师: 马川琪 S0350523050001
macq@ghzq.com.cn

证券分析师: 廖小慧 S0350524080002
liaoxh@ghzq.com.cn

Q3 收入同比稳健增长，短期盈利承压

——森马服饰（002563）2024Q3 业绩点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
森马服饰	-3.5%	22.5%	2.2%
沪深 300	-1.8%	16.6%	10.1%

市场数据

市场数据	2024/11/04
当前价格(元)	6.09
52周价格区间(元)	4.34-7.04
总市值(百万)	16,407.01
流通市值(百万)	13,449.41
总股本(万股)	269,409.02
流通股本(万股)	220,844.23
日均成交额(百万)	123.75
近一月换手(%)	1.57

事件:

森马服饰 2024 年 10 月 31 日公告 2024 年三季报: 2024 前三季度实现营业收入 93.99 亿元, 同比+5.62%, 归母净利润 7.55 亿元, 同比-9.25%, 扣非归母净利润 7.35 亿元, 同比-5.31%, EPS 为 0.28 元。

投资要点:

- Q3 营收同比稳健增长，短期盈利承压。** 1) 2024 前三季度实现营业收入 93.99 亿元, 同比+5.62%, 归母净利润 7.55 亿元, 同比-9.25%, 扣非归母净利润 7.35 亿元, 同比-5.31%, EPS 为 0.28 元。2024Q3 季度营业收入 34.44 亿元, 同比+3.15%, 归母净利润 2.03 亿元, 同比-35.97%, 扣非归母净利润 1.94 亿元, 同比-34.5%。营业收入同比稳健增长, 但归母净利润阶段性承压。2) 2024 前三季度公司毛利率为 44.77%, 较去年同期毛利率 44.13%提升 0.64pct, 净利率为 8.01%, 较去年同期下降 1.32pct; Q3 毛利率为 42.44%, 较去年同期下降 0.84pct, 净利率 5.86%, 较去年同期下降 3.62pct。2024 前三季度销售费用为 23.45 亿元, 较去年同期 21.50 亿元增加 1.95 亿元, 同比+9.1%, 管理费用为 4.56 亿元, 较去年同期 4.44 亿元增加 0.12 亿元, 同比+2.71%, 研发费用为 2.1 亿元, 较去年同期 1.7 亿元增加 0.36 亿元, 同比上涨 20.63%。各项费用均呈现同比小幅上涨, 其中研发费用同比上涨幅度最高。
- 存货同比增加，Q3 现金流量较去年同期下降明显。** 截至 2024Q3 期末, 公司存货净额 41.68 亿元, 较去年同期同比+14.10%, 存货增加明显。应收账款为 12.85 亿元, 较去年同期同比+27.01%。2024 前三季度经营性活动产生的现金流量净额为 -3.65 亿元, 同比-143.33%, 其中, 公司第三季度经营性活动产生的现金流量净额为 -3.60 亿元, 同比降幅明显。
- 盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年实现收入 145.8/157.9/170.0 亿元人民币, 同比+7%/+8%/+8%; 归母净利润 11.1/13.0/14.5 亿元人民币, 同比-1%/+17%/+12%; 对应 2024 年 11 月 4 日收盘价, 2024-2026 年 PE 估值为 14.8/12.6/11.3X。我们长期看好公司品牌矩阵成长与渠道优化策略, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；新业务增长不及预期风险；渠道优化不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13661	14579	15792	16998
增长率(%)	2	7	8	8
归母净利润（百万元）	1122	1112	1300	1452
增长率(%)	76	-1	17	12
摊薄每股收益（元）	0.42	0.41	0.48	0.54
ROE(%)	10	9	11	12
P/E	13.74	14.76	12.62	11.30
P/B	1.35	1.39	1.35	1.30
P/S	1.14	1.13	1.04	0.97
EV/EBITDA	4.07	3.58	3.08	2.68

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：森马服饰盈利预测表

证券代码:	002563		股价:	6.09	投资评级:	买入	日期:	2024/11/04	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	9%	11%	12%	EPS	0.42	0.41	0.48	0.54
毛利率	44%	44%	45%	45%	BVPS	4.27	4.38	4.52	4.68
期间费率	28%	29%	29%	29%	估值				
销售净利率	8%	8%	8%	9%	P/E	13.74	14.76	12.62	11.30
成长能力					P/B	1.35	1.39	1.35	1.30
收入增长率	2%	7%	8%	8%	P/S	1.14	1.13	1.04	0.97
利润增长率	76%	-1%	17%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.76	0.77	0.80	0.82	营业收入	13661	14579	15792	16998
应收账款周转率	10.17	10.38	10.34	10.32	营业成本	7647	8135	8742	9378
存货周转率	4.97	4.27	4.39	4.47	营业税金及附加	97	87	95	102
偿债能力					销售费用	3294	3645	3916	4198
资产负债率	36%	38%	39%	39%	管理费用	630	707	785	850
流动比	2.13	2.12	2.13	2.13	财务费用	-159	-98	-144	-200
速动比	1.66	1.60	1.61	1.62	其他费用/(-收入)	281	321	379	418
					营业利润	1505	1533	1806	2021
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-17	-4	-4	-9
现金及现金等价物	8478	9182	9737	10288	利润总额	1488	1529	1802	2012
应收款项	1343	1405	1528	1647	所得税费用	368	420	505	563
存货净额	2747	3410	3596	3800	净利润	1120	1108	1298	1449
其他流动资产	838	876	908	953	少数股东损益	-2	-3	-3	-3
流动资产合计	13406	14874	15769	16688	归属于母公司净利润	1122	1112	1300	1452
固定资产	1645	1536	1409	1269					
在建工程	95	49	26	13	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	2791	2539	2587	2691	经营活动现金流	1941	1897	2144	2315
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1122	1112	1300	1452
资产总计	17937	18998	19790	20662	少数股东损益	-2	-3	-3	-3
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	478	540	552	550
应付款项	4227	5023	5311	5642	公允价值变动	-30	-6	0	-9
合同负债	173	154	171	186	营运资金变动	-155	-28	51	46
其他流动负债	1881	1841	1928	1996	投资活动现金流	566	-432	-713	-790
流动负债合计	6281	7017	7409	7824	资本支出	-261	-265	-398	-477
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	800	-188	-332	-341
其他长期负债	167	188	212	242	其他	27	21	17	27
长期负债合计	167	188	212	242	筹资活动现金流	-783	-797	-911	-1007
负债合计	6448	7206	7621	8067	债务融资	0	21	24	30
股本	2694	2694	2694	2694	权益融资	4	0	0	0
股东权益	11489	11792	12169	12595	其它	-787	-818	-935	-1037
负债和股东权益总计	17937	18998	19790	20662	现金净增加额	1726	672	522	519

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

【分析师承诺】

马川琪，廖小慧，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。