

森马服饰 (002563)

2024 年三季度报点评: Q3 收入保持增长, 股权激励彰显信心

买入 (维持)

2024 年 11 月 01 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	14588	16040	17629
同比 (%)	(13.54)	2.47	6.79	9.96	9.91
归母净利润 (百万元)	637.00	1,121.50	1,201.41	1,335.97	1,481.29
同比 (%)	(57.15)	76.06	7.13	11.20	10.88
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.24	0.42	0.45	0.50	0.55
P/E (现价&最新摊薄)	25.25	14.34	13.39	12.04	10.86

投资要点

- **公司公布 2024 年三季度报:** 前三季度收入 94.0 亿元/yoy+5.62%、归母净利润 7.55 亿元/yoy-9.25%、扣非归母净利 7.35 亿元/yoy-5.31%。分季度看, 24Q1/Q2/Q3 营收分别同比+4.6%/+10.1%/+3.2%, 归母净利润分别同比+11.4%/+0.7%/-36%, 扣非归母净利润分别同比+15.6%/+8.2%/-34.5%。Q3 在国内消费低迷环境下营收逆势增长、表现好于同行, 净利下滑较多, 主要来自毛利率下降、费用率提升影响。
- **我们判断 Q3 线上销售好于线下、巴拉销售好于森马品牌。** 1) **分渠道看,** 公司 24 年以来进入重新净开店周期, 我们估计 Q3 净开店 100+家。同时在渠道结构上积极优化, 开店方向上森马品牌以购物中心为主、面积 300-400 平, 巴拉以购物中心和奥莱渠道为主、面积 200-300 平。线上方面我们判断低基数京东平台和直播业务增长较快, 阿里和唯品会保持稳健增长。由于 Q3 线上渠道客流整体好于线下, 我们预计线上销售表现好于线下。2) **分品牌看,** 我们预计短期巴拉表现好于森马品牌, 但长期看森马品牌经历较深的调整后未来反弹空间预计更大。
- **净利率保持稳定, 存货周转进一步优化。** 1) **毛利率:** 24Q3 毛利率同比-0.84pct 至 42.44%, 我们判断主因总体折扣有所加深+成本上升, 毛利率仍位于历史较高水平。2) **期间费用率:** 24Q3 同比+2.04pct 至 30.93%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.69/-0.06/+0.48/+0.93pct 至 23.11%/4.88%/2.7%/0.25%, 公司加大了研发和广告宣传投入, 短期对盈利形成一定影响, 但长期看有助于提升品牌曝光和消费者触达。3) **归母净利率:** 24Q3 同比-3.59pct 至 5.88%。
- **存货、现金流压力短期有所增加, 期待冬季销售缓解压力。** 1) **存货:** 24Q3 末存货 41.7 亿元/yoy+14.1%、存货周转天数同比-48 天至 180 天。Q3 存货有所增多, 但我们预计主要为一年内新品, 存货结构改善, 期待旺季销售消化部分库存。2) **现金流:** 24Q3 经营活动现金流净额-3.6 亿元, 短期由于销售回款减少、支付采购货款增多现金流有所承压, 我们预计随冬季销售现金流压力有望缓解。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 9 月发布股权激励公告, 24/25/26 年扣非归母净利润考核目标分别为门槛值 12/15/18 亿元、挑战值 13/17/22 亿元 (对应不同行权比例), 我们认为体现了管理层对公司未来发展的信心。考虑 Q3 业绩有所承压, 我们将 24-26 年归母净利润 12.4/13.7/15.1 亿元略下调至 12.0/13.4/14.8 亿元, 对应 24-26 年 PE13/12/11X, 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)	5.97
一年最低/最高价	4.34/7.04
市净率(倍)	1.41
流通 A 股市值(百万元)	13,184.40
总市值(百万元)	16,083.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.25
资产负债率(% LF)	36.75
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): 2024 年中报点评: 全域数字化零售提质增效, Q2 营收净利双增》
2024-08-31
- 《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	14,370	15,112	15,964	营业总收入	13,661	14,588	16,040	17,629
货币资金及交易性金融资产	8,478	9,257	9,610	10,002	营业成本(含金融类)	7,647	7,886	8,666	9,521
经营性应收款项	1,545	1,475	1,532	1,603	税金及附加	97	73	80	88
存货	2,747	2,668	2,990	3,367	销售费用	3,294	3,793	4,170	4,584
合同资产	0	0	0	0	管理费用	630	729	802	881
其他流动资产	636	971	980	991	研发费用	281	292	321	353
非流动资产	4,531	4,817	4,797	4,982	财务费用	(159)	(114)	(118)	(116)
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	1,601	1,779	1,971
其他非流动资产	1,831	2,508	2,683	2,868	营业外净收支	(17)	(15)	(15)	(15)
资产总计	17,937	19,188	19,909	20,945	利润总额	1,488	1,586	1,764	1,956
流动负债	6,281	7,175	7,536	8,173	减:所得税	368	397	441	489
短期借款及一年内到期的非流动负债	178	191	191	191	净利润	1,120	1,190	1,323	1,467
经营性应付款项	4,227	5,258	5,537	6,083	减:少数股东损益	(2)	(12)	(13)	(15)
合同负债	173	146	160	176	归属母公司净利润	1,122	1,201	1,336	1,481
其他流动负债	1,703	1,580	1,648	1,722	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.45	0.50	0.55
非流动负债	167	164	164	164	EBIT	1,428	1,472	1,646	1,840
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,906	1,923	2,096	2,290
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.02	45.94	45.97	45.99
租赁负债	133	133	133	133	归母净利率(%)	8.21	8.24	8.33	8.40
其他非流动负债	34	31	31	31	收入增长率(%)	2.47	6.79	9.96	9.91
负债合计	6,448	7,338	7,700	8,337	归母净利润增长率(%)	76.06	7.13	11.20	10.88
归属母公司股东权益	11,493	11,866	12,239	12,653					
少数股东权益	(5)	(16)	(30)	(44)					
所有者权益合计	11,489	11,849	12,209	12,609					
负债和股东权益	17,937	19,188	19,909	20,945					

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	2,877	1,889	2,232	每股净资产(元)	4.27	4.40	4.54	4.70
投资活动现金流	566	(1,773)	(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)	(827)	(971)	(1,075)	ROIC(%)	9.31	9.21	9.99	10.84
现金净增加额	1,726	279	(147)	(108)	ROE-摊薄(%)	9.76	10.12	10.92	11.71
折旧和摊销	478	451	450	450	资产负债率(%)	35.95	38.24	38.67	39.80
资本开支	(261)	(65)	(265)	(465)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.34	13.39	12.04	10.86
营运资本变动	(155)	745	(327)	(143)	P/B (现价)	1.40	1.36	1.31	1.27

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>