

2023年04月04日

关注去库存进展，未来存在控费空间

森马服饰(002563)

评级:	买入	股票代码:	002563
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.38/4.39
目标价格:		总市值(亿)	159.49
最新收盘价:	5.92	自由流通市值(亿)	111.47
		自由流通股数(百万)	1876.94

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为133.31/6.37/4.97亿元、同比下降14%/57%/63%，符合业绩预告。其中非经主要为政府补助0.57亿元、向授信加盟商收取的资金占用费0.19亿元、投资收益0.99亿元及所得税影响额-0.43亿元。22Q4公司收入/归母净利分别为43.89/3.66亿元、同比下降19%/33%。每股派发现金红利0.2元、分红率为88%、股息率为3%。

分析判断:

休闲、童装均下滑双位数，线上放缓至持平。(1)分品牌来看，2022年森马主品牌/巴拉巴拉收入分别为42.82/89.33亿元、同比下降15%/13%。其中主品牌森马/巴拉巴拉店数分别为2751/5389家、同比减少72/355家、下降3%/6%，考虑线上持平，可以推出加盟单店出货下降更高。下半年森马/巴拉巴拉净减89/139家。(2)分渠道来看，直营/加盟/线上/联营/其他收入分别为11.5/52.7/64.5/3.4/1.2亿元、同比下降18%/23%/0%/45%/3%。2022年总店数为8140家、净减少427家：直营/加盟/联营店数分别为723/7336/81家，净减58/76/293家，下降7%/1%/78%；推算直营店效/加盟单店出货分别为159/72万元、同比下降11%/22%。进一步拆分来看，直营/加盟/联营店单店面积分别为231/185/210m²、同比增长5%/2%/-15%，直营店平效/加盟单平出货分别为6903/3892元/平米/年，同比下降15%/23%。

线上毛利率提升，线下去库存导致毛利率下滑。2022年毛利率为41.30%、同比下降1.28PCT，其中森马主品牌/巴拉巴拉毛利率分别为39.98%/41.88%、同比下降0.2/1.9PCT。从渠道来看，直营/加盟/线上/联营毛利率分别为65.13%/37.33%/38.80%/68.30%、同比提高-1.3/-2.7/1.4/-2.4PCT，线上毛利率提升我们分析主要由于线上提价及控折扣。公司电商子公司净利为3933万元，同比下降68%，净利率为0.6%，同比减少1.4PCT。22Q4公司毛利率为43.1%、同比提高1.57PCT、环比提高3.9PCT。

净利率降幅更高主要由于销售费用率提升及存货跌价准备计提。2022年公司净利率为4.57%、同比下降5.06PCT。2022年销售/管理/研发/财务费用率分别为24.47%/6.64%/2.22%/-0.41%、同比提高2.5/0.6/0.2/0.3PCT。我们分析，公司在22年已体现出控费动作，销售费用下降3.5%，主要来自广告费用下降1.4亿元，但由于收入降幅更大导致费用率提升。22年资产减值损失/收入为4.1%、同比增加1.9PCT，主要来自存货跌价准备提升。22年所得税率为29%、同比增加6.6PCT。22Q4净利率为8.2%、同比下降1.9PCT、环比提高3.1PCT。

存货下降，但仍处于近年较高水平。2022年末存货为38.47亿元、同比下降4%、环比22Q3下降8.23亿元，存货周转天数为181天、同比提高48天，存货跌价准备/存货为17%。应收账款周转天数为37天、同比增加3天，应付账款周转天数为106天、同比提高6天。经营现金流为11.76亿元、同比减少43%。

投资建议

我们分析，(1)大众品类疫后改善弱于高端品类，但加盟商提货信心可能好于终端增速；(2)公司在主品牌聚焦心智单品，推出“凉感系列”、“舒服裤”、“轻松羽绒”三大心智产品；巴拉巴拉以产品经理制为核心重新调整组织架构，形成婴童、幼童、中大童、鞋品等产品线；(3)未来随着公司控费及线上控折扣，净利率仍有修复空间；(4)海外业务有望成为未来新的增长点。下调23/24年收入预测151.57/166.73亿元至143.97/158.37亿元、新增25年收入预测为174.21亿元，调整23/24年归母净利预测12.20/16.67亿元至

9.36/12.75 亿元、新增 25 年归母净利为 15.86 亿元，对应调整 23/24 年 EPS0.45/0.62 元至 0.35/0.47 元、新增 25 年 EPS 为 0.59 元，2023 年 04 月 03 日收盘价 5.92 元对应 PE 分别为 17/13/10X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情不确定性风险；产品迭代不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	14,397	15,837	17,421
YoY (%)	1.4%	-13.5%	8.0%	10.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	1,486	637	936	1,275	1,586
YoY (%)	84.5%	-57.1%	47.0%	36.1%	24.4%
毛利率 (%)	42.6%	41.3%	43.1%	43.4%	43.7%
每股收益 (元)	0.55	0.24	0.35	0.47	0.59
ROE	12.7%	5.8%	8.2%	10.6%	12.2%
市盈率	10.73	25.04	17.03	12.51	10.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SACNO：S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,331	14,397	15,837	17,421	净利润	610	929	1,264	1,574
YoY (%)	-13.5%	8.0%	10.0%	10.0%	折旧和摊销	528	240	237	253
营业成本	7,825	8,189	8,972	9,817	营运资金变动	-546	-793	-274	-282
营业税金及附加	63	158	162	105	经营活动现金流	1,176	754	1,400	1,654
销售费用	3,262	3,455	4,038	4,529	资本开支	-111	-100	-100	-100
管理费用	590	720	665	697	投资	1,971	0	0	0
财务费用	-54	-86	-91	-102	投资活动现金流	1,867	-100	11	17
研发费用	295	330	306	261	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-541	-378	-282	-226	债务募资	157	0	0	0
投资收益	12	0	111	117	筹资活动现金流	-1,646	0	0	0
营业利润	871	1,253	1,710	2,127	现金净流量	1,396	654	1,411	1,671
营业外收支	-8	0	-1	-1					
利润总额	864	1,254	1,709	2,126	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	254	324	444	553	成长能力 (%)				
净利润	610	929	1,264	1,574	营业收入增长率	-13.5%	8.0%	10.0%	10.0%
归属于母公司净利润	637	936	1,275	1,586	净利润增长率	-57.1%	47.0%	36.1%	24.4%
YoY (%)	-57.1%	47.0%	36.1%	24.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.24	0.35	0.47	0.59	毛利率	41.3%	43.1%	43.4%	43.7%
					净利率	4.6%	6.5%	8.0%	9.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.5%	5.3%	6.2%	6.6%
货币资金	6,369	7,034	8,463	10,162	净资产收益率 ROE	5.8%	8.2%	10.6%	12.2%
预付款项	161	164	179	196	偿债能力 (%)				
存货	3,847	2,244	2,458	2,690	流动比率	1.91	2.52	2.87	3.28
其他流动资产	3,292	2,466	1,855	1,120	速动比率	1.35	2.04	2.39	2.79
流动资产合计	13,670	12,853	15,746	19,123	现金比率	0.89	1.38	1.54	1.74
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	40.4%	30.2%	27.7%	25.1%
固定资产	1,811	2,011	2,140	2,270	经营效率 (%)				
无形资产	390	350	320	280	总资产周转率	0.73	0.82	0.77	0.73
非流动资产合计	4,601	4,770	4,812	4,899	每股指标 (元)				
资产合计	18,271	16,678	17,768	19,067	每股收益	0.24	0.35	0.47	0.59
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.05	4.21	4.48	4.83
应付账款及票据	5,376	3,253	3,515	3,765	每股经营现金流	0.44	0.28	0.52	0.61
其他流动负债	1,781	1,852	1,957	2,040	每股股利	0.00	0.18	0.21	0.24
流动负债合计	7,156	5,105	5,472	5,805	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	25.04	17.03	12.51	10.06
其他长期负债	221	221	221	221	PB	1.30	1.40	1.32	1.22
非流动负债合计	221	221	221	221					
负债合计	7,377	5,326	5,693	6,026					
股本	2,694	2,694	2,694	2,694					
少数股东权益	-7	-14	-24	-37					
股东权益合计	10,894	11,351	12,074	13,041					
负债和股东权益合计	18,271	16,678	17,768	19,067					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。