

# 森马服饰 (002563.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 全年业绩承压，Q1 经营逐渐回暖

### 业绩简评

公司 4.3 发布 22 年报，全年实现营收 133.31 亿元 (-13.54%)，实现归母净利 6.37 亿元 (-57.15%)，实现扣非净利 4.97 亿元 (-63.26%)。其中单 Q4 实现营收 43.89 亿元 (-18.71%)，实现归母净利 3.66 亿元 (-32.76%)，落于此前业绩预告中枢。

### 经营分析

**22 年销售承压，线下门店调整。**按业务拆分，22 年休闲/童装营收同比减少 14.8%/13.0%至 42.8/89.33 亿元。按渠道拆分，22 年线上实现营收 64.5 亿元，同比持平且占比提升 6.5Pct；线下直营/加盟/联营分别贡献收入 11.53/52.69/3.39 亿元，同比下滑 17.7%/22.7%/45.5%。门店持续优化，直营/加盟/联营店分别净减少 122/1118/309 家至 723/7336/81 家，其中部分联营店调整为加盟模式。

**毛利率、净利率有所下滑。**22 年公司毛利率-1.3Pct 至 41.3%；其中休闲/儿童毛利率分别下滑 0.2Pct/1.9Pct 至 40.0%/41.9%，主要系疫情折扣加深叠加原材料涨价。22 年公司销售/管理费用率分别+2.5Pct/+0.4Pct 至 24.5%/4.4%；净利率下滑 4.9Pct 至 4.8%。

**库存改善，经营性净现金流同比下滑。**22 年公司批发库存量同比减少 3.8%至 9778 万件，库存改善主要系疫情下加盟商订货谨慎；库存周转天数 185 天 (-30 天)，销售承压导致放缓。公司经营性净现金流同比-43.4%至 11.76 亿元，主要受销售下滑拖累。

**展望：1Q23 终端流水逐月改善，数字化改革有望提升门店运营效率。**1Q23 零售端缓慢修复，高基数背景下终端流水预计同比下滑中单位数，且 3 月表现好于 1~2 月；费用端改善明显，Q1 利润端有望实现增长。另外，公司今年通过培训、考核引导等方式落实数字化门店运营，并打通各仓库建立数据可视化系统，实时连通仓库、直营店及部分加盟商，提升配货效率并加强库存管理。全年随销售回暖、运营提效，业绩修复弹性可期。

### 盈利预测、估值与评级

公司持续加强品牌和产品建设，大力发展新零售业务对冲线下客流下滑风险，并不断优化自身运营效率；随疫情放开业绩修复弹性可期。预计 23-25 年公司归母净利分别为 9.86/11.32/12.70 亿元，对应 PE 为 16/14/13 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情扩散影响其他地区门店销售、成人装品牌升级不及预期等。

### 纺织服装组

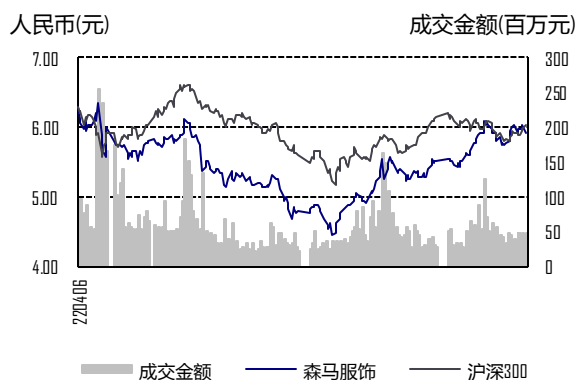
分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.92 元

### 相关报告：

- 《全域零售顺利推进，静待终端需求回暖-森马服饰 22 年三季报点评》，2022.10.31
- 《疫情导致盈利受损，2H 业绩修复可期-森马服饰 22 中报点评》，2022.8.26
- 《终端疲软导致业绩承压，期待长期品牌力提升-森马服饰 1H22 业...》，2022.7.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	14,618	16,393	18,345
营业收入增长率	1.41%	-13.54%	9.65%	12.14%	11.91%
归母净利润(百万元)	1,486	637	986	1,132	1,270
归母净利润增长率	84.50%	-57.15%	54.84%	14.74%	12.20%
摊薄每股收益(元)	0.552	0.236	0.366	0.420	0.471
每股经营性现金流净额	0.77	0.44	0.05	0.28	0.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.74%	5.84%	8.80%	10.17%	11.63%
P/E	14.01	22.16	16.17	14.09	12.56
P/B	1.79	1.30	1.42	1.43	1.46

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>15,205</b>	<b>15,420</b>	<b>13,331</b>	<b>14,618</b>	<b>16,393</b>	<b>18,345</b>
增长率		1.4%	-13.5%	9.7%	12.1%	11.9%
主营业务成本	-9,071	-8,853	-7,825	-8,907	-9,696	-10,718
%销售收入	59.7%	57.4%	58.7%	60.9%	59.2%	58.4%
毛利	6,134	6,566	5,506	5,711	6,696	7,627
%销售收入	40.3%	42.6%	41.3%	39.1%	40.8%	41.6%
营业税金及附加	-136	-122	-63	-117	-131	-147
%销售收入	0.9%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-3,349	-3,381	-3,262	-3,538	-3,959	-4,496
%销售收入	22.0%	21.9%	24.5%	24.2%	24.2%	24.5%
管理费用	-824	-621	-590	-585	-893	-1,000
%销售收入	5.4%	4.0%	4.4%	4.0%	5.5%	5.5%
研发费用	-292	-317	-295	-336	-377	-422
%销售收入	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	1,533	2,125	1,296	1,136	1,336	1,562
%销售收入	10.1%	13.8%	9.7%	7.8%	8.1%	8.5%
财务费用	77	103	54	63	50	23
%销售收入	-0.5%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.1%
资产减值损失	-617	-465	-656	-92	-9	-5
公允价值变动收益	-20	15	99	28	13	16
投资收益	68	74	12	120	65	45
%税前利润	6.3%	3.8%	1.4%	9.6%	4.5%	2.8%
营业利润	1,105	1,929	871	1,255	1,454	1,641
营业利润率	7.3%	12.5%	6.5%	8.6%	8.9%	8.9%
营业外收支	-17	-7	-8	-5	-8	-8
税前利润	1,088	1,922	864	1,250	1,446	1,633
利润率	7.2%	12.5%	6.5%	8.5%	8.8%	8.9%
所得税	-294	-438	-254	-287	-333	-376
所得税率	27.0%	22.8%	29.4%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	794	1,485	610	962	1,114	1,258
少数股东损益	-11	-2	-27	-24	-18	-12
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>806</b>	<b>1,486</b>	<b>637</b>	<b>986</b>	<b>1,132</b>	<b>1,270</b>
净利率	5.3%	9.6%	4.8%	6.7%	6.9%	6.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	794	1,485	610	962	1,114	1,258
少数股东损益	-11	-2	-27	-24	-18	-12
非现金支出	966	970	1,184	304	247	267
非经营收益	84	-73	-72	310	-62	-24
营运资金变动	2,613	-306	-546	-1,441	-551	-99
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,457</b>	<b>2,076</b>	<b>1,176</b>	<b>135</b>	<b>748</b>	<b>1,402</b>
资本开支	-128	-189	-111	33	-317	-305
投资	-518	-312	1,971	-102	-34	-32
其他	-1	20	8	120	65	45
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-647</b>	<b>-482</b>	<b>1,867</b>	<b>51</b>	<b>-286</b>	<b>-292</b>
股权募资	2	0	0	0	0	0
债权募资	-38	0	0	-222	0	699
其他	-1,268	-1,672	-1,646	-685	-1,220	-1,511
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,304</b>	<b>-1,672</b>	<b>-1,646</b>	<b>-907</b>	<b>-1,220</b>	<b>-812</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,500</b>	<b>-74</b>	<b>1,396</b>	<b>-721</b>	<b>-758</b>	<b>298</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,047	4,973	6,369	5,599	4,804	5,075
应收款项	1,489	1,526	1,316	1,242	1,482	1,709
存货	2,501	4,024	3,847	4,496	4,946	5,180
其他流动资产	3,714	4,565	2,137	1,853	1,882	1,918
流动资产	12,751	15,087	13,670	13,189	13,114	13,882
%总资产	74.3%	76.3%	74.8%	77.1%	76.5%	77.3%
长期投资	1,212	1,153	1,084	1,101	1,135	1,167
固定资产	2,149	1,973	1,826	1,866	1,903	1,911
%总资产	12.5%	10.0%	10.0%	10.9%	11.1%	10.6%
无形资产	526	500	448	512	567	615
非流动资产	4,419	4,691	4,601	3,913	4,018	4,085
%总资产	25.7%	23.7%	25.2%	22.9%	23.5%	22.7%
<b>资产总计</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>18,271</b>	<b>17,102</b>	<b>17,132</b>	<b>17,967</b>
短期借款	10	230	198	0	0	699
应付款项	4,206	6,142	5,580	5,135	5,136	5,425
其他流动负债	742	1,376	1,379	432	488	547
流动负债	4,958	7,749	7,156	5,567	5,624	6,670
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	711	345	221	352	425	437
负债	5,669	8,094	7,377	5,920	6,049	7,108
<b>普通股股东权益</b>	<b>11,473</b>	<b>11,663</b>	<b>10,901</b>	<b>11,213</b>	<b>11,133</b>	<b>10,921</b>
其中：股本	2,698	2,694	2,694	2,694	2,694	2,694
未分配利润	4,750	4,766	4,010	4,323	4,242	4,030
少数股东权益	28	20	-7	-31	-49	-61
<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,170</b>	<b>19,778</b>	<b>18,271</b>	<b>17,102</b>	<b>17,132</b>	<b>17,967</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.299	0.552	0.236	0.366	0.420	0.471
每股净资产	4.253	4.329	4.046	4.162	4.132	4.054
每股经营现金净流	1.652	0.771	0.436	0.050	0.278	0.520
每股股利	0.450	0.250	0.750	0.250	0.450	0.550
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.02%	12.74%	5.84%	8.80%	10.17%	11.63%
总资产收益率	4.69%	7.52%	3.49%	5.77%	6.61%	7.07%
投入资本收益率	9.71%	13.76%	8.24%	7.82%	9.28%	10.40%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-21.37%	1.41%	-13.54%	9.65%	12.14%	11.91%
EBIT增长率	-41.01%	38.66%	-39.03%	-12.35%	17.63%	16.90%
净利润增长率	-48.00%	84.50%	-57.15%	54.84%	14.74%	12.20%
总资产增长率	3.30%	15.19%	-7.62%	-6.40%	0.18%	4.87%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	40.4	33.7	37.2	28.0	30.0	31.0
存货周转天数	133.0	134.5	183.6	188.0	190.0	180.0
应付账款周转天数	85.4	101.2	107.7	100.0	90.0	85.0
固定资产周转天数	51.4	46.1	49.6	45.9	41.5	37.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-69.30%	-69.17%	-68.10%	-61.47%	-54.96%	-52.31%
EBIT利息保障倍数	-20.0	-20.6	-23.8	-18.1	-26.9	-66.5
资产负债率	33.02%	40.92%	40.38%	34.61%	35.30%	39.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-01	买入	11.71	14.00~12.00
2	2021-09-02	买入	9.13	N/A
3	2021-11-01	买入	7.50	N/A
4	2022-03-31	买入	6.65	N/A
5	2022-05-01	买入	6.53	N/A
6	2022-07-15	买入	5.72	N/A
7	2022-08-26	买入	5.17	N/A
8	2022-10-31	买入	4.45	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402