

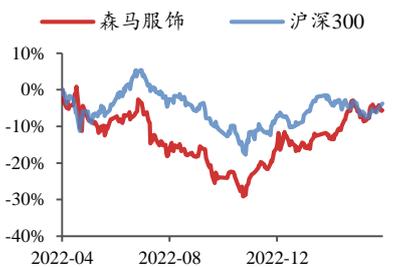
森马服饰 (002563.SZ)

2023年04月06日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2023/4/4
当前股价(元)	5.93
一年最高最低(元)	6.94/4.39
总市值(亿元)	159.76
流通市值(亿元)	111.30
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	18.77
近3个月换手率(%)	22.99

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《Q3 零售承压电商仍具韧性, 期待新零售体系推进—公司信息更新报告》-2022.11.2
- 《2022H1 业绩受疫情影响承压, 期待稳步修复—公司信息更新报告》-2022.9.1
- 《2022Q1 利润承压, 期待 2022 全年经营质量稳健—公司信息更新报告》-2022.5.2

2022 年业绩承压, 期待轻装上阵&开店下业绩修复

——公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

● 2022 年业绩承压, 轻装上阵&开店下期业绩修复, 维持“买入”评级

公司 2022 年公司收入 133.31 亿元 (-13.54%), 归母净利润 6.37 亿元 (-57.15%), 其中 2022Q4 收入 43.89 亿元 (-18.71%), 归母净利润 3.66 亿元 (-32.76%), 净利润下滑主要系线下零售环境波动及净闭店约 5% 导致收入下滑、促销致毛利率承压, 叠加存货跌价损失。我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 10.4/13.1/15.5 亿元 (此前 2023-2024 年为 12.2/14.1 亿元), 分别对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元, 当前股价对应 PE 为 15.3/12.2/10.3 倍。公司 3 月零售流水同比高单增长, 营运指标环比显著改善, 继续看好公司休闲渠道优化、童装稳健增长, 2023 年盈利能力逐步改善, 维持“买入”评级。

● 儿童表现好于休闲, 儿童门店调整较多, 预计 2023 年童装驱动整体净开店

2022 年休闲服饰实现营收 42.82 亿元 (-14.83%), 儿童服饰实现营收 89.33 亿元 (-13.04%)。从门店看, 截至 2022 年底, 总门店 8140 家 (净闭店 427 家, 数量同比 -5%), 休闲门店 2751 家 (-72), 新开 698 家/关闭 770 家, 儿童门店 5389 家 (-355), 新开 424 家/关闭 779 家, 童装净闭店较多主要系渠道优化调整, 预计 2023 年零售复苏下整体门店净增加 200~300 家, 其中 200 家为童装门店。

● 全域融合新零售背景下线上渠道收入基本持平, 线上毛利率同比提升中单

2022 年线上收入 64.54 亿元 (-0.06%), 占比为 48.42%, 基本持平主要系全域融合新零售下同款同价占比提升 10pct, 专供款占比降低致线上毛利率同比提升中单。线下直营/加盟/联营收入分别为 11.53 亿元 (-17.65%)、52.69 亿元 (-22.74%)、3.39 亿元 (-45.48%)。从门店看, 截至 2022 年底, 直营/加盟/联营分别为 723/7336/81 家, 同比 -58/-76/-293 家, 联营关店较多主要系从联营模式转为加盟。

● 盈利能力持续改善, 存货规模有所增加, 现金充足

盈利能力: 2022 年毛利率为 41.27% (-1.29%), 休闲和儿童毛利率分别为 39.98%、41.88%, 同比 -0.15pct、-1.86 pct。2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 32.6%/5.9%/2.95%/-0.5%, 受收入下滑影响分别同比 +2.54/+0.4/+0.16/+0.26pct, 净利率为 4.8% (-4.86pct)。**营运能力:** 2022 年末存货为 45.42 亿元 (+1.18%), 计提存货减值准备 6.95 亿元, 应收周转天数 37 天 (-0.5)。经营活动净现金流为 11.76 亿元 (-43.35%), 下降主要系收入下滑, 好于归母净利润主要系计提减值等非现金活动增加, 2022 年逐季看经营性活动产生的净现金流净额由负转正。

● 风险提示: 品牌运营不及预期, 行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	15,020	16,685	18,431
YOY(%)	1.4	-13.5	12.7	11.1	10.5
归母净利润(百万元)	1,486	637	1,041	1,311	1,551
YOY(%)	84.5	-57.1	63.5	25.9	18.4
毛利率(%)	42.6	41.3	41.8	42.3	42.5
净利率(%)	9.6	4.8	6.9	7.9	8.4
ROE(%)	12.7	5.6	9.0	11.0	12.3
EPS(摊薄/元)	0.55	0.24	0.39	0.49	0.58
P/E(倍)	10.7	25.1	15.3	12.2	10.3
P/B(倍)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年业绩受零售波动及需求影响，Q2 及 Q4 尤其承压	3
1.1、 分品类：儿童表现优于休闲	3
1.2、 分渠道：全域融合新零售下线上销售表现基本持平	3
2、 渠道：预计 2023 年净增，由童装开店驱动门店增长	3
3、 2022Q4 盈利能力改善，计提存货减值	4
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2022 年收入 133.31 亿元（-13.54%）	3
图 2： 2022 年归母净利润 6.37 亿元（-57.15%）	3
图 3： 公司 2022 年毛利率下降主要系成本提升及折扣下降	4
图 4： 2022 年受收入下降影响导致公司各项费用率上升	5
图 5： 2022 年公司存货为 45.42 亿元（+1.18%）	5
图 6： 2022 年应收账款周转天数 37 天（-0.5）	5

1、2022 年业绩受零售波动及需求影响，Q2 及 Q4 尤其承压

2022 全年公司实现收入 133.31 亿元 (-13.54%)，实现归母净利润 6.37 亿元 (-57.15%)，扣非归母净利润 4.97 亿元 (-63.26%)，业绩下降主要系国内市场需求疲弱，零售环境动荡，尤其 2022Q2、2022Q4 承压，分别实现收入 23.32 亿元(-27.28%)、43.89 亿元(-18.71%)，分别实现归母净利润-1.05 亿元(-133.43%)、3.66 亿元(-32.76%)。

2022H1 公司实现收入 56.41 亿元(-13.43%)，归母净利润 1.044 亿元(-84.31%)，扣非归母净利润 0.25 亿元(-95.92%)。2022H2 公司实现收入 76.90 亿元(-13.63%)，归母净利润 5.33 亿元 (-35.15%)。

图1：2022 年收入 133.31 亿元 (-13.54%)

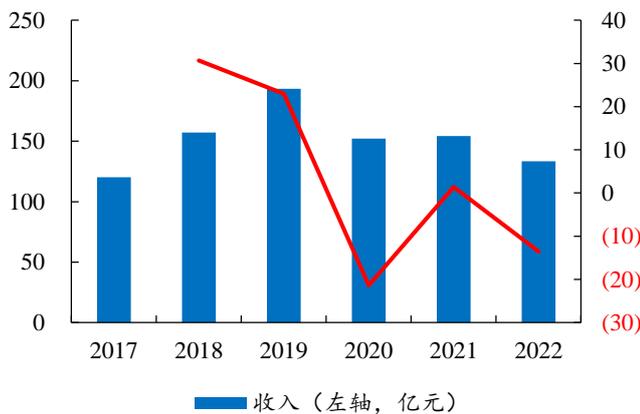
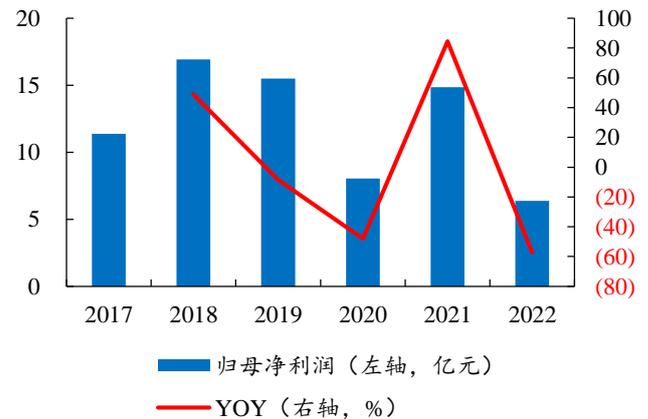


图2：2022 年归母净利润 6.37 亿元 (-57.15%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品类：儿童表现优于休闲

2022 年休闲服饰实现营收 42.82 亿元 (-14.83%)，收入占比为 32.12%，儿童服饰实现营收 89.33 亿元 (-13.04%)，收入占比为 67.01%。其他产品实现营收 1.16 亿元 (-3.2%)，收入占比为 0.87%。

从门店看，休闲服饰门店共有 2751 家，较 2022 年初净减少 72 家，占总店铺数的 33.8%；儿童服饰门店共有 5389 家，较 2022 年初净减少 355 家，占总店铺数的 66.2%，童装净闭店较多主要系渠道优化调整，预计 2023 年零售复苏下整体门店净增加 200~300 家，其中 200 家为童装门店。

1.2、分渠道：全域融合新零售下线上销售表现基本持平

2022 年线上销售收入为 64.54 亿元 (-0.06%) 占比为 48.42%，线下的直营/加盟/联营/其他销售收入分别为 11.53 亿元 (-17.65%)、52.69 亿元 (-22.74%)、3.39 亿元 (-45.48%)、1.16 亿元 (-3.18%)，收入占比分别为 8.65%、39.52%、2.54%、0.87%。

从门店看：直营门店共有 723 家，较 2022 年初净减少 58 家，占总店铺数的 8.88%；加盟店 7336 家，较 2021 年初净减少 76 家，占总店铺数的 90.12%；联营店 81 家，较 2022 年净减少 293 家，占总店铺数的 0.10%。

2、渠道：预计 2023 年净增，由童装开店驱动门店增长

线下门店数量：截至 2022 年末公司共有门店 8140 家，门店数较 2022 年初净减

少 427 家 (-5%)。2020 年至 2022 年，受疫情影响公司店铺持续净减少。

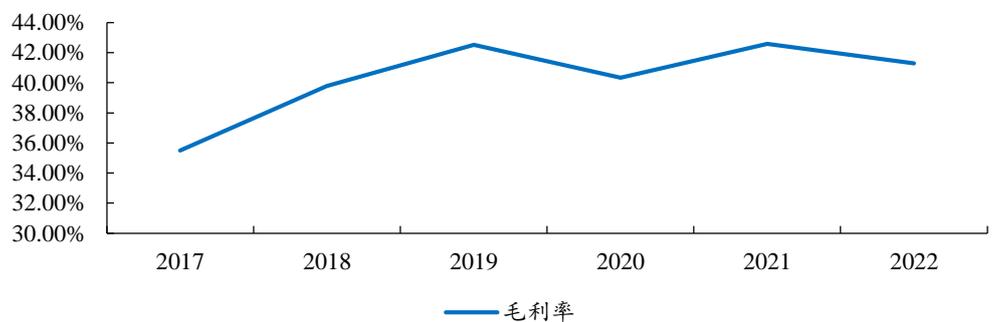
海外店铺的开拓：截至 2022 年底公司已经开拓 61 家海外店铺，其中有 25 家森马店、36 家巴拉店，预计流水规模 1.5 亿元。

2023 年门店展望：预计 2023 年零售复苏下整体门店净增加 200-300 家，其中大约有 200+ 家为童装门店。

3、2022Q4 盈利能力改善，计提存货减值

(1) 毛利率：2022 年公司整体毛利率为 41.27% (-1.29%)，2022Q4 公司整体毛利率为 43.1% (+1.57%)，盈利能力逐步好转。**毛利率下降主要由于：**供应链的原材料价格的变动导致公司的采购成本上升、同时终端促销力度加大。

图3：公司 2022 年毛利率下降主要系成本提升及折扣下降



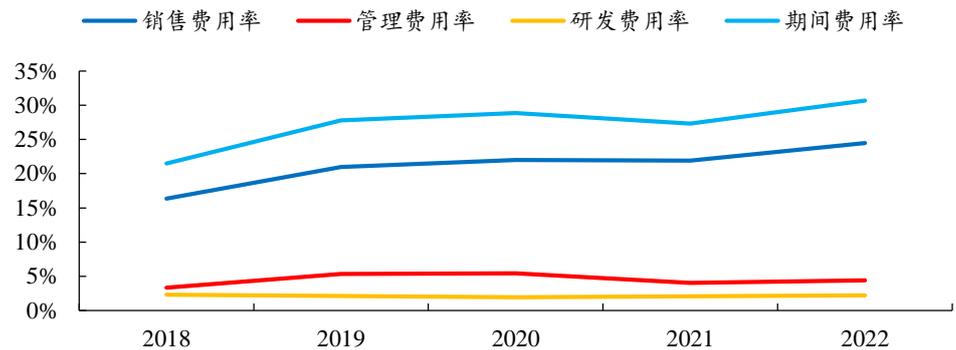
数据来源：Wind、开源证券研究所

分品类看：2022 年休闲服饰和儿童服饰毛利率分别为 39.98%、41.88%，同比-0.15 pct、-1.86 pct。

分渠道看：2022 年线上销售毛利率为 38.80% (+1.44pct)；直营销售毛利率为 65.13% (-1.32pct)；加盟销售毛利率为 37.33% (-2.68pct)；联营销售毛利率为 68.3% (-2.36pct)，线上毛利率低速提升高于公司整体水平主要受益于线上线下同款同价产品占比提升 10pct 至 40%，专供品占比下降，而其余渠道毛利率均有不同程度下降。

(2) 费用端：2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 32.6%、5.9%、2.95%、-0.5%，其中由于收入下降导致销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.47% (+2.54pct) / 4.43% (+0.4pct) / 2.22% (+0.16pct) / -0.4% (+0.26pct)。

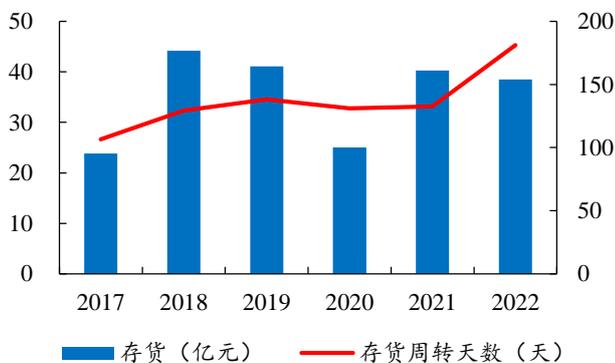
2022 年销售费用为 32.6 亿元 (-3.53%)，主要系广告宣传费用、IP 权益金减少，营业收入下降导致的变动租金减少，以及因疫情原因产生的租金减免和办公费用减少、利息收入减少、试制费减少所致。

图4：2022年受收入下降影响导致公司各项费用率上升


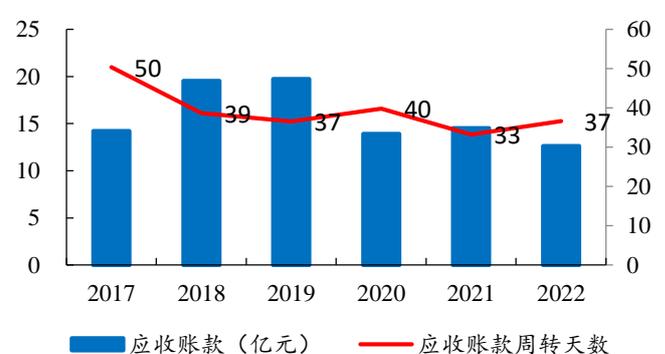
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 净利率：2022年公司归母净利率为4.8%(-4.86pct)，扣非归母净利率3.73%(-5.05pct)，其中2022Q4公司归母净利率为8.33%(-1.74pct)，扣非归母净利率7.45%(-1.41pct)。净利润下滑主要系线下零售环境波动及净闭店约5%导致收入下滑、促销致毛利率承压，叠加存货跌价损失。

(4) 存货：2022年计提存货减值准备6.95亿元，截至2022年末公司存货账面价值为38.47亿元(-4.4%)，存货周转天数为185天，相比2021年的155天有所增长。库存规模有所增加主要系销售不畅尤其在双十一的库存消化不及预期，结构上1年期以上的货品有所增加而新品占比相对下降。2023Q1库存好转，春节期间库存消化较好，为2023年良性运营打下基础。

图5：2022年公司存货为45.42亿元(+1.18%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022年应收账款周转天数37天(-0.5)


数据来源：Wind、开源证券研究所

(5) 应收账款：2022年末公司应收账款为12.63亿元，较2021年末减少13%，应收款项周转天数为37天，相比2021年末减少0.5天。

(6) 应付账款：2022年末公司应付账款为36.65亿元，较2021年末增加10%，应付款项周转天数为106天，相比2021年末减少21.5天。

(7) 现金流：2022年公司经营活动净现金流为11.76亿元(-43.35%)，主要系销售收入减少，大于本年度净利润主要系计提存货跌价准备、坏账准备、折旧摊销等非付现成本较大所致。截至2022年底，公司货币资金等现金资产达79.46亿元，现金储备充足。

4、盈利预测与投资建议

我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 10.4/13.1/15.5 亿元（此前 2023-2024 年为 12.2/14.1 亿元），分别对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 为 15.3/12.2/10.3 倍。公司 3 月零售流水同比高单增长，营运指标环比显著改善，继续看好公司休闲渠道优化、童装稳健增长，2023 年盈利能力逐步改善，维持“买入”评级。

5、风险提示

库存消化不及预期，行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15087	13670	15975	15763	18584
现金	4973	6369	8514	6956	10709
应收票据及应收账款	1452	1263	1171	1795	1045
其他应收款	74	53	101	64	121
预付账款	201	161	225	216	265
存货	4024	3847	3231	4471	4003
其他流动资产	4364	1975	2733	2260	2442
非流动资产	4691	4601	4541	4476	4359
长期投资	0	0	-1	-1	-1
固定资产	1948	1811	1891	1952	2013
无形资产	431	390	343	225	104
其他非流动资产	2312	2401	2309	2299	2243
资产总计	19778	18271	20516	20239	22942
流动负债	7749	7156	8909	8294	10351
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5954	5376	7280	6658	8677
其他流动负债	1795	1781	1629	1635	1674
非流动负债	345	221	228	224	226
长期借款	0	0	-0	-1	-1
其他非流动负债	345	221	229	225	227
负债合计	8094	7377	9138	8518	10577
少数股东权益	20	-7	-25	-50	-81
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2813	2813	2813	2813	2813
留存收益	6295	5584	5745	5927	6135
归属母公司股东权益	11663	10901	11403	11771	12447
负债和股东权益	19778	18271	20516	20239	22942

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2076	1176	3871	-1214	4755
净利润	1485	610	1023	1286	1520
折旧摊销	269	265	210	193	208
财务费用	-103	-54	-124	-91	-126
投资损失	-74	-12	-42	-27	-35
营运资金变动	-306	-546	2837	-2485	3250
其他经营现金流	805	913	-34	-90	-62
投资活动现金流	-482	1867	-1118	511	-254
资本支出	199	111	-7	-91	-104
长期投资	-312	1971	1	0	0
其他投资现金流	-594	3949	-1124	421	-358
筹资活动现金流	-1672	-1646	-608	-854	-748
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-0	-0	-0
普通股增加	-4	0	0	0	0
资本公积增加	32	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1700	-1646	-607	-854	-748
现金净增加额	-74	1396	2145	-1558	3752

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15420	13331	15020	16685	18431
营业成本	8853	7825	8741	9627	10592
营业税金及附加	122	63	95	92	109
营业费用	3381	3262	3605	3921	4294
管理费用	621	590	646	701	774
研发费用	317	295	300	334	369
财务费用	-103	-54	-124	-91	-126
资产减值损失	-333	-541	450	450	450
其他收益	119	66	0	0	0
公允价值变动收益	15	99	57	78	68
投资净收益	74	12	42	27	35
资产处置收益	-42	0	0	0	0
营业利润	1929	871	1406	1757	2072
营业外收入	6	8	6	7	7
营业外支出	14	16	15	15	15
利润总额	1922	864	1398	1749	2064
所得税	438	254	374	463	544
净利润	1485	610	1023	1286	1520
少数股东损益	-2	-27	-18	-25	-32
归属母公司净利润	1486	637	1041	1311	1551
EBITDA	2042	938	1385	1710	2007
EPS(元)	0.55	0.24	0.39	0.49	0.58

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	1.4	-13.5	12.7	11.1	10.5
营业利润(%)	74.6	-54.8	61.3	25.0	17.9
归属于母公司净利润(%)	84.5	-57.1	63.5	25.9	18.4
获利能力					
毛利率(%)	42.6	41.3	41.8	42.3	42.5
净利率(%)	9.6	4.8	6.9	7.9	8.4
ROE(%)	12.7	5.6	9.0	11.0	12.3
ROIC(%)	11.2	4.2	7.4	9.3	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	40.4	44.5	42.1	46.1
净负债比率(%)	-37.8	-54.7	-73.0	-57.6	-84.9
流动比率	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8
速动比率	1.3	1.2	1.4	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	10.8	9.8	12.3	11.3	13.0
应付账款周转率	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.24	0.39	0.49	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.44	1.44	-0.45	1.76
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.05	4.23	4.37	4.62
估值比率					
P/E	10.7	25.1	15.3	12.2	10.3
P/B	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.0	9.3	3.9	4.3	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn