

森马服饰(002563)

报告日期: 2023年04月28日

## 扣非归母净利润大增 58%，库存周转持续改善

### ——森马服饰点评

#### 投资要点

- 公司发布 23 年一季报，单季度收入/归母净利润/扣非归母净利润-9.3%/+48.9%/+58.3%至 30.0/3.1/2.9 亿，开年表现亮眼。
- 流水端逐月改善，加盟商信心逐步修复  
公司全系统终端零售流水 1 月/2 月/3 月同比-10.8%/+1.3%/+6.9%，呈现逐月改善的趋势，全渠道零售 1-3 月累计流水同比-4.1%，环比降幅收窄。此外，受订货周期时点影响，1-3 月批发业务呈现高单位数的下滑，但也呈现逐月改善的趋势。未来，伴随加盟商信心恢复，新的订货周期到来，配发业务对营收的正向影响值得期待。
- 毛利率同比提升，库存持续改善  
23Q1，公司毛利率同比+1.7pp 至 44.3%，我们预计主要与终端折率改善有关。费用率角度而言，销售费用率/管理费用率/财务费用率同比-0.7pp/-0.2pp/-0.6pp；其中，销售费用/管理费用绝对额同比-5.9%/-12.3%，公司成本管控与精细化运营管理效果显著。  
截至 23 年 Q1 末，公司存货为 33.7 亿，环比-12.4%，同比-16.8%，改善趋势明显；库存减少带动本期资产减值损失-44.5%至 0.8 亿元。  
毛利率提升、费用率下降、库存改善带动净利率同比提升 4.3pp 至 10.4%，接近 21 年同期 10.6%高位水平。
- 布局新零售业务，全面加强成本意识，渠道拓展积极  
新零售业务方面，公司线上线下同款同价 O2O 占比自 30%进一步提高至 40%，有望带动零售系统毛利率持续改善。  
同时，公司数字化建设成果逐步显现，成本意识全面加强，有望带动内部管理效率持续提升。  
公司预计 2023 年全年净开店 200-300 家，相关部门和团队会结合市场情况做出相应的落实和调整。
- 盈利预测与估值：  
公司深耕服饰行业多年，拥有丰富的供应链资源、充足的现金储备、优秀的人才团队和具有广泛影响力的产品品牌。我们预计公司 23/24/25 年实现归母净利润 9.70/11.19/12.81 亿，同比增速+52.2%/+15.4%/+14.5%，对应 PE 分别为 17X/15X/13X，作为休闲服饰与童装行业的绝对龙头，维持“买入”评级。
- 风险提示：终端消费力下滑；消费者偏好变化；

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,331	14,956	16,576	18,284
(+/-) (%)	-13.54%	12.19%	10.83%	10.30%
归母净利润	637	970	1,119	1,281
(+/-) (%)	-57.15%	52.21%	15.44%	14.47%
每股收益(元)	0.24	0.36	0.42	0.48
P/E	25.8	17.0	14.7	12.8

资料来源：浙商证券研究所

#### 投资评级：买入(维持)

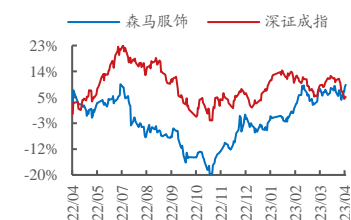
分析师：马莉  
执业证书号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨  
执业证书号：S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 6.11
总市值(百万元)	16,460.89
总股本(百万股)	2,694.09

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《告别低谷，蓄力迎春》  
2023.04.12
- 2 《积极改善库存，短期利润承压——森马服饰三季报点评》  
2022.11.01
- 3 《业绩短期承压，期待改革成效——森马服饰点评报告》  
2022.08.30

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>13,670</b>	<b>14,142</b>	<b>14,729</b>	<b>15,284</b>
现金	6,369	6,773	7,138	7,594
交易性金融资产	1,247	1,247	1,247	1,247
应收账款	1,263	1,255	1,438	1,413
其它应收款	53	74	74	74
预付账款	161	172	232	195
存货	3,847	3,922	3,901	4,061
其他	729	700	700	700
<b>非流动资产</b>	<b>4,601</b>	<b>3,928</b>	<b>3,944</b>	<b>3,976</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,811	2,057	2,030	1,999
无形资产	390	409	382	374
在建工程	390	409	382	374
其他	2,011	1,053	1,149	1,229
<b>资产总计</b>	<b>18,271</b>	<b>18,070</b>	<b>18,673</b>	<b>19,260</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,156</b>	<b>6,204</b>	<b>6,482</b>	<b>6,703</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,744	2,213	2,470	2,577
预收账款	0	0	0	0
其他	5,412	3,991	4,012	4,126
<b>非流动负债</b>	<b>221</b>	<b>308</b>	<b>307</b>	<b>308</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	221	308	307	308
<b>负债合计</b>	<b>7,377</b>	<b>6,512</b>	<b>6,789</b>	<b>7,011</b>
少数股东权益	(7)	14	14	14
归属母公司股东权益	10,901	11,544	11,870	12,235
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,271</b>	<b>18,070</b>	<b>18,673</b>	<b>19,260</b>

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,176</b>	<b>1,282</b>	<b>1,433</b>	<b>1,691</b>
净利润	610	956	1,105	1,263
折旧摊销	210	100	111	122
财务费用	85	(200)	(210)	(221)
投资损失	(12)	(51)	(51)	(51)
营运资金变动	(546)	(84)	(110)	(49)
其它	829	562	587	627
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,867</b>	<b>(103)</b>	<b>(172)</b>	<b>(211)</b>
资本支出	111	87	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他	(1,979)	15	72	111
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,646)</b>	<b>(776)</b>	<b>(895)</b>	<b>(1,025)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1,646	776	895	1,025
<b>现金净增加额</b>	<b>1,396</b>	<b>404</b>	<b>365</b>	<b>456</b>

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>13,331</b>	<b>14,956</b>	<b>16,576</b>	<b>18,284</b>
营业成本	7,825	8,756	9,687	10,667
营业税金及附加	63	70	78	86
营业费用	3,262	3,612	4,002	4,383
管理费用	590	645	694	753
研发费用	294	329	365	402
财务费用	(54)	(200)	(210)	(221)
资产减值损失	(541)	(615)	(644)	(685)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	12	51	51	51
其他经营收益	120	102	113	112
<b>营业利润</b>	<b>871</b>	<b>1,283</b>	<b>1,481</b>	<b>1,692</b>
营业外收支	(8)	(8)	(8)	(8)
<b>利润总额</b>	<b>864</b>	<b>1,275</b>	<b>1,473</b>	<b>1,684</b>
所得税	254	319	368	421
<b>净利润</b>	<b>610</b>	<b>956</b>	<b>1,105</b>	<b>1,263</b>
少数股东损益	(27)	(13)	(14)	(18)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>637</b>	<b>970</b>	<b>1,119</b>	<b>1,281</b>
EBITDA	1,919	2,044	2,305	2,603
EPS (最新摊薄)	0.24	0.36	0.42	0.48

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-13.54%	12.19%	10.83%	10.30%
营业利润	-54.84%	47.28%	15.44%	14.19%
归属母公司净利润	-57.15%	52.21%	15.44%	14.47%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.30%	41.45%	41.56%	41.66%
净利率	4.78%	6.48%	6.75%	7.01%
ROE	5.64%	8.64%	9.55%	10.62%
ROIC	10.72%	12.61%	13.84%	15.19%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.38%	36.04%	36.36%	36.40%
净负债比率	67.72%	56.34%	57.12%	57.24%
流动比率	1.91	2.28	2.27	2.28
速动比率	1.35	1.62	1.63	1.65
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.70	0.82	0.90	0.96
应收账款周转率	9.76	10.00	10.00	10.00
应付账款周转率	1.38	1.60	1.70	1.80
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.36	0.42	0.48
每股经营现金	0.44	0.48	0.53	0.63
每股净资产	4.05	4.28	4.41	4.54
<b>估值比率</b>				
P/E	25.84	16.98	14.71	12.85
P/B	1.51	1.43	1.39	1.35
EV/EBITDA	8.58	8.05	7.14	6.32

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>