

森马服饰 (002563)

2023 年一季报点评: 收入降幅收窄、净利大增, 业绩超预期

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

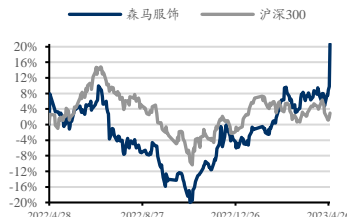
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,331	14,598	16,026	17,576
同比	-14%	10%	10%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	637	1,048	1,414	1,628
同比	-57%	65%	35%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.24	0.39	0.52	0.60
P/E (现价&最新股本摊薄)	28.42	17.27	12.80	11.12

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **公司公告 2023 年一季报:** 23Q1 收入 30.02 亿元/yoy-9.29%、归母净利润 3.11 亿元/yoy+48.85%、扣非归母净利润 2.92 亿元/yoy+58.34%。随国内疫情影响减小、消费环境回暖, 23Q1 公司收入下滑幅度较 22 年的双位数下滑环比收窄; 净利实现大幅增长、表现好于收入, 主因毛利率提升、费用率下降、其他损益项目同比改善。
- **流水逐月改善趋势明显, 23Q1 巴拉表现好于森马。** 1) **分月度看,** 1/2/3/月公司全渠道零售额分别同比-10.8%/+1.3%/+6.9%、累计同比-4%, 4 月前 27 天同比+24%, 逐月改善趋势明显。整体来看零售表现好于报表营收, 主因 23Q1 批发收入同比下滑高个位数 (23Q1 的批发业务货品为 22Q4 提前预定)、拖累报表营收。2) **分品牌看,** 23Q1 巴拉表现好于森马、森马品牌环比延续净关店, 截至 23Q1 末公司门店 8127 家 (森马 2738+巴拉 5389 家)、较 22 年末环比净减 13 家 (森马-13 家、巴拉持平), 公司预计 23 年随消费环境回暖、有望恢复净开店 (200-300 家)。
- **毛利率提升、费用率下降, 归母净利率明显提升。** 1) **毛利率:** 23Q1 毛利率同比+1.69pct 至 44.34%, 主因市场环境回暖、公司折扣减轻, 同时在全域融合战略推进下、线上线下同款同价产品占比提升、带动毛利率改善。2) **期间费用率:** 23Q1 同比-1.55pct 至 28.11%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.70/-0.15/-0.06/-0.65pct 至 23.40%/4.28%/1.36%/-0.93%, 其中销售费用率下降主因 23Q1 净关店幅度较 22Q1 缩小、相关费用损失减小, 管理费用率下降主因公司员工规模收缩, 财务费用率下降主因贴现利息减少。3) **其他损益项目:** 23Q1 资产减值损失 8130 万元/22Q1 为 1.5 亿元、主因库存减少; 信用减值损失冲回 1545 万元/22Q1 为-3468 万元、主因应收账款减少; 其他收益 1382 万元/yoy+226%, 主因政府补助增加。4) **归母净利率:** 综合上述变化, 23Q1 归母净利率同比+4.05pct 至 10.36%。
- **存货下降, 经营活动现金流净额同比转正, 营运情况优化。** 1) **存货:** 截至 23Q1 末存货 33.7 亿元/yoy-16.8%, 较 22 年末的 38.5 亿元明显降低。截至 23Q1 存货周转天数 194 天、较 22Q1 增加 3 天、较 22 年末增加 13 天, 存货周转有待进一步优化。2) **现金流:** 23Q1 经营活动现金流净额 3.89 亿元/较 22Q1 的-561.5 万元同比转正, 主因采购贷款及费用支出减少。截至 23Q1 末货币资金 70.44 亿元/yoy+10.59%, 资金充沛。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内童装+休闲装双龙头, 22 年受疫情冲击业绩承压, 23Q1 随疫情放开收入下滑幅度收窄、净利端在各项盈利指标改善下同同比大幅增长。Q1 零售流水表现好于收入端, 且呈逐月改善趋势, 反映服装终端消费环境持续回暖、公司复苏趋势向好。考虑 23Q1 业绩超预期, 我们将 23-25 年归母净利润从 9.8/12/14 亿元上调至 10.5/14.1/16.3 亿元, 对应 PE 为 17/13/11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国内疫情反复, 经济疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.72
一年最低/最高价	4.39/6.72
市净率(倍)	1.61
流通 A 股市值(百万元)	12,613.02
总市值(百万元)	18,104.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.16
资产负债率(% ,LF)	36.24
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	1,876.94

相关研究

《森马服饰(002563): 2022 年报点评: 疫情下业绩承压, 23 年复苏可期》

2023-04-05

《森马服饰(002563): 2022 年三季报点评: Q3 业绩降幅收窄, 库存压力仍存》

2022-11-02

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,670	13,765	15,985	17,054	营业总收入	13,331	14,598	16,026	17,576
货币资金及交易性金融资产	7,616	7,699	9,885	10,653	营业成本(含金融类)	7,825	8,501	9,228	10,057
经营性应收款项	1,424	1,247	1,431	1,337	税金及附加	63	58	64	70
存货	3,847	3,982	3,871	4,210	销售费用	3,262	3,504	3,846	4,218
合同资产	0	0	0	0	管理费用	590	584	561	615
其他流动资产	782	837	798	855	研发费用	295	292	321	352
非流动资产	4,601	5,088	5,544	5,961	财务费用	-54	-85	-78	-104
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	66	73	80	88
固定资产及使用权资产	2,267	2,542	2,812	3,071	投资净收益	12	0	0	0
在建工程	16	8	4	2	公允价值变动	99	0	0	0
无形资产	390	360	330	300	减值损失	-656	-350	-240	-240
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	58	58	58	58	营业利润	871	1,467	1,925	2,215
其他非流动资产	1,869	2,119	2,339	2,529	营业外净收支	-8	-5	-7	-7
资产总计	18,271	18,853	21,529	23,014	利润总额	864	1,462	1,918	2,208
流动负债	7,156	6,700	7,977	7,849	减:所得税	254	424	518	596
短期借款及一年内到期的非流动负债	198	198	198	198	净利润	610	1,038	1,400	1,612
经营性应付款项	5,376	4,834	6,031	5,815	减:少数股东损益	-27	-10	-14	-16
合同负债	117	170	185	201	归属母公司净利润	637	1,048	1,414	1,628
其他流动负债	1,466	1,498	1,563	1,636	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.39	0.52	0.60
非流动负债	221	221	221	221	EBIT	744	1,832	2,147	2,422
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,272	2,346	2,680	2,975
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.30	41.77	42.42	42.78
租赁负债	183	183	183	183	归母净利率(%)	4.78	7.18	8.82	9.26
其他非流动负债	38	38	38	38	收入增长率(%)	-13.54	9.51	9.78	9.67
负债合计	7,377	6,922	8,198	8,071	归母净利润增长率(%)	-57.15	64.55	34.90	15.14
归属母公司股东权益	10,901	11,949	13,363	14,991					
少数股东权益	-7	-17	-31	-47					
所有者权益合计	10,894	11,932	13,332	14,944					
负债和股东权益	18,271	18,853	21,529	23,014					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,176	1,199	3,254	1,816	每股净资产(元)	4.05	4.44	4.96	5.56
投资活动现金流	1,867	-1,605	-1,557	-1,537	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	-1,646	-11	-11	-11	ROIC(%)	4.48	11.03	12.04	12.18
现金净增加额	1,396	-417	1,686	268	ROE-摊薄(%)	5.84	8.77	10.58	10.86
折旧和摊销	528	513	533	554	资产负债率(%)	40.38	36.71	38.08	35.07
资本开支	-111	-805	-807	-807	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.42	17.27	12.80	11.12
营运资本变动	-546	-718	1,062	-608	P/B (现价)	1.66	1.52	1.35	1.21

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

