

森马服饰(002563.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

汲肖飞 纺服&化妆品行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

组织精简效率提升, 盈利能力显著改善

2023年8月29日

事件: 2023H1 公司实现营业收入 55.60 亿元, 同降 1.44%; 归母净利润 5.16 亿元, 同增 393.94%; 扣非净利润 4.80 亿元, 同增 1818.22%, EPS 为 0.19 元。2023Q2 公司实现营业收入、归母净利润 25.58 亿元、2.05 亿元, 同增 9.71%、295.81%。公司深化渠道布局、组织精简提效, 提升经营效率, 23H1 盈利能力显著提升。

点评:

- **儿童服饰业务增长亮眼, 多元化渠道结构提质提效。**公司持续推动品牌运营、产品创新、精益零售、供应链和数智化的建设, 不断提升经营效率。2023H1 公司休闲服饰、儿童服饰业务实现营收 16.84 亿元、38.25 亿元, 同增-15.06%、同增 6.34%, 总体营收基本保持稳定。分渠道看, 23H1 公司线上、线下分别实现销售额 26.07 亿元、29.02 亿元, 同增-6.39%、3.83%。渠道方面, 公司采取直营、加盟与联营相结合、线上与线下互补的多元化营销网络发展模式, 23H1 公司积极调整线下渠道结构, 关闭低效店铺, 提升店铺运营效率, 截至 23H1 直营、加盟、联营店铺数分别为 699、7371、66 家, 同比增加 33 家、346 家、16 家。线上方面, 公司在淘宝、天猫、唯品会、抖音等平台开设线上店铺, 23H1 天猫、抖音平台销售额分别达 17.35 亿、10.34 亿, 线上销售占比为 66.55%、39.66%。
- **品牌心智强化抬升毛利率, 运营效率提高强化盈利能力。**公司围绕优势品类, 持续推进全域场景化营销, 打造运动美学和功能性产品的品牌心智, 带动毛利率有所提升, 2023H1 公司整体毛利率为 44.64%, 同增 3.50PCT, 其中休闲服饰、儿童服饰毛利率分别同增 1.53PCT、4.32PCT 至 40.64%、46.43%。期间费用方面, 23H1 公司销售费用率同降 2.52PCT 至 25.20%, 主要系 23H1 广告宣传费及服务费同比减少所致。财务费用方面, 受 23H1 定期存款到期利息收入增加影响, 公司财务收入增加, 带动财务费用率同降 1.04PCT 至-1.41%。23H1 公司管理费用率同降 0.11PCT 至 5.02%, 基本持平。综上所述, 23H1 公司实现归母净利润 5.16 亿元, 同增 393.94%, 业绩表现亮眼。存货方面, 23H1 公司存货为 31.75 亿元, 同比下降 17.47%, 存货周转天数同比减少 13 天至 207 天, 主要本期货品采购同比减少影响。
- **组织精简运营提效, 全渠道融合扩大品牌声量。**公司持续推动柔性供应链、组织精简提效建设, 提升经营效能。产品方面, 公司强化产品经理制度, 优化并完善全链路工作流程, 产品线以效率为先, 经营质量显著提升。同时森马品牌进一步加强消费者洞察, 提高拳头产品竞争力, 头部款规模及周转效率显著提升。营销方面, 公司加强全渠道融合, 聚焦心智品类, 打造爆品, 进一步实现品牌声量提升。公司在线上加强新兴平台营销力度、在线下增加门店翻新及形象升级, 有效增加品牌声量的同时, 提升消费者购物体验。渠道方面, 公司在线下

持续加强精细化运营，提升门店坪效，推进数字化门店建设；在线上积极建设新零售能力，拓展内容电商和直播渠道，赋能零售商自播和店播能力。

- **盈利预测与投资评级：**公司业绩改善符合预期，我们预测 2023-25 年归母净利润为 10.71/14.98/17.07 亿元，目前股价对应 23 年 15.6 倍 PE。我们看好公司持续提升精细化运营能力，在产品创新、品牌运营、供应链管理、数字化升级等方面不断升级，业绩增长弹性较大，维持“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧风险，存货减值风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15,420	13,331	14,200	15,601	17,218
增长率 YoY %	1.4%	-13.5%	6.5%	9.9%	10.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,486	637	1,071	1,498	1,707
增长率 YoY%	84.5%	-57.1%	68.1%	39.8%	14.0%
毛利率%	42.6%	41.3%	42.1%	42.4%	42.7%
净资产收益率 ROE%	12.7%	5.8%	9.4%	11.6%	11.7%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.24	0.40	0.56	0.63
市盈率 P/E(倍)	11.24	26.22	15.60	11.15	9.78
市净率 P/B(倍)	1.43	1.53	1.46	1.29	1.14

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	15,087	13,670	13,591	15,757	16,703	
货币资金	4,973	6,369	7,152	8,821	9,540	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,452	1,263	1,681	1,749	1,815	
预付账款	201	161	174	196	217	
存货	4,024	3,847	2,551	2,942	3,085	
其他	4,438	2,029	2,032	2,048	2,046	
非流动资产	4,691	4,601	4,818	5,260	5,820	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,948	1,811	2,053	2,537	3,157	
无形资产	431	390	380	370	345	
其他	2,312	2,401	2,386	2,353	2,318	
资产总计	19,778	18,271	18,409	21,017	22,523	
流动负债	7,749	7,156	6,764	7,877	7,676	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	3,082	3,631	3,224	3,767	3,356	
应付账款	2,872	1,744	1,683	2,062	1,993	
其他	1,795	1,781	1,857	2,049	2,327	
非流动负债	345	221	221	221	221	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	345	221	221	221	221	
负债合计	8,094	7,377	6,985	8,099	7,897	
少数股东权益	20	-7	-9	-12	-12	
归属母公司	11,663	10,901	11,433	12,930	14,638	
负债和股东权益	19,778	18,271	18,409	21,017	22,523	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	15,420	13,331	14,200	15,601	17,218	
同比	1.4%	-13.5%	6.5%	9.9%	10.4%	
归属母公司净利润	1,486	637	1,071	1,498	1,707	
同比	84.5%	-57.1%	68.1%	39.8%	14.0%	
毛利率(%)	42.6%	41.3%	42.1%	42.4%	42.7%	
ROE%	12.7%	5.8%	9.4%	11.6%	11.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.24	0.40	0.56	0.63	
P/E	11.24	26.22	15.60	11.15	9.78	
P/B	1.43	1.53	1.46	1.29	1.14	
EV/EBITDA	7.08	6.39	5.04	3.22	2.43	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	15,420	13,331	14,200	15,601	17,218	
营业成本	8,853	7,825	8,226	8,988	9,862	
营业税金及附加	122	63	114	62	69	
销售费用	3,381	3,262	3,493	3,744	4,046	
管理费用	621	590	738	686	689	
研发费用	317	295	355	328	344	
财务费用	-103	-54	-118	-134	-167	
减值损失合计	-333	-541	-303	-330	-342	
投资净收益	74	12	57	62	121	
其他	-40	51	181	134	86	
营业利润	1,929	871	1,327	1,793	2,239	
营业外收支	-7	-8	200	200	200	
利润总额	1,922	864	1,527	1,993	2,439	
所得税	438	254	458	498	732	
净利润	1,485	610	1,069	1,495	1,707	
少数股东损益	-2	-27	-2	-3	0	
归属母公司净利润	1,486	637	1,071	1,498	1,707	
EBITDA	2,312	1,272	1,969	2,567	3,103	
EPS(当年)(元)	0.55	0.24	0.40	0.56	0.63	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	2,076	1,176	2,159	2,878	2,119	
净利润	1,485	610	1,069	1,495	1,707	
折旧摊销	505	528	650	722	810	
财务费用	94	85	9	9	9	
投资损失	-74	-12	-57	-62	-121	
营运资金变动	-306	-546	495	641	-428	
其它	371	511	-7	74	142	
投资活动现金流	-482	1,867	-828	-1,199	-1,391	
资本支出	-189	-111	-275	-639	-865	
长期投资	-312	1,971	-605	-616	-638	
其他	20	8	52	55	112	
筹资活动现金流	-1,672	-1,646	-548	-9	-9	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	110	157	0	0	0	
支付利息或股息	-1,349	-1,348	-548	-9	-9	
现金流净增加额	-74	1,396	783	1,669	719	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。