

# 森马服饰 (002563)

## 23年中报点评: Q2 业绩加速修复, 经营质量持续改善 买入 (维持)

2023年08月29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)	25.93	15.76	11.68	10.14

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **公司公布 2023 年中报:** 23H1 收入 55.60 亿元/yoy-1.44%、归母净利 5.16 亿元/yoy+393.94%、扣非归母净利 4.80 亿元/yoy+1818.22%。扣非净利大增主因毛利率同比+3.50pct、费用率同比-3.94pct, 归母净利增幅低于扣非、主因 22H1 投资净收益 4533 万元增厚净利 (23H1 仅 184 万元)。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别为 30.02/25.60 亿元、分别同比-9.29%/+9.71%, 归母净利润分别为 3.11/2.05 亿元、分别同比+48.85%/扭亏, Q2 营收增长转正、并在毛利率提升及费用率下降带动下归母净利润顺利扭亏、实现较好盈利。
- **分产品看, 童装收入增长、休闲装下滑。** 23H1 休闲装/童装收入分别为 16.84/38.25 亿元、分别同比-15.1%/+6.3%、占比 30%/69%。截至 23H1 休闲装/童装门店分别 2694/5442 家、较 22 年末-57/+53 家、较 22H1 末-146/-86 家 (对应同比-5.4%/1.6%)。同比看童装及休闲装仍处净关店状态、童装关店幅度相对较小, 环比看童装已恢复净开店 (Q1 环比持平、集中在 Q2 净开), 带动上半年童装收入先于休闲装恢复正增长、并带动单 Q2 公司整体营收增长转正, 我们预计下半年休闲装有望恢复净开店、童装进一步开店。
- **分渠道看, 线上小幅下滑, 线下直营增长较快。** 23H1 线上/直营/加盟/联营收入分别同比-6.4%/+22%/+7.4%/-65.6%、收入分别占比 47%/12%/39%/2%。**1) 线下方面,** 截至 23H1 末直营/加盟/联营门店分别为 699/7371/66 家、分别较 22 年末-24/+35/-15 家、较 22H1 末-68/-155/-9 家 (对应同比-8.9%/-2.1%/-12%), 同比看线下全渠道净关店、其中直营和联营关店幅度相对较大, 环比看加盟已经恢复净开店, 开店趋势有所改善、预计下半年进一步改善。**2) 线上方面,** 23H1 收入小幅下滑, 一方面因弱消费环境下线下消费恢复对线上形成一定影响, 另一方面公司从 22 年 8 月起开始“全域融合”改革, 倡导线上线下全渠道健康增长、提升线上线下同款同价比例, 亦对线上销售形成一定影响。
- **毛利率提升、费用率下降, 净利率明显提升, 经营质量持续改善。****1) 毛利率:** 23H1 毛利率同比+3.5pct 至 44.64% (Q1/Q2 分别同比+1.69/+5.99pct 至 44.34%/44.98%), 主因折扣减轻+全域融合下休闲装及童装毛利率均同比改善, 同时高毛利童装占比提升, 单 Q2 毛利率提升较多主因同期基数偏低。**2) 期间费用率:** 23H1 同比-3.94pct 至 30.61% (Q1/Q2 分别同比-1.55/-7.94pct 至 28.11%/33.55%), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.52/-0.11/-0.26/-1.04pct 至 25.2%/5.02%/1.8%/-1.41%, 销售费用率下降较多主因广告宣传费减少及联营业务收缩带动相关服务费减少、财务费用率下降主因固定存利息增加, 单 Q2 下降幅度较大主因同期基数偏高。**3) 归母净利率:** 结合其他项目变动 (23H1/22H1 资产减值损失分别为-1.3/-2.9 亿元、信用减值损失分别为+1216/-3438 万元、投资收益分别为 184/4533 万元等), 23H1 归母净利率同比+7.42pct 至 9.27%, Q1/Q2 分别同比+4.05/+12.48pct 至 10.36%/8%。**4) 存货:** 23H1 末存货 31.8 亿元/yoy-20%、存货周转天数同比-12 天至 205 天, 存货周转加快。截至 23H1 末一年以上存货占比 50%、较 22 年末+9pct、公司预计下半年进一步通过双十一等活动消化库存。**5) 现金流:** 23H1 经营活动现金流净额 8.4 亿元/同比转正, 账面资金 72 亿元、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, 23H1 随国内消费回暖收入降幅显著收窄, 毛利率提升、费用率下降、归母净利同比大增, 单 Q2 收入恢复正增、净利同比扭亏、实现较好盈利, 22 年 8 月公司提出的“全域融合”改革开始显效, 盈利能力与运营质量明显提升。7 月全渠道终端零售流水同比-5.6%、8 月前 27 日同比+4%, 呈改善趋势。我们认为下半年销售收入有望在净开店带动下进一步改善、全年利润率较 22 年显著改善。我们维持 23-25 年归母净利润 10.5/14.1/16.3 亿元的预测、对应 PE16/12/10X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费及经济疲软, 疫情反复。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.13
一年最低/最高价	4.39/7.02
市净率(倍)	1.52
流通 A 股市值(百万元)	10,910.67
总市值(百万元)	16,514.77

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.05
资产负债率(% ,LF)	35.49
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	1,779.88

### 相关研究

《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》

2023-04-29

《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

表1: 23H1 公司收入、门店、毛利率按产品和渠道划分情况

	23H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营 收比重	门店数 (家)	门店同比净 变动(家)	门店环比净 变动(家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
营收	5,560	-1.4%	100.0%	8136	-232	-4	44.64%	3.50pct
分产品								
休闲	1,684	-15.1%	30.3%	2,694	-146	-57	40.6%	1.53pct
童装	3,825	6.3%	68.8%	5,442	-86	53	46.4%	4.32pct
其他	51	-16.9%	0.9%	/	/	/	42.1%	-7.73pct
分渠道								
线上	2,607	-6.4%	46.9%	/	/	/	41.68%	4.38pct
直营	670	22.0%	12.1%	699	-68	-24	70.39%	4.51pct
加盟	2,147	7.4%	38.6%	7371	-155	35	39.54%	3.42pct
联营	85	-65.6%	1.5%	66	-9	-15	62.66%	-5.21pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	<b>13,670</b>	<b>13,765</b>	<b>15,985</b>	<b>17,054</b>	<b>营业总收入</b>	<b>13,331</b>	<b>14,598</b>	<b>16,026</b>	<b>17,576</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>4,601</b>	<b>5,088</b>	<b>5,544</b>	<b>5,961</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>871</b>	<b>1,467</b>	<b>1,925</b>	<b>2,215</b>
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)
<b>资产总计</b>	<b>18,271</b>	<b>18,853</b>	<b>21,529</b>	<b>23,014</b>	<b>利润总额</b>	<b>864</b>	<b>1,462</b>	<b>1,918</b>	<b>2,208</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,156</b>	<b>6,700</b>	<b>7,977</b>	<b>7,849</b>	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	<b>净利润</b>	<b>610</b>	<b>1,038</b>	<b>1,400</b>	<b>1,612</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>637</b>	<b>1,048</b>	<b>1,414</b>	<b>1,628</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>7,377</b>	<b>6,922</b>	<b>8,198</b>	<b>8,071</b>	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)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,894</b>	<b>11,932</b>	<b>13,332</b>	<b>14,944</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,271</b>	<b>18,853</b>	<b>21,529</b>	<b>23,014</b>					

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)	25.93	15.76	11.68	10.14
营运资本变动	(546)	(718)	1,062	(608)	P/B(现价)	1.52	1.38	1.24	1.10

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>