

# 森马服饰 (002563)

## 2022 年报点评: 疫情下业绩承压, 23 年复苏可期

买入 (上调)

2023 年 04 月 05 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

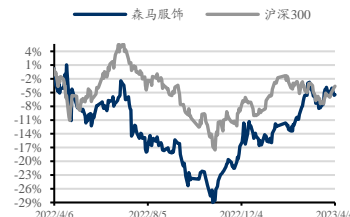
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,331	14,598	16,026	17,576
同比	-14%	10%	10%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	637	975	1,199	1,395
同比	-57%	53%	23%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.24	0.36	0.45	0.52
P/E (现价&最新股本摊薄)	25.08	16.39	13.32	11.45

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **公司公布 2022 年报:** 2022 年营收 133.31 亿元/yoy-13.54%、归母净利润 6.37 亿元/yoy-57.15%。分季度看, 22Q1-Q4 营收分别同比-0.03%/-27.28%/-5.79%/-18.71%、归母净利润分别同比-40.74%/-133.43%/-39.82%/-32.76%。全年看收入端在疫情下均有所承压, 其中 Q2/Q4 疫情封控较严重及 Q4 解封后短期冲击影响下收入下滑幅度较大, 利润端受毛利率下滑+费用率上升拖累, 下滑幅度超过收入端。
- **分产品看, 休闲服、童装收入均双位数下滑, 均处净关店。** 22 年休闲服收入 42.82 亿元/yoy-14.8%/占比 32%、童装收入 89.3 亿元/yoy-13.0%/占比 67%。截至 22 年末休闲服/童装门店分别为 2751/5389 家、分别较 21 年末-72/-355 家、对应同比-2.6%/-6.2%。童装渠道虽进入调整阶段, 但童装门店基数较大、小店较多, 因此疫情下的调整优化有助门店整体质量和竞争力提升、为应对市场回暖做好准备。23 年公司计划净增 200-300 家门店/同增 2.5%-3.7%, 其中巴拉净增 200+家、森马净增近 100 家。23 年 3 月两品牌终端流水增长均已转正、其中巴拉增速更高。
- **分渠道看, 线下下滑较多、线上持平略降、继续推进全域融合改革。** 22 年线上/直营/加盟/联营收入分别同比-0.1%/-17.7%/-22.7%/-45.5%, 收入分别占比 48%/9%/39%/3%。**1) 线下全渠道净关店:** 截至 22 年末直营/加盟/联营门店分别为 723/7336/81 家、分别较 21 年末-58/-76/-293 家, 联营模式关店较多, 部分因转回加盟 (疫情初期公司为扶持部分加盟门店与其共同经营记为联营模式, 后期经营好转后转回加盟)、部分则因经营承压关店。**2) 线上 22 年持平略降:** 线上 22 年亦受到疫情影响, 此外 22 年提出“全域融合”改革主题, 倡导线上线下全渠道健康增长、快速提升线上线下同款同价比例 (22 年从上半年的 30%提升至年末的 40%), 对线上形成一定影响。
- **毛利率下降、费用率上升, 库存和现金流压力有望逐步缓解。****1) 毛利率:** 22 年毛利率同比-1.3pct 至 41.3%, 其中线上/直营/加盟/联营毛利率分别同比+1.4/-1.3/-2.7/-2.4pct 至 38.8%/65.1%/37.3%/68.3%, 线上在“全域融合”策略下毛利率逆势提升, 加盟/联营毛利率下降较多、主因公司在消费疲弱环境下加大对加盟商支持。**2) 期间费用率:** 22 年期间费用率同比+3.4pct 至 30.7%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.5/+0.4/+0.2/+0.3pct 至 24.5%/4.4%/2.2%/-0.4%, 销售费用率提升较多主因疫情下费用偏刚性。**3) 存货:** 22 年末存货 38.5 亿元/yoy-4.4%、存货周转天数同比增加 48 天至 181 天, 1 年内存货占比 59%、较年初的 84%有所下降, 22 年计提存货减值损失 5.4 亿元、对 1 年以上存货 (如 21 年秋冬装) 进行了充分计提。23 年以来公司终端销售趋势向好、积极消化库存, 此外 22 年增加了出口业务, 亦可在 23 年帮助进一步消化库存。**4) 现金流:** 22 年经营活动现金流净额 11.8 亿元/yoy-43.4%、同比下滑, 但全年逐季改善、Q3 扭负转正、体现经营质量好转, 当前账上货币资金 64 亿元, 资金充沛。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内童装+休闲服双龙头, 22 年受疫情冲击较大, 收入双位数下滑、净利下滑幅度较大。22 年公司提出“全域融合、组织重构、流程再造”, 致力于提升经营管理效率。23 年 1-3 月公司全渠道流水分别同比-10.8%/+1.3%/+6.9%、累计同比-4%, Q1 流水虽尚未恢复正增长、但逐月改善趋势明显、其中线下 3 月已恢复至双位数增长。Q2 在低基数下有望迎来较大幅度反弹, 下半年进入无疫情影响的订货周期, 预计加盟渠道收入有望恢复正常增长。考虑 22Q4 疫情影响, 我们将 23-24 年归母净利润从 10.7/12.5 亿元分别下调至 9.8/12.0 亿元、增加 25 年预测值 14.0 亿元, 对应 22-25 年 PE 分别为 16/13/11X。考虑公司 23 年以来趋势向好, 业绩有望迎来较大幅度反弹, 上调评级为“买入”。
- **风险提示:** 疫情恶化, 经济疲软, 库存压力缓解不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.93
一年最低/最高价	4.39/6.94
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	11,130.24
总市值(百万元)	15,975.95

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.05
资产负债率(% ,LF)	40.38
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(002563): 2022 年中报点评: 上半年业绩压力较大, 期待全域融合助力复苏》

2022-08-27

表1: 2022年森马服饰收入、门店、毛利率按行业、渠道、产品拆分情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店同比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	13331.20	-13.5%	100.0%	8140	-427	41.30%	-1.3pct
<b>分行业</b>							
服装	13214.79	-13.6%	99.1%	8140	-427	41.27%	-1.3pct
其他	116.41	-3.2%	0.9%	-	-	45.18%	-1.0pct
<b>分渠道</b>							
线上销售	6454.36	-0.1%	48.4%	-	-	38.80%	1.4pct
直营销售	1152.83	-17.7%	8.6%	723	-58	65.13%	-1.3pct
加盟销售	5268.89	-22.7%	39.5%	7336	-76	37.33%	-2.7pct
联营销售	338.72	-45.5%	2.5%	81	-293	68.30%	-2.4pct
其他	116.41	1.9%	0.9%	-	-	-	-
<b>分产品</b>							
休闲服饰	4281.71	-14.8%	32.1%	2751	-72	39.98%	-0.2pct
儿童服饰	8933.08	-13.0%	67.0%	5389	-355	41.88%	-1.9pct
其他	116.41	1.9%	0.9%	-	-	-	-

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>13,693</b>	<b>15,757</b>	<b>16,545</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	7,626	9,663	10,193	营业成本(含金融类)	7,825	8,501	9,276	10,109
经营性应收款项	1,424	1,247	1,432	1,337	税金及附加	63	58	64	70
存货	3,847	3,982	3,864	4,160	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	642	705	773
其他流动资产	782	837	798	855	研发费用	295	336	369	404
<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	-77	-100
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	-290	-290
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>1,365</b>	<b>1,633</b>	<b>1,899</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>18,780</b>	<b>21,301</b>	<b>22,506</b>	<b>利润总额</b>	<b>864</b>	<b>1,360</b>	<b>1,626</b>	<b>1,892</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,156</b>	<b>6,700</b>	<b>8,033</b>	<b>7,857</b>	减:所得税	254	394	439	511
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>965</b>	<b>1,187</b>	<b>1,381</b>
经营性应付款项	5,376	4,834	6,085	5,819	减:少数股东损益	-27	-10	-12	-14
合同负债	117	170	186	202	<b>归属母公司净利润</b>	<b>637</b>	<b>975</b>	<b>1,199</b>	<b>1,395</b>
其他流动负债	1,466	1,498	1,566	1,638	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.36	0.45	0.52
非流动负债	221	221	221	221	EBIT	744	1,730	1,906	2,159
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,272	2,243	2,440	2,713
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.30	41.77	42.12	42.49
租赁负债	183	183	183	183	归母净利率(%)	4.78	6.68	7.48	7.94
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>8,255</b>	<b>8,078</b>	归母净利润增长率(%)	-57.15	53.05	23.00	16.35
归属母公司股东权益	10,901	11,875	13,075	14,470					
少数股东权益	-7	-17	-28	-42					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,894</b>	<b>11,859</b>	<b>13,046</b>	<b>14,428</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,271</b>	<b>18,780</b>	<b>21,301</b>	<b>22,506</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	1,126	3,105	1,578	每股净资产(元)	4.05	4.41	4.85	5.37
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	10.45	10.84	11.16
现金净增加额	1,396	-490	1,537	30	ROE-摊薄(%)	5.84	8.21	9.17	9.64
折旧和摊销	528	513	533	554	资产负债率(%)	40.38	36.85	38.75	35.89
资本开支	-111	-805	-807	-807	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.08	16.39	13.32	11.45
营运资本变动	-546	-718	1,076	-665	P/B(现价)	1.47	1.35	1.22	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>

