

森马服饰(002563)

报告日期: 2023年04月11日

告别低谷，蓄力迎春

——森马服饰年报点评

投资要点

- 公司发布 22 年业绩，全年营业收入/归母净利润 YOY-13.54%/-57.15%至 133.31 亿元/6.37 亿元；单 Q4 营业收入/归母净利润 YOY-18.71%/-32.76%至 43.89 亿元/3.66 亿元。
- **Q4 费控效果显著，库龄结构有待改善**
Q4 收入端承压，控费效果显著。分季度而言，2022 年公司 Q1/Q2/Q3/Q4 收入端 YOY-0.03%/-27.28%/-5.79%/-18.71%，受零售环境影响，单 Q4 收入下滑明显；积费控举措下，公司 22Q4 期间费用率 26.33%（YOY-2.14pp）。
毛利率方面，线上表现优于线下，休闲表现强于童装。2022 年全年服装主业毛利率 41.27%（YOY-1.29pp），主要原因系供应链原材料价格上涨叠加销售促销力度加大。其中，休闲服饰/儿童服饰 YOY- 0.15pp /-1.86 pp；线上/直营/加盟/联营 YOY+1.44pp/-1.32pp/-2.68pp/-2.36pp。
库龄结构有待改善。截至 22 年年底，公司存货 45.42 亿元（YOY+1.48%），存货周转天数较+30 天至 185 天。库龄一年以内的占比 59.11%，较期初的 83.74%下降了 24.62pp，库龄结构有待改善。
- **终端流水持续改善，全年渠道有望净开 200-300 家**
23 年动销改善趋势明显。公司全系统终端零售流水 1 月/2 月/3 月同比变化-10.8%/+1.3%/+6.9%，全渠道零售 1-3 月累计流水同比-4.1%，且售罄率、零售折率，终端库存及存货结构均有不同程度的改善。
盈利能力有望持续改善。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。
渠道开设计划积极：2022 年公司门店总数净减少 427 家至 8140 家，其中直营/加盟与联营渠道数量分别净变化-58 家/-369 家；休闲/儿童渠道数量分别净变化-72 家/-355 家。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。

盈利预测及估值：

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，同比增速分别为+52.21%/+15.44%/+14.47%，对应 PE 分别为 17/14/13X，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	25.4	16.7	14.4	12.6

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

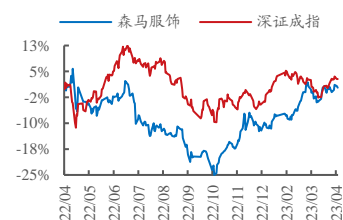
分析师：马莉
 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 6.00
总市值(百万元)	16,164.54
总股本(百万股)	2,694.09

股票走势图



相关报告

- 1 《积极改善库存，短期利润承压——森马服饰三季报点评》 2022.11.01
- 2 《业绩短期承压，期待改革成效——森马服饰点评报告》 2022.08.30
- 3 《疫情反复冲击 Q1 零售，全年力争稳健运营》 2022.05.04

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,670	14,142	14,729	15,284
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
非流动资产	4,601	3,928	3,944	3,976
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
资产总计	18,271	18,070	18,673	19,260
流动负债	7,156	6,204	6,482	6,703
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
非流动负债	221	308	307	308
长期借款	0	0	0	0
其他	221	308	307	308
负债合计	7,377	6,512	6,789	7,011
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
负债和股东权益	18,271	18,070	18,673	19,260

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,176	1,282	1,433	1,691
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
投资活动现金流	1,867	(103)	(172)	(211)
资本支出	111	87	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他	(1,979)	15	72	111
筹资活动现金流	(1,646)	(776)	(895)	(1,025)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1,646	776	895	1,025
现金净增加额	1,396	404	365	456

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,331	14,956	16,576	18,284
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
营业利润	871	1,283	1,481	1,692
营业外收支	(8)	(8)	(8)	(8)
利润总额	864	1,275	1,473	1,684
所得税	254	319	368	421
净利润	610	956	1,105	1,263
少数股东损益	(27)	(13)	(14)	(18)
归属母公司净利润	637	970	1,119	1,281
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
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	25.38	16.67	14.44	12.62
P/B	1.48	1.40	1.36	1.32
EV/EBITDA	8.42	7.91	7.01	6.21

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>