

# 森马服饰（002563）

## 23 年三季报点评：全域融合成效持续释放，盈利水平显著提升

买入（维持）

| 盈利预测与估值          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）       | 13,331 | 13,530 | 14,815 | 16,210 |
| 同比               | -14%   | 1%     | 10%    | 9%     |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 637    | 1,194  | 1,385  | 1,591  |
| 同比               | -57%   | 87%    | 16%    | 15%    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.24   | 0.44   | 0.51   | 0.59   |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 25.80  | 13.77  | 11.86  | 10.33  |

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- **公司公布 2023 年三季报：**2023 前三季度营收 88.98 亿元/yoy-0.5%、归母净利润 8.32 亿元/yoy+206.51%、超市场预期，归母净利增速快于收入主因毛利率同比+3.71pct、费用率同比-2.88pct 的正向经营杠杆带动。分季度看，23Q1/Q2/Q3 营收分别同比-9.29%/+9.71%/+1.11%、归母净利分别同比+48.85%/扭亏/+89.37%。Q3 在基数抬升情况下收入保持小幅正增长、归母净利润同比大幅反弹同样来自正向经营杠杆带动（Q3 毛利率同比+4.09pct、期间费用率同比-1.05pct）。
- **分产品看，前三季度童装收入同比增长、休闲装下滑。**23 年前三季度休闲装/童装收入分别为 27.74/60.49 亿元、分别同比-6.7%/+2.8%、占比 31%/68%。截至 23Q3 休闲装/童装门店分别 2731/5543 家、较 22 年末分别-20/+154 家、较 22Q3 末分别-133/+122 家（对应同比-4.6%/+2.3%），休闲装仍处净关店状态、童装已恢复净开店、带动童装整体收入恢复正增长，我们预计 Q4 公司有望进一步开店、达到全年合计净增 200-300 家的开店目标。
- **分渠道看，在“全域融合”战略下，线上下滑、线下增长趋势延续。**23 年前三季度线上/直营/加盟&联营收入分别同比-9.1%/+17.3%/+9.6%、收入分别占比 41%/11%/46%。1) **线下方面**，截至 23H1 末直营/加盟&联营门店分别为 706/7568 家、分别较 22 年末-17/+151 家、较 22Q3 末-49/+38 家（对应同比-6.5%/+0.5%），直营仍处净关店、加盟&联营恢复开店。2) **线上方面**，23 年前三季度收入延续小幅下滑趋势，一方面因线下消费恢复对线上分流，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，对线上销售形成一定影响。
- **毛利率升、费用率降、净利率显著改善，库存周转加快、去库压力减轻。**1) **毛利率：**23 年前 3 季度同比+3.71pct 至 44.13%；单 Q3 同比+4.09pct 至 43.28%、主因折扣减轻+全域融合下休闲装及童装毛利率同比改善趋势延续、同时高毛利童装占比提升。2) **期间费用率：**23 年前 3 季度同比-2.88pct 至 29.97%；单 Q3 同比-1.05pct 至 28.89%、其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.45/+0.62/-0.73/-0.49pct 至 22.42%/4.94%/2.22%/-0.68%，销售费用率下降较多主因广告宣传费减少、财务费用率下降主因定存利息增加。3) **归母净利率：**综合毛利率&费用率及其他项目变动，23 年前 3 季度同比+6.31pct 至 9.35%，单 Q3 同比+4.42pct 至 9.48%。4) **存货：**截至 23Q3 末存货 36.53 亿元/yoy-21.78%，存货周转天数同比缩短 16 天至 204 天，库存周转加快、去库压力减轻。5) **现金流：**23Q3 经营活动净现金流净额 801 万元/yoy-94.9%，主因备货采购预付款项增加。截至 23Q3 末货币资金 72.6 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，23Q3 在基数抬升情况下收入保持小幅正增长，在正向经营杠杆+全域融合改革作用下，毛利率提升、费用率下降、盈利水平显著提升，归母净利同比大增，同时库存压力有效改善。由于全域融合改革下整体折扣有所抬升，因此短期收入规模增长相对有限，随经营质量及效率得到改善，公司未来将加大规模增长的重视程度。7/8/9 月全渠道终端流水分别同比-5.6%/-1.7%/-1.5%、降幅逐月收窄，报表收入表现好于终端流水，体现加盟商提货信心逐渐恢复，10 月 1-29 日全渠道终端流水同比-1.86%、基本维持 8 月以来销售趋势，预计 11~12 月进入低基数后终端流水增速有望提升。考虑 Q3 利润增长超预期，我们将 23-25 年归母净利润从 10.5/14.1/16.3 亿元上调至 11.9/13.9/15.9 亿元、对应 PE 为 14/12/10X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费及经济疲软，改革成效低于预期。

2023 年 10 月 31 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

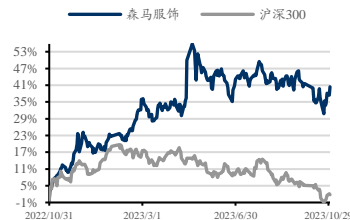
lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 6.10      |
| 一年最低/最高价      | 4.52/7.02 |
| 市净率(倍)        | 1.47      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,857.27 |
| 总市值(百万元)      | 16,433.95 |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 4.16     |
| 资产负债率(% ,LF) | 35.81    |
| 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)：23 年中报点评：Q2 业绩加速修复，经营质量持续改善》

2023-08-29

《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

## 森马服饰三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         | 利润表(百万元)        | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>13,670</b> | <b>12,825</b> | <b>16,160</b> | <b>15,941</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>13,331</b> | <b>13,530</b> | <b>14,815</b> | <b>16,210</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 7,616         | 7,757         | 9,946         | 10,579        | 营业成本(含金融类)      | 7,825         | 7,659         | 8,487         | 9,229         |
| 经营性应收款项          | 1,424         | 1,057         | 1,410         | 1,137         | 税金及附加           | 63            | 54            | 59            | 65            |
| 存货               | 3,847         | 3,186         | 4,008         | 3,383         | 销售费用            | 3,262         | 3,247         | 3,556         | 3,890         |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 590           | 541           | 519           | 567           |
| 其他流动资产           | 782           | 825           | 796           | 841           | 研发费用            | 295           | 271           | 296           | 324           |
| <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)          | (79)          | (104)         |
| 长期股权投资           | 0             | 0             | 0             | 0             | 加:其他收益          | 66            | 68            | 74            | 81            |
| 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>1,560</b>  | <b>1,812</b>  | <b>2,080</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>17,913</b> | <b>21,704</b> | <b>21,901</b> | <b>利润总额</b>     | <b>864</b>    | <b>1,555</b>  | <b>1,805</b>  | <b>2,073</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>7,156</b>  | <b>5,616</b>  | <b>8,036</b>  | <b>6,658</b>  | 减:所得税           | 254           | 373           | 433           | 497           |
| 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>1,182</b>  | <b>1,371</b>  | <b>1,575</b>  |
| 经营性应付款项          | 5,376         | 3,830         | 6,167         | 4,709         | 减:少数股东损益        | (27)          | (12)          | (14)          | (16)          |
| 合同负债             | 117           | 153           | 170           | 185           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>637</b>    | <b>1,194</b>  | <b>1,385</b>  | <b>1,591</b>  |
| 其他流动负债           | 1,466         | 1,435         | 1,502         | 1,567         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.24          | 0.44          | 0.51          | 0.59          |
| 非流动负债            | 221           | 221           | 221           | 221           | EBIT            | 744           | 1,926         | 2,032         | 2,285         |
| 长期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             | EBITDA          | 1,272         | 2,439         | 2,566         | 2,839         |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 41.30         | 43.39         | 42.71         | 43.06         |
| 租赁负债             | 183           | 183           | 183           | 183           | 归母净利率(%)        | 4.78          | 8.82          | 9.35          | 9.81          |
| 其他非流动负债          | 38            | 38            | 38            | 38            | 收入增长率(%)        | (13.54)       | 1.49          | 9.50          | 9.42          |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,377</b>  | <b>5,837</b>  | <b>8,257</b>  | <b>6,879</b>  | 归母净利润增长率(%)     | (57.15)       | 87.41         | 16.03         | 14.85         |
| 归属母公司股东权益        | 10,901        | 12,094        | 13,480        | 15,070        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | (7)           | (19)          | (32)          | (48)          |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>10,894</b> | <b>12,076</b> | <b>13,447</b> | <b>15,022</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>18,271</b> | <b>17,913</b> | <b>21,704</b> | <b>21,901</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表(百万元) | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 重要财务与估值指标      | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 1,176   | 1,257   | 3,257   | 1,681   | 每股净资产(元)       | 4.05  | 4.49  | 5.00  | 5.59  |
| 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  | 12.33 | 11.75 | 11.88 |
| 现金净增加额     | 1,396   | (359)   | 1,689   | 133     | ROE-摊薄(%)      | 5.84  | 9.87  | 10.28 | 10.56 |
| 折旧和摊销      | 528     | 513     | 533     | 554     | 资产负债率(%)       | 40.38 | 32.59 | 38.04 | 31.41 |
| 资本开支       | (111)   | (805)   | (807)   | (807)   | P/E(现价&最新股本摊薄) | 25.80 | 13.77 | 11.86 | 10.33 |
| 营运资本变动     | (546)   | (805)   | 1,094   | (705)   | P/B(现价)        | 1.51  | 1.36  | 1.22  | 1.09  |

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>