

# 森马服饰 (002563.SZ) 2023Q3 利润端超预期, 看好 2024 年高质量规模扩张

2023 年 11 月 16 日

——公司信息更新报告

**投资评级: 买入 (维持)**

日期	2023/11/15
当前股价(元)	6.08
一年最高最低(元)	7.02/4.82
总市值(亿元)	163.80
流通市值(亿元)	108.22
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	17.80
近 3 个月换手率(%)	30.02

## 股价走势图



数据来源: 聚源

## 相关研究报告

《2023Q2 利润端改善明显, 看好库存优化&折扣改善—公司信息更新报告》-2023.8.30

《2022 年业绩承压, 期待轻装上阵&开店下业绩修复—公司信息更新报告》-2023.4.6

《Q3 零售承压电商仍具韧性, 期待新零售体系推进—公司信息更新报告》-2022.11.2

**吕明 (分析师)**

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

**周嘉乐 (分析师)**

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

**吴晨汐 (联系人)**

wuchenxi@kysec.cn

证书编号: S0790122120013

### ● 2023Q3 利润端超预期, 看好 2024 年高质量规模扩张, 维持“买入”评级

2023Q1-3 公司实现营收 88.98 亿元 (-0.5%), 归母/扣非归母净利润为 8.32/7.76 亿元, 同增 206.5%/355.5%; 2023Q1/Q2/Q3 营收同比变动-9.3%/+9.7%/+1.1%, 归母净利润分别同比+48.9%/增加 3.09 亿元/+89.4%。公司 2023Q3 利润端超预期, 库存和折扣持续改善, 看好 2024 年数字化持续赋能线下渠道, 高质量发展下实现规模扩张, 我们上调 2023-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 12.5/14.6/16.3 亿元(前值为 10.7/13.2/15.6 亿元), 分别对应 EPS 为 0.5/0.5/0.6 元, 当前股价对应 PE 为 13.1/11.3/10.1 倍, 维持“买入”评级。

### ● Q3 全渠道终端流水逐月向好, 线下开店加速

分月度看, 全渠道终端流水呈现逐月向好趋势。7 月-9 月全渠道终端流水同降 5.6%/1.7%/1.5%, 2023Q1-3 全渠道终端流水累计下降 2.2%, 公司收入表现好于终端流水, 加盟商信心逐步恢复。截至 10 月 29 日, 全系统终端流水累计下降 1.86%, 看好终端流水持续改善。分渠道看, 线下渠道开店加速&店效提升, 恢复增长。2023Q3 末总店数为 8274 家, 较 2023 年初净增 134 家, 较 2023Q3 末净增 138 家; 其中直营/加盟和联营分别较 2023 年初净拓店-17/+151 家; 公司 2023Q3 开店加速, 有望达成全年净增 200-300 家目标; 目前数字化门店已超两千家, 数字化赋能叠加产品经理制落实将有效带动同店店效快速增长。线上渠道折扣提升, 预计 2023Q3 线上流水短期承压。

### ● 全域新零售叠加折扣改善, 盈利能力明显提升, 营运能力稳步改善

**盈利能力:** 全域新零售叠加折扣改善, 盈利能力明显提升。2023Q1-3 公司整体毛利率为 44.13% (+3.7pct); 分渠道来看, 线上/线下直营/线下加盟毛利率分别提升 4.9/3.2/3.5pct。2023Q1-3 期间费用率为 30.0% (-2.9pct), 销售/管理/研发/财务费用率同比变动-1.8/+0.2/-0.4/-0.8pct。**营运能力:** 库存持续优化, 现金流恢复健康。截止 2023Q3 末, 公司存货规模为 36.5 亿元 (-21.8%), 存货周转天数 204 天 (-17 天), 看好 Q4 库存结构持续优化。2023Q1-3 经营活动现金流净额为 8.4 亿元, 同比增加 9.8 亿元, 现金流逐渐恢复健康。

### ● 风险提示: 全域新零售融合不及预期、门店开拓不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	13,604	14,979	16,457
YOY(%)	1.4	-13.5	2.0	10.1	9.9
归母净利润(百万元)	1,486	637	1,254	1,455	1,626
YOY(%)	84.5	-57.1	96.8	16.1	11.7
毛利率(%)	42.6	41.3	44.1	44.5	44.5
净利率(%)	9.6	4.8	9.2	9.7	9.9
ROE(%)	12.7	5.6	10.6	11.8	12.5
EPS(摊薄/元)	0.55	0.24	0.47	0.54	0.60
P/E(倍)	11.0	25.7	13.1	11.3	10.1
P/B(倍)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	15087	13670	14660	16043	17309	<b>营业收入</b>	15420	13331	13604	14979	16457
现金	4973	6369	8399	7455	10758	营业成本	8853	7825	7607	8313	9134
应收票据及应收账款	1452	1263	942	1721	815	营业税金及附加	122	63	86	82	97
其他应收款	74	53	86	62	104	营业费用	3381	3262	3292	3617	3974
预付账款	201	161	189	207	222	管理费用	621	590	653	719	790
存货	4024	3847	2312	4338	2969	研发费用	317	295	272	300	329
其他流动资产	4364	1975	2733	2260	2442	财务费用	-103	-54	-132	-112	-149
<b>非流动资产</b>	4691	4601	4363	4275	4139	资产减值损失	-333	-541	-300	-280	-280
长期投资	0	0	-1	-1	-1	其他收益	119	66	66	66	66
固定资产	1948	1811	1715	1753	1795	公允价值变动收益	15	99	57	78	68
无形资产	431	390	343	225	104	投资净收益	74	12	42	27	35
其他非流动资产	2312	2401	2307	2298	2241	资产处置收益	-42	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	19778	18271	19024	20318	21448	<b>营业利润</b>	1929	871	1691	1950	2171
<b>流动负债</b>	7749	7156	7210	8024	8436	营业外收入	6	8	6	7	7
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	14	16	15	15	15
应付票据及应付账款	5954	5376	5638	6398	6826	<b>利润总额</b>	1922	864	1683	1941	2163
其他流动负债	1795	1781	1572	1626	1610	所得税	438	254	451	514	570
<b>非流动负债</b>	345	221	227	223	224	<b>净利润</b>	1485	610	1232	1427	1593
长期借款	0	0	-2	-2	-3	少数股东损益	-2	-27	-22	-28	-33
其他非流动负债	345	221	229	225	227	<b>归属母公司净利润</b>	1486	637	1254	1455	1626
<b>负债合计</b>	8094	7377	7437	8247	8660	EBITDA	2042	938	1665	1882	2080
少数股东权益	20	-7	-29	-56	-89	EPS(元)	0.55	0.24	0.47	0.54	0.60
股本	2694	2694	2694	2694	2694	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2813	2813	2813	2813	2813	<b>成长能力</b>					
留存收益	6295	5584	5777	5980	6197	营业收入(%)	1.4	-13.5	2.0	10.1	9.9
<b>归属母公司股东权益</b>	11663	10901	11615	12128	12878	营业利润(%)	74.6	-54.8	94.0	15.3	11.3
<b>负债和股东权益</b>	19778	18271	19024	20318	21448	归属于母公司净利润(%)	84.5	-57.1	96.8	16.1	11.7
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	42.6	41.3	44.1	44.5	44.5
						净利率(%)	9.6	4.8	9.2	9.7	9.9
						ROE(%)	12.7	5.6	10.6	11.8	12.5
						ROIC(%)	11.2	4.2	9.0	10.2	10.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	40.9	40.4	39.1	40.6	40.4
						净负债比率(%)	-37.8	-54.7	-70.7	-60.0	-82.5
						流动比率	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1
						速动比率	1.3	1.2	1.6	1.4	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	10.8	9.8	12.3	11.3	13.0
						应付账款周转率	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.55	0.24	0.47	0.54	0.60
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.44	1.32	-0.24	1.58
						每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.05	4.31	4.50	4.78
						<b>估值比率</b>					
						P/E	11.0	25.7	13.1	11.3	10.1
						P/B	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
						EV/EBITDA	4.2	9.8	3.5	3.9	1.8
<b>现金流量表(百万元)</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>经营活动现金流</b>	2076	1176	3565	-659	4248						
净利润	1485	610	1232	1427	1593						
折旧摊销	269	265	203	178	190						
财务费用	-103	-54	-132	-112	-149						
投资损失	-74	-12	-42	-27	-35						
营运资金变动	-306	-546	2336	-2036	2711						
其他经营现金流	805	913	-34	-90	-62						
<b>投资活动现金流</b>	-482	1867	-933	549	-219						
资本支出	199	111	-185	-114	-123						
长期投资	-312	1971	1	0	0						
其他投资现金流	-594	3949	-1118	435	-341						
<b>筹资活动现金流</b>	-1672	-1646	-602	-834	-725						
短期借款	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	-2	-0	-0						
普通股增加	-4	0	0	0	0						
资本公积增加	32	0	0	0	0						
其他筹资现金流	-1700	-1646	-600	-834	-725						
<b>现金净增加额</b>	-74	1396	2029	-944	3304						

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn