

森马服饰 (002563.SZ) 2023 年利润端如期改善，看好 2024 年恢复规模增长

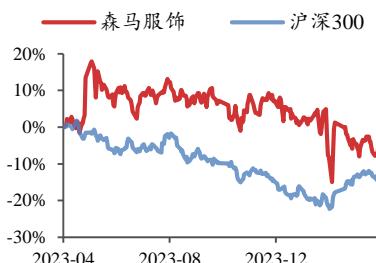
2024 年 04 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2024/4/2
当前股价(元)	5.63
一年最高最低(元)	7.02/4.80
总市值(亿元)	151.68
流通市值(亿元)	124.34
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	22.08
近 3 个月换手率(%)	38.31

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q3 利润端超预期，看好 2024 年高质量规模扩张—公司信息更新报告》-2023.11.16

《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

● 2023 年利润端如期改善，看好 2024 年恢复规模增长，维持“买入”评级

2023 年公司实现营收 136.6 亿元(同比+2.5%)，归母/扣非归母净利润为 11.2/10.2 亿元，同增 76.1%/105.3%；公司 2023 年稳步恢复并推进全域新零售，但是 2023Q4 投资性房地产减值准备计提影响短期利润，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 12.9/14.7/16.3 亿元 (2024-2025 前值为 14.6/16.3 亿元)，分别对应 EPS 为 0.48/0.55/0.61 元，当前股价对应 PE 为 11.8/10.3/9.3 倍，考虑到 2024 年高质量发展下，公司零售规模有望恢复增长，维持“买入”评级。

● 童装服饰具备经营韧性，线下渠道恢复增长态势，看好 2024 年渠道扩张

分产品看，童装具备经营韧性。2023 年休闲服饰收入为 41.71 亿元，同比下降 2.58%，占比下降 1.6pct 至 30.5%；儿童服饰收入为 93.73 亿元，同比增长 4.92%。分渠道看，线下渠道恢复增长态势。线上渠道：2023 年线上销售为 62.28 亿元，同比下降 3.51%，占比 45.59%，同比 -2.83pct。线下渠道：直营/加盟/联营销售分别为 13.74/57.79/1.63 亿元，分别同比 +19.19%/+9.68%/-51.88%，线下渠道恢复增长态势。从门店数量看，截至 2023 年末，总店数为 7937 家，较年初净关 203 家；其中直营/加盟/联营分别较年初净拓店 -42/-172/+11 家；公司线下门店仍处于调整阶段，看好 2024 年实现门店净开。

● 全域新零售叠加降本增效，经营质量稳步提升

盈利能力：全域新零售叠加折扣改善，盈利能力明显提升。2023 年公司整体毛利率为 44.0% (同比+2.7pct)，分渠道来看，直营/加盟/线上毛利率分别同比 +2.5/+1.9/+4.2pct。公司控费效果显著，2023 年期间费用率 29.62%，同比 -1.1pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 -0.4/+0.2/-0.8/-0.2pct。综上，2023 年归母净利润率为 8.21%，同比提升 3.4pct。**营运能力：**库存持续优化，现金流恢复健康。截至 2023 年末，公司存货规模为 27.47 亿元 (同比 -28.6%)，存货周转天数 155 天 (同比 -26 天)。截至 2023 年末公司应收账款周转天数为 34 天 (同比 -2 天)。2023 年经营活动现金流净额为 19.41 亿元，同比 +65.1%，现金流逐渐恢复健康。

● 风险提示：加盟商提货不及预期、门店开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331	13,661	15,202	16,829	18,537
YOY(%)	-13.5	2.5	11.3	10.7	10.2
归母净利润(百万元)	637	1,122	1,287	1,474	1,633
YOY(%)	-57.1	76.1	14.8	14.5	10.8
毛利率(%)	41.3	44.0	45.0	45.1	45.2
净利率(%)	4.8	8.2	8.5	8.8	8.8
ROE(%)	5.6	9.7	9.9	10.7	11.0
EPS(摊薄/元)	0.24	0.42	0.48	0.55	0.61
P/E(倍)	23.8	13.5	11.8	10.3	9.3
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023 年公司收入稳步恢复，利润端改善明显.....	3
2、 全域新零售叠加降本增效，经营质量稳步提升.....	5
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

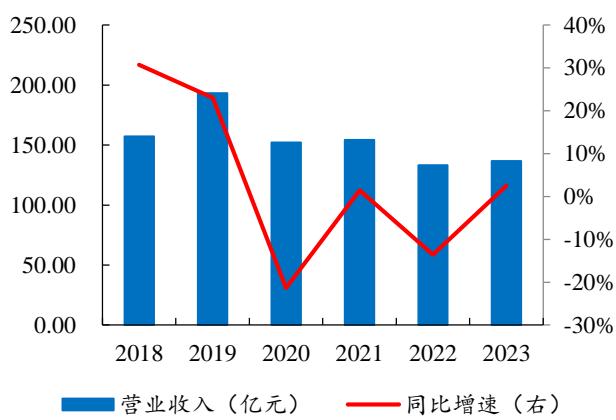
图 1： 2023 年实现营收 136.61 亿元（同比+2.47%）	3
图 2： 2023 年实现归母净利润 11.22 亿元（同比+76.06%）	3
图 3： 2023Q1-4 营收同比-9.3%/+9.7%/+1.1%/+8.5%.....	3
图 4： 2023Q1-4 归母净利润同比+48.8%/+3.1 亿/+89.4%/-20.8%	3
图 5： 2023 年直营/加盟净减少 42/172 家	5
图 6： 2023 年休闲/儿童服饰净减少 48/155 家	5
图 5： 2023 年归母净利率为 8.21% （同比+3.4pct）	6
图 6： 2023 年期间费用率为 29.62% （同比-1.1pct）	6
图 7： 2023 年末存货同比减少 28.6%	6
图 8： 2023 年末应收账款周转天数同比减少 2 天	6
表 1： 2023 年儿童服饰/休闲服饰收入分别同比+4.92%/-2.58% （单位：亿元）	3
表 2： 2023 年线上/直营/加盟/联营渠道分别同比-3.51%/+19.19%/+9.68%/-51.88% （单位：亿元）	4
表 3： 2023 年门店较年初净减少 203 家（单位：家，平方米）	4
表 4： 公司各渠道毛利率明显提升（单位：亿元）	5

1、2023年公司收入稳步恢复，利润端改善明显

2023年公司实现收入136.61亿元，同比+2.47%，归母净利润11.22亿元，同比+76.06%，扣非归母净利润10.21亿元，同比+105.29%。

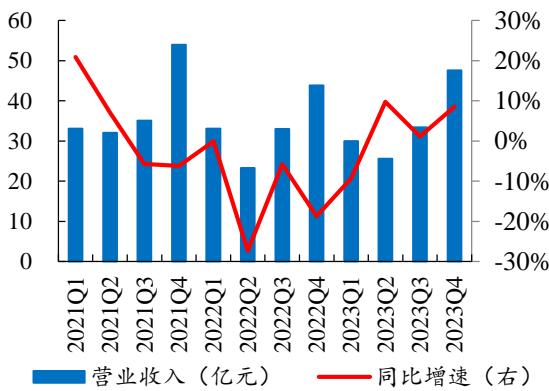
分季度看，2023Q1-Q4收入分别为30.02/25.58/33.38/47.62亿元，同比-9.3%/+9.7%/+1.1%/+8.5%，归母净利润分别为3.11/2.05/3.16/2.89亿元，同比+48.8%/+3.1亿/+89.4%/-20.8%，2023Q4归母净利润下降主要系计提投资性房地产减值准备所致。

图1：2023年实现营收136.61亿元（同比+2.47%）



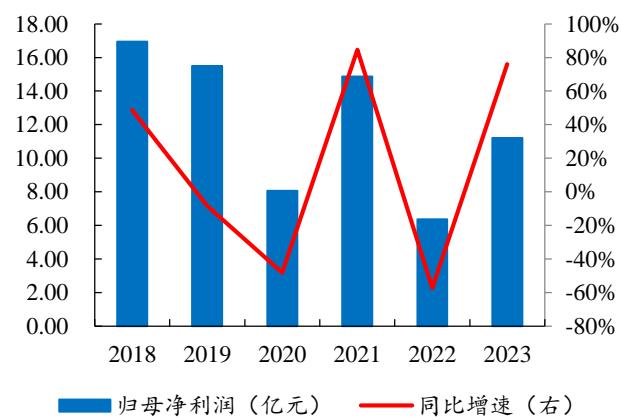
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1-4 营收同比-9.3%/+9.7%/+1.1%/+8.5%



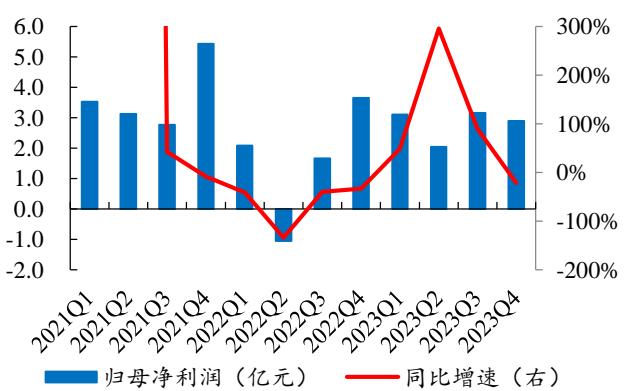
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年实现归母净利润11.22亿元（同比+76.06%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1-4 归母净利润同比+48.8%/+3.1亿/+89.4%/-20.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看：童装具备经营韧性。2023年休闲服饰收入为41.71亿元，同比下降2.58%，占比下降1.6pct至30.5%；儿童服饰收入为93.73亿元，同比增长4.92%。童装展现出较强的经营韧性，呈现稳步增长态势。

表1：2023年儿童服饰/休闲服饰收入分别同比+4.92%/-2.58%（单位：亿元）

	2021		2022		2023		VS2022变动		VS2021变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
儿童服饰	102.72	66.62%	89.33	67.01%	93.73	68.61%	4.92%	+1.60pct	-8.76%	+1.99pct

休闲服饰	50.27	32.60%	42.82	32.12%	41.71	30.54%	-2.58%	-1.58pct	-17.03%	-2.07pct
其他	1.20	0.78%	1.16	0.87%	1.17	0.85%	0.20%	-0.02pct	-2.99%	+0.07pct
合计	154.20	100.00%	133.31	100.00%	136.61	100.00%	2.47%		-11.41%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，线下渠道恢复增长态势。线上渠道：2023年线上销售为62.28亿元，同比下降3.51%，占比45.59%，同比-2.83pct。线下渠道：直营/加盟/联营销售分别为13.74/57.79/1.63亿元，分别同比+19.19%/+9.68%/-51.88%，线下渠道恢复增长态势。

表2：2023年线上/直营/加盟/联营渠道分别同比-3.51%/+19.19%/+9.68%/-51.88%（单位：亿元）

	2021		2022		2023		VS2022 变动		VS2021 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
线上销售	64.58	41.88%	64.54	48.42%	62.28	45.59%	-3.51%	-2.83pct	-3.57%	+3.71pct
直营销售	14.00	9.08%	11.53	8.65%	13.74	10.06%	19.19%	+1.41pct	-1.84%	+0.98pct
加盟销售	68.20	44.23%	52.69	39.52%	57.79	42.31%	9.68%	+2.78pct	-15.26%	-1.92pct
联营销售	6.21	4.03%	3.39	2.54%	1.63	1.19%	-51.88%	-1.35pct	-73.77%	-2.84pct
合计	154.20	100.00%	133.31	100.00%	136.61	100.00%	2.47%		-11.41%	-

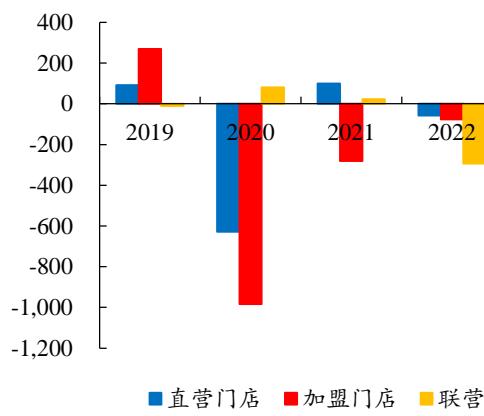
数据来源：公司公告、开源证券研究所

店铺数量看，截至2023年末，总店数为7937家，较年初净关203家；分业务模式看，直营/加盟/联营分别为681/7164/92家，较年初净拓店-42/-172/+11家；分产品品类看，休闲服饰和儿童服饰分别为2703/5234家，较年初净关48/155家。公司线下门店仍处于调整阶段，看好2024年实现门店净开。

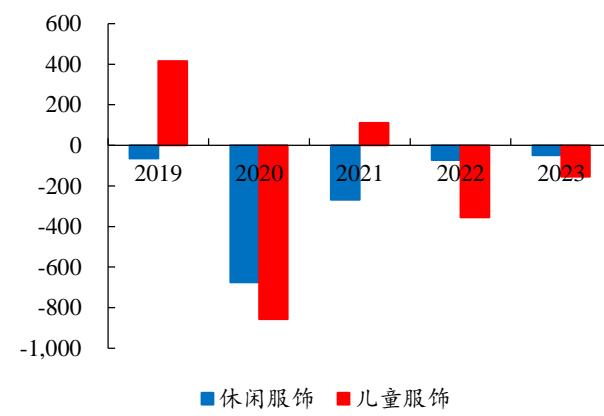
表3：2023年门店较年初净减少203家（单位：家，平方米）

	2021		2022		2023		VS2022 变动		VS2021 变动	
分渠道来看										
直营门店	781		723		681		-42		-100	
加盟门店	7,412		7,336		7,164		-172		-248	
联营	374		81		92		11		-282	
分产品来看										
休闲服饰	2,823		2,751		2,703		-48		-120	
儿童服饰	5,744		5,389		5,234		-155		-510	
合计	8,567		8,140		7,937		-203		-630	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2023年直营/加盟净减少 42/172 家


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2023年休闲/儿童服饰净减少 48/155 家


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、全域新零售叠加降本增效，经营质量稳步提升

全域新零售叠加折扣改善，盈利能力明显提升。**(1) 毛利率：**2023年公司整体毛利率为44.0%（同比+2.7pct）；分渠道来看，直营/加盟/线上毛利率为67.6%/39.2%/43.0%，分别同比+2.5/+1.9/+4.2pct。分品牌来看，休闲/儿童毛利率为38.0%/46.8%，分别同比-2.0/+4.9pct。

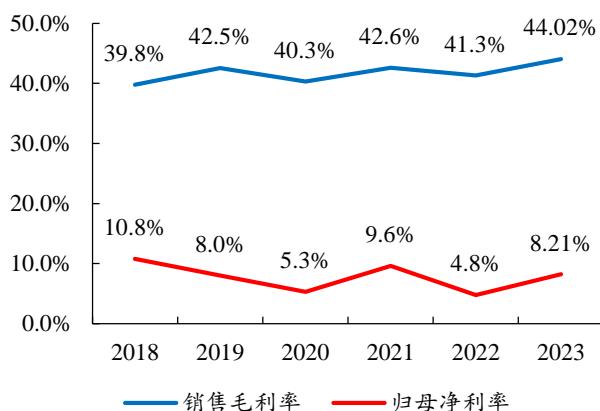
表4：公司各渠道毛利率明显提升（单位：亿元）

	2021		2022		2023		VS2022 变动		VS2021 变动	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
分产品品类										
儿童服饰	44.93	43.74%	37.41	41.88%	43.85	46.78%	17.20%	+4.90pct	-2.42%	+3.04pct
休闲服饰	20.17	40.13%	17.12	39.98%	15.86	38.02%	-7.36%	-1.96pct	-21.39%	-2.11pct
分业务模式										
线上销售	24.13	37.36%	25.04	38.80%	26.76	42.97%	6.86%	+4.17pct	10.91%	+5.61pct
直营销售	9.30	66.45%	7.51	65.13%	9.29	67.60%	23.71%	+2.47pct	-0.15%	+1.15pct
加盟销售	27.29	40.01%	19.67	37.33%	22.64	39.18%	15.12%	+1.85pct	-17.02%	-0.83pct
联营销售	4.39	70.66%	2.31	68.30%	1.02	62.48%	-55.98%	-5.82pct	-76.80%	-8.18pct
合计	65.66	42.58%	55.06	41.30%	60.14	44.02%	9.22%	+2.72pct	-8.41%	+1.44pct

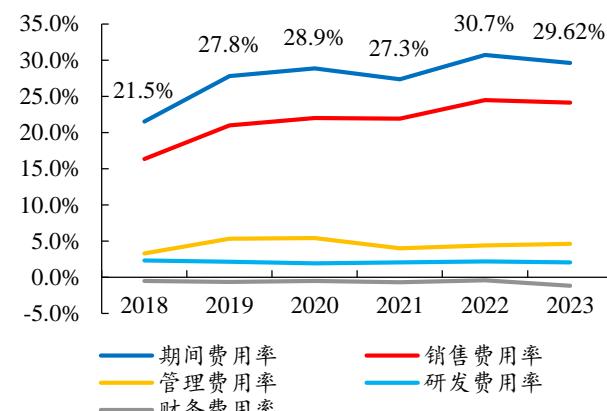
数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2023年公司控费效果显著，期间费用率29.62%，同比-1.1pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.4/+0.2/-0.8/-0.2pct。

(3) 净利率：2023年公司归母净利率为8.21%，同比提升3.4pct。

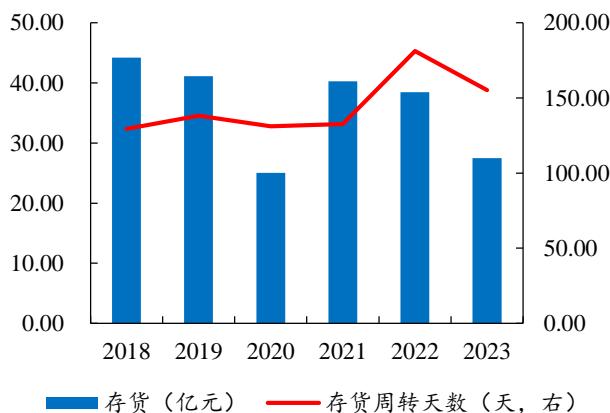
图 5: 2023 年归母净利率为 8.21% (同比+3.4pct)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图 6: 2023 年期间费用率为 29.62% (同比-1.1pct)


数据来源: Wind、开源证券研究所

营运能力稳步改善。(1) **存货:** 截至 2023 年末, 公司存货净值为 27.47 亿元, 同比下降 28.6%。2023 年存货周转天数 155 天, 同比减少 26 天 (2) **应收账款:** 截至 2023 年末, 应收账款为 13.43 亿元, 同比增加 6.33%, 应收账款周转天数为 34 天, 同比减少 2 天。(3) **经营性现金流:** 2023 年经营活动现金流净额为 19.41 亿元, 同比增加 65.1%, 现金流恢复健康。

图7: 2023 年末存货同比减少 28.6%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2023 年末应收账款周转天数同比减少 2 天


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

公司 2023 年稳步恢复并推进全域新零售, 但是 2023Q4 投资性房地产减值准备计提影响短期利润, 我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 12.9/14.7/16.3 亿元 (2024-2025 前值为 14.6/16.3 亿元), 分别对应 EPS 为 0.48/0.55/0.61 元, 当前股价对应 PE 为 11.8/10.3/9.3 倍, 考虑到 2024 年高质量发展下, 公司零售规模有望恢复增长, 维持“买入”评级。

4、风险提示

加盟商提货不及预期、门店开拓不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13670	13406	16620	16598	19654	营业收入	13331	13661	15202	16829	18537
现金	6369	8104	9499	10200	11546	营业成本	7825	7647	8365	9239	10158
应收票据及应收账款	1263	1343	1557	1653	1883	营业税金及附加	63	97	90	109	115
其他应收款	53	48	79	54	97	营业费用	3262	3294	3664	4039	4449
预付账款	161	202	207	243	254	管理费用	590	630	684	740	834
存货	3847	2747	4027	3364	4763	研发费用	295	281	325	353	392
其他流动资产	1975	962	1251	1083	1112	财务费用	-54	-159	-95	-130	-139
非流动资产	4601	4531	4439	4365	4402	资产减值损失	-541	-481	-499	-555	-605
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	66	64	64	64	64
固定资产	1811	1645	1725	1800	1863	公允价值变动收益	99	30	65	47	56
无形资产	390	499	389	279	211	投资净收益	12	6	9	7	8
其他非流动资产	2401	2387	2325	2285	2328	资产处置收益	0	8	0	0	0
资产总计	18271	17937	21058	20962	24056	营业利润	871	1505	1725	1967	2192
流动负债	7156	6281	8135	7228	9351	营业外收入	8	4	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	16	21	18	20	19
应付票据及应付账款	5376	4227	6278	5324	7433	利润总额	864	1488	1712	1953	2179
其他流动负债	1781	2054	1857	1904	1919	所得税	254	368	445	502	576
非流动负债	221	167	167	167	167	净利润	610	1120	1267	1451	1602
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-27	-2	-20	-23	-31
其他非流动负债	221	167	167	167	167	归属母公司净利润	637	1122	1287	1474	1633
负债合计	7377	6448	8302	7395	9519	EBITDA	938	1490	1724	1882	2061
少数股东权益	-7	-5	-24	-47	-78	EPS(元)	0.24	0.42	0.48	0.55	0.61
股本	2694	2694	2694	2694	2694						
资本公积	2813	2813	2813	2813	2813	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	5584	6167	6614	7194	7958	成长能力					
归属母公司股东权益	10901	11493	12780	13614	14616	营业收入(%)	-13.5	2.5	11.3	10.7	10.2
负债和股东权益	18271	17937	21058	20962	24056	营业利润(%)	-54.8	72.8	14.6	14.1	11.4
						归属于母公司净利润(%)	-57.1	76.1	14.8	14.5	10.8
						盈利能力					
						毛利率(%)	41.3	44.0	45.0	45.1	45.2
						净利率(%)	4.8	8.2	8.5	8.8	8.8
						ROE(%)	5.6	9.7	9.9	10.7	11.0
						ROIC(%)	4.3	8.0	8.6	9.3	9.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.4	35.9	39.4	35.3	39.6
						净负债比率(%)	-56.4	-68.8	-74.3	-75.0	-79.3
						流动比率	1.9	2.1	2.0	2.3	2.1
						速动比率	1.2	1.6	1.5	1.7	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	9.8	10.5	10.5	10.5	10.5
						应付账款周转率	3.4	4.2	4.2	4.2	4.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.24	0.42	0.48	0.55	0.61
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.72	0.73	0.39	0.77
						每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.27	4.74	5.05	5.43
						估值比率					
						P/E	23.8	13.5	11.8	10.3	9.3
						P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
						EV/EBITDA	8.3	4.6	2.8	2.3	1.4

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