

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 2023年归母净利润增长76%，库存量下降28%

增持

### 核心观点

**2023年收入稳健增长，盈利改善。**森马旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰。2023年收入同比+2.47%至136.6亿元；归母净利润同比+76.06%至11.2亿元，净利润大幅增长一方面受益于全域零售策略下经营效率优化，以及折扣率改善，毛利率同比提升2.7个百分点至44.0%；另一方面费用率优化，整体费用率同比下降1.1个百分点。在毛利率提升与费用率下降共同推动下，营业利润率同比+4.5个百分点；净利率同比+3.6个百分点至8.32%。

**第四季度收入增长提速，费用率增长致净利润承压。**第四季度收入同比+8.5%至47.6亿元；归母净利润同比-20.8%至2.9亿元。毛利率同比增长0.7个百分点至43.8%；整体费用率增长2.6个百分点，其中销售费用率增幅较大，预计主要因四季度发力库存清理，促销活动较多所致。受费用率增加影响，净利率同比下降2.1个百分点至6.1%。**库存同比显著下降。**截至2023年末，公司库存金额为27.47亿元，同比下降28.6%；库存量为70.4百万件，同比下降28.0%；存货周转天数同比下降26天至155天。2023年公司库存去化效果显著，尤其四季度随双十一、双十二促销活动开展，进一步减轻了库存负担，为2024年打下良好的库存基础。

**分品类看儿童服饰表现更优，分渠道看直营渠道表现亮眼。**1) 儿童服饰收入与毛利率均表现较好。儿童服饰全年收入同比+4.9%至93.7亿元，毛利率提升4.9个百分点；休闲服饰收入同比-2.6%至41.7亿元，毛利率下滑2.6个百分点。2) 零售增速好于批发，线下好于线上。直营/加盟/线上渠道收入分别同比+19.2%/+9.7%/-3.5%，毛利率均有提升，其中线上渠道毛利率提升幅度最大，主要因公司采取线上线下同款同价的策略，线上折扣率收窄，从而也一定程度影响线上销售。2024年一季度终端零售预计保持增长，同时在市场库存健康基础上批发渠道恢复较快增速。

**风险提示：**品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

**投资建议：**看好库存健康基础上业绩弹性，收入与净利润有望同步增长。在数字化赋能、全域新零售策略下，2024年店效坪效有望进一步提升带动收入增长；2024年在库存健康的基础上以及伴随公司经营效率提升、费用率控制，净利率有进一步上升的空间。因此我们小幅上调2024-2025年的盈利预测，预计公司2024-2026年净利润分别为13.0/14.6/16.1亿元（2024-2025前值为12.8/14.5亿元），同比增长15.6%/12.9%/10.3%。维持6.7-7.1元的合理估值区间，对应2024年PE 14-15x，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331	13,661	15,051	16,392	17,512
(+/-%)	-13.5%	2.5%	10.2%	8.9%	6.8%
净利润(百万元)	637	1122	1296	1464	1614
(+/-%)	-57.1%	76.1%	15.6%	12.9%	10.3%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.48	0.54	0.60
EBIT Margin	12.2%	14.7%	13.2%	13.6%	14.0%
净资产收益率(ROE)	5.8%	9.8%	10.9%	13.5%	19.9%
市盈率(PE)	23.8	13.5	11.7	10.3	9.4
EV/EBITDA	12.2	9.7	9.8	9.0	9.1
市净率(PB)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

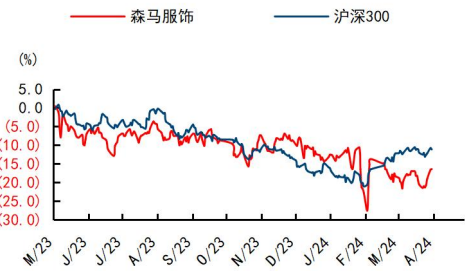
S0980520040004

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	6.70 - 7.10元
收盘价	5.63元
总市值/流通市值	15168/12434百万元
52周最高价/最低价	7.02/4.80元
近3个月日均成交额	78.65百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《森马服饰(002563.SZ)-第三季度净利润同比增长89%，库存持续向好》——2023-11-03
- 《森马服饰(002563.SZ)-上半年收入同比减少1%，库存同比下降17%》——2023-08-31
- 《森马服饰(002563.SZ)-2022年收入下降14%，近期终端零售改善》——2023-04-09
- 《森马服饰(002563.SZ)-2022年净利润预减56%，童装休闲装双龙头稳步复苏》——2023-02-03
- 《森马服饰(002563.SZ)-三季度收入降幅收窄，库存压力较大》——2022-11-08

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



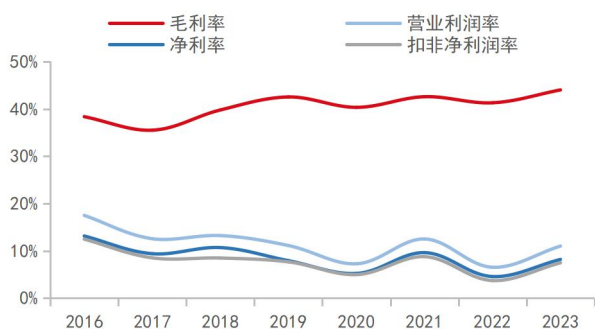
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



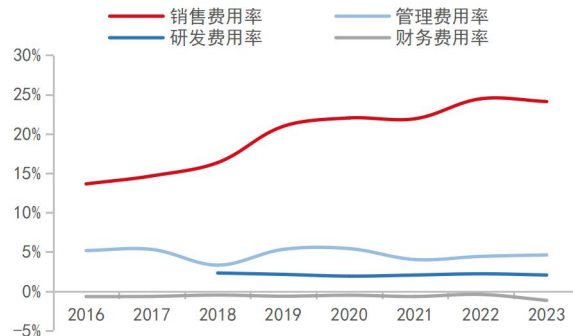
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率/营业利润率/净利率



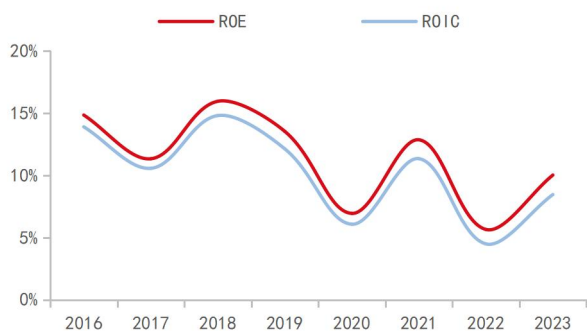
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



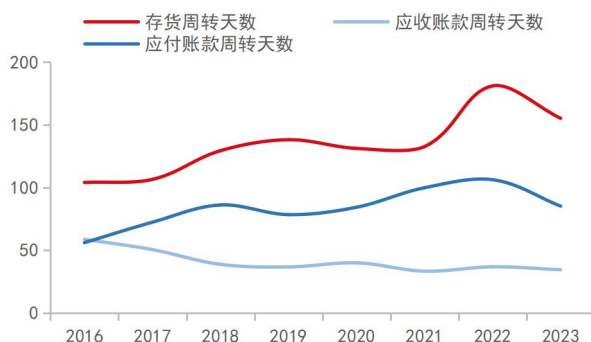
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司年度净资产收益率（ROE）情况



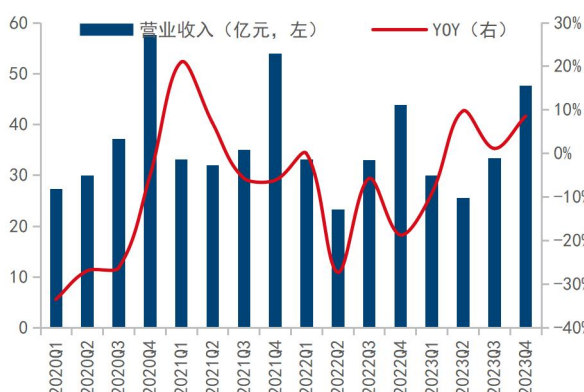
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司年度主要流动资产周转情况



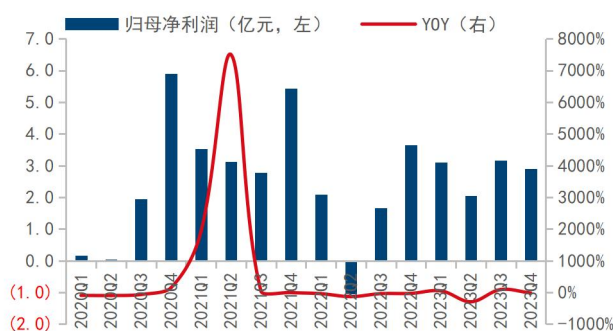
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



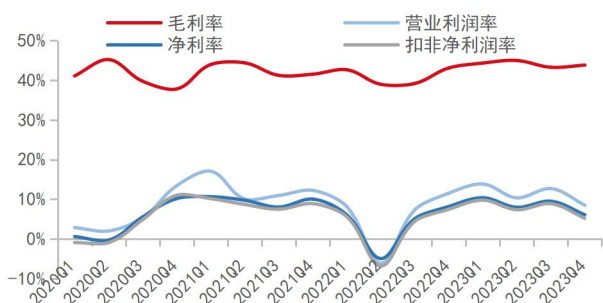
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



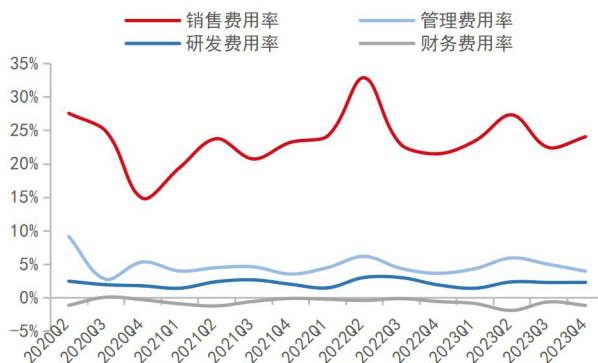
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司季度毛利率/营业利润率/净利率



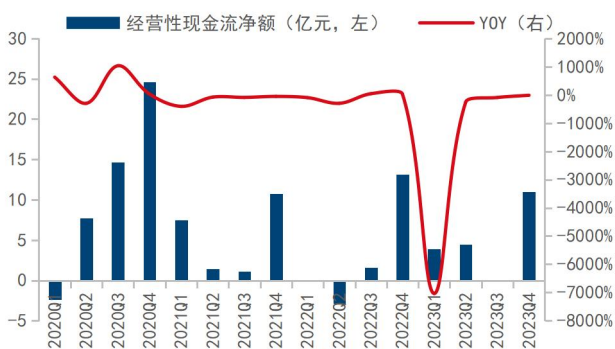
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司经营性现金流净额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司库存情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资建议：看好库存健康基础上业绩弹性，收入与净利润有望同步增长

在数字化赋能、全域新零售策略下，2024 年店效坪效有望进一步提升带动收入增长；2023 年由于折扣率收窄、库存占比下降，毛利率有所提升，我们预计 2024 年在库存健康的基础上以及伴随公司经营效率提升、费用率下降，净利率有进一步上升的空间。因此我们小幅上调 2024-2025 年的盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 13.0/14.6/16.1 亿元（2024-2025 前值为 12.8/14.5 亿元），同比增长 15.6%/12.9%/10.3%。维持 6.7-7.1 元的合理估值区间，对应 2024 年 PE 14-15x，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331	13,661	15,051	16,392	17,512
(+/-%)	-13.5%	2.5%	10.2%	8.9%	6.8%
净利润(百万元)	637	1122	1296	1464	1614
(+/-%)	-57.1%	76.1%	15.6%	12.9%	10.3%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.48	0.54	0.60
EBIT Margin	12.2%	14.7%	13.2%	13.6%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	9.8%	10.9%	13.5%	19.9%
市盈率 (PE)	23.8	13.5	11.7	10.3	9.4
EV/EBITDA	12.2	9.7	9.8	9.0	9.1
市净率 (PB)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
森马服饰	增持	5.62	0.24	0.42	0.48	0.54	23.4	13.5	11.7	10.3	14.2%	0.82
<b>可比公司</b>												
海澜之家	买入	8.85	0.50	0.66	0.74	0.83	17.7	13.4	12.0	10.7	12.1%	0.98
太平鸟	增持	16.65	0.39	0.89	1.07	1.21	42.7	18.7	15.6	13.8	16.6%	0.94

资料来源：wind，国信证券经济研究所

## 风险提示

品牌形象受损、存货大幅减值、市场竞争加剧。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6369	8104	9231	8617	8104	营业收入	13331	13661	15051	16392	17512
应收款项	1316	1391	1533	1670	1784	营业成本	7825	7647	8425	9160	9764
存货净额	3847	2747	3011	3276	3494	营业税金及附加	63	97	105	114	120
其他流动资产	890	790	870	947	1012	销售费用	3262	3294	3582	3852	4074
<b>流动资产合计</b>	<b>13670</b>	<b>13406</b>	<b>15019</b>	<b>14884</b>	<b>14768</b>	管理费用	590	651	968	1049	1116
固定资产	1826	1740	877	569	243	财务费用	(54)	(159)	(151)	(164)	(175)
无形资产及其他	390	499	479	459	439	投资收益	12	6	0	0	0
投资性房地产	2385	2291	2291	2291	2291	资产减值及公允价值变动	641	(451)	(473)	(515)	(550)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(1428)	(181)	91	97	102
<b>资产总计</b>	<b>18271</b>	<b>17937</b>	<b>18667</b>	<b>18204</b>	<b>17741</b>	营业利润	871	1505	1739	1963	2164
短期借款及交易性金融负债	198	178	178	178	1995	营业外净收支	(8)	(17)	(19)	(21)	(22)
应付款项	5376	4227	4633	5041	5376	利润总额	864	1488	1720	1942	2142
其他流动负债	1583	1876	1811	1964	2090	<b>所得税费用</b>	<b>254</b>	<b>368</b>	<b>425</b>	<b>481</b>	<b>530</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7156</b>	<b>6281</b>	<b>6623</b>	<b>7183</b>	<b>9461</b>	少数股东损益	(27)	(2)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	637	1122	1296	1464	1614
其他长期负债	221	167	167	167	167						
<b>长期负债合计</b>	<b>221</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>7377</b>	<b>6448</b>	<b>6790</b>	<b>7350</b>	<b>9628</b>	净利润	637	1122	1296	1464	1614
少数股东权益	(7)	(5)	(5)	(4)	(0)	资产减值准备	192	(182)	321	(287)	(315)
股东权益	10901	11493	11882	10858	8114	折旧摊销	210	202	239	251	261
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18271</b>	<b>17937</b>	<b>18667</b>	<b>18204</b>	<b>17741</b>	公允价值变动损失	(641)	451	473	515	550
						财务费用	(54)	(159)	(151)	(164)	(175)
关键财务与估值指标						营运资本变动	27	127	177	(206)	(251)
每股收益	0.24	0.42	0.48	0.54	0.60	其它	(161)	181	(322)	289	319
每股红利	0.50	0.20	0.34	0.92	1.62	<b>经营活动现金流</b>	<b>264</b>	<b>1900</b>	<b>2184</b>	<b>2024</b>	<b>2178</b>
每股净资产	4.05	4.27	4.41	4.03	3.01	资本开支	0	559	(150)	(150)	(150)
ROIC	13%	14%	14%	16%	19%	其它投资现金流	2196	872	0	0	0
ROE	6%	10%	11%	13%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2196</b>	<b>1431</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>
毛利率	41%	44%	44%	44%	44%	权益性融资	(0)	4	0	0	0
EBIT Margin	12%	15%	13%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	15%	15%	16%	支付股利、利息	(1348)	(539)	(907)	(2488)	(4358)
收入增长	-14%	2%	10%	9%	7%	其它融资现金流	1633	(523)	0	0	1817
净利润增长率	-57%	76%	16%	13%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1063)</b>	<b>(1596)</b>	<b>(907)</b>	<b>(2488)</b>	<b>(2541)</b>
资产负债率	40%	36%	36%	40%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>1396</b>	<b>1734</b>	<b>1127</b>	<b>(614)</b>	<b>(513)</b>
息率	8.9%	3.6%	6.0%	16.4%	28.8%	货币资金的期初余额	4973	6369	8104	9231	8617
P/E	23.8	13.5	11.7	10.3	9.4	货币资金的期末余额	6369	8104	9231	8617	8104
P/B	1.4	1.3	1.3	1.4	1.9	企业自由现金流	0	2402	1764	1578	1709
EV/EBITDA	12.2	9.7	9.8	9.0	9.1	权益自由现金流	0	1879	1764	1578	3526

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032