

2024年04月03日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

**森马服饰（002563）：门店优化，高质成长**

——公司简评报告

**证券分析师**

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

数据日期	2024/04/03
收盘价	5.75
总股本(万股)	269,409
流通A股/B股(万股)	177,988/0
资产负债率(%)	35.95%
市净率(倍)	1.35
净资产收益率(加权)	10.06
12个月内最高/最低价	7.02/4.80

**相关研究**

1. 森马服饰（002563）：公司深度报告：能力沉淀，再启新程—20240112

**投资要点**

- **事件：**4月1日，公司发布2023年年度报告，实现营收136.61亿元（+2.47%），归母净利润11.22亿元（+76.06%）。其中，Q4实现营收47.62亿元（+8.52%），归母净利润2.89亿元（-20.81%），基本符合预期。
 

同时，公司发布分红计划，以股权登记日股本为基数，拟向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税）。未来三年将每年进行一次现金分红，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的10%，且连续三年以现金方式累计分配的利润不低于该三年实现的年均可分配利润的30%。
- **休闲服饰重塑品牌形象，儿童运动提速发展。**2023年休闲服饰实现营收41.71亿元（-2.58%），下滑收窄。针对品牌老化问题，公司试水新基本店，多措并举打造“新森马”品牌形象（产品去风格化、迭代心智产品、提供家庭全场景购物体验等）；儿童服饰实现营收93.73亿元（+4.92%），恢复正增长。公司成立儿童运动商品项目组，儿童运动赛道提速发展，其中彪马儿童品牌业务实现服装产品自主开发、自有品牌巴拉巴拉加快孵化运动户外产品线。
- **门店提效，加码直播。**1) **线下**，直营/加盟营收分别为13.74/57.79亿元（+19.19%/+9.68%，营收占比10.06%/42.31%），直营表现坚韧、加盟逐步从去库过渡到补库阶段。具体来看，直营/加盟门店数分别为681/7164家（较2022年分别减少42/172家），直营/加盟店效201.77/80.67万元/家/年（+26.54%/+12.32%，分别恢复至2021年的112.57%/87.67%），直营/加盟坪效0.94/0.44万元/m<sup>2</sup>/年（+36.29%/+13.97%，分别恢复至2021年的116.26/87.22%）。公司谨慎开店、清理尾部门店，伴随门店结构优化、全域零售提效以及消费复苏，店效和坪效大幅回升，叠加2024年重启净开店预期，公司有望迎高质成长。2) **线上**，线上实现营收62.28亿元（-3.51%，营收占比45.59%），其中天猫交易金额48.32亿元（-1.33%），抖音交易金额32.30亿元，线上增速回落预计与传统电商疲弱有关，公司成立直播事业部、加码布局直播赛道，构建以抖音为核心的多元化平台直播矩阵。
- **线上毛利率持续改善，费用管控健康。**1) **毛利率**，受益于供应链提效、线上折扣率改善、新品提价等，毛利率提升2.72pct至44.02%。休闲服饰/儿童服饰/直营/加盟/线上分别为38.02%/46.78%/67.60%/39.18%/42.97%（-1.96/+4.90/+2.47/+1.85/+4.17pct），直营和加盟毛利率同幅提升，公司推进线上线下同款同价，线上毛利率明显提升，预计仍存较大提升空间，是盈利增强的关键动能。2) **费率**，2023年期间费率为29.62%（-1.08pct），其中销售/管理/研发/财务费率分别为24.11%/4.61%/2.06%/-1.16%（-0.36/+0.19/-0.16/-0.76pct）。销售费用为32.94亿元（+0.98%），其中广告宣传费6.52亿元（-2.00%），低于收入增长。精准营销策略下，公司注重费投比、审慎控制广宣投放，毛销差稳步提升3.08pct至19.91%，归母净利率提升3.43pct至8.21%。
- **存货周转向好，现金储备充足。**存货周转天数159天（同比-22天），存货状况改善。销售净现19.41亿元（+65.08%），高于报表水平，与资产减值准备、折旧摊销等非付现成本较大有关。期末现金及现金等价物余额80.95亿元（+27.10%），现金储备充足。
- **投资建议：**公司作为休闲服饰和童装的双龙头，品牌、渠道壁垒和柔供能力突出。门店优化+线上线下同款同价、2024年或重启净开店，公司有望迎高质成长。因门店基数变化，我们调整2024/2025/2026年归母净利润分别为14.14/17.58/21.53亿元（2024-2025年原预

测值为 15.48/17.85 亿元 )，同比增速为 26.11%/24.27%/22.50%，对应 EPS 为 0.52/0.65/0.80 元/股，对应 P/E 为 11/9/7 倍，给予“买入”评级。

- 风险提示：人口出生率下滑的风险；消费疲软的风险；门店拓展不及预期的风险；海外业务受阻的风险等。

#### 盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13,660.53	15,008.97	16,468.30	17,943.21
增长率 (%)	2.47%	9.87%	9.72%	8.96%
归母净利润 (百万元)	1,121.50	1,414.37	1,757.62	2,153.11
增长率 (%)	76.06%	26.11%	24.27%	22.50%
EPS (元/股)	0.42	0.52	0.65	0.80
市盈率 (P/E)	13.74	10.70	8.61	7.03
市净率 (P/B)	1.35	1.25	1.19	1.11

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 4 月 3 日收盘）

## 附录：三大报表预测值

## 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,661	15,009	16,468	17,943
%同比增速	2.47%	9.87%	9.72%	8.96%
营业成本	7,647	8,211	8,807	9,370
毛利	6,014	6,798	7,662	8,573
%营业收入	44.02	45.30%	46.52%	47.78%
税金及附加	97	106	117	127
%营业收入	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%
销售费用	3,294	3,571	3,891	4,210
%营业收入	24.11	23.79%	23.63%	23.46%
管理费用	630	682	725	771
%营业收入	4.61%	4.54%	4.40%	4.30%
研发费用	281	309	339	369
%营业收入	2.06%	2.06%	2.06%	2.06%
财务费用	-159	-158	-175	-213
%营业收入	-1.16%	-1.05%	-1.07%	-1.19%
资产减值损失	-481	-420	-448	-474
信用减值损失	7	-80	-80	-80
其他收益	64	70	77	84
投资收益	6	6	7	7
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	30	25	25	25
资产处置收益	8	9	10	11
营业利润	1,505	1,900	2,357	2,883
%营业收入	11.02	12.66%	14.31%	16.07%
营业外收支	-17	-17	-17	-17
利润总额	1,488	1,883	2,339	2,866
%营业收入	10.89	12.54%	14.21%	15.97%
所得税费用	368	471	585	716
净利润	1,120	1,412	1,755	2,149
%营业收入	8.20%	9.41%	10.65%	11.98%
归属于母公司的净利润	1,122	1,414	1,758	2,153
%同比增速	76.06	26.11%	24.27%	22.50%
少数股东损益	-2	-2	-3	-4
EPS (元/股)	0.42	0.52	0.65	0.80

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.42	0.52	0.65	0.80
BVPS	4.27	4.48	4.74	5.05
PE	13.74	10.70	8.61	7.03
PEG	0.18	0.41	0.35	0.31
PB	1.35	1.25	1.19	1.11
EV/EBITDA	4.07	2.95	1.69	1.08
ROE	10%	12%	14%	16%
ROIC	9%	10%	13%	14%

## 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,104	9,000	10,948	11,966
交易性金融资产	375	723	513	880
应收账款及应收票据	1,343	1,396	1,460	1,525
存货	2,747	2,566	2,369	2,134
预付账款	202	217	232	247
其他流动资产	636	641	646	851
流动资产合计	13,406	14,542	16,167	17,603
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	713	677	640	603
固定资产合计	1,645	1,222	807	399
无形资产	499	531	563	595
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	421	421	421	421
其他非流动资产	1,253	1,234	1,242	1,260
资产总计	17,937	18,626	19,840	20,880
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,227	4,538	4,868	5,180
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	255	274	294	312
应交税费	332	365	400	436
其他流动负债	1,468	1,271	1,457	1,350
流动负债合计	6,281	6,448	7,018	7,278
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	13	13	13	13
其他非流动负债	154	104	54	3
负债合计	6,448	6,565	7,085	7,294
归属于母公司的所有者权益	11,493	12,068	12,765	13,600
少数股东权益	-5	-7	-10	-14
股东权益	11,489	12,061	12,755	13,586
负债及股东权益	17,937	18,626	19,840	20,880

## 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,941	2,146	2,890	2,803
投资	800	-363	205	-372
资本性支出	-261	-23	-23	-22
其他	27	26	-13	-23
投资活动现金流净额	566	-360	169	-416
债权融资	0	-50	-50	-50
股权融资	4	0	0	0
支付股利及利息	-539	-841	-1,061	-1,318
其他	-248	0	0	0
筹资活动现金流净额	-783	-891	-1,111	-1,368
现金净流量	1,726	896	1,948	1,019

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 4 月 3 日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089