

森马服饰 (002563)

证券研究报告
2024年04月10日

坪效提升驱动增长，经营质量改善

23年收入136.6亿同增2.5%，归母净利润11.2亿同增76%

公司发布23全年财报，23Q4收入47.6亿同增8.5%，归母净利润2.9亿同减21%，扣非归母净利2.5亿同减25%；23年收入136.6亿同增2.5%，归母净利润11.2亿同增76%，扣非归母净利10.2亿同增105%；

23年公司拟派发现金分红累计112亿，占归母净利润74%，公司上市以来分红率达74.2%。

从终端零售看，23年公司全系统终端零售同增3.4%，逐季转好；24Q1全系统终端零售同比增长1.6%，其中森马同减1.5%，巴拉巴拉同增3.3%。

23年公司继续推动组织变革、模式创新、流程再造，强化零售业务组织能力，全面推进新零售模式落地实施，实现线上与线下、直营与加盟业务的相互赋能，公司运营质量和效率提升，销售毛利率同比提升，毛利额同比增加；同时库存运营效率同比提升，存货周转天数同比减少，期末库存余额同比减少，资产减值损失同比减少。

线下渠道恢复明显，巴拉巴拉保持稳健增长

分产品，23年休闲装收入41.7亿同减3%，森马全域形象升级，新基本店试点成功，提升品牌一致性体验；儿童服饰收入93.7亿同增5%，巴拉巴拉继续深化心智品类发展，加速孵化运动户外产品线，推动亚瑟士、彪马儿童品牌代理。

分渠道，线上收入62.3亿同减3.5%，加盟收入57.8亿同增10%，直营收入13.7亿同增19%，联营收入1.6亿同减52%。

分地区，境内收入136亿同增2.4%；境外收入4394万同增19%，截至2023年末，公司中国香港地区+海外店铺共70家，巴拉巴拉在新加坡首店于23年末成功开设。

23年毛利率44%创新高，净利率8.2%同增3.6pct

23Q4毛利率43.8%，同增0.7pct，23年毛利率44%，同增2.7pct，增长或系公司产品力有效提升，线上新品折扣向上，全域同款同价比例提升。分产品，23年休闲类毛利率38%同减2pct，儿童46.8%同增5pct；分渠道，23年线上43%同增4.2pct，直营67.6%同增2.5pct，加盟39.2%同增1.9pct。

23Q4净利率6.1%同减2.1pct，主要或系销售费率增长2.5pct；全年来看运营效率提升见效，净利率8.2%同增3.6pct，期间费率同减1.1pct，其中销售费率24.1%同减0.4pct，管理费率4.6%同增0.2pct，研发费率2.1%同减0.2pct，财务费率-1.2%同减0.8pct，主要系定期存款利息增长。

推进渠道调整优化与数字化建设，坪效提升显著

截至23年末，公司合计拥有7937家门店同减203家；其中分产品看，休闲2703家同减48家，儿童5234家同减155家；分渠道看，直营681家同减42家，加盟7164家同减172家。

店铺调整的同时，我们认为主要系坪效提升带动线下增长，数字化建设助力提效，23年公司平均坪效为9425元/年，同比增长36.3%。除渠道调整外，23年森马新基本店试点成功，店效超预期，商品效率高于普通门店，后续或推动全国复制；巴拉巴拉大力推广“零售-商品-陈列”三位一体咬

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.87元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,694.09
流通A股股本(百万股)	2,208.44
A股总市值(百万元)	15,814.31
流通A股市值(百万元)	12,963.56
每股净资产(元)	4.27
资产负债率(%)	35.95
一年内最高/最低(元)	7.02/4.80

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《森马服饰-季报点评:全域融合成效显著，Q3业绩显著提升》2023-11-02
- 《森马服饰-半年报点评:利润显著改善，多渠道毛利率提升，柔性供应提高货品流转》2023-09-05
- 《森马服饰-年报点评报告:提升运营效率，打造全新生态》2023-04-27

合策略，参与门店坪效有明显提升。

更新盈利预测，维持“买入”评级

公司持续推进新零售模式落地，24 年拟着重提升商品运营效率，加速渠道构建，继续提升数字化运营能力，同时加速海外业务布局挖掘增量市场。考虑店铺调整节奏，我们调整盈利预测，预计公司 24-26 年收入分别为 152、168、184 亿（24-25 年前值分别为 154、175 亿），归母净利润分别为 13.5、15.3、17.1 亿（24-25 年前值分别为 14.2、16.4 亿），EPS 分别为 0.5、0.57、0.64 元/股（24-25 年前值分别为 0.53、0.61 元/股），对应 PE 分别为 11.7、10.3、9.2 倍。

风险提示：宏观经济波动，品牌运营，原材料价格变动，存货管理及跌价，进出口贸易；分红计划实施不及预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,331.20	13,660.53	15,232.85	16,791.17	18,428.31
增长率(%)	(13.54)	2.47	11.51	10.23	9.75
EBITDA(百万元)	2,453.44	2,711.37	2,464.52	2,648.76	2,829.36
归属母公司净利润(百万元)	637.00	1,121.50	1,351.06	1,529.31	1,712.49
增长率(%)	(57.15)	76.06	20.47	13.19	11.98
EPS(元/股)	0.24	0.42	0.50	0.57	0.64
市盈率(P/E)	24.83	14.10	11.71	10.34	9.23
市净率(P/B)	1.45	1.38	1.33	1.26	1.17
市销率(P/S)	1.19	1.16	1.04	0.94	0.86
EV/EBITDA	1.76	1.83	1.98	1.61	1.01

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,369.32	8,103.73	8,503.21	9,134.64	10,544.33	营业收入	13,331.20	13,660.53	15,232.85	16,791.17	18,428.31
应收票据及应收账款	1,263.08	1,343.00	1,661.00	1,596.32	2,008.22	营业成本	7,825.27	7,646.74	8,515.17	9,377.87	10,292.21
预付账款	161.35	201.75	197.34	245.07	238.88	营业税金及附加	62.64	96.70	106.63	117.54	129.00
存货	3,847.41	2,746.69	5,207.31	3,216.08	6,213.22	销售费用	3,261.85	3,293.87	3,671.12	4,046.67	4,441.22
其他	2,028.78	1,010.85	1,113.95	1,050.50	1,114.24	管理费用	590.36	630.40	700.71	770.71	847.70
流动资产合计	13,669.94	13,406.02	16,682.80	15,242.60	20,118.89	研发费用	295.37	280.84	319.89	352.61	405.42
长期股权投资	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	财务费用	(54.41)	(159.00)	(249.10)	(264.57)	(295.18)
固定资产	1,810.50	1,644.51	1,662.04	1,613.57	1,540.10	资产/信用减值损失	(656.29)	(473.80)	(386.59)	(355.56)	(325.31)
在建工程	15.84	95.48	95.48	95.48	95.48	公允价值变动收益	99.36	30.14	0.00	0.00	0.00
无形资产	389.99	499.29	453.92	408.55	363.18	投资净收益	11.94	5.69	30.46	16.03	17.39
其他	2,384.68	2,291.48	2,230.47	2,228.74	2,224.02	其他	1,023.84	803.80	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	4,601.15	4,530.90	4,442.05	4,346.48	4,222.92	营业利润	871.26	1,505.14	1,812.31	2,050.80	2,300.02
资产总计	18,271.09	17,936.92	21,124.85	19,589.08	24,341.81	营业外收入	7.86	3.92	10.00	10.00	10.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	15.51	21.38	7.00	6.00	6.00
应付票据及应付账款	5,375.68	4,226.79	7,283.91	4,942.72	8,723.09	利润总额	863.61	1,487.67	1,815.31	2,054.80	2,304.02
其他	1,663.49	1,881.10	1,787.74	1,890.12	1,855.17	所得税	253.90	368.11	457.46	517.81	582.92
流动负债合计	7,039.16	6,107.90	9,071.65	6,832.84	10,578.27	净利润	609.72	1,119.56	1,357.85	1,536.99	1,721.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(27.28)	(1.94)	6.79	7.68	8.61
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	637.00	1,121.50	1,351.06	1,529.31	1,712.49
其他	221.22	167.09	194.15	180.62	187.39	每股收益(元)	0.24	0.42	0.50	0.57	0.64
非流动负债合计	221.22	167.09	194.15	180.62	187.39						
负债合计	7,377.41	6,448.16	9,265.81	7,013.46	10,765.66	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(6.85)	(4.55)	(2.75)	0.88	5.87	成长能力					
股本	2,694.09	2,694.09	2,694.09	2,694.09	2,694.09	营业收入	-13.54%	2.47%	11.51%	10.23%	9.75%
资本公积	2,812.95	2,812.72	2,812.72	2,812.72	2,812.72	营业利润	-54.84%	72.75%	20.41%	13.16%	12.15%
留存收益	5,584.11	6,166.81	6,524.77	7,248.16	8,240.25	归属于母公司净利润	-57.15%	76.06%	20.47%	13.19%	11.98%
其他	(190.63)	(180.31)	(169.78)	(180.24)	(176.78)	获利能力					
股东权益合计	10,893.68	11,488.76	11,859.04	12,575.62	13,576.15	毛利率	41.30%	44.02%	44.10%	44.15%	44.15%
负债和股东权益总计	18,271.09	17,936.92	21,124.85	19,589.08	24,341.81	净利率	4.78%	8.21%	8.87%	9.11%	9.29%
						ROE	5.84%	9.76%	11.39%	12.16%	12.62%
						ROIC	47.57%	92.90%	130.34%	142.35%	146.73%
						偿债能力					
						资产负债率	40.38%	35.95%	43.86%	35.80%	44.23%
						净负债率	-56.65%	-68.98%	-70.12%	-71.18%	-76.30%
						流动比率	1.91	2.13	1.84	2.23	1.90
						速动比率	1.37	1.70	1.26	1.76	1.31
						营运能力					
						应收账款周转率	9.82	10.48	10.14	10.31	10.23
						存货周转率	3.39	4.14	3.83	3.99	3.91
						总资产周转率	0.70	0.75	0.78	0.82	0.84
						每股指标(元)					
						每股收益	0.24	0.42	0.50	0.57	0.64
						每股经营现金流	0.44	0.72	0.47	0.48	0.71
						每股净资产	4.05	4.27	4.40	4.67	5.04
						估值比率					
						市盈率	24.83	14.10	11.71	10.34	9.23
						市净率	1.45	1.38	1.33	1.26	1.17
						EV/EBITDA	1.76	1.83	1.98	1.61	1.01
						EV/EBIT	1.92	1.97	2.17	1.75	1.10

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	609.72	1,119.56	1,351.06	1,529.31	1,712.49
折旧摊销	265.32	245.79	207.84	213.84	218.84
财务费用	85.01	42.13	(249.10)	(264.57)	(295.18)
投资损失	(11.94)	(5.69)	(30.46)	(16.03)	(17.39)
营运资金变动	(578.12)	112.94	(8.31)	(174.15)	287.90
其它	805.94	426.52	6.79	7.68	8.61
经营活动现金流	1,175.93	1,941.26	1,277.82	1,296.08	1,915.27
资本支出	145.92	278.69	152.94	133.53	93.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,721.17	287.35	(302.48)	(237.50)	(175.84)
投资活动现金流	1,867.10	566.03	(149.54)	(103.97)	(82.61)
债权融资	21.66	139.67	258.77	259.74	297.60
股权融资	(591.05)	10.08	(987.57)	(820.42)	(720.57)
其他	(1,077.06)	(932.35)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,646.45)	(782.60)	(728.80)	(560.68)	(422.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,396.57	1,724.69	399.48	631.43	1,409.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com