

研究所
 证券分析师: 杨仁文 S0350521120001
 yangrw@ghzq.com.cn
 联系人: 马川琪 S0350121090021
 macq@ghzq.com.cn
 联系人: 廖小慧 S0350122080035
 liaoxh@ghzq.com.cn

终端零售复苏, 库存持续改善 ——森马服饰(002563)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/05/08

表现	1M	3M	12M
森马服饰	13.6%	26.5%	19.5%
沪深300	-1.5%	-0.3%	3.9%

市场数据

2023/05/08

当前价格(元)	6.87
52周价格区间(元)	4.39-7.02
总市值(百万)	18,508.40
流通市值(百万)	12,894.56
总股本(万股)	269,409.02
流通股本(万股)	187,693.75
日均成交额(百万)	167.25
近一月换手(%)	0.76

相关报告

《森马服饰(002563)2022年年报点评: 短期影响业绩承压, 看好后续需求复苏(买入)*服装家纺*杨仁文》——2023-04-04

事件:

森马服饰发布一季报: 2023Q1 实现营业收入 30.02 亿元, 同比-9.29%, 归母净利润 3.11 亿元, 同比+48.85%, 扣非后净利润 2.92 亿元, 同比+58.34%, EPS 为 0.12 元。

投资要点:

- **费用管控效果显著, 利润实现高增长。** 1) 2023Q1 公司实现营收 30.02 亿元, 同比-9.29%, 归母净利润 3.11 亿元, 同比+48.85%, 扣非后净利润 2.92 亿元, 同比+58.34%, EPS 为 0.12 元, 同比+50%, 利润的增长主要来源于公司打通线上线下零售体系, 线上线下同款同价占比进一步提高, 毛利率提升, 同时公司管控成本效果明显。2) 2023Q1 公司毛利率为 44.34%, 较去年同期毛利率 42.65%提升 1.69pct, 销售费用为 7.02 亿元, 较去年同期 7.98 亿元减少 0.95 亿元, 同比-11.93%, 管理费用为 1.29 亿元, 较去年同期 1.47 亿元减少 0.18 亿元, 同比-12.35%, 各项费用得到有效控制, 对公司利润产生积极影响。
- **童装门店数量基本稳定, 终端零售逐月改善。** 截至 2023 年 3 月 31 日, 公司门店总数 8127 家, 较年初-13 家, 休闲服饰 2738 家, 较年初-13 家, 儿童服饰 5389 家, 与年初持平。终端零售方面, 23Q1 全系统零售终端环比逐月改善, 1 月同比-10.8%, 2 月、3 月分别同比+1.3%和 6.9%, 零售市场当下复苏恢复趋势良好, 看好公司二季度及以后的终端零售表现。
- **存货同比减少, 去库存已有成效。** 2023Q1 公司存货净额 33.71 亿元, 较期初 38.47 亿元减少 4.76 亿元, 较去年同期 40.52 亿元减少 6.80 亿元, 同比-16.79%, 存货减少明显。应收账款 7.83 亿元, 比上年末的 12.63 亿元, 下降 38.04%。主要是公司期内收回销售货款所致, 回款较好, 经营性活动产生的现金流量净额为 3.89 亿元, 较去年同期由负转正。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年实现收入 151.0/169.6/187.1 亿元人民币, 同比+13%/12%/10%; 归母净利润 10.1/12.2/14.5 亿元人民币, 同比+59%/21%/19%; 实现 EPS 0.38/0.45/0.54 元人民币, 2023 年 5 月 8 日收盘价 6.87 元人民币,

对应 2023-2025 年 PE 估值为 18/15/13X。长期看好公司品牌矩阵成长与渠道优化策略，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 1) 宏观环境风险：突发公共卫生事件，线下销售受影响风险； 2) 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险； 3) 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13331	15099	16955	18705
增长率（%）	-14	13	12	10
归母净利润（百万元）	637	1011	1219	1454
增长率（%）	-57	59	21	19
摊薄每股收益（元）	0.24	0.38	0.45	0.54
ROE（%）	6	8	9	10
P/E	21.83	18.30	15.18	12.73
P/B	1.30	1.55	1.41	1.27
P/S	1.06	1.23	1.09	0.99
EV/EBITDA	6.39	4.96	3.45	2.18

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：森马服饰盈利预测表

证券代码:	002563				股价:	6.87	投资评级:	买入		日期:	2023/05/08
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E		
盈利能力					每股指标						
ROE	6%	8%	9%	10%	EPS	0.24	0.38	0.45	0.54		
毛利率	41%	42%	43%	43%	BVPS	4.05	4.42	4.88	5.42		
期间费率	28%	29%	29%	29%	估值						
销售净利率	5%	7%	7%	8%	P/E	21.83	18.30	15.18	12.73		
成长能力					P/B	1.30	1.55	1.41	1.27		
收入增长率	-14%	13%	12%	10%	P/S	1.06	1.23	1.09	0.99		
利润增长率	-57%	59%	21%	19%							
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
总资产周转率	0.73	0.77	0.78	0.78	营业收入	13331	15099	16955	18705		
应收账款周转率	10.55	10.64	10.61	10.61	营业成本	7825	8742	9749	10662		
存货周转率	3.46	3.90	3.77	3.81	营业税金及附加	63	75	85	94		
偿债能力					销售费用	3262	3835	4307	4714		
资产负债率	40%	39%	40%	39%	管理费用	590	634	695	767		
流动比	1.91	2.14	2.27	2.45	财务费用	-54	-29	-48	-71		
速动比	1.35	1.59	1.71	1.88	其他费用/(-收入)	295	347	407	468		
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	871	1381	1665	1989		
现金及现金等价物	7616	9593	11867	14386	营业外净收支	-8	-4	-4	-9		
应收款项	1263	1418	1598	1763	利润总额	864	1377	1661	1980		
存货净额	3847	3875	4497	4908	所得税费用	254	386	465	554		
其他流动资产	943	1003	1051	1097	净利润	610	992	1196	1426		
流动资产合计	13670	15890	19013	22153	少数股东损益	-27	-20	-24	-29		
固定资产	1811	1677	1540	1405	归属于母公司净利润	637	1011	1219	1454		
在建工程	16	9	6	3	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E		
无形资产及其他	2775	1985	1171	304	经营活动现金流	1176	1903	2212	2407		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	637	1011	1219	1454		
资产总计	18271	19562	21729	23865	少数股东权益	-27	-20	-24	-29		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	528	674	719	719		
应付款项	5376	5605	6450	7026	公允价值变动	-99	-6	-8	-9		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-546	31	96	58		
其他流动负债	1781	1827	1927	2031	投资活动现金流	1867	17	3	49		
流动负债合计	7156	7432	8377	9057	资本支出	-111	-3	-11	33		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1971	1	-9	-9		
其他长期负债	221	242	266	296	其他	8	19	23	26		
长期负债合计	221	242	266	296	筹资活动现金流	-1646	21	24	30		
负债合计	7377	7674	8643	9353	债务融资	0	21	24	30		
股本	2694	2694	2694	2694	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	10894	11888	13086	14512	其它	-1646	0	0	0		
负债和股东权益总计	18271	19562	21729	23865	现金净增加额	1396	1945	2241	2487		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【海外消费&纺织服装小组介绍】

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。

马川琪：美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：复旦大学硕士，海外消费、纺服行业研究助理，全球视角。

【分析师承诺】

杨仁文，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。