

森马服饰 (002563.SZ) / 纺织服饰

证券研究报告/公司点评

2023年5月3日

评级: 买入 (维持)

市场价格 6.72 (元)

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

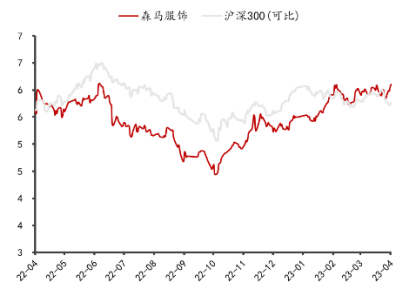
联系人: 吴思涵

Email: wush@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	26.94
现价(元)	6.72
市值(亿元)	181
流通市值(亿元)	181

股价与行业-市场走势图



相关报告

- 森马服饰 2022 年报点评: 22 年经营业绩承压, 静待 23 年复苏
- 森马服饰 2022Q3 点评: Q3 业绩环比好转, Q4 公司库存持续去化
- 森马服饰 2022H1 点评: 疫情下 H1 业绩承压, 全域零售布局持续推进
- 森马服饰 2022Q1 点评: 疫情影响 Q1 业绩, 童装保持稳健增长
- 森马服饰 2021 年报点评: 童装恢复增长, 休闲持续优化, 盈利能力有所提升
- 森马服饰 2021 业绩快报点评: 线上业务保持较快增长, 童装龙头地位稳固
- 森马服饰 2021Q3 点评: Q3 收入恢复受短期因素影响, 盈利能力持续提升

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15420	13331	14886	16709	18472
增长率 yoy%	1.41%	-13.54%	11.66%	12.25%	10.55%
净利润 (百万元)	1486	637	965	1241	1439
增长率 yoy%	84.50%	-57.15%	51.52%	28.61%	15.95%
每股收益 (元)	0.30	0.24	0.36	0.46	0.53
每股经营现金流量	0.77	0.44	0.53	1.22	0.29
净资产收益率	17.73%	12.72%	5.85%	8.36%	10.31%
P/E	12.18	28.42	18.73	14.57	12.56
PEG		-0.50	0.36	0.51	0.79
P/B	1.55	1.66	1.56	1.49	1.44

备注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

报告摘要

- 公司发布 2023Q1 财报, 期内实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 30.02/3.11/2.92 亿, 同比-9.29%/+48.85%/+58.34%, 利润端恢复较好主要由于毛利率提升以及期间费用率下降, 扣非前后增速的差异主因获得政府补贴 1118 万元以及取得的理财投资及公允价值变动损益 787 万元。
- Q1 终端零售表现逐月向好, 加盟商信心有所恢复。我们预计 1 月/2 月/3 月终端零售流水同比约为-10.8%/+1.3%/+6.9%, 今年以来终端流水已恢复正增长。期内加盟业务表现较弱, 主要是受到订货周期的影响, 终端消费复苏下加盟商信心已经有所恢复。从渠道看, 我们预计期内童装/休闲门店数分别持平/减少 13 家至 5389/2738 家, 全年来看有望积极拓展 200-300 家门店。
- Q1 毛利率同比提升, 严格控费下盈利改善。2023Q1 毛利率 44.34%, 同比+1.69PCT, 主要得益于公司持续推全域融合下, 线上线上同款同价占比进一步提升。另外随着存货结构逐步优化, 我们预计全年毛利率仍有提升空间。销售/管理/研发/财务费用率为 23.4%/4.28%/1.36%/0.93%, 同比-0.7/-0.15/-0.06/-0.65PCTs。毛利率提升叠加成本费用控制较好, 盈利能力改善明显。期内公司净利率 10.35%, 同比+4.29PCTs。
- 库存水平持续优化, 现金储备充足。23Q1 末公司存货 33.71 亿元 (同比-16.79%), 库存持续去化。应收账款天数-1.7 天至 30.67 天。经营现金流 3.89 亿元, 运营周转加快下现金流同比大幅提升。公司货币资金达 70.44 亿元, 同比+41.31%, 现金储备充足。
- 盈利预测及投资建议: 长期看, 巴拉巴拉童装龙头地位稳固, 未来随着品质提升以及品类拓宽, 将覆盖更多客群, 进一步提升市占率; 休闲装业务积极进行年轻化转型, 提升产品时尚性和功能性 (面料升级、注重穿着场景化), 并积极布局年轻人青睐的社交电商等新渠道、优化线下渠道, 同时持续提升供应链效率和数字化, 来提高新品成功率、提升整体运营质量, 未来休闲装业务有望持续恢复。考虑到终端仍处于复苏阶段, 预计 2023/24/25 年净利润分别为 9.65/12.4/14.4 亿元, 对应 PE 分别为 19/15/13 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 疫情反复, 导致终端零售不及预期风险; 渠道拓展不达预期风险; 研究报

告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,369	7,263	9,665	9,269	营业收入	13,331	14,886	16,709	18,472
应收票据	0	0	0	0	营业成本	7,825	8,698	9,680	10,641
应收账款	1,263	1,282	1,305	1,399	税金及附加	63	106	120	124
预付账款	161	130	145	160	销售费用	3,262	3,632	4,044	4,470
存货	3,847	3,851	2,997	4,549	管理费用	590	640	702	757
合同资产	0	0	0	0	研发费用	295	327	334	369
其他流动资产	2,030	1,421	1,449	1,479	财务费用	-54	-127	-119	-130
流动资产合计	13,670	13,947	15,561	16,856	信用减值损失	-115	-113	-120	-116
其他长期投资	839	839	839	839	资产减值损失	-541	-400	-410	-400
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	99	32	49	60
固定资产	1,811	2,048	2,265	2,407	投资收益	12	12	15	15
在建工程	16	116	166	216	其他收益	66	70	70	0
无形资产	390	272	220	163	营业利润	871	1,207	1,551	1,797
其他非流动资产	1,545	1,594	1,595	1,621	营业外收入	9	9	8	8
非流动资产合计	4,601	4,869	5,085	5,246	营业外支出	16	16	16	16
资产合计	18,271	18,816	20,646	22,102	利润总额	864	1,200	1,543	1,789
短期借款	0	0	0	0	所得税	254	276	355	411
应付票据	3,631	2,336	3,139	3,738	净利润	610	924	1,188	1,378
应付账款	1,744	2,609	2,933	3,256	少数股东损益	-27	-41	-53	-62
预收款项	0	39	11	15	归属母公司净利润	637	965	1,241	1,440
合同负债	117	268	301	332	NOPLAT	571	826	1,096	1,277
其他应付款	204	204	204	204	EPS (摊薄)	0.24	0.36	0.46	0.53
一年内到期的非流动负债	198	198	198	198					
其他流动负债	1,262	1,391	1,601	1,783					
流动负债合计	7,156	7,045	8,387	9,526					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	221	221	221	221					
非流动负债合计	221	221	221	221					
负债合计	7,377	7,266	8,608	9,747					
归属母公司所有者权益	10,901	11,598	12,139	12,518					
少数股东权益	-7	-48	-101	-163					
所有者权益合计	10,894	11,550	12,038	12,355					
负债和股东权益	18,271	18,816	20,646	22,102					

现金流量表				
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,176	1,427	3,283	784
现金收益	821	1,013	1,304	1,498
存货影响	176	-3	854	-1,552
经营性应收影响	769	412	372	292
经营性应付影响	-563	-391	1,098	926
其他影响	-27	396	-346	-381
投资活动现金流	1,867	-501	-467	-422
资本支出	-78	-435	-452	-386
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,945	-66	-15	-36
融资活动现金流	-1,646	-32	-414	-758
借款增加	-33	0	0	0
股利及利息支付	-1,348	-551	-876	-916
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-265	519	462	158

主要财务比率				
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-13.5%	11.7%	12.2%	10.5%
EBIT增长率	-55.5%	32.6%	32.7%	16.5%
归母公司净利润增长率	-57.1%	51.5%	28.6%	15.9%
获利能力				
毛利率	41.3%	41.6%	42.1%	42.4%
净利率	4.6%	6.2%	7.1%	7.5%
ROE	5.8%	8.4%	10.3%	11.6%
ROIC	9.8%	11.9%	14.9%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	40.4%	38.6%	41.7%	44.1%
债务权益比	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%
流动比率	1.9	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	37	31	28	26
应付账款周转天数	106	90	103	105
存货周转天数	181	159	127	128
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.36	0.46	0.53
每股经营现金流	0.44	0.53	1.22	0.29
每股净资产	4.05	4.30	4.51	4.65
估值比率				
P/E	29	19	15	13
P/B	2	2	2	1

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。