

## 公司研究

## Q1 利润表现超预期，期待复苏势头继续向好

## ——森马服饰（002563.SZ）2023年一季报点评

## 要点

## 23Q1 收入、归母净利润同比-9%、+49%，利润表现超预期

森马服饰发布 2023 年一季报。公司 23Q1 实现营业收入 30.02 亿元、同比下滑 9.29%，归母净利润 3.11 亿元、同比增长 48.85%超预期，扣非净利润 2.92 亿元、同比增长 58.34%，EPS 为 0.12 元。归母净利润表现好于收入主要系毛利率提升和费用率下降贡献，23Q1 公司归母净利率同比提升 4.05PCT 至 10.36%。

## 1~4 月零售流水逐月改善，4 月至今单月流水同比增速达 24%

一季度全系统零售流水逐月改善，1 月同比下滑 11%，2 月、3 月分别同比增长 1%、7%。分品类来看，一季度童装收入表现好于休闲装。另外 4 月初截至 4 月 27 日，全系统零售流水增长 24%。年初至 4 月 27 日累计来看零售流水为同比正增长，但较 21 年同期仍有一定差距。

门店数量方面，截至 23 年 3 月末，公司门店总数为 8127 家，较年初净减少 13 家 (-0.16%)，其中休闲装门店数为 2738 家，较年初净减少 13 家 (-0.47%)，童装门店数为 5389 家、较年初持平。

## 毛利率提升、费用率下降，存货较年初减少，经营现金流转为净流入

毛利率：23Q1 同比提升 1.69PCT 至 44.34%，毛利率提升主要系折扣力度减小，以及公司推进全域新零售业务模式，统筹管理线上线下零售业务，线上线下同款同价占比实现较快提升。

期间费用率：23Q1 同比下降 1.55PCT 至 28.11%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 23.40% (同比-0.70PCT)、4.28% (-0.15PCT)、1.36% (-0.06PCT)、-0.93% (-0.65PCT)。

其他指标方面：1) 23 年 3 月末存货为 33.71 亿元，较年初减少 12.37%、同比 22 年 3 月末减少 16.79%；存货周转天数为 194 天、同比增加 3 天。2) 应收账款为 7.83 亿元，较年初减少 38.04%、同比 22 年 3 月末减少 15.70%；应收账款周转天数为 31 天、同比减少 2 天。3) 23Q1 经营净现金流净额为 3.89 亿元、同比转为净流入，主要系公司支付的采购货款及费用支出同比减少贡献。

## 略上调盈利预测，维持“买入”评级

23Q1 公司业绩复苏势头向好，随着线上线下全域融合的推进，公司毛利率有所提升，且成本管控效果较为明显，业绩端表现好于市场预期。后续我们期待随着消费回暖，公司作为童装龙头复苏节奏继续向好，收入和利润端进一步修复、经营质量同时得以提升。考虑一季度净利率提升好于预期，我们小幅上调公司 23~25 年盈利预测 (归母净利润较前次盈利预测分别上调 4%/2%/2%)，对应 23~25 年 EPS 为 0.37、0.46、0.55 元，23 年、24 年 PE 分别为 18 倍、15 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；电商流量增长放缓致销售不及预期；线下渠道拓展不力或费用等投入超出预期；渠道库存恶化。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,420	13,331	14,835	16,810	18,676
营业收入增长率	1.41%	-13.54%	11.28%	13.32%	11.10%
净利润 (百万元)	1,486	637	1,000	1,234	1,489
净利润增长率	84.50%	-57.15%	57.06%	23.35%	20.69%
EPS (元)	0.55	0.24	0.37	0.46	0.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.74%	5.84%	8.81%	10.51%	12.24%
P/E	12	28	18	15	12
P/B	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-28

## 买入 (维持)

当前价：6.72 元

## 作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

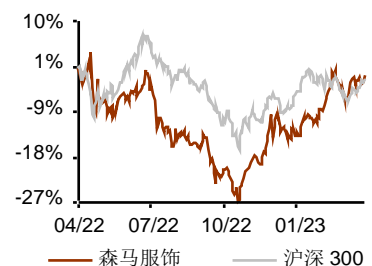
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	26.94
总市值(亿元)	181.04
一年最低/最高(元)	4.39/6.72
近 3 月换手率	20.07%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.80	25.40	2.59
绝对	12.37	21.30	11.87

资料来源：Wind

## 相关研报

22 年业绩受疫情影响承压，23 年期待童装龙头稳步修复——森马服饰（002563.SZ）2022 年年报点评（2023-04-04）  
Q3 业绩现改善，外因扰动下夯实竞争力、期待童装龙头稳步复苏——森马服饰（002563.SZ）2022 年三季报点评（2022-11-01）  
上半年业绩受疫情影响较大，期待下半年逐步改善——森马服饰（002563.SZ）2022 年中报点评（2022-08-27）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,420	13,331	14,835	16,810	18,676
营业成本	8,853	7,825	8,546	9,607	10,575
折旧和摊销	213	210	228	245	263
税金及附加	122	63	117	133	148
销售费用	3,381	3,262	3,550	4,021	4,396
管理费用	621	590	601	669	743
研发费用	317	295	312	387	430
财务费用	-103	-54	-38	-41	-43
投资收益	74	12	40	40	40
营业利润	1,929	871	1,388	1,719	2,081
利润总额	1,922	864	1,378	1,709	2,071
所得税	438	254	405	503	609
净利润	1,485	610	973	1,207	1,462
少数股东损益	-2	-27	-27	-27	-27
归属母公司净利润	1,486	637	1,000	1,234	1,489
EPS(元)	0.55	0.24	0.37	0.46	0.55

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,076	1,176	1,636	1,776	1,985
净利润	1,486	637	1,000	1,234	1,489
折旧摊销	213	210	228	245	263
净营运资金增加	-502	-789	-62	187	217
其他	878	1,118	470	110	15
投资活动产生现金流	-482	1,867	-503	-320	-320
净资本支出	-189	-111	-360	-360	-360
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-292	1,978	-143	40	40
融资活动现金流	-1,672	-1,646	-501	-815	-1,019
股本变化	-4	0	0	0	0
债务净变化	220	-33	0	0	0
无息负债变化	2,204	-684	806	867	792
净现金流	-74	1,396	632	641	646

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	42.58%	41.30%	42.39%	42.85%	43.38%
EBITDA 率	18.46%	16.26%	16.25%	15.89%	16.73%
EBIT 率	16.71%	14.27%	14.71%	14.43%	15.32%
税前净利润率	12.47%	6.48%	9.29%	10.17%	11.09%
归母净利润率	9.64%	4.78%	6.74%	7.34%	7.97%
ROA	7.51%	3.34%	4.99%	5.82%	6.67%
ROE (摊薄)	12.74%	5.84%	8.81%	10.51%	12.24%
经营性 ROIC	28.13%	21.02%	23.19%	24.66%	27.83%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	41%	40%	42%	44%	45%
流动比率	1.95	1.91	1.81	1.76	1.73
速动比率	1.43	1.37	1.32	1.29	1.28
归母权益/有息债务	50.64	55.17	57.51	59.42	61.58
有形资产/有息债务	81.91	87.90	94.23	100.44	106.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	19,778	18,271	19,512	20,729	21,921
货币资金	4,973	6,369	7,001	7,642	8,288
交易性金融资产	3,339	1,247	1,247	1,247	1,247
应收账款	1,452	1,263	1,543	1,793	2,039
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	74	53	37	35	31
存货	4,024	3,847	4,033	4,224	4,409
其他流动资产	922	729	729	729	729
流动资产合计	15,087	13,670	14,778	15,881	16,976
其他权益工具	135	82	82	82	82
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,948	1,811	1,911	1,998	2,070
在建工程	25	16	38	55	67
无形资产	431	390	380	371	362
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	330	330	330	330
非流动资产合计	4,691	4,601	4,734	4,848	4,945
总负债	8,094	7,377	8,184	9,051	9,843
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,872	1,744	2,735	3,267	3,595
应付票据	3,082	3,631	3,675	3,939	4,336
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,795	1,781	1,736	1,807	1,874
流动负债合计	7,749	7,156	8,146	9,013	9,805
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	345	221	38	38	38
非流动负债合计	345	221	38	38	38
股东权益	11,684	10,894	11,328	11,678	12,078
股本	2,694	2,694	2,694	2,694	2,694
公积金	4,342	4,387	4,387	4,387	4,387
未分配利润	4,766	4,010	4,472	4,849	5,277
归属母公司权益	11,663	10,901	11,362	11,740	12,167
少数股东权益	20	-7	-34	-61	-89

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	21.93%	24.47%	23.93%	23.92%	23.54%
管理费用率	4.03%	4.43%	4.05%	3.98%	3.98%
财务费用率	-0.67%	-0.41%	-0.26%	-0.24%	-0.23%
研发费用率	2.06%	2.22%	2.10%	2.30%	2.30%
所得税率	23%	29%	29%	29%	29%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.50	0.20	0.32	0.39	0.48
每股经营现金流	0.77	0.44	0.61	0.66	0.74
每股净资产	4.33	4.05	4.22	4.36	4.52
每股销售收入	5.72	4.95	5.51	6.24	6.93

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	12	28	18	15	12
PB	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.0	6.5	5.6	5.1	4.3
股息率	7.4%	3.0%	4.7%	5.9%	7.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE