

森马服饰 (002563.SZ)

2022 年收入下降 14%，近期终端零售改善

增持

核心观点

2022 年收入下降 13.5%，库存周转变慢、新品占比下降。2022 年在严峻的经营环境中，收入下降 13.5%至 133.3 亿元，归母净利润下降 57%至 6.4 亿元，分业务看，童装/休闲装收入分别-13%/-15%至 89.3/42.8 亿元，由于折扣加深以及疫情期间给加盟商让利，公司毛利率下降 1.3pct 至 41.3%，其中童装/休闲装分别下降 1.9/0.1pct。年末库存周转天数增加 48 天至 181 天，存货余额同比增加 1.5%至 45.4 亿元，由于公司计提存货减值 6.9 亿元，存货账面价值同比下降 4.4%，按存货余额计的库龄结构，1 年内占比下降 24.6pct 至 59.1%。2022 第四季度公司收入下降 19%至 43.9 亿元，净利润下降 33%至 3.66 亿元。

2023Q1 终端零售下降 4%，期待下半年渠道库存恢复健康、业绩改善；中长期关注国际业务拓展。1) 2023 年以来呈现环比改善趋势，1-3 月终端零售同比分别-10.8%/+1.3%/+6.9%，1-3 月合计下降约 4.1%，另外批发业务同比高个位数下滑，一季度售罄率、折扣、终端库存均有一定的改善。2023 上半年仍需处理 2021-2022 年的过季库存，我们预计下半年开始在库存逐步恢复健康、新品推出，公司业绩将有较大的改善。2) 中长期，一方面，童装品牌巴拉巴拉在 2023 年启动新一轮中期战略，围绕“品牌引领、产品领先、效率驱动”三大核心目标；另一方面公司计划发展国际业务，2022 年森马/巴拉巴拉分别在海外有 25/36 家门店，全批发模式，零售额 1.5 亿元人民币，中长期希望国际业务占公司达到 1/3。

风险提示：疫情多轮反复；国际业务不及预期；品牌形象受损；系统性风险。

投资建议：看好短期库存改善后的业绩弹性，中长期有望保持稳健增长。公司是业内领先的童装和休闲装双龙头，休闲装业务稳健发展，童装业务赛道景气、公司市场地位遥遥领先，聚焦新战略后市场份额有望进一步提升，中长期期待公司国际化业务的成功拓展。一季度终端零售趋势向好，随着库存去化、新品推出，下半年业绩有望得到较大改善。由于去年疫情影响超出预期，今年上半年仍然有去库压力，小幅下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 9.3/11.5/13.4 亿元（原 2023-2024 年为 10.5/14.0 亿元），同比增长 45%/25%/16%，由于疫情管控放开增强复苏的确定性，估值切换后小幅上调目标价至 6.4-6.8 元（原为 5.2-5.6 元），对应 2024 年 PE 15-16x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	14,701	16,342	18,047
(+/-%)	1.4%	-13.5%	10.3%	11.2%	10.4%
净利润(百万元)	1486	637	926	1153	1336
(+/-%)	84.5%	-57.1%	45.4%	24.5%	15.9%
每股收益(元)	0.55	0.24	0.34	0.43	0.50
EBIT Margin	16.1%	12.1%	11.6%	12.2%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	5.8%	8.3%	10.0%	11.2%
市盈率 (PE)	11.0	25.6	17.6	14.1	12.2
EV/EBITDA	9.0	13.0	12.1	10.9	9.9
市净率 (PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 **联系人：关竣尹**
 0755-81981391 0755-81982834
 dingshijie@guosen.com.cn cnguanjunyin@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	6.40 - 6.80 元
收盘价	6.05 元
总市值/流通市值	16299/11355 百万元
52 周最高价/最低价	6.94/4.39 元
近 3 个月日均成交额	43.14 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《森马服饰 (002563.SZ) - 2022 年净利润预减 56%，童装休闲装双龙头稳步复苏》——2023-02-03
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 三季度收入降幅收窄，库存压力较大》——2022-11-08
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 上半年净利润下降 86%，线上新渠道拓展迅速》——2022-08-31
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 疫情和成本压力下，上半年业绩预减 81%~87%》——2022-07-18
- 《森马服饰 (002563.SZ) - 疫情下一季度收入持平，原材料成本上涨毛利率下降》——2022-05-02

图1：公司营业收入及增速



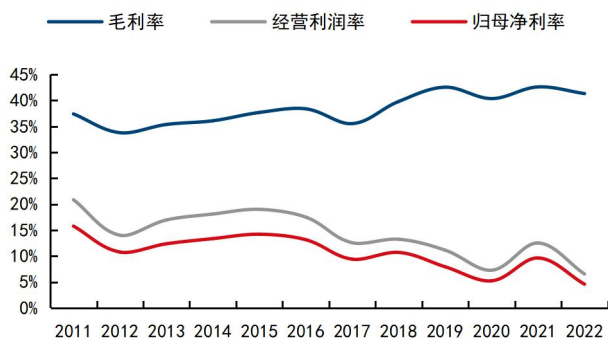
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



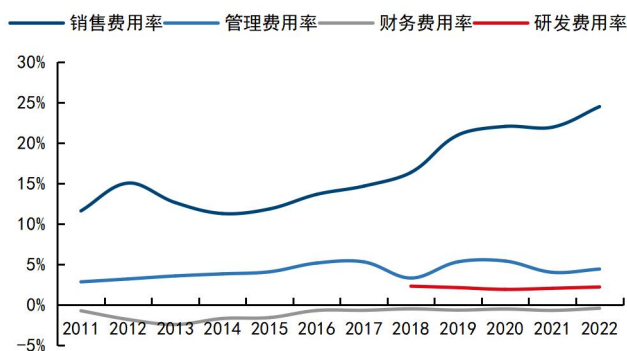
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率、经营利润率与归母净利率变化情况



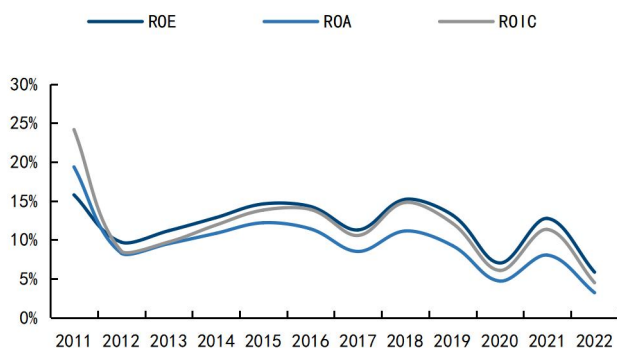
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率变化情况



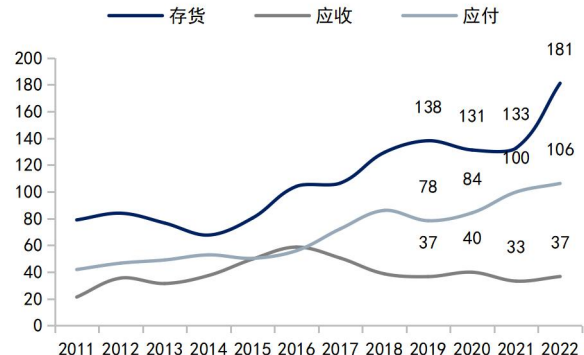
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司 ROE/ROA/ROIC 变化情况



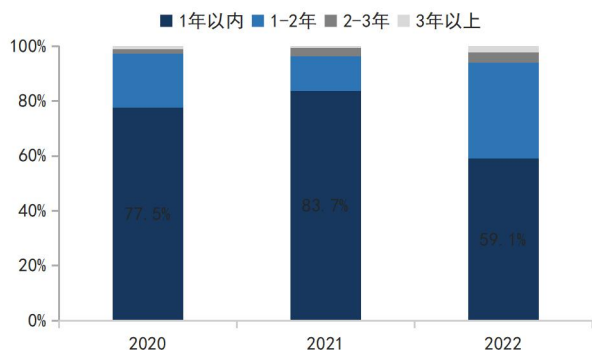
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司营运资金周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司库龄结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司存货减值金额以及占收入比重



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好短期库存改善后的业绩弹性，中长期有望保持稳健增长。公司是业内领先的童装和休闲装双龙头，休闲装业务稳健发展，童装业务赛道景气、公司市场地位遥遥领先，聚焦新战略后市场份额有望进一步提升，中长期期待公司国际化业务的成功拓展。一季度终端零售趋势向好，随着库存去化、新品推出，下半年业绩有望得到较大改善。由于去年疫情影响超出预期，今年上半年仍然有去库压力，小幅下调盈利预测，预计公司2023-2025年净利润分别为9.3/11.5/13.4亿（原2023-2024年为10.5/14.0亿元），同比增长45%/25%/16%，由于疫情管控放开增强复苏的确定性，估值切换后小幅上调目标价至6.4-6.8元（原为5.2-5.6元），对应2024年PE 15-16x，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	14,701	16,342	18,047
(+/-%)	1.4%	-13.5%	10.3%	11.2%	10.4%
净利润(百万元)	1486	637	926	1153	1336
(+/-%)	84.5%	-57.1%	45.4%	24.5%	15.9%
每股收益(元)	0.55	0.24	0.34	0.43	0.50
EBIT Margin	16.1%	12.1%	11.6%	12.2%	12.7%
净资产收益率(ROE)	12.7%	5.8%	8.3%	10.0%	11.2%
市盈率(PE)	11.0	25.6	17.6	14.1	12.2
EV/EBITDA	9.0	13.0	12.1	10.9	9.9
市净率(PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4973	6369	7293	8063	8928	营业收入	15420	13331	14701	16342	18047
应收款项	1526	1316	1452	1614	1782	营业成本	8853	7825	8551	9455	10398
存货净额	4024	3847	4181	4632	5101	营业税金及附加	122	63	88	97	106
其他流动资产	1122	890	981	1091	1205	销售费用	3381	3262	3411	3759	4115
流动资产合计	15087	13670	15154	16647	18263	管理费用	621	614	956	1045	1149
固定资产	1973	1826	927	573	184	财务费用	(103)	(54)	(62)	(71)	(79)
无形资产及其他	431	390	374	359	343	投资收益	74	12	0	0	0
投资性房地产	2286	2385	2385	2385	2385	资产减值及公允价值变动	348	(442)	(588)	(588)	(649)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(1038)	(320)	88	96	104
资产总计	19778	18271	18841	19963	21175	营业利润	1929	871	1257	1565	1813
短期借款及交易性金融负债	230	198	198	198	198	营业外净收支	(7)	(8)	(8)	(9)	(10)
应付款项	5954	5376	5842	6471	7128	利润总额	1922	864	1249	1556	1803
其他流动负债	1564	1583	1409	1557	1712	所得税费用	438	254	325	404	469
流动负债合计	7749	7156	7448	8226	9037	少数股东损益	(2)	(27)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1486	637	926	1153	1336
其他长期负债	345	221	221	221	221						
长期负债合计	345	221	221	221	221	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8094	7377	7670	8447	9259	净利润	1486	637	926	1153	1336
少数股东权益	20	(7)	(7)	(8)	(9)	资产减值准备	(152)	192	210	(345)	(381)
股东权益	11663	10901	11178	11524	11925	折旧摊销	213	210	267	277	286
负债和股东权益总计	19778	18271	18841	19963	21175	公允价值变动损失	(348)	442	588	588	649
						财务费用	(103)	(54)	(62)	(71)	(79)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(326)	27	(59)	(290)	(321)
每股收益	0.55	0.24	0.34	0.43	0.50	其它	152	(161)	(210)	344	380
每股红利	0.50	0.50	0.24	0.30	0.35	经营活动现金流	1025	1346	1722	1728	1950
每股净资产	4.33	4.05	4.15	4.28	4.43	资本开支	0	227	(150)	(150)	(150)
ROIC	22%	12%	13%	16%	20%	其它投资现金流	(510)	2196	0	0	0
ROE	13%	6%	8%	10%	11%	投资活动现金流	(510)	2423	(150)	(150)	(150)
毛利率	43%	41%	42%	42%	42%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	12%	12%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(1349)	(1348)	(648)	(807)	(935)
收入增长	1%	-14%	10%	11%	10%	其它融资现金流	2105	322	0	0	0
净利润增长率	84%	-57%	45%	25%	16%	融资活动现金流	(589)	(2373)	(648)	(807)	(935)
资产负债率	41%	40%	41%	42%	44%	现金净变动	(74)	1396	923	771	865
息率	8.3%	8.3%	4.0%	5.0%	5.7%	货币资金的期初余额	5047	4973	6369	7293	8063
P/E	11.0	25.6	17.6	14.1	12.2	货币资金的期末余额	4973	6369	7293	8063	8928
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	0	1598	1324	1319	1513
EV/EBITDA	9.0	13.0	12.1	10.9	9.9	权益自由现金流	0	1921	1370	1371	1572

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032