

2025 年 03 月 05 日

森马服饰 (002563.SZ)

投资评级：买入（首次）

——休闲与儿童主业高质量发展，渠道变革助公司焕新

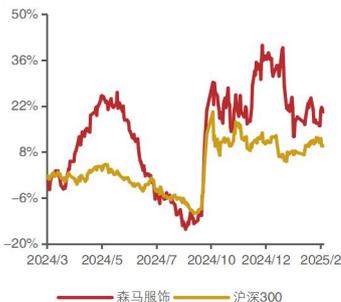
证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 03 日

收盘价 (元)	6.28
一年内最高/最低 (元)	7.48/4.34
总市值 (百万元)	16,918.89
流通市值 (百万元)	13,869.02
总股本 (百万股)	2,694.09
资产负债率 (%)	36.75
每股净资产 (元/股)	4.25

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **专注服装主业，休闲与儿童服饰为公司核心业务。**森马服饰创建于 2002 年，公司以休闲服饰、儿童服饰为核心主业，并分别布局森马品牌及巴拉巴拉，且据公司公告，森马品牌现已位居本土休闲服装品牌头部位置，而巴拉巴拉市占率则多年领跑国内儿童服饰赛道，两大核心业务发展稳固。此外，公司旗下拥有多个自有品牌、合作品牌及被授权品牌，合作品牌均为长期合作，而被授权品牌除 PUMAKIDS 外均为独家授权，且剩余授权期限较长，为公司长期运营该类品牌打下良好基础。
- **聚焦心智品类发展，运营效率提升推动毛利率增长。**在心智品类发展方面，据公司公告，公司于 24H1 新引入三丽鸥 IP 增强 T 恤产品对女童的吸引，并延续 2023 年成功的奥特曼联名系列，通过与强 IP 联名不断增强产品吸引力。在生产效率方面，据公司公告，24H1 品牌经营质量持续提升，随线上折扣提升及全域款产品销售占比提升，毛利率提升，驱动以巴拉巴拉为代表的儿童服饰业务毛利率升至 49.55%，且 24H1 营收同比亦增长 6.43%，持续巩固儿童服饰业务在公司的核心地位。
- **店铺总量重新增长，店效及坪效 2023 年有所改善。**据公司公告，截至 24H1，公司店铺总量达 8140 家，较 2023 年末增长 203 家，自 2019 年来首次实现增长，但店均面积方面自 2022 年来呈小幅下降趋势。店铺运营效率方面，截至 2023 年底，公司店效及坪效分别为 172.11 万元/年及 0.93 万元/平方米，2023 年有所改善，伴随公司对门店的数字化升级，有望进一步提升终端店铺的运营效率。
- **盈利预测与评级：**公司深耕休闲服饰及儿童服饰多年，旗下森马品牌/巴拉巴拉品牌分别为国内休闲服装头部品牌/国内儿童服饰龙头品牌，长期看公司持续聚焦线上渠道及儿童服饰发展，营收及利润率有望双升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 11.16 亿元/13.29 亿元/15.24 亿元，同比分别增长-0.46%/19.06%/14.66%。我们选择与公司同属国内休闲服饰公司及多品牌运营的九牧王及报喜鸟为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在休闲服饰赛道及儿童服饰赛道的多品牌运营竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**消费者消费意愿修复不及预期风险；童装赛道竞争加剧风险；渠道扩张速度不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,331	13,661	14,437	15,947	17,242
同比增长率 (%)	-13.54%	2.47%	5.68%	10.46%	8.12%
归母净利润 (百万元)	637	1,122	1,116	1,329	1,524
同比增长率 (%)	-57.15%	76.06%	-0.46%	19.06%	14.66%
每股收益 (元/股)	0.24	0.42	0.41	0.49	0.57
ROE (%)	5.84%	9.76%	9.48%	11.04%	12.42%
市盈率 (P/E)	26.56	15.09	15.16	12.73	11.10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司深耕休闲服饰及儿童服饰多年，旗下森马品牌/巴拉巴拉品牌分别为国内休闲服装头部品牌/国内儿童服饰龙头品牌，长期看公司持续聚焦线上渠道及儿童服饰发展，营收及利润率有望双升。我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别 11.16 亿元/13.29 亿元/15.24 亿元，同比分别增长-0.46%/19.06%/14.66%。我们选择与公司同属国内休闲服饰公司及多品牌运营的九牧王及报喜鸟为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在休闲服饰赛道及儿童服饰赛道的多品牌运营竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 销售费用率，公司深耕休闲及儿童赛道，近期因公司应对市场环境变化加大品牌宣传推动广告宣传及服务费率提升，导致销售费率有所提升，但预计各业务发展平稳后销售费率有望改善，因此预计 2024–2026 公司销售费用率分别为 24.60%、24.40%、24.10%；

2) 管理费用率，公司近年持续通过应用数字化工具等方式提升运营效率，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2024–2026 管理费用率分别为 4.85%、4.30%、4.10%。

投资逻辑要点

1) 儿童服饰业务：巴拉巴拉品牌常年维持国内童装市场份额第一，且近期通过与强 IP 联名不断增强产品吸引力，有望推动公司儿童服饰业务营收及利润双升；

2) 线上及海外渠道：公司近年加强线上与海外渠道布局，通过成立相关事业部、开设直播基地及开设新店等方式持续开拓线上及海外，有望成为公司增长新引擎。

核心风险提示

消费者消费意愿修复不及预期风险；童装赛道竞争加剧风险；渠道扩张速度不及预期风险。

内容目录

1. 休闲与儿童主业稳固，线上及海外渠道有望发力	6
2. 儿童业务高质量发展，线上发展助公司业绩增长	9
3. 盈利预测与评级	14
3.1. 核心假设与盈利预测	14
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	14
4. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司旗下各品牌建设情况 (截至 2024 年半年报)	6
图表 2: 24H1 公司休闲服饰业务营收同比+7.66%	7
图表 3: 24H1 休闲服饰业务毛利率为 38.57%	7
图表 4: 杭州工联 CC “新森马” 旗舰店 (24 年 5 月开业)	7
图表 5: “新森马” 旗舰店店铺店内陈列	7
图表 6: 24H1 儿童服饰业务营收同比+6.43%	8
图表 7: 24H1 儿童服饰业务毛利率为 49.55%	8
图表 8: 巴拉巴拉温州梧田老街店	8
图表 9: 巴拉巴拉门店举办的亲子活动	8
图表 10: 巴拉巴拉新加坡首店	9
图表 11: 24H1 公司线上渠道营收同比+3.36%	9
图表 12: 24H1 公司线上渠道毛利率为 47.38%	9
图表 13: 24Q1-Q3 公司营收同比+5.62%	10
图表 14: 24Q1-Q3 公司毛利率增至 44.77%	10
图表 15: 24Q1-Q3 公司管理费用率为 4.85%	10
图表 16: 24Q1-Q3 公司归母净利率为 8.03%	10
图表 17: 24Q1-Q3 存货周转天数增至 180 天	11
图表 18: 24H1 公司整体店铺数量为 8140 家	11
图表 19: 公司店效及坪效 2023 年有所改善	11
图表 20: 24H1 公司线上渠道营收占比为 45.25%	12
图表 21: 公司线上及直营渠道毛利率呈上升趋势	12
图表 22: 24H1 公司各渠道店铺数量重回增长	12
图表 23: 24H1 公司直营渠道店均面积为 201.56 平方米	12
图表 24: 2023 年公司直营渠道店效为 201.77 万元/年	12
图表 25: 2023 年公司加盟渠道店效为 80.67 万元/年	12
图表 26: 24H1 公司儿童服饰营收占比达 68.35%	13
图表 27: 24H1 公司儿童服饰毛利率为 49.55%	13
图表 28: 24H1 公司儿童服饰业务店铺数为 5385 家	13
图表 29: 24H1 公司儿童服饰店均面积为 161.56 平方米	13

图表 30: 2023 年公司休闲服饰店效为 154.32 万元/年	13
图表 31: 2023 年公司儿童服饰店效为 179.07 万元/年	13
图表 32: 森马服饰重点费率预测	14
图表 33: 森马服饰简易预测利润表 (金额单位: 亿元)	14
图表 34: 可比公司估值表	15

1. 休闲与儿童主业稳固，线上及海外渠道有望发力

专注服装主业，休闲与儿童服饰为公司核心业务。森马服饰创建于 2002 年，公司以休闲服饰、儿童服饰为核心主业，并分别布局森马品牌及巴拉巴拉，且据公司公告，森马品牌现已位居本土休闲服装品牌头部位置，而巴拉巴拉市占率则多年领跑国内儿童服饰赛道，两大核心业务发展稳固。此外，公司旗下拥有多个自有品牌、合作品牌及被授权品牌，合作品牌均为长期合作，而被授权品牌除 PUMAKIDS 外均为独家授权，且剩余授权期限较长，为公司长期运营该类品牌打下良好基础。

图表 1：公司旗下各品牌建设情况（截至 2024 年半年报）

自有品牌					
品牌名称	主要产品类型	特点	目标客群	主要产品价格带	主要销售区域
森马	服饰	大众休闲	大众家庭	100-800 元	中国
巴拉巴拉	童装、童鞋等	时尚、全品类、高品质	0-14 岁儿童	100-500 元	中国、沙特阿拉伯等市场
马卡乐	0-7 岁婴幼儿童服装品牌	缤纷、现代、有趣	95 后中产家庭及 85 后 2 胎家庭	99-599 元	中国
迷你巴拉	婴幼儿及亲子服饰及鞋内配	自然、艺术的产品风格	0-7 岁新生代家庭、新锐白领等	100-700 元	中国
Hey Junior	校服	安全、健康、舒适	幼小初高学生	100-600 元	中国
森马儿童	服装、鞋品、内着、配件	匠心打磨心智品类 舒服裤	大众家庭 3-10 岁的学生	99-599 元	中国
爱肯	服饰为主，鞋/内着/配件等全品类	大众潮流服饰	城市青年	99-600 元	中国
合作品牌					
品牌名称	主要产品类型	特点	目标客群	主要产品价格带	合作方式及期限
杰森吴	女性服饰（连衣裙，针织，半裙为主）	聚焦女性化、差异化设计感、轻盈都市感的高端设计师品牌	对时尚及个性有追求的中产及对设计师品牌青睐的时尚人群	2,000-5,000 元	合资、长期
舒库	女装高品质服装	定位打造舒适美学的生活方式品牌	30-40 岁女性为主	199-2,999 元	合资、长期
VIVIDBOX	亲子户外运动服饰	大众家庭的轻户外，和孩子一起呼吸	宝宝年龄 6-12 岁的家庭、精致妈妈	69-899 元	合资、长期
被授权品牌					
品牌名称	主要产品类型	特点	目标客群	主要产品价格带	授权期限
Juicy Couture(独家)	女性服饰	美国时尚休闲品牌	时尚、自信的精致女性	680-1,880 元	至 2029/12/31
Marc O' Polo(独家)	男性、女性服饰，鞋品，配饰	北欧时尚生活方式品牌	中高端新锐白领	490-3,890 元	至 2028/11/24
AsicsKids(独家)	儿童鞋服配	专注儿童学步成长与运动保护	精致妈妈、新锐白领、资深白领	290-2,100 元	至 2026/12/31
PUMAKIDS(非独家)	童装、童鞋、儿童配件	运动行业与街头时尚文化	3-14 岁儿童潮流辣妈、城市生活家	149-2,299 元	至 2027/12/31

资料来源：公司公告，华源证券研究所

“新森马”模型全国推广，休闲服饰营收重拾增长。公司主品牌森马定位“舒服体验，品质生活”，注重产品的简约、松弛、高品质及舒服的日常穿搭属性，位居本土休闲服装品牌头部位置。近年渠道持续焕新，于2024上半年全国推广“新森马”店型，据品牌星球 Brandstar 公众号，新店型首家旗舰店开设于杭州工联大厦，实现了品类分区，以情景化的方式向客群展示产品穿着场景，便于满足客群一站式购物的需求。此外，据公司公告，“新森马”加大传播力度，携手多位明星代言人，并推动“森活家”社群营销，不断增加品牌及产品在全网的曝光度。在森马积极探索新变革下，公司休闲服饰业务营收于24H1出现边际改善，营收同比+7.66%，毛利率为38.57%，较2023年底小幅提升，新变革有望持续为森马品牌注入活力。

图表 2：24H1 公司休闲服饰业务营收同比+7.66%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 3：24H1 休闲服饰业务毛利率为 38.57%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 4：杭州工联 CC “新森马”旗舰店（24 年 5 月开业）



资料来源：品牌星球 Brandstar 微信公众号，华源证券研究所

图表 5：“新森马”旗舰店店铺内陈列



资料来源：品牌星球 Brandstar 微信公众号，华源证券研究所

聚焦心智品类发展，运营效率提升推动毛利率增长。巴拉巴拉近年以强化品牌心智为核心，推广营销重点品类，维持品牌在国内童装行业份额第一的位置。在心智品类发展方面，据公司公告，公司于24H1新引入三丽鸥IP增强T恤产品对女童的吸引，并延续2023年成功的奥特曼联名系列，通过与强IP联名不断增强产品吸引力。在生产效率方面，据公司公告，24H1品牌经营质量持续提升，随线上折扣提升及全域款产品销售占比提升，毛利率提升，驱

动以巴拉巴拉为代表的儿童服饰业务 24H1 毛利率升至 49.55%，且 24H1 营收同比亦增长 6.43%，持续巩固儿童服饰业务在公司的核心地位。

图表 6：24H1 儿童服饰业务营收同比+6.43%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 7：24H1 儿童服饰业务毛利率为 49.55%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 8：巴拉巴拉温州梧田老街店



资料来源：赢商云智库微信公众号，华源证券研究所

图表 9：巴拉巴拉门店举办的亲子活动



资料来源：赢商云智库微信公众号，华源证券研究所

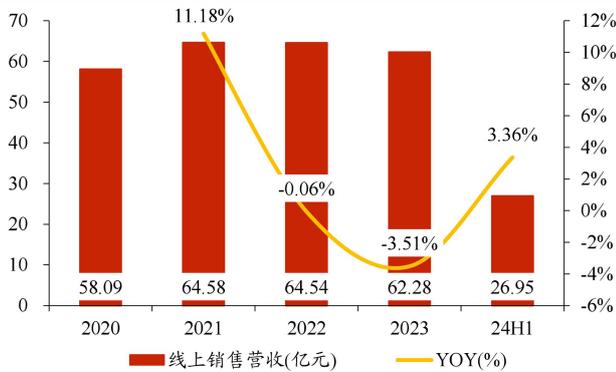
公司增长新引擎来自线上及海外。从线上渠道看，据公司公告，公司于 2023 年成立直播事业部，加速线上渠道发展，直播渠道以抖音为核心，同时涵盖淘宝、快手、视频号及小红书等平台，且直播基地已投入使用，助力公司线上业务发展；从近期数据看，据公司公告，24H1 线上渠道营收同比+3.36%、线上毛利率达 47.38%，营收占比领先公司其他渠道且相对稳固，线上渠道的发展有望助推公司业务增长。**从海外渠道看**，据公司公告，公司正积极布局海外市场，于 2023 年 4 月设立海外事业部、于 9 月成功举办首次海外代理商客户会议、并于 2023 年 12 月开设巴拉巴拉新加坡首店，截至 24H1，公司中国大陆境外营收为 0.29 亿元，同比+20.61%，海外业务扩张趋势向好。

图表 10: 巴拉巴拉新加坡首店



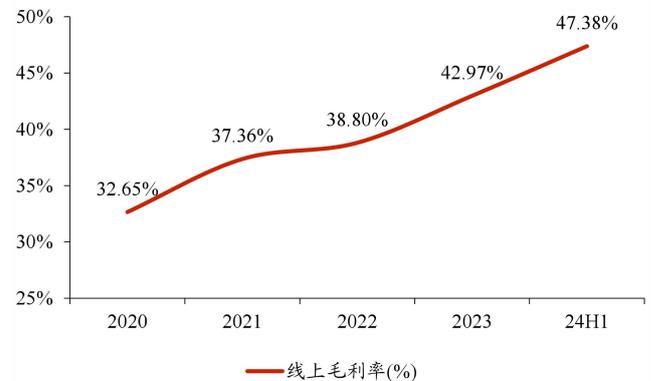
资料来源: 森马资讯微信公众号, 华源证券研究所

图表 11: 24H1 公司线上渠道营收同比+3.36%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 12: 24H1 公司线上渠道毛利率为 47.38%



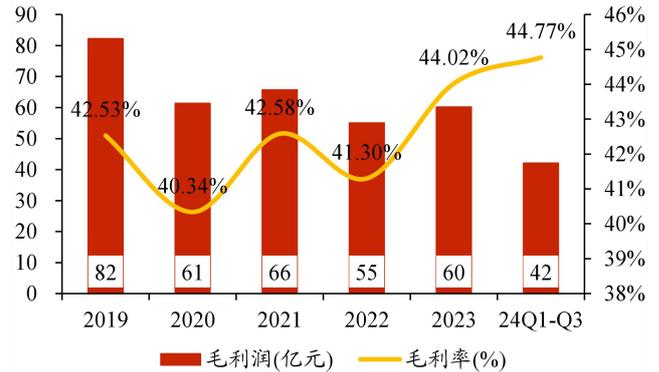
资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

2. 儿童业务高质量发展, 线上发展助公司业绩增长

营收及毛利同比双升, 毛利率小幅改善。公司服饰主业覆盖休闲及童装两大品类, 旗下涵盖森马、巴拉巴拉等品牌。24Q1-Q3 公司营收/毛利分别为 93.99 亿元/42.08 亿元, 同比分别+5.62%/+7.16%; 2019-2023 公司营收/毛利 CAGR 分别为-8.32%/-7.53%, 经历近年调整后逐步恢复增长趋势。24Q1-Q3 公司毛利率较 2019 增长 2.24pct 至 44.77%, 自 2022 年后持续改善。

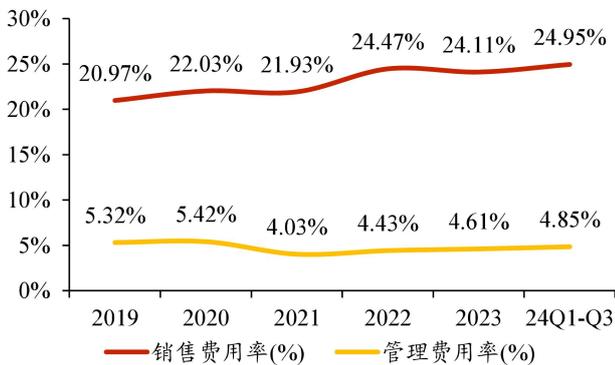
图表 13: 24Q1-Q3 公司营收同比+5.62%


资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 14: 24Q1-Q3 公司毛利率增至 44.77%


资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

24 年前三季度公司销售费率有所上升, 归母净利率相对稳定。公司积极适应市场变化, 持续追求高质量增长。从费用端看, 24Q1-Q3 销售费率增至 24.95%, 若从 2024 上半年看, 据公司 2024 半年报, 广告宣传费及服务费同比增长推动销售费用上行, 对归母净利润亦造成一定影响。从利润端看, 若剔除极端年份, 2019-2023 年间公司归母净利率相对稳定, 24Q1-Q3 为 8.03%, 较 2023 年底下降 0.18pct。

图表 15: 24Q1-Q3 公司管理费用率为 4.85%


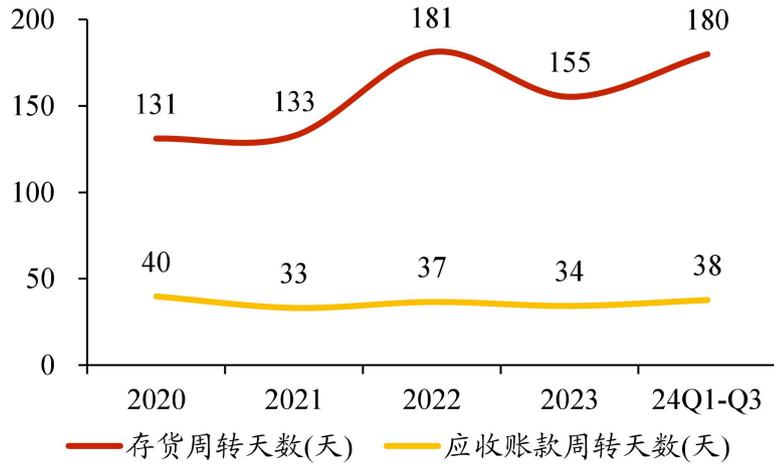
资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 16: 24Q1-Q3 公司归母净利率为 8.03%


资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

存货周转天数近年小幅上涨。伴随前期公共卫生事件及近期消费修复节奏影响, 存货周转天数呈波动态势, 24Q1-Q3 增至 180 天左右; 24Q1-Q3 应收账款周转天数较 2020 年下降 2 天至 38 天左右。未来, 公司经营效率有望在线下消费场景修复、品牌运营更成熟及渠道发展的推动下逐步改善, 库存问题有望得到解决。

图表 17: 24Q1-Q3 存货周转天数增至 180 天



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

店铺总量重新增长, 店效及坪效 2023 年有所改善。据公司公告, 截至 24H1, 公司店铺总量达 8140 家, 较 2023 年末增长 203 家, 自 2019 年来首次实现增长, 但店均面积方面自 2022 年来呈小幅下降趋势。店铺运营效率方面, 截至 2023 年底, 公司店效及坪效分别为 172.11 万元/年及 0.93 万元/平方米, 2023 年有所改善, 伴随公司对门店的数字化升级, 有望进一步提升终端店铺的运营效率。

图表 18: 24H1 公司整体店铺数量为 8140 家



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

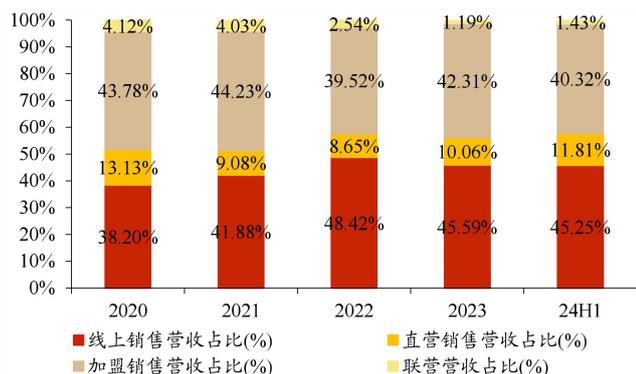
图表 19: 公司店效及坪效 2023 年有所改善



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

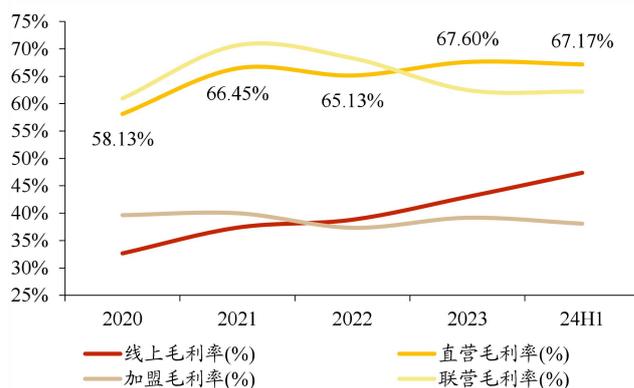
分渠道看, 线上渠道毛利率持续提升。从营收端看, 公司线上渠道近年取得长足发展, 据公司公告, 截至 2024H1, 公司线上销售渠道营收占比为 45.25%, 自 2022 年以来领先其他渠道, 24H1 线上渠道毛利率为 47.38%, 较 2020 年增长 14.73pct, 线上渠道毛利率提升成为公司利润增长的核心驱动; 此外, 公司直营渠道毛利率近期亦呈现增长趋势, 有望助公司持续提升盈利能力。从店铺端看, 公司直营、加盟及联营店铺数量在 24H1 较 23 年底均有所增长, 但店均面积相对稳定, 其中, 直营及加盟渠道店效及坪效自 2022 年后均有所修复, 截至 2023 年底, 公司直营及加盟渠道店效分别为 201.77 万元/年及 80.67 万元/年、坪效分别为 0.94 万元/平方米及 0.44 万元/平方米。

图表 20：24H1 公司线上渠道营收占比为 45.25%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 21：公司线上及直营渠道毛利率呈上升趋势



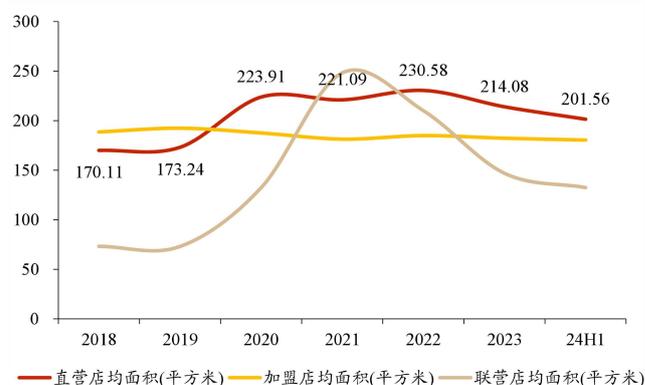
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 22：24H1 公司各渠道店铺数量重回增长



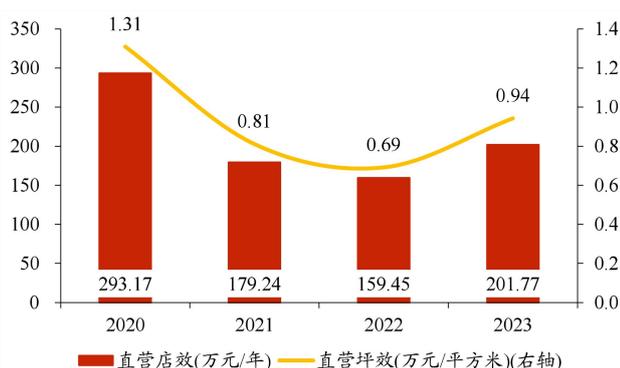
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 23：24H1 公司直营渠道店均面积为 201.56 平方米



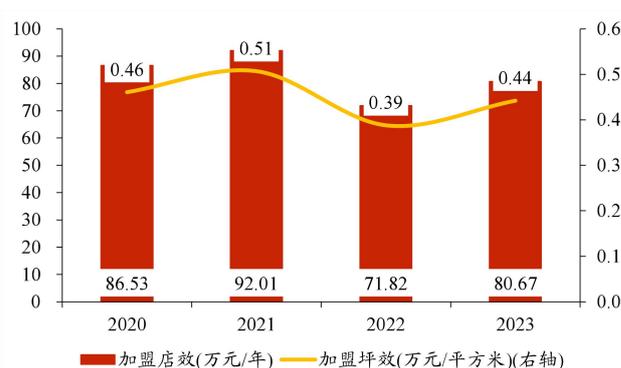
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 24：2023 年公司直营渠道店效为 201.77 万元/年



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 25：2023 年公司加盟渠道店效为 80.67 万元/年

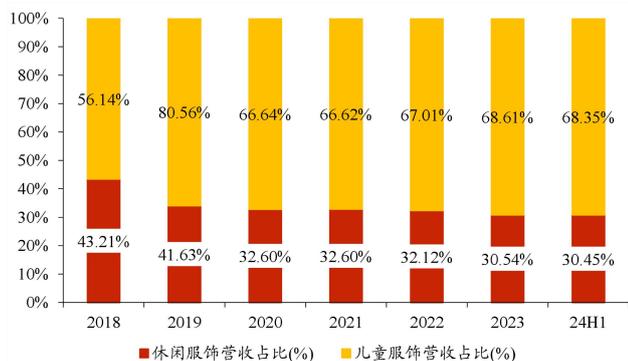


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

分产品看，公司儿童服饰业务维持高质量发展，休闲服饰业务具备改善潜力。从营收端看，据公司公告，截至 2024H1，公司儿童服饰业务营收占比为 68.35%，较 2018 年增长 12.21pct，整体呈增长趋势，该业务毛利率亦逐步改善，24H1 增至 49.55%，较 2018 年增长 7.32pct，为公司核心业务，近年维持高质量发展。从店铺端看，公司休闲及儿童服饰店铺

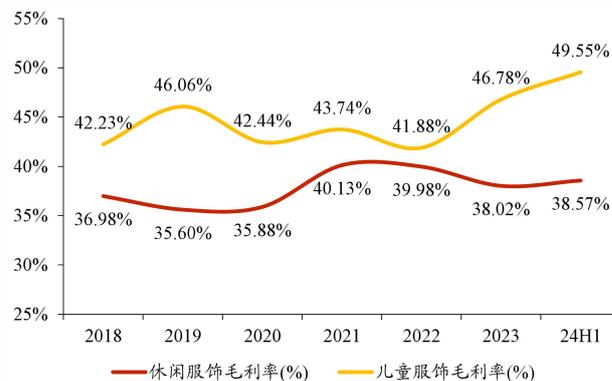
数量 24H1 均有小幅增长，其中，儿童服饰店均面积自 2018 年整体呈上升趋势，同期的休闲服饰店均面积则呈下降趋势，且从经营效率看，儿童服饰业务店效及坪效 2023 年均迎来同比正增长，但休闲服饰业务店效及坪效仍有待拐点来临。**整体看，公司儿童服饰业务在巴拉巴拉的驱动下维持高质量发展并助力公司营收稳步增长，休闲业务未来或凭借森马店铺更新及全域升级获得改善潜力。**

图表 26：24H1 公司儿童服饰营收占比达 68.35%



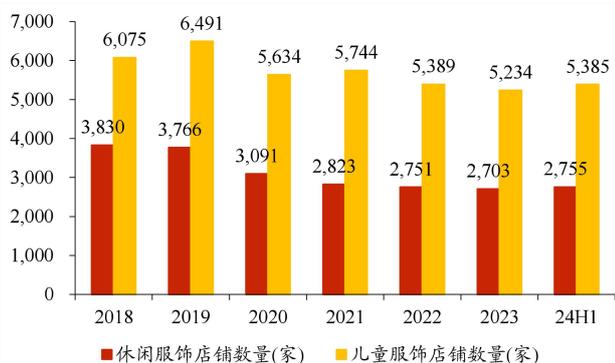
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 27：24H1 公司儿童服饰毛利率为 49.55%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 28：24H1 公司儿童服饰业务店铺数为 5385 家



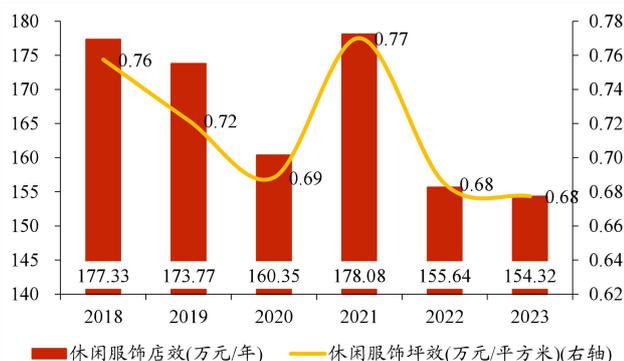
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 29：24H1 公司儿童服饰店均面积为 161.56 平方米



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 30：2023 年公司休闲服饰店效为 154.32 万元/年



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 31：2023 年公司儿童服饰店效为 179.07 万元/年



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设与盈利预测

期间费率端：1) **销售费用率**，公司深耕休闲及儿童服饰赛道，近期因公司应对市场环境变化加大品牌宣传推动广告宣传及服务费率提升，导致销售费率有所提升，但预计各业务发展平稳后销售费率有望改善，因此预计 2024–2026 公司销售费用率分别为 24.60%、24.40%、24.10%；2) **管理费用率**，公司近年持续通过应用数字化工具等方式提升运营效率，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2024–2026 管理费用率分别为 4.85%、4.30%、4.10%。

图表 32：森马服饰重点费率预测

	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	24.11%	24.60%	24.40%	24.10%
管理费用率	4.61%	4.85%	4.30%	4.10%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2024–2026 营业收入分别为 144.37 亿元/159.47 亿元/172.42 亿元，同比分别增长 5.68%/10.46%/8.12%；归母净利润分别 11.16 亿元/13.29 亿元/15.24 亿元，同比分别增长-0.46%/19.06%/14.66%。

图表 33：森马服饰简易预测利润表（金额单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	136.61	144.37	159.47	172.42
YOY	2.47%	5.68%	10.46%	8.12%
营业成本	76.47	78.68	86.75	93.45
YOY	-2.28%	2.89%	10.26%	7.72%
毛利率	44.02%	45.50%	45.60%	45.80%
归母净利润	11.22	11.16	13.29	15.24
YOY	76.06%	-0.46%	19.06%	14.66%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：公司深耕休闲服饰及儿童服饰多年，旗下森马品牌/巴拉巴拉品牌分别为国内休闲服装头部品牌/国内儿童服饰龙头品牌，长期看公司持续聚焦线上渠道及儿童服饰发展，营收及利润率有望双升。我们选择与公司同属国内休闲服饰公司及多品牌运营的九牧王及报喜鸟为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在休闲服饰赛道及儿童服饰赛道的多品牌运营竞争壁垒、渠道覆盖广泛及注重产品研发等特性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 34：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元/股)				PE			
		2025-3-3	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
002563.SZ	森马服饰	6.3	0.4	0.4	0.5	0.6	15.1	15.2	12.7	11.1	
可比公司											
002154.SZ	报喜鸟	4.2	0.5	0.4	0.5	0.5	8.8	10.8	9.3	8.2	
601566.SH	九牧王	8.3	0.3	0.3	0.5	0.5	25.2	24.5	17.7	15.4	
可比公司 PE 均值							17.0	17.6	13.5	11.8	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：九牧王盈利预测来自Wind一致预期，其他公司盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

消费者消费意愿修复不及预期风险。公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若消费者消费意愿修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

童装赛道竞争加剧风险。公司儿童服饰主业近年持续受到运动服饰公司的童装品牌影响，若运动服饰公司持续发力，童装赛道有竞争加剧风险。

渠道扩张速度不及预期风险。公司渠道近年坚持优化策略，但受限于商圈资源或宏观经济形势等因素，开店数量及质量存在不确定性。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,104	8,287	8,910	9,449
应收票据及账款	1,343	1,382	1,527	1,651
预付账款	202	192	212	229
其他应收款	48	59	66	71
存货	2,747	3,423	3,775	4,066
其他流动资产	962	1,165	1,247	1,318
流动资产总计	13,406	14,508	15,737	16,784
长期股权投资	0	40	40	40
固定资产	2,051	1,803	1,572	1,297
在建工程	95	86	40	45
无形资产	499	470	450	429
长期待摊费用	53	33	5	4
其他非流动资产	1,831	1,825	1,823	1,818
非流动资产合计	4,531	4,257	3,930	3,633
资产总计	17,937	18,766	19,667	20,416
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	4,227	5,015	5,530	5,957
其他流动负债	2,054	1,877	2,060	2,214
流动负债合计	6,281	6,892	7,590	8,171
长期借款	133	89	48	11
其他非流动负债	34	34	34	34
非流动负债合计	167	123	82	45
负债合计	6,448	7,015	7,672	8,216
股本	2,694	2,694	2,694	2,694
资本公积	2,813	2,813	2,813	2,813
留存收益	5,987	6,266	6,531	6,760
归属母公司权益	11,493	11,772	12,038	12,267
少数股东权益	-5	-22	-43	-67
股东权益合计	11,489	11,750	11,995	12,200
负债和股东权益合计	17,937	18,766	19,667	20,416

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1,120	1,031	1,240	1,432
折旧与摊销	478	422	437	415
财务费用	-159	-23	-27	-31
投资损失	-6	-30	-30	-30
营运资金变动	-155	-309	93	72
其他经营现金流	663	103	103	103
经营性现金净流量	1,941	1,193	1,816	1,961
投资性现金净流量	566	-152	-114	-122
筹资性现金净流量	-783	-858	-1,078	-1,301
现金流量净额	1,726	183	624	538

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,661	14,437	15,947	17,242
营业成本	7,647	7,868	8,675	9,345
税金及附加	97	95	105	113
销售费用	3,294	3,551	3,891	4,155
管理费用	630	700	686	707
研发费用	281	310	343	371
财务费用	-159	-23	-27	-31
资产减值损失	-481	-469	-518	-560
信用减值损失	7	-80	-88	-95
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	6	30	30	30
公允价值变动损益	30	0	0	0
资产处置收益	8	-11	-11	-11
其他收益	64	83	83	83
营业利润	1,505	1,488	1,770	2,028
营业外收入	4	6	6	6
营业外支出	21	17	17	17
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,488	1,478	1,759	2,017
所得税	368	379	451	517
净利润	1,120	1,099	1,308	1,500
少数股东损益	-2	-17	-21	-24
归属母公司股东净利润	1,122	1,116	1,329	1,524
EPS(元)	0.42	0.41	0.49	0.57

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	2.47%	5.68%	10.46%	8.12%
营业利润增长率	72.75%	-1.11%	18.92%	14.57%
归母净利润增长率	76.06%	-0.46%	19.06%	14.66%
经营现金流增长率	65.08%	-38.56%	52.27%	7.99%
盈利能力				
毛利率	44.02%	45.50%	45.60%	45.80%
净利率	8.20%	7.61%	8.20%	8.70%
ROE	9.76%	9.48%	11.04%	12.42%
ROA	6.25%	5.95%	6.76%	7.46%
估值倍数				
P/E	15.09	15.16	12.73	11.10
P/S	1.24	1.17	1.06	0.98
P/B	1.47	1.44	1.41	1.38
股息率	4.78%	4.95%	6.28%	7.66%
EV/EBITDA	5	5	4	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。