

24年恢复净开店

森马服饰(002563)

评级:	买入	股票代码:	002563
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	7.3/4.55
目标价格:		总市值(亿)	177.27
最新收盘价:	6.58	自由流通市值(亿)	145.32
		自由流通股数(百万)	2,208.44

事件概述

2024年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为146.26/11.37/10.84/12.63亿元、同比增长7.06%/1.42%/6.16%/-34.94%，业绩符合我们预期，但未达到股权激励行权条件，我们分析，公司收入增长主要来自去库存后重启开店，但开店增加也导致销售费用增长，而净利保持增长来自收入增长及资产减值损失冲回；非经主要为政府补助（2024/2023为0.41/0.53亿元）、理财产品公允价值变动收益（2024/2023为0.09/0.36亿元）、应收账款减值准备转回（2024/2023为0.02/0.32亿元）；经营现金流高于归母净利润主要由于应付增加及资产减值。24Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为52.27/3.82/3.49/16.28亿元、同比增长9.8%/32.1%/42.4%/48.3%。

公司拟派发末期股息每股0.35元，派息率83%、提升9pct，股息率5.3%。

分析判断:

直营加盟均净开店，海外加速拓展。（1）分品牌来看，2024年森马主品牌/巴拉巴拉收入分别为41.90/102.68亿元、同比增长0.44%/9.55%，拆分上下半年来看，上半年森马主品牌/巴拉巴拉收入分别增长7.7%/6.4%，下半年分别增长-4.4%/11.7%。（2）分渠道来看，1）直营/加盟/线上/联营分别为15.48/60.74/66.72/1.63亿元、同比增长12.64%/5.12%/7.14%/0.14%，其中上半年分别同比增长5.0%/11.8%/3.4%/0.3%，下半年分别同比增长19.9%/1.2%/9.9%/0%。2024年末总店数为8325家、净开388家，同比增长4.9%：直营/加盟/联营店数分别为980/7260/85家、净开299/96/-7家、同比增长43.9%/1.3%/-7.6%，推算24年直营店效/加盟单店出货分别为158/84万元、同比增长-21.7%/3.7%。进一步拆分来看，直营/加盟/联营店单店面积分别为205/182/138平方米、同比下降4.3%/0.1%/6.1%，直营店平效/加盟单平出货分别为7711/4593元/平米/年，同比增长-18.2%/3.8%，我们分析直营平效及店效下降主要由于新开店尚处于爬坡期。线上渠道中天猫/抖音交易金额分别为60.9/38.9亿元，同比提升126.2%/209.7%。2）休闲服饰/儿童服饰门店数分别为2811/5514家，净开108/280家，同比增加4.0%/5.3%，推算休闲服饰/儿童服饰店效分别为149/186万元、同比增长-3.4%/4.0%。进一步拆分来看，休闲服饰/儿童服饰单店面积分别为232/160平方米、同比增加2.0%/-1.5%，休闲服饰/儿童服饰平效分别为6417/11641元/平米/年，同比增长-5.3%/5.6%。（3）海外布局加速，2024年森马和巴拉巴拉已在新加坡、马来西亚、越南、蒙古、约旦等多个市场新开30多家门店，截至2024年底，森马和巴拉巴拉品牌成功进驻全球15个国家和地区，中国香港及海外门店数量突破100家。

净利率降幅高于毛利率主要由于销售及财务费用率提升、其他收益占比下降、公允价值变动收益占比下降。2024年公司毛利率为43.8%、同比下降0.2PCT，其中森马主品牌/巴拉巴拉毛利率分别为35.48%/47.31%、同比增加-2.54/0.53PCT。从渠道来看，直营/加盟/线上/联营毛利率分别为66.07%/36.19%/45.35%/60.33%、同比增加-1.53/-2.99/2.38/-2.15PCT。（1）归母净利率为7.8%、同比下降0.4PCT。2024年销售/管理/研发/财务费用率分别为25.6%/4.1%/2.1%/-0.9%、同比增加1.5/-0.6/0.0/0.3PCT，销售费用率提升主要由于线上投流费用增加以及线下新开门店相应费用增加；2024年其他收益+投资收益/收入占比下降0.2PCT，信用+资产减值损失/收入同比减少1.4PCT；公允价值变动净收益/收入同比下降0.2PCT。（2）24Q4公司毛利率为57.9%、同比增加1.7PCT，24Q4净利率为7.3%、同比提升1.2PCT，毛利率提升高于净利率主要由于销售及财

务费用率提升、其他收入占比下降，24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.9%/2.6%/1.8%/-0.2%、同比增加 2.9/-1.3/-0.4/1.0PCT，其他收益/收入同比减少 0.1PCT；信用+资产减值损失同比减少 4.7PCT；公允价值变动净收益/收入同比增加 0.2PCT；所得税/收入同比提升 0.1PCT。

库存有所增加，存货周转天数下降。2024 年末公司存货为 34.81 亿元、同比增加 26.75%，存货周转天数为 136 天、同比下降 19 天。存货跌价准备/存货为 11.3%，同比下降 11.8PCT，2024 年 1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上存货占比分别为 79.1%/13.5%/4.3%/3.1%，同比提升 25.7/-14.0/-10.1/-1.7PCT。公司应收账款为 15.95 亿元、同比增长 18.77%，应收账款周转天数为 36 天、同比增长 2 天。公司应付账款为 23.08 亿元、同比增长 23.29%，应付账款周转天数为 92 天、同比增加 6 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司 24 年开启净开店，25 年有望持续开店，“新基本店”有望提升店效，带动加盟商开店积极性。在休闲服饰业务，公司整体定位为“新森马”为大众家庭提供成人装、童装、鞋内配在内的全场景购物体验，新森马形象店截至 2024 年底已开设超过 500 家；打造森马记忆单品，防晒外套零售额翻倍，防护外套零售额增长超 120%，森柔牛仔和森柔棉系列均增长超过 50%。（2）中期来看，收入增长驱动在于：海外开店、PUMA 和 ASICS 儿童品类代理、新零售等；公司合作品牌 JASON WU（个性连衣裙）、舒库（基本款单品）、VIVIDBOX（时尚轻运动亲子套装）未来有望贡献增长。（3）长期来看，随着公司控费及线上控折扣，净利率仍有修复空间。维持 25-26 年收入预测 161.28/171.78 亿元，新增 27 年收入预测 183.41 亿元；维持 25-26 年归母净利预测 13.22/15.46 亿元，新增 27 年归母净利预测 17.42 亿元；对应维持 25-26 年 EPS 预测 0.49/0.57 元，新增 27 年 EPS 预测 0.65 元，2025 年 3 月 31 日收盘价 6.58 元对应 PE 分别为 13/11/10X，维持“买入”评级。

风险提示

销售费用提升风险；开店低于预期风险；存货高企风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	16,128	17,178	18,341
YoY (%)	2.5%	7.1%	10.3%	6.5%	6.8%
归母净利润(百万元)	1,122	1,137	1,322	1,546	1,742
YoY (%)	76.1%	1.4%	16.2%	16.9%	12.7%
毛利率 (%)	44.0%	43.8%	44.4%	45.0%	45.6%
每股收益 (元)	0.42	0.42	0.49	0.57	0.65
ROE	9.8%	9.6%	10.1%	10.5%	10.6%
市盈率	15.67	15.67	13.41	11.47	10.18

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,626	16,128	17,178	18,341	净利润	1,134	1,322	1,546	1,742
YoY (%)	7.1%	10.3%	6.5%	6.8%	折旧和摊销	519	287	287	287
营业成本	8,217	8,964	9,445	9,974	营运资金变动	-807	-3,481	-411	8
营业税金及附加	95	105	112	120	经营活动现金流	1,263	-1,854	1,419	2,039
销售费用	3,751	4,371	4,664	5,002	资本开支	-399	-17	3	-2
管理费用	593	726	687	734	投资	-1,595	0	0	0
财务费用	-132	-126	-88	-117	投资活动现金流	-2,002	-17	3	-2
研发费用	306	323	326	330	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	-292	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-1,280	0	0	0
营业利润	1,548	1,816	2,086	2,356	现金净流量	-2,019	-1,871	1,422	2,038
营业外收支	-5	-17	3	-2					
利润总额	1,543	1,799	2,089	2,354	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	409	477	543	612	成长能力				
净利润	1,134	1,322	1,546	1,742	营业收入增长率	7.1%	10.3%	6.5%	6.8%
归属于母公司净利润	1,137	1,322	1,546	1,742	净利润增长率	1.4%	16.2%	16.9%	12.7%
YoY (%)	1.4%	16.2%	16.9%	12.7%	盈利能力				
每股收益	0.42	0.49	0.57	0.65	毛利率	43.8%	44.4%	45.0%	45.6%
					净利率	7.8%	8.2%	9.0%	9.5%
					总资产收益率 ROA	6.0%	7.9%	8.3%	8.6%
					净资产收益率 ROE	9.6%	10.1%	10.5%	10.6%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	6,285	4,414	5,836	7,873	流动比率	1.95	3.47	3.77	4.36
预付款项	303	331	349	368	速动比率	1.28	2.10	2.36	2.97
存货	3,481	3,313	3,846	3,714	现金比率	0.90	1.33	1.61	2.19
其他流动资产	3,513	3,502	3,663	3,735	资产负债率	38.1%	21.7%	21.2%	19.2%
流动资产合计	13,582	11,559	13,693	15,691	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.90	0.97	0.94
固定资产	1,530	1,242	955	668	每股指标 (元)				
无形资产	474	474	474	474	每股收益	0.42	0.49	0.57	0.65
非流动资产合计	5,518	5,231	4,944	4,657	每股净资产	4.39	4.88	5.46	6.10
资产合计	19,101	16,790	18,637	20,348	每股经营现金流	0.47	-0.69	0.53	0.76
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	5,120	2,252	2,552	2,521	估值分析				
其他流动负债	1,841	1,077	1,077	1,077	PE	15.67	13.41	11.47	10.18
流动负债合计	6,962	3,329	3,630	3,599	PB	1.60	1.35	1.21	1.08
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	312	312	312	312					
非流动负债合计	312	312	312	312					
负债合计	7,274	3,642	3,942	3,911					
股本	2,694	2,694	2,694	2,694					
少数股东权益	-4	-4	-4	-4					
股东权益合计	11,827	13,149	14,695	16,437					
负债和股东权益合计	19,101	16,790	18,637	20,348					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。