

森马服饰 (002563.SZ)

2024 年分红比例提升，库存结构改善奠定增长基础

2025 年 04 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

张霜凝（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

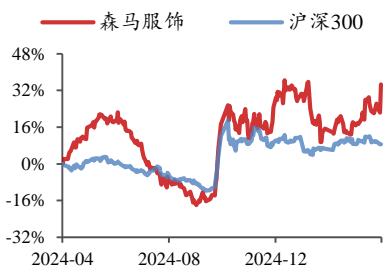
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790524070006

日期	2025/4/1
当前股价(元)	7.24
一年最高最低(元)	7.48/4.34
总市值(亿元)	195.05
流通市值(亿元)	159.40
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	22.02
近 3 个月换手率(%)	41.92

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《H1 线下恢复净拓，看好下半年渠道拓展下持续增长——公司信息更新报告》-2024.9.1

《2022 年业绩承压，期待轻装上阵 & 开店下业绩修复——公司信息更新报告》-2023.4.6

● 2024 年分红比例提升，库存结构改善奠定增长基础，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 146.26 亿元（同比+7.06%，下同），归母/扣非归母净利润为 11.37/10.84 亿元，同增 1.42%/6.16%，其中 2024Q4 收入/扣非归母净利润增长 10%/42%，全年现金分红比例 83%，2023 年为 72%。公司 2024 年逆势投流拓店，短期由于线下零售客流持续承压，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.1/13.0/14.1 亿元（此前为 13.9/15.3 亿元），当前股价对应 PE 为 16.2/15.0/13.8 倍，公司童装服饰受生育政策利好，休闲服饰在品牌、渠道及运营全面焕新的带动下终端零售表现稳健，整体库存结构与存货周转持续优化，看好渠道拓展赋予的业绩弹性，维持“买入”评级。

● 儿童增长快于休闲，净拓店态势延续，高效运营助力线上渠道收入增长

2024 年休闲服饰收入为 41.90 亿元（+0.44%），儿童服饰收入为 102.68 亿元（+9.55%）。分渠道看，线上销售为 66.72 亿元（+7.14%），线下直营/加盟/联营销售为 15.5/60.7/1.6 亿元，同比+12.64%/+5.12%/+0.14%，净拓店的态势延续，截至 2024 年末总店数为 8325 家，较年初净开 388 家,同比增加 5%，其中直营/加盟/联营门店分别较年初+299/+96/-7 家；休闲/儿童分别较年初+108/+280 家，平均面积均有提升，看好公司维持新开店势能，运营提质增效，把握新渠道带来的增长机会。此外，公司海外扩张稳步推进，2024 年森马与巴拉巴拉在新加坡、马来西亚、越南、蒙古、约旦等多国新开 30 多家店，海外总门店数突破 100 家。

● 2024 年销售费用率提升显著，童装毛利率改善而休闲承压，库存结构改善

盈利能力：2024 年整体毛利率为 43.8%（-0.2pct），毛利率在历史高位小幅波动，其中直营/加盟/线上毛利率分别同比-1.53/-2.99/+2.38pct，线下毛利率承压。分品牌来看，休闲/童装毛利率分别同比-2.54/+0.53pct，休闲下降主要系线下促销力度加大及暖冬影响冬季新品销售。2024 年期间费用率为 30.89%，同比+1.27pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+1.54/-0.56/+0.04/+0.26pct，销售费用率提升系投流及门店开拓导致，归母净利率为 7.8%（-0.4pct），扣非净利率 7.4%（-0.1pct）。营运能力：截至 2024 年末，公司存货为 34.81 亿元（同比+26.75%），存货周转天数 136 天（同比-19 天），1 年内库龄的新品占比同比大幅提升，2024 年新品占比 79.1%，2023 年为 53.4%，库存结构和存货周转显著改善。2024 年公司经营活动现金流净额为 12.63 亿元（-34.94%）主要系支付货款以及宣传推广费增加。

● 风险提示：加盟商提货不及预期、门店开拓不及预期、零售回暖不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	15,409	16,215	17,041
YOY(%)	2.5	7.1	5.4	5.2	5.1
归母净利润(百万元)	1,122	1,137	1,206	1,299	1,412
YOY(%)	76.1	1.4	6.0	7.7	8.7
毛利率(%)	44.0	43.8	44.0	44.1	44.2
净利率(%)	8.2	7.8	7.8	8.0	8.3
ROE(%)	9.7	9.6	10.0	10.4	10.8
EPS(摊薄/元)	0.42	0.42	0.45	0.48	0.52
P/E(倍)	17.4	17.1	16.2	15.0	13.8
P/B(倍)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13406	13582	13853	15475	15607	营业收入	13661	14626	15409	16215	17041
现金	8104	6285	7201	7931	8384	营业成本	7647	8217	8635	9063	9501
应收票据及应收账款	1343	1595	1500	1757	1666	营业税金及附加	97	95	105	108	115
其他应收款	48	61	54	67	60	营业费用	3294	3751	3821	4021	4175
预付账款	202	303	160	361	168	管理费用	630	593	616	649	665
存货	2747	3481	3510	3740	3861	研发费用	281	306	308	324	341
其他流动资产	962	1857	1427	1618	1468	财务费用	-159	-132	-125	-145	-151
非流动资产	4531	5518	4908	4974	4806	资产减值损失	-481	-292	-468	-479	-531
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	64	46	46	46	46
固定资产	1645	1530	1540	1532	1508	公允价值变动收益	30	7	19	13	16
无形资产	499	474	377	323	274	投资净收益	6	1	3	2	3
其他非流动资产	2387	3515	2991	3119	3024	资产处置收益	8	1	0	0	0
资产总计	17937	19101	18761	20449	20413	营业利润	1505	1548	1647	1770	1925
流动负债	6281	6962	6361	7663	7018	营业外收入	4	5	6	6	5
短期借款	0	0	0	377	138	营业外支出	21	10	16	13	14
应付票据及应付账款	4227	5120	4702	5608	5201	利润总额	1488	1543	1637	1763	1916
其他流动负债	2054	1841	1659	1679	1680	所得税	368	409	434	467	507
非流动负债	167	312	313	312	313	净利润	1120	1134	1203	1296	1408
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-3	-3	-3	-3
其他非流动负债	167	312	313	312	313	归属母公司净利润	1122	1137	1206	1299	1412
负债合计	6448	7274	6674	7975	7331	EBITDA	1490	1627	1779	1759	1912
少数股东权益	-5	-4	-6	-10	-13	EPS(元)	0.42	0.42	0.45	0.48	0.52
股本	2694	2694	2694	2694	2694	主要财务比率					
资本公积	2813	2823	2823	2823	2823		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	6167	6466	6676	6928	7217	成长能力					
归属母公司股东权益	11493	11830	12094	12483	13095	营业收入(%)	2.5	7.1	5.4	5.2	5.1
负债和股东权益	17937	19101	18761	20449	20413	营业利润(%)	72.8	2.8	6.4	7.5	8.8
现金流量表(百万元)						归属于母公司净利润(%)	76.1	1.4	6.0	7.7	8.7
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	1941	1263	1323	1541	1302	毛利率(%)	44.0	43.8	44.0	44.1	44.2
净利润	1120	1134	1203	1296	1408	净利率(%)	8.2	7.8	7.8	8.0	8.3
折旧摊销	246	273	344	213	228	ROE(%)	9.7	9.6	10.0	10.4	10.8
财务费用	-159	-132	-125	-145	-151	ROIC(%)	8.0	8.3	8.7	8.8	9.3
投资损失	-6	-1	-3	-2	-3	偿债能力					
营运资金变动	-155	-807	-43	167	-161	资产负债率(%)	35.9	38.1	35.6	39.0	35.9
其他经营现金流	895	796	-53	13	-20	净负债比率(%)	-68.8	-51.3	-59.4	-60.4	-62.9
投资活动现金流	566	-2002	607	-424	38	流动比率	2.1	2.0	2.2	2.0	2.2
资本支出	261	411	42	125	137	速动比率	1.6	1.3	1.5	1.4	1.5
长期投资	800	-1595	-0	-0	-0	营运能力					
其他投资现金流	28	4	650	-298	176	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	-783	-1280	-1014	-764	-649	应收账款周转率	10.5	10.0	10.0	10.0	10.0
短期借款	0	0	0	377	-239	应付账款周转率	4.2	3.9	3.9	3.9	3.9
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
普通股增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.42	0.45	0.48	0.52
资本公积增加	-0	10	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.47	0.49	0.57	0.48
其他筹资现金流	-782	-1290	-1014	-1140	-410	每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.39	4.49	4.63	4.86
现金净增加额	1726	-2019	916	354	691	估值比率					
数据来源：聚源、开源证券研究所						P/E	17.4	17.1	16.2	15.0	13.8
						P/B	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
						EV/EBITDA	7.5	7.7	6.6	6.3	5.5

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn