

森马服饰（002563.SZ）

2024 年实现营收增长 7%， “2+N” 多品牌战略布局渐呈成效

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,661	14,626	16,021	17,226	18,343
增长率 yoy（%）	2.5	7.1	9.5	7.5	6.5
归母净利润（百万元）	1,122	1,137	1,300	1,507	1,643
增长率 yoy（%）	76.1	1.4	14.3	15.9	9.0
ROE（%）	9.7	9.6	10.6	11.6	12.0
EPS 最新摊薄（元）	0.42	0.42	0.48	0.56	0.61
P/E（倍）	17.4	17.1	15.0	12.9	11.9
P/B（倍）	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

2024 年实现营收增长 7%，归母净利润增长 1%。公司 2024 年实现营业收入 146.26 亿元，同比增长 7.06%；实现归母净利润 11.37 亿元，同比增长 1.42%；实现扣非后净利润 10.84 亿元，同比增长 6.16%；基本每股收益为 0.42 元，去年同期为 0.42 元。其中，休闲服饰实现营业收入 41.90 亿元，占比 28.65%，同比增长 0.44%；儿童服饰实现营业收入 102.68 亿元，占比 70.21%，同比增长 9.55%。

毛利率、净利率整体保持稳定，期间费用率整体有所提升。公司 2024 毛利率为 43.82%，同比略微下降 0.21pct；费用端，2024 年期间费用率为 30.89%，同比 +1.27pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 25.65%、4.05%、2.09%、-0.90%，同比分别 +1.54pct、-0.56pct、+0.04pct、+0.26pct。2024 年公司净利率为 7.76%，同比下降 0.44pct。

加速渠道构建，聚焦渠道核心能力提升。公司深度提升零售渠道管理能力，着重强化前置统筹规划，在各渠道间形成协同效应和发展合力，推动全域渠道健康、有序且可持续地发展；提升外部拓展效率，将工作重心放在新开高质量门店上，注重门店的质量和效益，通过运用标准化的新开门店工具，进行精细化的运营管理和营销策略的精准实施；积极推进门店全生命周期管理，建立涵盖筹备开业、运营成长到调整升级的管理体系和流程，并对门店运营数据监控，及时发现问题并采取针对性的措施进行优化调整，提升内部运营效率。森马和巴拉巴拉品牌积极开拓中国香港地区市场及海外市场，2024 年在新加坡、马来西亚、越南、蒙古、约旦等多个市场新开 30 多家门店。截至期末，森马和巴拉巴拉品牌成功进驻全球 15 个国家和地区，中国香港地区及海外门店数量突破 100 家。公司采取直营、加盟与联营相结合、线上与线下互补的多元化营销网络发展模式。截至 2024 年底，公司已在全国各省、自治区、直辖市及海外建立了 8,325 家线下门店，其中直营 980 家，加盟 7,260 家，联营 85 家；同时，公司在淘宝、天猫、唯品会、抖音等国内知名电子商务平台建立了线上销售渠道。

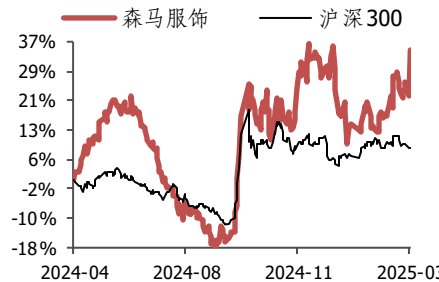
“2+N” 多品牌战略布局渐呈成效，52 周 MD 机制推动公司向零售型组织转型。2024 年，森马品牌持续转型升级，梳理品牌定位、产品定位以及发展模式，为大众家庭提供全场景购物体验，创新营销方案，与代言人的合作成

增持（维持评级）

股票信息

行业	纺织服装
2025 年 4 月 1 日收盘价（元）	7.24
总市值（百万元）	19,505.21
流通市值（百万元）	15,940.27
总股本（百万股）	2,694.09
流通股本（百万股）	2,201.69
近 3 月日均成交额（百万元）	101.94

股价走势



作者

分析师 黄淑妍

执业证书编号：S1070514080003

邮箱：huangsy@cgws.com

相关研究

- 《上半年业绩实现稳健增长，全渠道持续发力》
2024-09-04
- 《24Q1 业绩表现优异，盈利能力持续提升》
2024-05-13
- 《归母净利润同比增长 76%，盈利能力显著提升》
2024-04-11

功破圈，吸引更多消费者；巴拉巴拉品牌升级品牌战略，继续强化心智产品，聚焦核心品类，高效运营产品，强化品牌营销，品牌影响力不断提升；双儿童运动品牌 ASICS Kids 和 PUMA Kids 品牌加速发展，孵化新品牌 VividBox、舒库，与迷你巴拉、Marc O'Polo、Jason Wu 等品牌共同构建公司差异化的品牌矩阵，寻求新增量，实现多品牌协同发展。52 周 MD 机制作为公司 2024 年度重点项目，在流程标准建设方面，已建立了涵盖商品计划、销售计划、销售分析业务通路的流程与标准，业务流程顺畅高效；在组织架构层面，公司完成了与之相适配的组织搭建工作，职责明确、分工合理，为 52 周 MD 机制的有效运行提供了强有力的组织保障；在数字化工具搭建和运用方面上，公司完善投入资源，借助先进的数字化工具应用，提升了工作效率和决策的科学性。

投资建议：公司拥有两个主要品牌分处于两个不同细分市场，森马品牌所处的休闲服饰行业适用的着装场景丰富，巴拉巴拉品牌所处的童装行业处于景气发展阶段，是服装行业中增长最快的赛道之一。目前，森马品牌已位居本土休闲装品牌龙头地位，巴拉巴拉品牌占据童装市场绝对优势，连续多年国内市场份额第一。随着消费市场的进一步扩大以及资源向优势企业集中，森马品牌和巴拉巴拉品牌在现有竞争优势的基础上，将迎来进一步的发展机遇。预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.48 元、0.56 元、0.61 元，对应 PE 分别为 15.0X、12.9X、11.9X，维持“增持”的投资评级。

风险提示：宏观经济波动风险、品牌运营风险、原材料价格变动的风险、存货管理及跌价风险、进出口贸易风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13406	13582	14719	15792	17818
现金	8104	6285	7676	7656	10062
应收票据及应收账款	1343	1595	1540	1875	1738
其他应收款	48	61	59	70	67
预付账款	202	303	250	345	288
存货	2747	3481	3336	3989	3806
其他流动资产	962	1857	1857	1857	1857
非流动资产	4531	5518	5304	5265	5205
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1645	1530	1629	1673	1682
无形资产	499	474	377	323	274
其他非流动资产	2387	3515	3298	3268	3249
资产总计	17937	19101	20023	21056	23024
流动负债	6281	6962	7223	7339	8111
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4227	5120	5562	5655	6414
其他流动负债	2054	1841	1661	1683	1697
非流动负债	167	312	312	312	312
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	167	312	312	312	312
负债合计	6448	7274	7536	7651	8423
少数股东权益	-5	-4	-20	-43	-56
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2813	2823	2823	2823	2823
留存收益	6167	6466	6690	6979	7313
归属母公司股东权益	11493	11830	12507	13448	14657
负债和股东权益	17937	19101	20023	21056	23024

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1941	1263	2493	882	3180
净利润	1120	1134	1284	1484	1629
折旧摊销	246	273	348	224	243
财务费用	-159	-132	-119	-137	-170
投资损失	-6	-1	-23	-10	-10
营运资金变动	-155	-807	700	-992	1137
其他经营现金流	895	796	302	313	350
投资活动现金流	566	-2002	-81	-129	-143
资本支出	261	411	134	184	184
长期投资	800	-1595	0	0	0
其他投资现金流	28	4	53	55	40
筹资活动现金流	-783	-1280	-1021	-773	-630
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	10	0	0	0
其他筹资现金流	-782	-1290	-1021	-773	-630
现金净增加额	1726	-2019	1391	-20	2406

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13661	14626	16021	17226	18343
营业成本	7647	8217	8995	9665	10284
营业税金及附加	97	95	104	112	120
销售费用	3294	3751	4109	4255	4494
管理费用	630	593	649	698	743
研发费用	281	306	335	360	384
财务费用	-159	-132	-119	-137	-170
资产和信用减值损失	-474	-303	-332	-357	-380
其他收益	64	46	74	62	62
公允价值变动收益	30	7	38	44	30
投资净收益	6	1	23	10	10
资产处置收益	8	1	-8	0	0
营业利润	1505	1548	1741	2032	2210
营业外收入	4	5	6	6	5
营业外支出	21	10	15	15	15
利润总额	1488	1543	1732	2022	2199
所得税	368	409	448	538	570
净利润	1120	1134	1284	1484	1629
少数股东损益	-2	-3	-16	-23	-13
归属母公司净利润	1122	1137	1300	1507	1643
EBITDA	1541	1650	1924	2070	2231
EPS (元/股)	0.42	0.42	0.48	0.56	0.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	2.5	7.1	9.5	7.5	6.5
营业利润 (%)	72.8	2.8	12.5	16.7	8.7
归属母公司净利润 (%)	76.1	1.4	14.3	15.9	9.0
获利能力					
毛利率 (%)	44.0	43.8	43.9	43.9	43.9
净利率 (%)	8.2	7.8	8.0	8.6	8.9
ROE (%)	9.7	9.6	10.6	11.6	12.0
ROIC (%)	8.3	8.4	9.6	10.6	10.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.9	38.1	37.6	36.3	36.6
净负债比率 (%)	-68.8	-51.3	-62.9	-59.9	-74.0
流动比率	2.1	2.0	2.0	2.2	2.2
速动比率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	10.5	10.0	10.2	10.1	10.2
应付账款周转率	4.2	3.9	4.1	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.42	0.48	0.56	0.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.72	0.47	0.93	0.33	1.18
每股净资产 (最新摊薄)	4.27	4.39	4.52	4.75	5.06
估值比率					
P/E	17.4	17.1	15.0	12.9	11.9
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.3	7.6	5.7	5.3	3.8

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686