

2025 年 04 月 02 日

森马服饰(002563.SZ)

投资评级：买入（维持）

——儿童服饰业务保持增长，中国大陆境外业务加速拓展

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

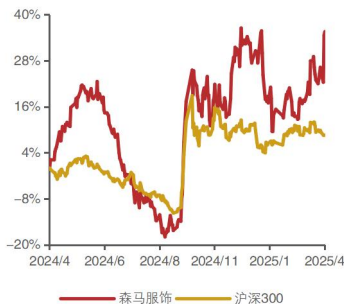
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 02 日

收盘价（元）	7.29
一年内最高/最低（元）	7.48/4.34
总市值（百万元）	19,639.92
流通市值（百万元）	16,050.35
总股本（百万股）	2,694.09
资产负债率（%）	38.08
每股净资产（元/股）	4.39

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **营收同比增长 7.06%，派息率有所提升。**公司发布 2024 年年报，2024 全年持续推动“2+N”品牌战略、52 周 MD 机制、零售渠道能力提升等经营策略，实现营收 146.26 亿元，同比+7.06%，实现毛利润 64.08 亿元，同比+6.56%，实现归母净利润 11.37 亿元，同比+1.42%，毛利率/归母净利率分别为 43.82%/7.78%。公司于年报公布年末分红政策，预计每股分红 0.35 元，股利支付率为 82.9%，较 2023 年有所提升。
- **“2+N”多品牌战略初具成效，儿童服饰业务保持增长。**2024 年，森马品牌不断升级，更加注重消费者心智产品强化，儿童服饰业务以巴拉巴拉为核心，多品牌联动，并持续孵化新品牌寻求增量。2024 全年，公司休闲服饰业务实现营收 41.90 亿元，同比+0.44%，儿童服饰业务实现营收 102.68 亿元，同比+9.55%，营收占比达 70.21%，较 2023 年提升 1.6pct，为公司营收增长核心驱动力。未来，公司有望在以森马主品牌为代表的休闲服饰业务及以巴拉巴拉为代表的儿童服饰业务驱动下平稳发展，“2+N”多品牌战略有望贡献更多增长空间。
- **线下直营渠道店铺数增长明显，中国大陆境外业务同增 83%。**分渠道看，2024 年公司线上、直营及加盟渠道均获得增长：线上渠道实现营收 66.72 亿元，同比+7.14%；直营渠道实现营收 15.48 亿元，同比+12.64%，直营渠道增长部分系直营线下门店数量增长明显，2024 全年净新增 299 家，年末直营门店达 980 家；加盟渠道实现营收 60.75 亿元，同比+5.12%。分区域看，中国大陆境内业务稳增长，营收同比+6.82%，中国大陆境外业务快速扩张，2024 全年实现营收 0.80 亿元，同比+82.80%，公司通过森马及巴拉巴拉积极开拓中国香港地区及海外市场，截至 2024 年末进驻全球 15 个国家和地区，门店数突破 100 家。
- **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核心品类，营收及利润率有望双升。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 12.79 亿元/14.21 亿元/15.91 亿元，同比分别增长 12.43%/11.13%/11.95%。我们持续看好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，以及在中国大陆以外市场的拓展空间，维持“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）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,661	14,626	15,941	17,227	18,454
同比增长率（%）	2.47%	7.06%	9.00%	8.06%	7.12%
归母净利润（百万元）	1,122	1,137	1,279	1,421	1,591
同比增长率（%）	76.06%	1.42%	12.43%	11.13%	11.95%
每股收益（元/股）	0.42	0.42	0.47	0.53	0.59
ROE（%）	9.76%	9.61%	10.53%	11.43%	12.55%
市盈率（P/E）	17.51	17.27	15.36	13.82	12.34

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,285	7,376	8,093	8,636
应收票据及账款	1,595	1,605	1,735	1,858
预付账款	303	253	273	293
其他应收款	61	62	67	72
存货	3,481	3,691	3,981	4,249
其他流动资产	1,857	1,791	1,860	1,926
流动资产总计	13,582	14,779	16,010	17,035
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,095	1,916	1,745	1,435
在建工程	287	182	40	45
无形资产	474	444	423	402
长期待摊费用	240	126	5	4
其他非流动资产	2,422	2,417	2,416	2,411
非流动资产合计	5,518	5,085	4,629	4,296
资产总计	19,101	19,864	20,639	21,331
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	5,120	5,395	5,819	6,211
其他流动负债	1,841	2,108	2,272	2,423
流动负债合计	6,962	7,503	8,091	8,634
长期借款	280	203	129	65
其他非流动负债	32	32	32	32
非流动负债合计	312	235	161	97
负债合计	7,274	7,739	8,252	8,731
股本	2,694	2,694	2,694	2,694
资本公积	2,823	2,823	2,823	2,823
留存收益	6,314	6,633	6,918	7,156
归属母公司权益	11,830	12,150	12,434	12,673
少数股东权益	-4	-24	-47	-73
股东权益合计	11,827	12,126	12,387	12,600
负债和股东权益合计	19,101	19,864	20,639	21,331

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,134	1,216	1,356	1,523
折旧与摊销	519	541	566	451
财务费用	-132	-12	-19	-25
投资损失	-1	-6	-6	-6
营运资金变动	-807	436	74	61
其他经营现金流	550	55	55	55
经营性现金净流量	1,263	2,229	2,026	2,059
投资性现金净流量	-2,002	-114	-116	-124
筹资性现金净流量	-1,280	-1,024	-1,193	-1,391
现金流量净额	-2,019	1,091	717	543

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,626	15,941	17,227	18,454
营业成本	8,217	8,688	9,371	10,002
税金及附加	95	97	105	113
销售费用	3,751	3,969	4,255	4,503
管理费用	593	646	696	744
研发费用	306	335	363	391
财务费用	-132	-12	-19	-25
资产减值损失	-292	-509	-550	-589
信用减值损失	-12	-47	-51	-55
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	6	6	6
公允价值变动损益	7	0	0	0
资产处置收益	1	3	3	3
其他收益	46	59	59	59
营业利润	1,548	1,730	1,922	2,151
营业外收入	5	6	6	6
营业外支出	10	16	16	16
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,543	1,721	1,912	2,141
所得税	409	462	514	575
净利润	1,134	1,258	1,398	1,565
少数股东损益	-3	-21	-23	-26
归属母公司股东净利润	1,137	1,279	1,421	1,591
EPS(元)	0.42	0.47	0.53	0.59

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.06%	9.00%	8.06%	7.12%
营业利润增长率	2.81%	11.82%	11.07%	11.89%
归母净利润增长率	1.42%	12.43%	11.13%	11.95%
经营现金流增长率	-34.94%	76.50%	-9.12%	1.62%
盈利能力				
毛利率	43.82%	45.50%	45.60%	45.80%
净利率	7.76%	7.89%	8.12%	8.48%
ROE	9.61%	10.53%	11.43%	12.55%
ROA	5.95%	6.44%	6.89%	7.46%
估值倍数				
P/E	17.27	15.36	13.82	12.34
P/S	1.34	1.23	1.14	1.06
P/B	1.66	1.62	1.58	1.55
股息率	0.00%	4.88%	5.79%	6.89%
EV/EBITDA	7	6	5	5

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）。