

森马服饰 (002563)

2024 年报点评: 推进品牌焕新+恢复开店, 提高分红比例

买入 (维持)

2025 年 04 月 03 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

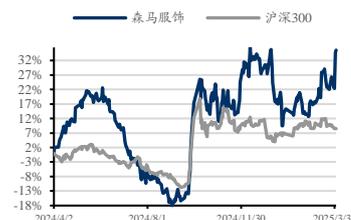
执业证书: S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13661	14626	15493	16440	17448
同比 (%)	2.47	7.06	5.93	6.11	6.13
归母净利润 (百万元)	1122	1137	1230	1328	1423
同比 (%)	76.06	1.42	8.18	7.91	7.13
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.42	0.42	0.46	0.49	0.53
P/E (现价&最新摊薄)	17.51	17.27	15.96	14.79	13.81

投资要点

- **公司公布 2024 年年报:** 2024 年营收 146.26 亿元/yoy+7.06%, 归母净利润 11.37 亿元/yoy+1.42%, 扣非归母净利润 10.84 亿元/yoy+6.16%。单 Q4 营收 52.27 亿元/yoy+9.76%, 归母净利润 3.82 亿元/yoy+32.07%, 归母净利润增长快于营收主因资产减值同比减少。年末分红 0.35 元/股, 全年分红比例 82.9%, 较 2023 年显著提升 (2023 年分红比例 72.1%)。
- **童装产品迭代、翻新门店, 贡献主要增长, 休闲服焕新“新森马”形象。** 分产品看, 2024 年休闲服/童装收入分别同比+0.4%/+9.6%, 收入占比分别为 29%/70%。24 年巴拉品牌对产品线迭代更新, 确立日常生活、城市户外和高光时刻三大核心场景产品线, 并逐步构建心智商品群, 目前已打造 Bala T、轻羽绒、冲锋衣、防晒服等百万级销量的商品集群, 24 年翻新扩改门店超 500 家。森马品牌聚焦 8 大心智产品, 爆款产品规模实现三倍增长, 截至 24 年底新森马形象店开设超 500 家。截至 24 年末休闲服/童装门店分别为 2811/5515 家, 较 23 年末分别+108/+280 家。
- **重回净开店周期, 加大直营开店。** 分渠道看, 2024 年线上/直营/加盟收入分别同比+7.14%/+12.64%/+5.12%, 收入占比分别为 46%/11%/42%。截至 24 年末直营/加盟门店分别为 980/7260 家, 分别较 23 年末净+299/+96 家 (对应同比+44%/+1.3%), 24 年以来公司重新进入净开店周期, 同时在渠道结构上积极优化, 开店方向上增加直营模式布局, 其中森马品牌以购物中心为主、面积 300-400 平, 巴拉以购物中心和奥莱渠道为主、面积 200-300 平。海外市场方面, 公司继续积极开拓海外市场, 24 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 24 年末海外门店数量突破 100 家。
- **毛利率小幅下降, 费用率提升, 存货周转优化。** 1) **毛利率:** 24 年同比-0.21pct 至 43.82%, 主因休闲服品类和线下渠道折扣加深。2) **费用率:** 24 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.54/-0.56/+0.04/+0.26pct 至 25.65%/4.05%/2.09%/-0.9%, 销售费用提升主因增加直营开店及加大品牌推广。3) **归母净利率:** 结合资产减值损失减少, 24 年归母净利率率同比-0.43pct 至 7.78%。4) **存货:** 24 年末存货 34.8 亿元/yoy+26.75%, 存货同比增加主因 23 年库存基数偏低, Q4 环比 Q3 有所减少, 24 年存货周转天数同比缩短 19 天至 136 天。5) **现金:** 24 年经营性活动现金流净额 12.63 亿元/yoy-34.9%, 主因支付货款和宣传推广费增加, 截至 24 年末账上现金 62.85 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 24 年 9 月发布股权激励公告, 24/25/26 年扣非归母净利润考核目标分别为门槛值 12/15/18 亿元、挑战值 13/17/22 亿元 (对应不同行权比例), 因经营环境存在挑战 24 年未达到考核目标, 公司提高分红比例作为补偿。我们将 25-26 年归母净利润预测值从 13.4/14.8 亿元下调为 12.3/13.3 亿元, 增加 27 年预测值 14.2 亿元, 对应 25-27 年 PE 分别为 16/15/14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端消费低迷, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.29
一年最低/最高价	4.34/7.48
市净率(倍)	1.66
流通 A 股市值(百万元)	16,050.35
总市值(百万元)	19,639.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.39
资产负债率(% ,LF)	38.08
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	2,201.69

相关研究

- 《森马服饰(002563): 2024 年三季报点评: Q3 收入保持增长, 股权激励彰显信心》
2024-11-01
- 《森马服饰(002563): 2024 年中报点评: 全域数字化零售提质增效, Q2 营收净利双增》
2024-08-31

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,582	14,547	14,878	15,281	营业总收入	14,626	15,493	16,440	17,448
货币资金及交易性金融资产	7,224	8,929	8,902	8,921	营业成本(含金融类)	8,217	8,654	9,159	9,694
经营性应收款项	1,898	1,670	1,762	1,860	税金及附加	95	108	115	122
存货	3,481	2,975	3,232	3,509	销售费用	3,751	4,028	4,274	4,537
合同资产	0	0	0	0	管理费用	593	620	658	698
其他流动资产	979	974	982	990	研发费用	306	325	345	366
非流动资产	5,518	5,342	5,371	5,605	财务费用	(132)	(77)	(96)	(88)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	46	73	80	88
固定资产及使用权资产	2,095	1,691	1,479	1,460	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	287	329	375	423	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	474	444	414	384	减值损失	(303)	(235)	(260)	(275)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	240	240	240	240	营业利润	1,548	1,673	1,804	1,932
其他非流动资产	2,422	2,637	2,862	3,097	营业外净收支	(5)	(15)	(15)	(15)
资产总计	19,101	19,890	20,249	20,886	利润总额	1,543	1,658	1,789	1,917
流动负债	6,962	7,744	7,880	8,279	减:所得税	409	431	465	498
短期借款及一年内到期的非流动负债	196	196	196	196	净利润	1,134	1,227	1,324	1,418
经营性应付款项	5,120	5,769	5,852	6,193	减:少数股东损益	(3)	(4)	(4)	(4)
合同负债	152	155	164	174	归属母公司净利润	1,137	1,230	1,328	1,423
其他流动负债	1,493	1,623	1,668	1,714	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.46	0.49	0.53
非流动负债	312	312	312	312	EBIT	1,413	1,580	1,694	1,829
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,932	2,032	2,145	2,280
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.82	44.14	44.29	44.44
租赁负债	280	280	280	280	归母净利率(%)	7.78	7.94	8.08	8.15
其他非流动负债	32	32	32	32	收入增长率(%)	7.06	5.93	6.11	6.13
负债合计	7,274	8,057	8,193	8,591	归母净利润增长率(%)	1.42	8.18	7.91	7.13
归属母公司股东权益	11,830	11,840	12,067	12,311					
少数股东权益	(4)	(7)	(11)	(16)					
所有者权益合计	11,827	11,833	12,056	12,295					
负债和股东权益	19,101	19,890	20,249	20,886					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,263	3,307	1,656	1,980	每股净资产(元)	4.39	4.39	4.48	4.57
投资活动现金流	(2,002)	(865)	(1,065)	(1,265)	最新发行在外股份(百万股)	2,694	2,694	2,694	2,694
筹资活动现金流	(1,280)	(1,037)	(1,118)	(1,196)	ROIC(%)	8.62	9.50	10.09	10.70
现金净增加额	(2,019)	1,405	(527)	(481)	ROE-摊薄(%)	9.61	10.39	11.00	11.56
折旧和摊销	519	451	451	451	资产负债率(%)	38.08	40.51	40.46	41.13
资本开支	(399)	(65)	(265)	(465)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.27	15.96	14.79	13.81
营运资本变动	(807)	1,363	(411)	(196)	P/B (现价)	1.66	1.66	1.63	1.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>