

公司研究 | 点评报告 | 森马服饰 (002563.SZ)

森马服饰 2024 年年报点评：零售改革叠加净拓店下收入韧性显著好于同业，业绩符合预期

报告要点

展望未来，公司夯实基础，全域化、控折扣、降库存均取得成效。预计短期内受益于生育补贴政策情绪催化，巴拉终端零售有望受到提振，增益业绩表现，叠加后续新零售改革逐步取得成效，公司逆势开店有望带来一定的收入和业绩弹性增量。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.8、14.2、15.4 亿元，对应 PE 为 15、13、12X，维持“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

森马服饰 (002563.SZ)

森马服饰 2024 年年报点评：零售改革叠加净拓店下收入韧性显著好于同业，业绩符合预期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司单 Q4 实现营收、归母净利润、扣非净利润 52.3、3.82、3.49 亿元，同比变动 9.8%、32.1%、42.4%。2024 年累计实现营收、归母净利润、扣非净利润 146.3、11.37、10.84 亿元，同比变动 7.1、1.4%、6.2%。2024 年公司分红比例为 83%，派息 0.35 元/股，对应股息率 5.1%。

事件评论

- H2 收入增速环比持平，直营、童装环比改善较多。** 1) 分渠道，2024H1/H2 主业同比 +7%/+7%，其中直营同比+5%/+20%、加盟同比+12%/+1%、电商同比+3%/+10%。积极开店叠加新基本店改造渐见成效下直营店 H2 增长较优。加盟 H2 弱于直营预计主要在于加盟商谨慎订货以及消化渠道库存为主，提货意愿较弱。电商 H2 增速环比延续修复，预计主因直播业务高增带动线上渠道发力。2) 分业务，2024H1/24H2 主业休闲同比+8%/-4%、童装同比+6%/+12%。受终端零售疲弱&门店提质影响，休闲装 H2 同比有所下滑；童装 H2 表现优于休闲装且环比延续改善，预计主因巴拉巴拉品牌韧性较强且 H2 门店数恢复较多（环比 H1 净增 129 家至 5514 家）。
- Q4 毛利率下滑，库存结构改善显著。** 1) 毛利率：分业务，H2 主业休闲/童装毛利率-3.1 pct /-1.2pct，Q4 整体毛利率-1.7pct。休闲装与童装毛利率均下滑预计主因原材料成本上升以及去库影响下的折扣率调整。2024 年全年毛利率同比-0.2pct 至 43.8%。2) 其他：Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.9 pct /-1.3 pct /-0.4 pct /+1.0pct，销售费用增加系广告宣传费及服务费同比增加所致，财务费用增加主要系定期存款利息收入减少所致，Q4 期间费用率同比+2.2pct。Q4 资产减值损失同比减少 2.1 亿元增厚利润，预计主因房地产&存货减值损失同比减少。综合来看，公司 Q4 净利率同比+1.2pct 至 7.3%。3) 存货：公司存货绝对值较 2024Q3/2023A 环比-16%/同比+27%至 34.8 亿，存货增长预计主因冬装补货较多。从存货结构来看，公司 1 年以内占比 79%/1-2 年 14%/2-3 年 4%/3 年以上 3%，其中 1 年以内库存占比相较 2024H1 提升 12%，预计主要为冬季货品。
- 展望未来，**公司夯实基础，全域化、控折扣、降库存均取得成效。预计短期内受益于生育补贴政策情绪催化，巴拉终端零售有望受到提振，增益业绩表现，叠加后续新零售改革逐步取得成效，公司逆势开店有望带来一定的收入和业绩弹性增量。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.8、14.2、15.4 亿元，对应 PE 为 15、13、12X，维持“买入”评级。

风险提示

- 零售环境波动；
- 库存去化不及预期；
- 费用投放转化效果弱。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.89
总股本(万股)	269,409
流通A股/B股(万股)	220,169/0
每股净资产(元)	4.39
近12月最高/最低价(元)	7.48/4.34

注：股价为 2025 年 4 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《森马服饰 2024Q3 点评：业绩相对承压，逆势开店静待零售修复》2024-11-11
- 《森马服饰 2024 中报点评：收入&利润表现优于同业，逆势开店轻装上阵》2024-09-11
- 《【长江纺织】森马服饰 2024Q1 点评：毛利率改善驱动业绩表现较优，运营质量延续优化》2024-05-30


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、零售环境波动：虽消费环境逐步复苏，但仍有不确定的外部因素影响复苏弹性；
- 2、库存去化不及预期：若后续库存去化不畅，计提跌价预计对利润影响较大；
- 3、费用投放转化效果弱：若公司加大广告宣传、人员薪酬等费用投放，但对销售拉动边际递减，预计对利润影响较大。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。