

森马服饰 (002563.SZ)

2025Q1 零售端估计稳健增长，费用投入致使利润承压

2025Q1 公司收入 30.8 亿元/归母净利润 2.1 亿元，同比分别-2%/-38%。 1) 公司发布一季报，2025Q1 年公司收入为 30.8 亿元，同比-2%；归母净利润为 2.1 亿元，同比-38%；扣非归母净利润为 1.9 亿元，同比-43%；非经常损益增加 0.12 亿元，主要系其中政府补助、公允价值变动损益同比增加。2) 盈利质量：2025Q1 公司毛利率同比+0.4pct 至 47%，我们判断公司终端折扣管理良好；销售/管理/财务费用率同比分别+4.1/+0.7/+1.2pct 至 28.6%/5.1%/-0.8% (我们根据业务判断销售费用率增加主要系直营开店带来相关渠道刚性费用增加、营销相关投入费用增加)；综合以上，2025Q1 公司净利率同比-4.1pct 至 6.9%。

公司会计处理谨慎，我们估计 2025Q1 零售端同比表现好于收入。 根据公司业务情况，我们判断 2025Q1 公司全渠道零售流水同比增长中个位数 (好于收入同比表现)，估计主要系公司在加盟收入确认的会计处理中相对谨慎。1) 分渠道拆分收入：我们根据业务情况判断 2025Q1 电商增速好于线下、直营增速好于加盟。2) 店数方面：2025 年公司门店结构有望继续优化。2024 年内公司直营/加盟门店分别净增 299 家/净增 96 家 (分别新开 417/1045 家、关闭 118/949 家) 至 980/7260 家，我们判断 2025 年公司将继续新开优质店铺、同时关闭低效门店，中长期效率提升有望持续带动门店质量优化。

我们估计 2025Q1 童装业务健康增长、成人服饰业务同比下降。 分品牌来看：1) 童装业务：我们估计 2025Q1 童装业务收入同比实现稳健增长，2024 年末门店数量净增 280 家 (新开 959 家，关闭 679 家) 至 5514 家，2025 年估计渠道继续高质量拓展。2) 成人休闲服饰业务：考虑行业景气度，我们估计 2025Q1 业务收入同比下降。公司梳理森马品牌定位，强化店铺形象一致性，提升产品品质感，并在陈列上优化品类呈现，2024 年末业务门店数量净增 108 家 (新开 533 家，关闭 425 家) 至 2811 家，截至 2024 年底“新森马”形象店数量超过 500 家，2025 年预计业务门店继续升级优化。

库龄结构健康，现金流管理基本正常。 1) 存货方面，2025Q1 末公司存货同比+29.4%至 33.5 亿元 (我们根据过去业务情况判断主要系 2024 年冬季货品增加、库龄结构相对健康)，Q1 存货周转天数+45.1 天至 188.3 天；2) 现金流方面，2025Q1 公司应收账款周转天数+7.2 天至 41.1 天，经营性现金流量净额 1.5 亿元 (约为同期归母净利润的 0.7 倍)。

期待 2025 全年业绩稳健成长。 根据行业趋势我们判断 2025Q2 以来公司流水端同比保持中个位数增长。综合考虑全年业务渠道规划及后续季度业绩基数，我们期待 2024 年公司收入及业绩同比健康增长。

投资建议。 公司是大众服饰及童装龙头，我们预计 2025~2027 年归母净利润为 12.34/13.83/15.28 亿元，对应 2025 年 PE 为 14 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 消费环境波动风险；森马品牌业务改革不及预期；渠道扩张不及预期；海外业务拓展不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,661	14,626	15,773	17,094	18,474
增长率 yoy (%)	2.5	7.1	7.8	8.4	8.1
归母净利润 (百万元)	1,122	1,137	1,234	1,383	1,528
增长率 yoy (%)	76.1	1.4	8.5	12.1	10.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.42	0.42	0.46	0.51	0.57
净资产收益率 (%)	9.8	9.6	10.2	11.3	12.2
P/E (倍)	15.3	15.0	13.9	12.4	11.2
P/B (倍)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4

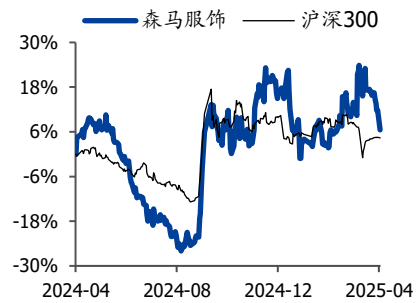
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价 (元)	6.35
总市值 (百万元)	17,107.47
总股本 (百万股)	2,694.09
其中自由流通股 (%)	81.72
30 日日均成交量 (百万股)	17.51

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《森马服饰 (002563.SZ): 渠道优化推进顺利, 2024 年收入健康增长》 2025-04-01
- 《森马服饰 (002563.SZ): 2024Q3 收入同比稳健增长, 费用投入影响短期利润》 2024-11-01
- 《森马服饰 (002563.SZ): 扣非利润稳健增长, 电商经营质量提升》 2024-08-29

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	14359	15343	16266
现金	8104	6285	7913	8381	9301
应收票据及应收账款	1343	1595	1635	1818	1940
其他应收款	48	61	61	69	73
预付账款	202	303	281	329	342
存货	2747	3481	3085	3191	3082
其他流动资产	962	1857	1385	1555	1528
非流动资产	4531	5518	5406	5374	5316
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1645	1530	1405	1297	1180
无形资产	499	474	427	380	333
其他非流动资产	2387	3515	3574	3698	3804
资产总计	17937	19101	19765	20717	21582
流动负债	6281	6962	7366	7987	8520
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4227	5120	5214	5819	6194
其他流动负债	2054	1841	2152	2168	2326
非流动负债	167	312	362	459	532
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	167	312	362	459	532
负债合计	6448	7274	7727	8446	9052
少数股东权益	-5	-4	-6	-8	-11
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2813	2823	2823	2823	2823
留存收益	6167	6466	6678	6914	7175
归属母公司股东权益	11493	11830	12043	12280	12541
负债和股东权益	17937	19101	19765	20717	21582

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	2275	1929	2316
净利润	1120	1134	1232	1380	1525
折旧摊销	478	519	223	233	228
财务费用	42	51	6	8	9
投资损失	-6	-1	-1	-1	-2
营运资金变动	-155	-807	423	-28	217
其他经营现金流	462	368	393	338	338
投资活动现金流	566	-2002	287	-404	-193
资本支出	-261	-399	12	-5	3
长期投资	800	-1595	157	-190	-16
其他投资现金流	27	-8	117	-209	-180
筹资活动现金流	-783	-1280	-935	-1056	-1203
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	-935	-1056	-1203
现金净增加额	1726	-2019	1628	468	920

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13661	14626	15773	17094	18474
营业成本	7647	8217	8868	9609	10379
营业税金及附加	97	95	103	111	120
营业费用	3294	3751	4006	4393	4729
管理费用	630	593	639	693	749
研发费用	281	306	330	357	386
财务费用	-159	-132	-182	-230	-242
资产减值损失	-481	-292	-386	-339	-339
其他收益	64	46	50	54	58
公允价值变动收益	30	7	0	0	0
投资净收益	6	1	1	1	2
资产处置收益	8	1	1	1	1
营业利润	1505	1548	1675	1878	2075
营业外收入	4	5	0	0	0
营业外支出	21	10	0	0	0
利润总额	1488	1543	1675	1878	2075
所得税	368	409	444	497	549
净利润	1120	1134	1232	1380	1525
少数股东损益	-2	-3	-2	-2	-3
归属母公司净利润	1122	1137	1234	1383	1528
EBITDA	1906	1932	1716	1881	2061
EPS (元/股)	0.42	0.42	0.46	0.51	0.57

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	7.8	8.4	8.1
营业利润(%)	72.8	2.8	8.3	12.1	10.5
归属母公司净利润(%)	76.1	1.4	8.5	12.1	10.5
获利能力					
毛利率(%)	44.0	43.8	43.8	43.8	43.8
净利率(%)	8.2	7.8	7.8	8.1	8.3
ROE(%)	9.8	9.6	10.2	11.3	12.2
ROIC(%)	9.1	8.4	8.7	9.4	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	38.1	39.1	40.8	41.9
净负债比率(%)	-67.8	-49.1	-61.0	-62.9	-68.3
流动比率	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	10.5	10.0	9.8	9.9	9.8
应付账款周转率	4.2	3.9	3.8	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.42	0.46	0.51	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.47	0.84	0.72	0.86
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.39	4.47	4.56	4.65
估值比率					
P/E	15.3	15.0	13.9	12.4	11.2
P/B	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	4.1	6.8	5.7	5.0	4.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com