

森马服饰 (002563.SZ)

25Q1 短期费用投放拖累业绩，终端零售保持向好趋势

25Q1 年公司营收同比-1.93%，归母净利润-38.12%，费用投放增加拖累利润下滑。休闲业务毛利率带动整体毛利率略有提升，销售费用率拖累净利率水平。公司终端零售仍保持向好趋势，库存结构改善。预计 25-27 年归母净利润分别为 12.2 亿元、13.6 亿元、15.0 亿元，当前市值对应 25PE13X、26PE11X，维持强烈推荐评级。

- 25Q1 费用增加拖累利润下滑，终端零售保持向好趋势。公司 25Q1 营收 30.79 亿元，同比-1.93%；归母净利润 2.14 亿元，同比-38.12%；扣非净利润 1.94 亿元，同比-42.69%。利润下滑主要由于广宣费用，以及服务费、劳务费增长带来的销售费用增加所致。从终端零售数据来看，Q1 全系统终端零售（含线上和线下、直营和加盟）同比中个位数增长，4 月份以来当月全系统终端零售保持中高个位数增长，继续保持向好趋势。
- 休闲业务毛利率带动整体毛利率略有提升，销售费用率拖累净利率水平。公司 25Q1 毛利率同比+0.37pct 至 47.00%，其中，儿童业务毛利率持平微降、营收同比增长，休闲服业务毛利率同比提升、营收同比下降。25Q1 期间费用率同比+5.90pct 至 34.16%，其中销售费用率+4.08pct 至 28.55%（主要系广宣费用、服务费和劳务费同比增加所致）、管理费用率+0.72pct 至 5.10%、研发费用率-0.12pct 至 1.35%、财务费用率+1.22pct 至-0.85%。受费用率拖累，净利率同比-4.08pct 至 6.92%。
- 门店拓展与调整同步进行，Q1 净关店 57 家。一季度公司开店 172 家，闭店 229 家，截至 3 月 31 日公司店铺总数 8268 家（较年初净-57 家，下同），其中成人服饰 2779 家（-32 家），儿童服饰 5489 家（-25 家）；直营 960 家（-20 家），联营 74 家（-11 家），加盟 7234 家（-26 家）。
- 经营性现金流因支付货款增加有所下滑，库存结构改善。25Q1 经营性现金流量净额 1.53 亿元，同比-81.71%，主要系应付账款减少、支付货款增加所致。25Q1 存货周转天数为 188 天，同比+45 天；应收账款周转天数为 41 天，同比+7 天。一年期以内的货品占比由去年同期的 55%增至 72%，库存结构改善。
- 盈利预测及投资建议。公司持续推动“2+N”多品牌战略、52 周 MD 机制等重点变革，加速渠道拓展，聚焦渠道能力提升。单一季度费用投放受到年内投放节奏的影响，全年费用增长将匹配业务自身成长。预计公司 2025-2027 年收入 157.1 亿元、168.3 亿元、180.2 亿元，同比增长 7%、7%、7%，归母净利润 12.2 亿元、13.6 亿元、15.0 亿元，同比增长 7%、11%、11%。当前市值对应 25PE13X、26PE11X，维持强烈推荐评级。
- 风险提示：终端零售及店效不及预期风险，线上流量成本侵蚀利润风险，存货减值风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13661	14626	15706	16831	18017
同比增长	2%	7%	7%	7%	7%
营业利润(百万元)	1505	1548	1660	1843	2038

强烈推荐（维持）

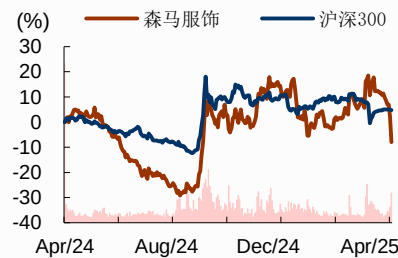
消费品/轻工纺织
目标估值：NA
当前股价：5.73 元

基础数据

总股本（百万股）	2694
已上市流通股（百万股）	2202
总市值（十亿元）	15.4
流通市值（十亿元）	12.6
每股净资产（MRQ）	4.5
ROE（TTM）	8.3
资产负债率	35.9%
主要股东	邱光和
主要股东持股比例	15.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-0	6
相对表现	-3	5	0



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《森马服饰（002563）—2024 年稳健增长，持续拓店提升渠道能力》
2025-04-02

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣炀 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

同比增长	73%	3%	7%	11%	11%
归母净利润(百万元)	1122	1137	1221	1357	1500
同比增长	76%	1%	7%	11%	11%
每股收益(元)	0.42	0.42	0.45	0.50	0.56
PE	13.8	13.6	12.6	11.4	10.3
PB	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13406	13582	14317	15299	16421
现金	8104	6285	6549	7045	7658
交易性投资	375	939	939	939	939
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1343	1595	1713	1836	1965
其它应收款	48	61	65	70	75
存货	2747	3481	3740	4004	4281
其他	790	1221	1311	1405	1503
非流动资产	4531	5518	5319	5143	4989
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1645	1530	1426	1331	1246
无形资产商誉	499	474	426	384	345
其他	2387	3515	3467	3428	3398
资产总计	17937	19101	19636	20442	21409
流动负债	6281	6962	7222	7689	8178
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	4227	5120	5500	5889	6296
预收账款	173	152	163	175	187
其他	1881	1689	1558	1625	1695
长期负债	167	312	312	312	312
长期借款	0	0	0	0	0
其他	167	312	312	312	312
负债合计	6448	7274	7534	8001	8490
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积金	2813	2823	2823	2823	2823
留存收益	5987	6314	6592	6935	7417
少数股东权益	(5)	(4)	(7)	(11)	(15)
归属于母公司所有者权益	11493	11830	12109	12452	12934
负债及权益合计	17937	19101	19636	20442	21409

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1941	1263	1314	1430	1545
净利润	1120	1134	1218	1353	1496
折旧摊销	246	273	238	214	194
财务费用	42	51	(48)	(54)	(59)
投资收益	(6)	(1)	(80)	(65)	(65)
营运资金变动	514	(266)	(14)	(18)	(20)
其它	26	73	0	0	0
投资活动现金流	566	(2002)	41	26	26
资本支出	(261)	(411)	(39)	(39)	(39)
其他投资	827	(1591)	80	65	65
筹资活动现金流	(783)	(1280)	(1091)	(959)	(959)
借款变动	(349)	(759)	(196)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	10	0	0	0
股利分配	(539)	(808)	(943)	(1014)	(1017)
其他	105	278	48	54	59
现金净增加额	1725	(2018)	264	496	613

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13661	14626	15706	16831	18017
营业成本	7647	8217	8827	9450	10103
营业税金及附加	97	95	102	110	117
营业费用	3294	3751	4028	4241	4504
管理费用	630	593	628	673	721
研发费用	281	306	328	352	377
财务费用	(159)	(132)	(48)	(54)	(59)
资产减值损失	(466)	(303)	(260)	(280)	(280)
公允价值变动收益	30	7	15	10	10
其他收益	64	46	60	50	50
投资收益	6	1	5	5	5
营业利润	1505	1548	1660	1843	2038
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	21	10	10	10	10
利润总额	1488	1543	1656	1839	2033
所得税	368	409	437	486	538
少数股东损益	(2)	(3)	(3)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	1122	1137	1221	1357	1500

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	7%	7%	7%	7%
营业利润	73%	3%	7%	11%	11%
归母净利润	76%	1%	7%	11%	11%
获利能力					
毛利率	44.0%	43.8%	43.8%	43.9%	43.9%
净利率	8.2%	7.8%	7.8%	8.1%	8.3%
ROE	10.0%	9.8%	10.2%	11.0%	11.8%
ROIC	8.9%	8.8%	9.8%	10.7%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	38.1%	38.4%	39.1%	39.7%
净负债比率	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	2.3	2.6	2.4	2.4	2.4
应收账款周转率	10.5	10.0	9.5	9.5	9.5
应付账款周转率	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.42	0.42	0.45	0.50	0.56
每股经营净现金	0.72	0.47	0.49	0.53	0.57
每股净资产	4.27	4.39	4.49	4.62	4.80
每股股利	0.30	0.35	0.38	0.38	0.42
估值比率					
PE	13.8	13.6	12.6	11.4	10.3
PB	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	13.6	13.1	11.1	10.2	9.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。