

一季度业绩同比下降，后续关注渠道提质成果

——森马服饰(002563)2025年一季报点评

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2025年04月29日

纺织服装-----非运动服装

证券分析师

袁艺博

yuanyb@bhzq.com

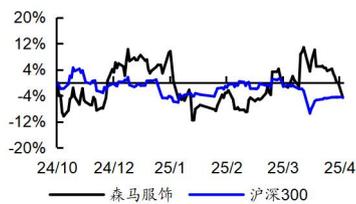
022-23839135

评级：增持

上次评级：增持

最新收盘价：6.35

最近半年股价相对走势



相关研究报告

2024年门店实现净增加，第四季度业绩改善较好——森马服饰(002563)2024年年报点评

2025.04.01

前三季度净利率水平有所下降，营运能力有提升——森马服饰(002563)2024年三季报点评

2024.10.31

渠道建设与升级持续推进，平稳发展可期——森马服饰(002563)2024年中报点评

2024.08.29

事件：

公司公告2025年一季报，实现营收30.79亿元，同比下降1.93%，归母净利润2.14亿元，同比下降38.12%，基本每股收益0.08元。

点评：

● 第一季度公司业绩增长承压，净利率同比下降较明显

2025年第一季度，公司毛利率/净利率分别为47.00%/6.92%，同比变动分别为+0.37/-4.08个百分点；公司销售期间费用率为34.16%，同比提升5.90个百分点，公司强化线上投流与线下新开门店，推动销售费用率同比提升4.08个百分点，导致净利率同比降幅较大；公司存货周转天数为188.32天，同比提升45.08天；经营活动产生的现金流量净额为1.53亿元，同比下降81.71%。

● 公司持续推动国内渠道升级提质，海外业务模式日渐成熟

2024年，公司针对森马与巴拉巴拉两大核心品牌，推进终端渠道升级，完成新森马形象店建设与巴拉巴拉门店翻新均超过500家。在产品端，去年公司针对森马品牌，聚焦8大心智产品，爆款产品规模实现3倍增长，推动巴拉巴拉产品线迭代增强产品对不同消费群体的吸引力。2025年，预计公司将持续优化渠道质量，通过改善底层渠道资产质量来带动线下销售有质量的增长。海外业务方面，公司通过重点布局东南亚、积极拓展中东地区等策略，以形成“线下直营+线上电商+代理商合作”的多渠道模式。截至2024年末森马和巴拉巴拉品牌成功进驻全球15个国家和地区，中国香港地区及海外门店数量突破100家。预计伴随公司对海外渠道的逐步拓展，相关业务增长具备较好基础。

● 盈利预测与评级

公司持续提升全域零售能力、商品流通效率，强化终端渠道力，扩大海外业务版图。在中性情景下我们维持公司2025-2027年EPS为0.46/0.51/0.57元的预测，对应2025年PE估值为13.72倍，低于可比公司均值，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济波动风险

公司主要的产品森马品牌休闲服饰和巴拉巴拉品牌儿童服饰分别定位于大众消费市场及中高端儿童服饰市场，市场需求受宏观经济波动和居民消费水平变化的影响较大。若国内终端消费需求增速放缓，可能对公司主营业务产生不利影响。

品牌运营风险

休闲服饰这一细分市场在服装行业中具有较大市场份额，在经过需求推动为特征的快速发展阶段后，市场呈现消费快速变化、零售渠道变迁、互联网消费崛起、全球化竞争加剧等特征，市场竞争日趋激烈。上述因素可能会影响

公司休闲服饰业务的发展。中国童装市场受消费升级和人口政策等因素影响，呈现快速发展的特征，众多服饰品牌纷纷进入童装市场，市场竞争加剧、人口结构变化可能给公司儿童服饰业务的发展带来不确定的风险。

原材料价格变动的风险

如果面辅料的价格和委托加工成本出现持续上涨的情形，公司有可能面临面辅料不能及时供应、采购成本上升的局面，从而对公司正常生产经营活动造成不利影响。

存货管理及跌价风险

随着公司销售规模的扩大，加盟商、直营终端及电商渠道铺货和陈列的商品需要量不断增加。目前公司的存货是正常经营过程形成的，符合公司经营的实际情况和行业惯例。但若产品销售市场发生异常变化导致存货跌价或存货变现困难，将给公司经营业绩带来不利影响。

进出口贸易风险

世界经济贸易环境的变化，给公司进出口业务带来不确定的影响。现阶段，公司进出口业务规模较小，汇率的波动、贸易保护主义等因素导致的进出口贸易风险不会给公司业绩带来重大影响。

财务摘要 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,661	14,626	15,686	16,822	18,004
(+/-)%	2.5%	7.1%	7.3%	7.2%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	1,428	1,413	1,566	1,743	1,940
(+/-)%	91.8%	-1.1%	10.9%	11.3%	11.3%
归母净利润	1,122	1,137	1,247	1,383	1,531
(+/-)%	76.1%	1.4%	9.6%	10.9%	10.7%
每股收益 (元)	0.42	0.42	0.46	0.51	0.57

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,104	6,285	7,457	8,319	9,207	营业收入	13,661	14,626	15,686	16,822	18,004
应收票据及应收账款	1,343	1,595	1,555	1,644	1,734	营业成本	7,647	8,217	8,768	9,279	9,889
预付账款	202	303	206	195	205	营业税金及附加	97	95	105	114	123
其他应收款	48	61	54	56	60	销售费用	3,294	3,751	4,033	4,410	4,718
存货	2,747	3,481	3,084	2,932	2,818	管理费用	630	593	638	683	723
其他流动资产	588	588	575	565	556	研发费用	281	306	329	360	387
流动资产合计	13,406	13,582	13,961	14,748	15,616	财务费用	-159	-132	-137	-143	-144
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-481	-292	-277	-271	-260
固定资产合计	1,645	1,530	1,611	1,687	1,696	信用减值损失	7	-12	-13	-13	-13
无形资产	499	474	476	480	483	其他收益	64	46	35	39	43
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	6	1	6	6	7
长期待摊费用	53	240	243	248	248	公允价值变动收益	30	7	8	8	0
其他非流动资产	433	1,168	1,146	1,146	1,146	资产处置收益	8	1	1	2	2
资产总计	17,937	19,101	19,480	20,376	21,292	营业利润	1,505	1,548	1,708	1,891	2,088
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	-17	-5	-5	-4	-4
应付票据及应付账款	4,227	5,120	5,236	5,722	6,263	利润总额	1,488	1,543	1,703	1,886	2,084
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	368	409	458	505	554
应付职工薪酬	255	218	238	253	272	净利润	1,120	1,134	1,245	1,381	1,530
应交税费	332	144	238	261	281	归属于母公司所有者的净利润	1,122	1,137	1,247	1,383	1,531
其他流动负债	894	881	867	854	843	少数股东损益	-2	-3	-1	-1	-1
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.42	0.42	0.46	0.51	0.57
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	6,448	7,274	7,615	8,174	8,786	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	11,489	11,827	11,865	12,201	12,506	营收增长率	2.5%	7.1%	7.3%	7.2%	7.0%
						EBIT 增长率	91.8%	-1.1%	10.9%	11.3%	11.3%
						净利润增长率	76.1%	1.4%	9.6%	10.9%	10.7%
						销售毛利率	44.0%	43.8%	44.1%	44.8%	45.1%
						销售净利率	8.2%	7.8%	7.9%	8.2%	8.5%
						ROE	9.8%	9.6%	10.5%	11.3%	12.2%
						ROIC	9.1%	8.4%	9.2%	10.0%	10.9%
						资产负债率	35.9%	38.1%	39.1%	40.1%	41.3%
						PE	13.74	16.71	13.72	12.37	11.17
						PB	1.35	1.60	1.44	1.40	1.37
						EV/EBITDA	4.07	6.78	5.38	4.41	3.58

现金流量表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,120	1,134	1,245	1,381	1,530
折旧与摊销	478	519	324	368	410
经营活动现金流净额	1,941	1,263	2,422	2,384	2,571
投资活动现金流净额	566	-2,002	-82	-472	-453
筹资活动现金流净额	-783	-1,280	-1,060	-1,150	-1,230
现金净变动	1,726	-2,019	1,280	762	888
期初现金余额	6,369	8,095	6,077	7,357	8,119
期末现金余额	8,095	6,077	7,357	8,119	9,007

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并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取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分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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表现的依据。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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:**高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhzq.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司公司网址: www.ewww.com.cn