

森马服饰 (002563.SZ) 2025Q1 终端零售稳步增长，短期费用扰动利润增速

2025年05月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

张霜凝（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

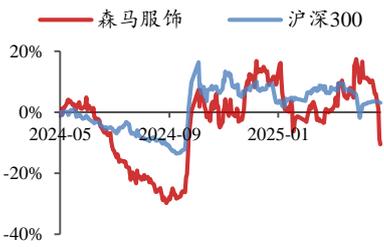
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790524070006

日期	2025/4/30
当前股价(元)	5.62
一年最高最低(元)	7.48/4.34
总市值(亿元)	151.41
流通市值(亿元)	123.74
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	22.02
近3个月换手率(%)	44.5

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024年分红比例提升，库存结构改善奠定增长基础——公司信息更新报告》-2025.4.2

《2022年业绩承压，期待轻装上阵&开店下业绩修复——公司信息更新报告》-2023.4.6

● **2025Q1 业绩短期承压，看好门店提质增效修复业绩表现，维持“买入”评级**
2025Q1 公司实现营收 30.8 亿元（同比-1.9%），归母/扣非归母净利润为 2.1/1.9 亿元，同比-38.1%/ -42.7%。由于 2025Q1 公司延续 2024 年下半年以来较高的营销推广力度，销售费用同比增幅较高，导致利润增速下降。收入端因 2025 年春节较早导致发货提前至 2024 年，带来收入增速有所承压。考虑到在全年维度下，公司的库存结构持续优化，推进新开高质量门店，看好公司后续摆脱基数影响和短期发货节奏的扰动，获得渠道优化与店效提高带来的业绩修复，我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.1/13.0/14.1 亿元，分别对应 EPS 为 0.45/0.48/0.52 元，当前股价对应 PE 为 12.6/11.7/10.7 倍，维持“买入”评级。

● **2025Q1 拓店与优化并行，期待收入增速回归终端零售增速的较高水平**

2025Q1 公司终端零售（含线上和线下、直营和加盟）预计实现中个位数增长，且 4 月份以来态势依然向好。门店方面，截至 2025Q1，公司总店数为 8268 家，开/闭店分别 172/229 家，较年初净闭 57 家；其中直营/加盟/联营分别较年初净闭店 20/26/11 家。在门店数量有所下降的情况下，公司终端零售仍然维持稳步增长态势，我们预计公司的渠道优化战略以标准化开店、精细化管理和针对性措施等方式实现店效的提升。看好公司维持开高质量门店的势能，同时提升店效，让收入增长回归终端零售增速的较高水平。

● **2025Q1 毛利率略增，销售费用拖累净利润，库存结构更加健康**

盈利能力：2025Q1 公司整体毛利率为 47.0%（同比+0.4pct），其中休闲装毛利率提升，童装毛利率持平略降。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 28.6%/5.1%/1.4%/-0.9%，同比+4.1/+0.7/-0.1/+1.2pct，归母净利率为 7.0%，同比-4.1pct，销售费率同比增加主要系广告营销费用、服务费和劳务费等同比增加所致。**营运能力：库存结构更加健康。**截至 2025Q1，公司存货规模为 33.5 亿元（同比+29.4%），其中 1 年内库龄的新品占比有大幅提升。2025Q1 公司全年经营活动现金流净额为 1.5 亿元（同比-81.7%），主要系应付账款减少、支付货款增加所致。

● **风险提示：**加盟商提货不及预期、门店开拓不及预期、零售回暖不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	15,409	16,215	17,041
YOY(%)	2.5	7.1	5.4	5.2	5.1
归母净利润(百万元)	1,122	1,137	1,206	1,299	1,412
YOY(%)	76.1	1.4	6.0	7.7	8.7
毛利率(%)	44.0	43.8	44.0	44.1	44.2
净利率(%)	8.2	7.8	7.8	8.0	8.3
ROE(%)	9.7	9.6	10.0	10.4	10.8
EPS(摊薄/元)	0.42	0.42	0.45	0.48	0.52
P/E(倍)	13.5	13.3	12.6	11.7	10.7
P/B(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13406	13582	13853	15475	15607
现金	8104	6285	7201	7931	8384
应收票据及应收账款	1343	1595	1500	1757	1666
其他应收款	48	61	54	67	60
预付账款	202	303	160	361	168
存货	2747	3481	3510	3740	3861
其他流动资产	962	1857	1427	1618	1468
非流动资产	4531	5518	4908	4974	4806
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1645	1530	1540	1532	1508
无形资产	499	474	377	323	274
其他非流动资产	2387	3515	2991	3119	3024
资产总计	17937	19101	18761	20449	20413
流动负债	6281	6962	6361	7663	7018
短期借款	0	0	0	377	138
应付票据及应付账款	4227	5120	4702	5608	5201
其他流动负债	2054	1841	1659	1679	1680
非流动负债	167	312	313	312	313
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	167	312	313	312	313
负债合计	6448	7274	6674	7975	7331
少数股东权益	-5	-4	-6	-10	-13
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2813	2823	2823	2823	2823
留存收益	6167	6466	6676	6928	7217
归属母公司股东权益	11493	11830	12094	12483	13095
负债和股东权益	17937	19101	18761	20449	20413

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1941	1263	1323	1541	1302
净利润	1120	1134	1203	1296	1408
折旧摊销	246	273	344	213	228
财务费用	-159	-132	-125	-145	-151
投资损失	-6	-1	-3	-2	-3
营运资金变动	-155	-807	-43	167	-161
其他经营现金流	895	796	-53	13	-20
投资活动现金流	566	-2002	607	-424	38
资本支出	261	411	42	125	137
长期投资	800	-1595	-0	-0	-0
其他投资现金流	28	4	650	-298	176
筹资活动现金流	-783	-1280	-1014	-764	-649
短期借款	0	0	0	377	-239
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	-1014	-1140	-410
现金净增加额	1726	-2019	916	354	691

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13661	14626	15409	16215	17041
营业成本	7647	8217	8635	9063	9501
营业税金及附加	97	95	105	108	115
营业费用	3294	3751	3821	4021	4175
管理费用	630	593	616	649	665
研发费用	281	306	308	324	341
财务费用	-159	-132	-125	-145	-151
资产减值损失	-481	-292	-468	-479	-531
其他收益	64	46	46	46	46
公允价值变动收益	30	7	19	13	16
投资净收益	6	1	3	2	3
资产处置收益	8	1	0	0	0
营业利润	1505	1548	1647	1770	1925
营业外收入	4	5	6	6	5
营业外支出	21	10	16	13	14
利润总额	1488	1543	1637	1763	1916
所得税	368	409	434	467	507
净利润	1120	1134	1203	1296	1408
少数股东损益	-2	-3	-3	-3	-3
归属母公司净利润	1122	1137	1206	1299	1412
EBITDA	1490	1627	1779	1759	1912
EPS(元)	0.42	0.42	0.45	0.48	0.52

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.5	7.1	5.4	5.2	5.1
营业利润(%)	72.8	2.8	6.4	7.5	8.8
归属于母公司净利润(%)	76.1	1.4	6.0	7.7	8.7
获利能力					
毛利率(%)	44.0	43.8	44.0	44.1	44.2
净利率(%)	8.2	7.8	7.8	8.0	8.3
ROE(%)	9.7	9.6	10.0	10.4	10.8
ROIC(%)	8.0	8.3	8.7	8.8	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	38.1	35.6	39.0	35.9
净负债比率(%)	-68.8	-51.3	-59.4	-60.4	-62.9
流动比率	2.1	2.0	2.2	2.0	2.2
速动比率	1.6	1.3	1.5	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	10.5	10.0	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	4.2	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.42	0.45	0.48	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.47	0.49	0.57	0.48
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.39	4.49	4.63	4.86
估值比率					
P/E	13.5	13.3	12.6	11.7	10.7
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	4.6	5.0	4.1	3.9	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn