

森马服饰（002563）

证券研究报告

2025 年 05 月 04 日

育儿补贴制度或利好童装业务

公司发布 25 年一季报

营收 31 亿，同比-2%，归母净利润 2 亿，同比-38%，扣非归母净利润 2 亿，同比-43%；

截至 3 月 31 日，包括加盟和直营在内的全系统终端动态零售数据同比中个位数增加。

毛利率 47%，同比持平，归母净利率 7%，同比-4pct；

销售费率 29%，同比+4pct；管理费 5%，同比+1pct；研发费率 1%，同比持平；财务费率同比-0.85%，同比+1pct。

育儿补贴制度或利好童装业务

3 月 13 日，内蒙古呼和浩特及时出台实施育儿补贴细则，据国家卫生健康委，截至 24 年 10 月，全国已有 23 个省份，在不同层级开始探索实施生育补贴制度，或一次性发放现金，或定期给予补贴、实行税收减免。生育补贴政策落地后，从宏观层面看，有望带来生育率的回升，从而利好童装。

零售转型，供应链提质

2025 年，公司将继续围绕核心关键能力深化布局，持续提升和构建洞察消费者能力、高效的商品运营能力、精准的商品开发能力、广泛的渠道分发能力、全面的供应链能力等关键能力。

公司将继续以创新驱动发展，坚持零售转型的方向，优化单店盈利模型，迭代 52 周 MD 机制，实现商品的精准规划与高效流转；持续强化对消费者的洞察能力，深入了解消费者的偏好、需求和购买行为，提升商品企划能力，打造更具吸引力和竞争力的商品组合；提升商品运营开发效率，使公司产品能够快速、精准地推向市场。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于 25Q1 表现，我们调整 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年营收为 153、160、170 亿（25-27 年前值 156、172、188 亿元）；

归母净利润为 11、12、13 亿（25-27 年前值为 12、13、15 亿元）；

EPS 为 0.41、0.45、0.49 元（25-27 年前值为 0.45、0.49、0.54 元）；

PE 为 14x、13x 以及 11x。

风险提示：消费疲软、出生人口下滑、翻新门店表现不及预期等风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,660.53	14,625.54	15,254.44	16,032.42	16,994.36
增长率(%)	2.47	7.06	4.30	5.10	6.00
EBITDA(百万元)	2,711.37	2,461.59	2,078.91	2,126.43	2,316.02
归属母公司净利润(百万元)	1,121.50	1,137.40	1,094.94	1,211.21	1,317.20
增长率(%)	76.06	1.42	(3.73)	10.62	8.75
EPS(元/股)	0.42	0.42	0.41	0.45	0.49
市盈率(P/E)	13.50	13.31	13.83	12.50	11.49
市净率(P/B)	1.32	1.28	1.23	1.16	1.08
市销率(P/S)	1.11	1.04	0.99	0.94	0.89
EV/EBITDA	1.83	3.38	1.83	1.85	1.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.62 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股股本(百万股)	2,201.69
A 股总市值(百万元)	15,140.79
流通 A 股市值(百万元)	12,373.52
每股净资产(元)	4.47
资产负债率(%)	35.87
一年内最高/最低(元)	7.48/4.34

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《森马服饰-年报点评报告:鼓励生育有益于公司童装业务发展》 2025-04-01
- 《森马服饰-季报点评:10 月以来零售表现改善》 2024-11-03
- 《森马服饰-公司点评:股权激励彰显信心》 2024-09-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,103.73	6,285.08	7,712.61	7,423.36	9,165.61	营业收入	13,660.53	14,625.54	15,254.44	16,032.42	16,994.36
应收票据及应收账款	1,343.00	1,595.03	1,392.23	1,787.90	1,561.57	营业成本	7,646.74	8,217.06	8,695.03	9,138.48	9,686.79
预付账款	201.75	303.26	170.37	359.34	185.23	营业税金及附加	96.70	95.35	105.26	192.39	203.93
存货	2,746.69	3,481.42	3,562.82	3,602.18	4,119.12	销售费用	3,293.87	3,751.30	3,816.66	4,008.10	4,214.60
其他	1,010.85	1,917.64	1,744.68	1,841.03	1,793.08	管理费用	630.40	592.69	671.20	657.33	679.77
流动资产合计	13,406.02	13,582.43	14,582.71	15,013.80	16,824.61	研发费用	280.84	305.85	381.36	368.75	390.87
长期股权投资	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	财务费用	(159.00)	(131.83)	(209.97)	(227.04)	(248.83)
固定资产	1,644.51	1,529.65	1,552.43	1,509.22	1,441.00	资产/信用减值损失	(473.80)	(303.33)	(332.81)	(268.74)	(310.09)
在建工程	95.48	287.18	374.42	493.95	626.77	公允价值变动收益	30.14	7.41	0.00	0.00	0.00
无形资产	499.29	473.61	436.16	398.70	361.24	投资净收益	5.69	1.20	6.28	4.39	3.95
其他	2,291.48	3,227.68	2,699.35	2,788.82	2,689.62	其他	803.80	542.35	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	4,530.90	5,518.27	5,062.51	5,190.83	5,118.78	营业利润	1,505.14	1,547.50	1,468.37	1,630.06	1,761.09
资产总计	17,936.92	19,100.70	19,645.22	20,204.63	21,943.39	营业外收入	3.92	5.30	10.00	2.00	10.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	21.38	9.93	7.00	9.00	6.00
应付票据及应付账款	4,226.79	5,120.42	5,284.48	5,380.98	6,067.56	利润总额	1,487.67	1,542.88	1,471.37	1,623.06	1,765.09
其他	1,881.10	1,689.34	1,790.63	1,773.68	1,792.24	所得税	368.11	408.62	370.93	405.76	441.27
流动负债合计	6,107.90	6,809.76	7,075.11	7,154.66	7,859.80	净利润	1,119.56	1,134.26	1,100.44	1,217.29	1,323.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.94)	(3.14)	5.50	6.09	6.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,121.50	1,137.40	1,094.94	1,211.21	1,317.20
其他	167.09	312.35	239.72	1.20	120.46	每股收益（元）	0.42	0.42	0.41	0.45	0.49
非流动负债合计	167.09	312.35	239.72	1.20	120.46						
负债合计	6,448.16	7,274.04	7,314.84	7,155.86	7,980.26						
少数股东权益	(4.55)	(3.68)	(1.06)	2.51	7.06						
股本	2,694.09	2,694.09	2,694.09	2,694.09	2,694.09						
资本公积	2,812.72	2,822.61	2,822.61	2,822.61	2,822.61						
留存收益	6,166.81	6,465.98	6,989.17	7,698.59	8,604.63						
其他	(180.31)	(152.33)	(174.42)	(169.02)	(165.26)						
股东权益合计	11,488.76	11,826.66	12,330.38	13,048.78	13,963.12						
负债和股东权益总计	17,936.92	19,100.70	19,645.22	20,204.63	21,943.39						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,119.56	1,134.26	1,094.94	1,211.21	1,317.20	成长能力					
折旧摊销	245.79	272.60	194.67	200.67	205.67	营业收入	2.47%	7.06%	4.30%	5.10%	6.00%
财务费用	42.13	50.60	(209.97)	(227.04)	(248.83)	营业利润	72.75%	2.81%	-5.11%	11.01%	8.04%
投资损失	(5.69)	(1.20)	(6.28)	(4.39)	(3.95)	归属于母公司净利润	76.06%	1.42%	-3.73%	10.62%	8.75%
营运资金变动	112.94	(1,693.99)	840.45	(890.83)	816.08	获利能力					
其它	426.52	1,500.75	5.50	6.09	6.62	毛利率	44.02%	43.82%	43.00%	43.00%	43.00%
经营活动现金流	1,941.26	1,263.01	1,919.32	295.71	2,092.78	净利率	8.21%	7.78%	7.18%	7.55%	7.75%
资本支出	278.69	98.16	339.87	478.05	113.56	ROE	9.76%	9.61%	8.88%	9.28%	9.44%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	92.90%	116.01%	75.82%	105.04%	61.57%
其他	287.35	(2,099.81)	(435.80)	(795.71)	(301.17)	偿债能力					
投资活动现金流	566.03	(2,001.65)	(95.93)	(317.66)	(187.61)	资产负债率	35.95%	38.08%	37.23%	35.42%	36.37%
债权融资	139.67	150.07	200.84	231.60	246.55	净负债率	-68.98%	-51.48%	-61.03%	-55.42%	-64.28%
股权融资	(798.14)	37.87	(596.72)	(498.90)	(409.47)	流动比率	2.13	1.95	2.06	2.10	2.14
其他	(124.13)	(1,467.74)	0.00	0.00	(0.00)	速动比率	1.70	1.45	1.56	1.59	1.62
筹资活动现金流	(782.60)	(1,279.80)	(395.87)	(267.30)	(162.92)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	10.48	9.96	10.21	10.08	10.15
现金净增加额	1,724.69	(2,018.44)	1,427.52	(289.25)	1,742.26	存货周转率	4.14	4.70	4.33	4.48	4.40
						总资产周转率	0.75	0.79	0.79	0.80	0.81
						每股指标（元）					
						每股收益	0.42	0.42	0.41	0.45	0.49
						每股经营现金流	0.72	0.47	0.71	0.11	0.78
						每股净资产	4.27	4.39	4.58	4.84	5.18
						估值比率					
						市盈率	13.50	13.31	13.83	12.50	11.49
						市净率	1.32	1.28	1.23	1.16	1.08
						EV/EBITDA	1.83	3.38	1.83	1.85	1.01
						EV/EBIT	1.97	3.67	2.02	2.04	1.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com