

森马服饰 (002563.SZ)

存货减值处理谨慎，费用投入致使 2025Q2 利润承压

2025H1 公司收入同比+3%/归母净利润同比-41%。1) 2025H1 收入为 61.5 亿元，同比+3%；归母净利润为 3.3 亿元，同比-41%；扣非归母净利润为 3.0 亿元，同比-45%；非经常损益 0.29 亿元主要系政府补助。2) 盈利质量：2025H1 毛利率同比+0.6pct 至 46.7%，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+3.6/+0.3/+2.0pct 至 29.7%/5.1%/-0.2%（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、线上投流费用增加；财务费用率提升主要系利息收入减少）；期内计提资产减值损失 1.86 亿元（较去年同期多计提 0.39 亿元）；综合以上，净利率同比-4.1pct 至 5.2%。3) 公司发布 2025 半年度利润分配预案，计划分配现金股利 4.04 亿元，股利支付率 124%，对应股息率 2.85%。

2025Q2 公司收入同比+9%/归母净利润同比-46%。1) 2025Q2 收入为 30.7 亿元，同比+9%；归母净利润为 1.1 亿元，同比-46%；扣非归母净利润为 1.0 亿元，同比-49%。2) 盈利质量：2025Q2 毛利率同比+0.9pct 至 46.4%；销售/管理/财务费用率同比分别+3.0/-0.2/+2.7pct 至 30.8%/5.1%/0.4%；公司谨慎管理存货，2025Q2 期内计提资产减值损失 0.84 亿元（较去年同期多计提 0.5 亿元）；综合以上，净利率同比-3.8pct 至 3.5%。

分品牌：童装好于成人装，渠道持续调整优化。分品牌来看：1) 童装业务：2025H1 业务收入同比+6%至 43.1 亿元，毛利率同比-1.3pct 至 48.2%，期末门店共 5436 家（较年初新开 384 家，关闭 462 家，净关 78 家），2025H2 估计渠道继续在开店、关店中调整优化结构。2) 成人休闲服饰业务：2025H1 业务收入同比-5%至 17.2 亿元，毛利率同比+4.7pct 至 43.2%，期末门店共 2800 家（较年初新开 156 家，关闭 167 家，净关 11 家），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，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。

分渠道：直营店数及收入持续增长，加盟表现平淡。1) 电商：销售稳健增长，盈利质量提升。2025H1 公司线上销售同比持平为 26.9 亿元，毛利率同比-0.1pct 至 47.3%。2) 线下：2025H1 公司线下直营/加盟/联营渠道收入分别 9.5/23.3/0.6 亿元，同比分别+35%/-3%/-25%，毛利率分别+0.4/-0.8/-0.4pct 至 67.6%/37.3/61.8%，店数分别较年初+19/-66/-42 家至 999/7194/43 家。公司坚定零售改革的战略方向，提升商品、服务、门店体验，持续新开优质店铺、出清低效门店，我们判断中长期品牌及管理效率的提升有望持续贡献店效增长。

公司谨慎处理资产减值，现金流符合经营特征。营运方面，2025H1 期末公司存货同比+16.6%至 33.3 亿元，期内计提资产减值损失 1.86 亿元（约占收入的 3.0%），存货周转天数同比+29.9 天至 186.9 天，应收账款周转天数同比+4.4 天至 37.1 天，经营性现金流量为净流出 2.8 亿元（主要系本期支付货款有所增加，伴随着后续经营活动的正常进行，我们期待公司现金流管理有望恢复正常）。

2025 年费用投入致使利润承压，期待中长期稳健增长。根据基数表现我们判断 2025Q3 以来公司流水端同比保持 10%+健康增长。综合考虑全年业务渠道规划及费用投入情况，我们估计 2025 年公司收入同比健康增长、利润同比下滑 20%+。

投资建议。公司是大众服饰及童装龙头，我们根据经营近况调整盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润为 8.44/10.82/12.53 亿元，对应 2025 年 PE 为 18 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	15,657	16,896	18,188
增长率 yoy (%)	2.5	7.1	7.1	7.9	7.6
归母净利润 (百万元)	1,122	1,137	844	1,082	1,253
增长率 yoy (%)	76.1	1.4	-25.8	28.3	15.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.42	0.42	0.31	0.40	0.47
净资产收益率 (%)	9.8	9.6	6.9	8.4	9.3
P/E (倍)	13.7	13.5	18.2	14.2	12.3
P/B (倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

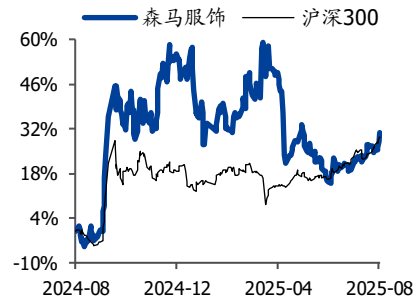
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 21 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
08 月 21 日收盘价 (元)	5.71
总市值 (百万元)	15,383.25
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)	25.21

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
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《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》 2025-04-29
- 《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

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	15481	16755	18032
现金	8104	6285	8226	9066	10420
应收票据及应收账款	1343	1595	1623	1797	1910
其他应收款	48	61	60	68	72
预付账款	202	303	278	325	336
存货	2747	3481	2961	2997	2819
其他流动资产	962	1857	2332	2502	2475
非流动资产	4531	5518	4485	4454	4396
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	2654	2777	2883
资产总计	17937	19101	19966	21209	22427
流动负债	6281	6962	7327	7910	8404
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4227	5120	5170	5741	6083
其他流动负债	2054	1841	2157	2169	2321
非流动负债	167	312	360	458	531
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	167	312	360	458	531
负债合计	6448	7274	7687	8368	8935
少数股东权益	-5	-4	-5	-7	-9
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2813	2823	2823	2823	2823
留存收益	6167	6466	6912	7476	8129
归属母公司股东权益	11493	11830	12284	12848	13501
负债和股东权益	17937	19101	19966	21209	22427

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	2037	1673	2083
净利润	1120	1134	842	1081	1251
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	-1
营运资金变动	-155	-807	415	-32	211
其他经营现金流	462	368	552	385	385
投资活动现金流	566	-2002	195	-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	25	-209	-180
筹资活动现金流	-783	-1280	-297	-428	-536
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	-297	-428	-536
现金净增加额	1726	-2019	1941	840	1354

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13661	14626	15657	16896	18188
营业成本	7647	8217	8793	9481	10194
营业税金及附加	97	95	102	110	119
营业费用	3294	3751	4407	4705	4992
管理费用	630	593	634	685	737
研发费用	281	306	327	353	380
财务费用	-159	-132	-182	-239	-263
资产减值损失	-481	-292	-481	-386	-386
其他收益	64	46	50	53	58
公允价值变动收益	30	7	0	0	0
投资净收益	6	1	1	1	1
资产处置收益	8	1	1	1	1
营业利润	1505	1548	1146	1470	1702
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	1146	1470	1702
所得税	368	409	303	389	451
净利润	1120	1134	842	1081	1251
少数股东损益	-2	-3	-1	-2	-2
归属母公司净利润	1122	1137		1082	1253
EBITDA	1906	1932	1186	1463	1667
EPS (元/股)	0.42	0.42	0.31	0.40	0.47

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	7.1	7.9	7.6
营业利润(%)	72.8	2.8	-26.0	28.3	15.8
归属母公司净利润(%)	76.1	1.4	-25.8	28.3	15.8
获利能力					
毛利率(%)	44.0	43.8	43.8	43.9	44.0
净利率(%)	8.2	7.8	5.4	6.4	6.9
ROE(%)	9.8	9.6	6.9	8.4	9.3
ROIC(%)	9.1	8.4	5.5	6.7	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.9	38.1	38.5	39.5	39.8
净负债比率(%)	-67.8	-49.1	-62.2	-65.3	-71.6
流动比率	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.6	1.3	1.5	1.5	1.6
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	9.7	9.9	9.8
应付账款周转率	4.2	3.9	3.8	3.9	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.42	0.31	0.40	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.47	0.76	0.62	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.39	4.56	4.77	5.01
估值比率					
P/E	13.7	13.5	18.2	14.2	12.3
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.1	6.8	6.5	4.8	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月21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555路陆家嘴金融街区 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