

# Q2 控费效果不佳，但终端增速良好

2025 年 08 月 23 日

## 森马服饰(002563)

评级:	买入	股票代码:	002563
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	7.3/4.55
目标价格:		总市值(亿)	149.52
最新收盘价:	5.55	自由流通市值(亿)	122.57
		自由流通股数(百万)	2,208.44

### 事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 61.49/3.25/2.96/-2.77 亿元、同比增长 3.26%/-41.2%/-45.2%/-，公司收入提升但净利率下降主要由于费用率提升及资产减值计提；剔除其他收益、投资收益、公允价值变动、减值计提、资产处置收益后归母净利润为 4.89 亿元，同比下降 30%。经营性现金流为负主要由于应付账款下降。25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 30.70/1.11/1.03/-4.3 亿元、同比增长 9.04%/-46.29%/-49.45%/-，收入增速由负转正。

公司拟派发中期股息每股 0.15 元，派股率 82.9%，股息率 5.41%。

公司 6 月 13 日公告，上海产业园改扩建项目将原计划总投资 10.06 亿元调整至 15.00 亿元，扩大了地下停车库、设备用房及仓储空间。

### 分析判断:

**儿童好于休闲，店效正增长。**分品牌来看，2025H1 森马主品牌/巴拉巴拉收入分别为 17.2/43.1 亿元、同比增长-4.98%/5.97%。休闲服饰/儿童服饰门店数分别为 2800/5436 家，同比净开 45/51 家，同比增加 1.6%/1.0%，推算休闲服饰/儿童服饰店效分别为 62/79 万元、同比增长-6.5%/5.0%。进一步拆分来看，休闲服饰/儿童服饰单店面积分别为 233/162 平方米、同比增加 5.0%/0.4%，休闲服饰/儿童服饰平效分别为 2639/4890 元/平米/半年，同比增长-10.9%/4.5%。

**加盟发货弱于终端零售、上半年净关店，直营开店及店效均增长。**分渠道来看，1) 直营/加盟/线上/联营分别为 9.48/23.3/26.9/0.63 亿元、同比增长 34.78%/-2.8%/-0.11%/-25.32%。2025H1 总店数为 8236 家、净关 89 家（直营/加盟/联营分别净开 19/-66/-42 家），同比增长 1.18%（直营/加盟/联营同比增长 19%/0.1%/-63%），推算 25H1 直营店效/加盟单店出货分别为 95/32 万元、同比增长 13%/-3%。进一步拆分来看，直营/加盟/联营店单店面积分别为 217/184/132 平方米、同比增长 7.5%/1.7%/-0.5%，直营店平效/加盟单平出货分别为 4378/1766 元/平米/半年，同比增长 5.3%/-4.6%。线上渠道中天猫/抖音交易金额分别为 19.5/13.3 亿元，同比减少-27.6%/6.05%，退货率分别为 49.38%/48.47%。2) 分地区来看，国内/国外收入 60.3/1.12 亿元，同比增加 2.88%/79.19%海外布局加速，2025 上半年，公司旗下多个品牌进驻吉尔吉斯斯坦等新兴市场。公司旗下森马、巴拉巴拉、迷你巴拉、森马儿童多个品牌在速卖通、Lazada、Shopee 等多个海外电商平台进行运营。海外市场线上线下渠道零售额均实现持续增长。

**毛利率提升但净利率下降主要由于销售、管理、财务费用率提升、资产减值计提。**2025H1 公司毛利率为 46.7%、同比提升 0.6PCT，其中森马主品牌/巴拉巴拉毛利率分别为 43.22%/48.21%、同比增加 4.65/-1.34PCT。从渠道来看，线上/直营/加盟/联营毛利率分别为 47.29%/67.60%/37.34%/61.76%、同比增加-0.09/0.43/-0.75/-0.43PCT。（1）归母净利率为 5.3%、同比下降 4.0PCT。毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升 3.6PCT、管理费用率提升 0.3PCT、财务费用率提升 2.0PCT、资产减值计提 0.5PCT。（2）25Q2 公司毛利率为 46.4%、同比增加 0.9PCT，净利率为 3.6%、同比下降 3.7PCT，毛利率提升但净利率下降主要由于管理费用率提升 3.0PCT、财务费用率提升 2.7PCT、资产减值计提 1.6PCT。

**库存有所增加，存货周转天数下降。**2025H1 末公司存货为 33.26 亿元、同比增加 16.7%，存货/收入为 54%，同比提升 6.2PCT，存货周转天数为 187 天、同比下降 40 天。2025H1 的 1 年以内/1-2 年/2-3 年/3 年以上

存货占比分别为 74.9%/20.5%/3.3%/1.3%，同比提升 8.0/2.7/-6.1/-4.6PCT。公司应收账款为 9.40 亿元、同比增长 14.6%，应收账款周转天数为 37 天、同比增长 4 天。公司应付账款为 11.26 亿元、同比减少 8.25%，应付账款周转天数为 94 天、同比增加 8 天。

## 投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司虽然仍在扩店，但加盟装修补贴等费用压力仍大，上半年控费效果不佳，下半年仍将进一步控费。公司 24 年开启净开店，25 年持续开店，1）持续开店导致公司终端零售增速好于同业；2）从直营店效来看，“新基本店”确实有所助力；3）但从加盟发货端来看，弱于零售，表明加盟端有一定库存压力。（2）中期来看，收入增长驱动在于：海外开店、PUMA 和 ASICS 儿童品类代理、新零售等；公司合作品牌 JASON WU（个性连衣裙）、舒库（基本款单品）、VIVIDBOX（时尚轻运动亲子套装）未来有望贡献增长。（3）长期来看，随着公司控费及线上控折扣，净利率仍有修复空间。下调盈利预测，下调 25-27 年收入预测 161.28/171.78/183.41 亿元至 156.63/167.47/178.78 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 13.22/15.46/17.42 亿元至 9.87/11.72/14.30 亿元；对应下调 25-27 年 EPS 预测 0.49/0.57/0.65 元至 0.37/0.43/0.53 元，2025 年 8 月 22 日收盘价 5.55 元对应 PE 分别为 15/13/10X，维持“买入”评级。

## 风险提示

销售费用提升风险；开店低于预期风险；存货高企风险；系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	15,663	16,747	17,878
YoY (%)	2.5%	7.1%	7.1%	6.9%	6.8%
归母净利润(百万元)	1,122	1,137	987	1,172	1,430
YoY (%)	76.1%	1.4%	-13.2%	18.7%	22.1%
毛利率 (%)	44.0%	43.8%	44.4%	45.0%	45.6%
每股收益 (元)	0.42	0.42	0.37	0.43	0.53
ROE	9.8%	9.6%	7.7%	8.4%	9.3%
市盈率	13.21	13.21	15.15	12.76	10.45

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,626	15,663	16,747	17,878	净利润	1,134	987	1,172	1,430
YoY (%)	7.1%	7.1%	6.9%	6.8%	折旧和摊销	519	287	287	287
营业成本	8,217	8,706	9,208	9,723	营运资金变动	-807	-3,313	-582	189
营业税金及附加	95	102	109	117	经营活动现金流	1,263	-2,021	874	1,908
销售费用	3,751	4,652	4,940	5,185	资本开支	-399	-17	3	-2
管理费用	593	705	728	757	投资	-1,595	0	0	0
财务费用	-132	-126	-85	-102	投资活动现金流	-2,002	-17	3	-2
研发费用	306	313	318	322	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	-292	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	-1,280	0	0	0
营业利润	1,548	1,360	1,581	1,934	现金净流量	-2,019	-2,039	877	1,906
营业外收支	-5	-17	3	-2					
利润总额	1,543	1,343	1,583	1,933	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	409	356	412	502	<b>成长能力</b>				
净利润	1,134	987	1,172	1,430	营业收入增长率	7.1%	7.1%	6.9%	6.8%
归属于母公司净利润	1,137	987	1,172	1,430	净利润增长率	1.4%	-13.2%	18.7%	22.1%
YoY (%)	1.4%	-13.2%	18.7%	22.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.42	0.37	0.43	0.53	毛利率	43.8%	44.4%	45.0%	45.6%
					净利率	7.8%	6.3%	7.0%	8.0%
					总资产收益率 ROA	6.0%	6.0%	6.5%	7.5%
					净资产收益率 ROE	9.6%	7.7%	8.4%	9.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	6,285	4,246	5,123	7,029	流动比率	1.95	3.47	3.57	4.20
预付款项	303	321	340	359	速动比率	1.28	2.11	2.16	2.82
存货	3,481	3,117	3,862	3,507	现金比率	0.90	1.33	1.41	2.03
其他流动资产	3,513	3,408	3,670	3,635	资产负债率	38.1%	21.5%	22.0%	19.7%
流动资产合计	13,582	11,093	12,994	14,531	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.88	0.98	0.96
固定资产	1,530	1,242	955	668	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	474	474	474	474	每股收益	0.42	0.37	0.43	0.53
非流动资产合计	5,518	5,231	4,944	4,657	每股净资产	4.39	4.76	5.19	5.72
资产合计	19,101	16,324	17,938	19,187	每股经营现金流	0.47	-0.75	0.32	0.71
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	5,120	2,120	2,563	2,382	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	1,841	1,077	1,077	1,077	PE	13.21	15.15	12.76	10.45
流动负债合计	6,962	3,198	3,641	3,460	PB	1.60	1.38	1.27	1.15
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	312	312	312	312					
非流动负债合计	312	312	312	312					
负债合计	7,274	3,510	3,953	3,772					
股本	2,694	2,694	2,694	2,694					
少数股东权益	-4	-4	-4	-4					
股东权益合计	11,827	12,814	13,985	15,415					
负债和股东权益合计	19,101	16,324	17,938	19,187					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资 评 级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。