

费用刚性导致短期业绩承压 预计下半年起会逐步改善

核心观点

- 二季度相比一季度收入有所改善，但受制于费用刚性和资产减值增加，盈利降幅进一步扩大。公司二季度收入同比增长 9%，盈利同比下降 46%。相比一季度，销售有所提速，但由于期间费用的刚性（销售费用同比上升 21%），再叠加对资产减值的谨慎处理，导致二季度盈利同比降幅还有所扩大。
- 分品牌看，巴拉（儿童服饰）的销售景气度好于森马品牌（成人服饰），也从侧面体现了公司作为国内童装第一品牌的消费韧性。中报显示，上半年巴拉品牌销售收入同比增长 5.97%，而森马品牌同比下降了 4.98%，上半年巴拉品牌的收入占总收入的 70%左右。在可选消费整体偏弱、同时儿童服饰业务整体渠道净关店 78 家的基础上，仍能实现稳健增长，体现了公司在童装领域良好的竞争力。
- 我们预计下半年开始期间费用对公司业绩的压力会逐步缓解。24 年 9 月公司推出新一期股权激励计划，并明确了相对比较高的行权条件，在此背景下我们预计公司对 25 年的费用投放规划是相对积极的，再叠加 24 年公司新开直营店较多，因此上半年销售费用呈现较高的刚性。但立足于当下的消费形势，预计后续公司会逐步控制部分费用的投放，下半年我们判断费用对业绩的压力环比会有所改善。
- 我们认为在当下消费大环境下，加盟模式为主的品牌公司经营会受制于加盟商谨慎心态的放大，而未来消费若复苏，也会呈现更好的业绩弹性。公司起家于加盟模式，后随着电商业务的逐步做大，加盟比重有所降低，但中报显示加盟仍占收入的 38%左右。上半年加盟收入同比下降 2.8%，是影响公司收入增速的最重要原因之一。我们判断在不同的消费环境下，加盟商的心态会呈现不同程度的放大。在当下消费环境下，加盟商心态预期普遍更谨慎，新开店意愿不强（中报显示加盟净关店 66 家，直营净开店 19 家），从而可能导致加盟批发收入与加盟端零售情况存在缺口。未来消费市场若逐步复苏，加盟模式预计会同样有放大零售景气度的情况出现，在品牌公司层面有望呈现更好的经营弹性。

盈利预测与投资建议

- 根据中报和目前消费大环境，我们调整公司的盈利预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 0.32、0.42 和 0.52 元（原预测为 0.46、0.53 和 0.61 元），参考可比公司，给予 2025 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 5.76 元，维持“买入”评级。

风险提示：国内可选消费复苏低于预期，公司费用控制力度和节奏低于预期等

公司主要财务信息

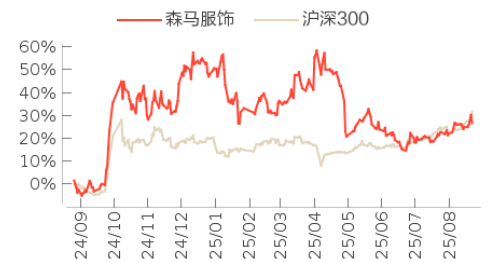
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	15,225	16,305	17,586
同比增长(%)	2.5%	7.1%	4.1%	7.1%	7.9%
营业利润(百万元)	1,505	1,548	1,188	1,541	1,914
同比增长(%)	72.8%	2.8%	-23.2%	29.7%	24.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,122	1,137	872	1,133	1,408
同比增长(%)	76.1%	1.4%	-23.3%	29.8%	24.3%
每股收益(元)	0.42	0.42	0.32	0.42	0.52
毛利率(%)	44.0%	43.8%	44.7%	45.2%	45.4%
净利率(%)	8.2%	7.8%	5.7%	6.9%	8.0%
净资产收益率(%)	10.0%	9.8%	7.1%	8.6%	10.3%
市盈率	13.3	13.1	17.1	13.2	10.6
市净率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月22日）	5.55 元
目标价格	5.76 元
52 周最高价/最低价	7.04/4.09 元
总股本/流通 A 股（万股）	269,409/220,844
A 股市值（百万元）	14,952
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 08 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.46	3.93	-2.12	27.02
相对表现%	-2.72	-2.36	-13.98	-5.12
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



证券分析师

施红梅 021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

24 年实现净开店，继续高分红回馈股东	2025-04-02
三季度收入正增长，股权激励彰显信心	2024-11-02
线下渠道实现净开店，存货大幅改善	2024-09-03

根据中报和目前消费大环境，我们调整盈利预测（下调了未来3年森马和巴拉品牌的净开店数量，上调了森马品牌的毛利率、下调了巴拉品牌的毛利率，同时上调了未来3年的销售费用率），预计2025-2027年每股收益分别为0.32、0.42和0.52元（原预测为0.46、0.53和0.61元），参考可比公司，给予2025年18倍PE估值，对应目标价5.76元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 8 月 22 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
太平鸟	603877	14.79	0.55	0.83	1.01	1.16	27	18	15	13
海澜之家	600398	7.19	0.45	0.52	0.59	0.65	16	14	12	11
李宁	02331	18.36	1.17	0.98	1.08	1.19	16	19	17	15
安踏体育	02020	95.53	5.56	4.82	5.44	6.07	17	20	18	16
特步国际	01368	6.24	0.45	0.50	0.55	0.61	14	13	11	10
牧高笛	603908	26.70	0.90	1.06	1.22	1.46	30	25	22	18
爱婴室	603214	19.82	0.77	0.95	1.14	1.34	26	21	17	15
调整后平均								18	16	14

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：国内可选消费复苏低于预期，公司费用控制力度和节奏低于预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,104	6,285	7,130	7,629	8,235	营业收入	13,661	14,626	15,225	16,305	17,586
应收票据、账款及款项融资	1,343	1,595	1,660	1,778	1,918	营业成本	7,647	8,217	8,418	8,931	9,593
预付账款	202	303	316	338	365	销售费用	3,294	3,751	4,385	4,565	4,748
存货	2,747	3,481	3,566	3,784	4,065	管理费用	630	593	624	669	721
其他	1,011	1,918	1,920	1,925	1,930	研发费用	281	306	318	341	368
流动资产合计	13,406	13,582	14,592	15,454	16,512	财务费用	(159)	(132)	(61)	(71)	(75)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	474	303	362	332	312
固定资产	1,645	1,530	1,931	2,081	2,196	公允价值变动收益	30	7	60	61	62
在建工程	95	287	194	147	123	投资净收益	6	1	1	1	1
无形资产	499	474	440	406	372	其他	(25)	(48)	(52)	(59)	(68)
其他	2,291	3,228	3,147	3,067	2,987	营业利润	1,505	1,548	1,188	1,541	1,914
非流动资产合计	4,531	5,518	5,712	5,701	5,679	营业外收入	4	5	5	5	5
资产总计	17,937	19,101	20,304	21,154	22,191	营业外支出	21	10	10	10	10
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,488	1,543	1,183	1,536	1,910
应付票据及应付账款	4,227	5,120	5,246	5,565	5,978	所得税	368	409	313	407	506
其他	2,054	1,841	1,847	1,859	1,872	净利润	1,120	1,134	870	1,130	1,404
流动负债合计	6,281	6,962	7,093	7,424	7,850	少数股东损益	(2)	(3)	(2)	(3)	(4)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,122	1,137	872	1,133	1,408
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.42	0.42	0.32	0.42	0.52
其他	167	312	312	312	312						
非流动负债合计	167	312	312	312	312	主要财务比率					
负债合计	6,448	7,274	7,405	7,736	8,162	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
少数股东权益	(5)	(4)	(6)	(9)	(13)	成长能力					
实收资本 (或股本)	2,694	2,694	2,694	2,694	2,694	营业收入	2.5%	7.1%	4.1%	7.1%	7.9%
资本公积	2,813	2,823	2,823	2,823	2,823	营业利润	72.8%	2.8%	-23.2%	29.7%	24.2%
留存收益	6,167	6,466	7,338	7,860	8,475	归属于母公司净利润	76.1%	1.4%	-23.3%	29.8%	24.3%
其他	(180)	(152)	50	50	50	获利能力					
股东权益合计	11,489	11,827	12,899	13,418	14,029	毛利率	44.0%	43.8%	44.7%	45.2%	45.4%
负债和股东权益总计	17,937	19,101	20,304	21,154	22,191	净利率	8.2%	7.8%	5.7%	6.9%	8.0%
						ROE	10.0%	9.8%	7.1%	8.6%	10.3%
						ROIC	8.9%	8.8%	6.6%	8.1%	9.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	35.9%	38.1%	36.5%	36.6%	36.8%
净利润	1,120	1,134	870	1,130	1,404	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	168	234	199	211	222	流动比率	2.13	1.95	2.06	2.08	2.10
财务费用	(159)	(132)	(61)	(71)	(75)	速动比率	1.60	1.45	1.55	1.57	1.59
投资损失	(6)	(1)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	331	195	(34)	(31)	(26)	应收账款周转率	10.5	10.0	9.4	9.5	9.5
其它	487	(167)	(50)	(61)	(62)	存货周转率	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4
经营活动现金流	1,941	1,263	923	1,177	1,461	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(138)	(377)	(200)	(200)	(200)	每股指标 (元)					
长期投资	126	45	0	0	0	每股收益	0.42	0.42	0.32	0.42	0.52
其他	578	(1,669)	61	62	63	每股经营现金流	0.72	0.47	0.34	0.44	0.54
投资活动现金流	566	(2,002)	(139)	(138)	(137)	每股净资产	4.27	4.39	4.79	4.98	5.21
债权融资	(19)	18	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	10	0	0	0	市盈率	13.3	13.1	17.1	13.2	10.6
其他	(763)	(1,308)	61	(540)	(718)	市净率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
筹资活动现金流	(783)	(1,280)	61	(540)	(718)	EV/EBITDA	4.7	4.3	5.4	4.2	3.5
汇率变动影响	1	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.3	5.0	6.3	4.8	3.9
现金净增加额	1,726	(2,019)	845	499	607						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。