

森马服饰（002563）

2025年中报点评：零售变革致短期利润承压，延续高分红

买入（维持）

2025年08月24日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	13,661	14,626	15,680	16,897	18,174
同比（%）	2.47	7.06	7.21	7.76	7.56
归母净利润（百万元）	1,121.50	1,137.40	978.78	1,147.18	1,385.42
同比（%）	76.06	1.42	(13.95)	17.20	20.77
EPS-最新摊薄（元/股）	0.42	0.42	0.36	0.43	0.51
P/E（现价&最新摊薄）	13.33	13.15	15.28	13.03	10.79

投资要点

■ **公司公布 2025 年中报：**25H1 收入 61.49 亿元/yoy+3.26%、归母净利 3.25 亿元/yoy-41.17%、扣非归母净利 2.96 亿元/yoy-45.22%，收入小幅增长，但利润端承压，主要系公司为推动零售转型，加大对品牌建设和新开门店的投入，导致销售费用提升较多，同时利息收入减少导致财务费用增加。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比-1.93%/+9.04%，归母净利润分别同比-38.12%/-46.29%，Q2 营收增势良好，利润仍承压。公司中期分红 0.15 元/股，派息比率高达 124.32%。

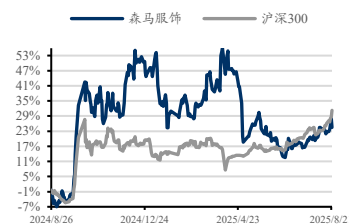
■ **童装业务稳健增长，休闲装承压，渠道结构持续优化。**1) **分产品看**，25H1 休闲装/童装收入分别为 17.23/43.13 亿元、分别同比-4.98%/+5.97%、占比 28%/70%。童装业务延续稳健增长态势，休闲装业务收入下滑，公司持续推动森马品牌“再造新常态”的价值焕新，聚焦防晒服、舒服裤等心智产品打造，其中部分核心单品 25H1 销售额同比增长超 50%。截至 25H1 末，休闲装/童装门店分别 2800/5436 家，较 24H1 净+45/+51 家。2) **分渠道看**，25H1 线上/直营/加盟/联营收入分别同比-0.11%/+34.78%/-2.80%/-25.32%。直营渠道增长强劲，主因公司加大直营门店拓展力度；加盟收入小幅下滑主因加盟商订货及提货态度仍偏谨慎。截至 25H1 末直营/加盟/联营门店分别为 999/7194/43 家，较 24H1 净+160/+9/-73 家。自 2024 年以来公司持续优化渠道结构，新增超 1500 家店铺（以奥莱、购物中心为主），关闭超 1000 家店铺（以街边店、传统百货为主），门店质量有效提升。

■ **毛利率小幅提升，费用投入加大，存货压力有所增加。**1) **毛利率：**25H1 同比+0.59pct 至 46.70%，主要来自渠道结构变化（分渠道看，25H1 线上/直营/加盟毛利率分别为 47.29%/67.60%/37.34%）。2) **期间费用率：**25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.63/+0.27/-0.18/+1.97pct 至 29.65%/5.11%/1.78%/-0.23%，其中销售费用率因线下新开门店及线上投流费用增加而明显提升，财务费用率提升主因定期存款利息收入减少。3) **归母净利率：**25H1 同比-4.00pct 至 5.29%。4) **存货：**25H1 末存货账面价值 33.26 亿元/yoy+16.65%，存货周转天数同比增加 30 天至 187 天。5) **现金流：**25H1 经营活动现金流净额-2.77 亿元，主因支付货款增加、利息收入减少及广宣服务等费用支出增加。截至 25H1 末，公司货币资金 56.2 亿元，现金储备充足。

■ **盈利预测与投资评级：**公司正处在以消费者为中心的零售转型关键期，在渠道结构优化、品牌形象升级和数字化能力建设上持续投入，短期内对利润造成一定影响，但为长期健康发展奠定基础。考虑到当前消费环境的挑战及公司转型投入期，我们将 2025-2027 年归母净利润从 12.30/13.28/14.23 亿元下调至 9.79/11.47/13.85 亿元，对应 PE 分别为 15/13/11X，公司作为休闲服+童装双龙头，长期价值值得关注，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动，行业竞争加剧，存货管理及跌价风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.55
一年最低/最高价	4.34/7.48
市净率(倍)	1.33
流通 A 股市值(百万元)	12,256.85
总市值(百万元)	14,952.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.17
资产负债率(%，LF)	34.47
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	2,208.44

相关研究

《森马服饰(002563): 2024 年报点评：推进品牌焕新+恢复开店，提高分红比例》

2025-04-03

《森马服饰(002563): 2024 年三季报点评：Q3 收入保持增长，股权激励彰显信心》

2024-11-01

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,582	16,046	16,935	18,024	营业总收入	14,626	15,680	16,897	18,174
货币资金及交易性金融资产	7,224	9,671	10,110	10,712	营业成本(含金融类)	8,217	8,754	9,413	10,103
经营性应收款项	1,898	1,690	1,811	1,939	税金及附加	95	110	118	127
存货	3,481	3,011	3,331	3,680	销售费用	3,751	4,390	4,647	4,907
合同资产	0	0	0	0	管理费用	593	706	760	727
其他流动资产	979	1,674	1,683	1,693	研发费用	306	329	355	382
非流动资产	5,518	4,375	4,404	4,638	财务费用	(132)	(77)	(107)	(106)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	46	73	80	88
固定资产及使用权资产	2,095	1,691	1,479	1,460	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	287	329	375	423	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	474	444	414	384	减值损失	(303)	(235)	(260)	(275)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	240	240	240	240	营业利润	1,548	1,306	1,530	1,847
其他非流动资产	2,422	1,670	1,895	2,130	营业外净收支	(5)	(5)	(5)	(5)
资产总计	19,101	20,422	21,339	22,662	利润总额	1,543	1,301	1,525	1,842
流动负债	6,962	7,879	8,127	8,640	减:所得税	409	325	381	460
短期借款及一年内到期的非流动负债	196	254	254	254	净利润	1,134	976	1,144	1,381
经营性应付款项	5,120	5,836	6,014	6,455	减:少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(4)
合同负债	152	157	169	182	归属母公司净利润	1,137	979	1,147	1,385
其他流动负债	1,493	1,632	1,689	1,749	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.36	0.43	0.51
非流动负债	312	312	312	312	EBIT	1,413	1,224	1,418	1,736
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,932	1,675	1,869	2,187
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.82	44.17	44.29	44.41
租赁负债	280	280	280	280	归母净利率(%)	7.78	6.24	6.79	7.62
其他非流动负债	32	32	32	32	收入增长率(%)	7.06	7.21	7.76	7.56
负债合计	7,274	8,191	8,438	8,952	归母净利润增长率(%)	1.42	(13.95)	17.20	20.77
归属母公司股东权益	11,830	12,237	12,911	13,724					
少数股东权益	(4)	(7)	(10)	(14)					
所有者权益合计	11,827	12,231	12,901	13,710					
负债和股东权益	19,101	20,422	21,339	22,662					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,263	3,138	1,484	1,946	每股净资产(元)	4.39	4.54	4.79	5.09
投资活动现金流	(2,002)	(660)	(1,055)	(1,255)	最新发行在外股份(百万股)	2,694	2,694	2,694	2,694
筹资活动现金流	(1,280)	(338)	(490)	(589)	ROIC(%)	8.62	7.32	8.12	9.41
现金净增加额	(2,019)	2,147	(61)	102	ROE-摊薄(%)	9.61	8.00	8.89	10.09
折旧和摊销	519	451	451	451	资产负债率(%)	38.08	40.11	39.54	39.50
资本开支	(399)	(55)	(255)	(455)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.15	15.28	13.03	10.79
营运资本变动	(807)	1,383	(393)	(183)	P/B (现价)	1.26	1.22	1.16	1.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>