

公司研究

上半年收入稳健增长、利润下滑，保持积极分红

——森马服饰（002563.SZ）2025年中报点评

买入（维持）

当前价：5.55元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

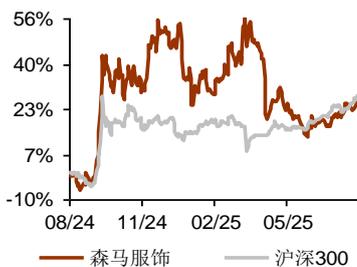
021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.94
总市值(亿元)	149.52
一年最低/最高(元)	4.09/7.04
近3月换手率	58.87%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.36	-13.98	-5.12
绝对	3.93	-2.12	27.02

资料来源：Wind

相关研报

Q3业绩环比走弱、Q4开局顺利，期待冬装旺季提振——森马服饰（002563.SZ）2024年三季报点评（2024-10-31）
上半年业绩稳健增长，内生外延双轮驱动——森马服饰（002563.SZ）2024年中报点评（2024-08-30）

要点

事件：

上半年收入、归母净利润同比增3%/下降41%，二季度收入好转但利润降幅加大

森马服饰发布2025年中报。公司上半年实现营业收入61.5亿元，同比增长3.3%，归母净利润3.3亿元，同比下降41.2%，扣非净利润3亿元，同比下降45.2%，EPS（基本）为0.12元。公司拟每股派发现金红利0.15元（含税），对应上半年派息比例为124%。

分季度来看，25Q1~Q2公司单季度收入分别同比-1.9%/+9%，归母净利润同比-38.1%/-46.3%。

点评：

上半年直营店净开店、收入同比增35%，线上收入持平、加盟收入小幅下降3%

分渠道来看：上半年线上/线下收入占比分别为44%/54%，收入分别同比持平/+4.9%。线下再拆分来看，直营/加盟/联营销售收入分别占15%/38%/1%，收入分别同比+34.8%/-2.8%/-25.3%，直营渠道收入增长较快。

分品类来看：上半年儿童服饰/休闲服饰收入占比分别为70%/28%，收入分别同比+6%/-5%。

门店方面：截至25年6月末，公司总门店数为8236家，较年初净减少89家（-1.1%），其中按渠道划分，直营/加盟/联营各为999/7194/43家，较年初分别+19/-66/-42家，变动比例分别为+1.9%/-0.9%/-49.4%；按品类划分，儿童服饰/休闲服饰门店各为5436/2800家，较年初分别-78/-11家，变动比例为-1.4%/-0.4%。

费用率提升超过毛利率，存货和应收账款周转放缓，经营净现金流净流出扩大

毛利率：25年上半年毛利率同比提升0.6PCT至46.7%。分品类来看，儿童服饰、休闲服饰毛利率分别为48.2%/43.2%，分别同比-1.3/+4.7PCT；分渠道来看，线上、直营、加盟、联营销售毛利率分别为47.3%/67.6%/37.3%/61.8%，分别同比-0.1/+0.4/-0.8/-0.4PCT；分季度来看，25Q1~25Q2单季度毛利率分别同比+0.4/+0.9PCT至47%/46.4%。

费用率：25年上半年期间费用率同比提升5.7PCT至36.3%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为29.7%/5.1%/1.8%/-0.2%，分别同比+3.6/+0.3/-0.2/+2PCT。25Q1~25Q2单季度期间费用率分别同比+5.9/+5.2PCT，主要为直营店销售占比提升背景下销售费用率提升所致，销售费用率分别同比+4.1/+3PCT。

其他财务指标：1) 存货 25年6月末同比增加16.6%至33.3亿元，较年初减少4.5%，存货周转天数25年上半年为187天，同比+30天。**2) 应收账款** 25年6月末同比增加14.6%至9.4亿元，较年初减少41%，应收账款周转天数为37天，同比+4天。**3) 资产减值损失**为1.9亿元、同比增加26.2%。**4) 经营净现金流**为-2.8亿元，净流出幅度同比扩大5004.4%。

短期渠道结构调整影响盈利能力，期待零售回暖

上半年在终端零售环境较为疲弱的背景下，公司收入端实现 3% 稳健增长，同时在公司增开直营店渠道的渠道结构变化之下利润率有所走低，利润端呈现下滑。同时，上半年零售流水增长中位数、高于收入增长，7~8 月零售端双位数增长、已环比上半年有所好转，未来我们期待零售环境回暖下公司作为本土童装+休闲装龙头零售迎来好转、加盟业务回升促进业绩弹性，同时新开门店、提升终端零售和运营效率举措效果得以释放。叠加公司保持积极分红，股息回报亦带来吸引力。

考虑到短期利润端下滑压力以及终端零售存不确定性，我们下调公司 25~26 年、新增 27 年归母净利润预测为 9.3/11.7/13.2 亿元（较前次下调幅度为 30%/22%），当前股价对应 25 年 PE 为 16 倍，考虑到公司分红率较高以及未来业绩修复弹性，维持“买入”评级。

风险提示：需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；电商流量增长放缓致销售不及预期；线下渠道拓展不力、新开店效益不及预期；费用投入不当；渠道库存恶化。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,661	14,626	15,595	16,896	18,215
营业收入增长率	2.5%	7.1%	6.6%	8.3%	7.8%
净利润（百万元）	1,122	1,137	928	1,166	1,321
净利润增长率	76.1%	1.4%	-18.4%	25.6%	13.3%
EPS（元）	0.42	0.42	0.34	0.43	0.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.8%	9.6%	7.9%	9.6%	10.5%
P/E	13	13	16	13	11
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-22

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,661	14,626	15,595	16,896	18,215
营业成本	7,647	8,217	8,604	9,288	9,961
折旧和摊销	202	192	216	231	242
税金及附加	97	95	111	120	129
销售费用	3,294	3,751	4,476	4,630	4,945
管理费用	630	593	639	693	747
研发费用	281	306	327	355	383
财务费用	-159	-132	-100	-87	-88
投资收益	6	1	2	2	2
营业利润	1,505	1,548	1,267	1,591	1,802
利润总额	1,488	1,543	1,262	1,586	1,797
所得税	368	409	334	420	476
净利润	1,120	1,134	928	1,166	1,321
少数股东损益	-2	-3	0	0	0
归属母公司净利润	1,122	1,137	928	1,166	1,321
EPS(元)	0.42	0.42	0.34	0.43	0.49

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,941	1,263	1,259	1,551	1,739
净利润	1,122	1,137	928	1,166	1,321
折旧摊销	202	192	216	231	242
净营运资金增加	-129	1,183	199	317	301
其他	747	-1,250	-84	-162	-125
投资活动产生现金流	566	-2,002	-358	-258	-208
净资本支出	-261	-399	-360	-260	-210
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	826	-1,603	2	2	2
融资活动现金流	-783	-1,280	-480	-733	-964
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-19	18	362	-31	-61
无息负债变化	-910	808	234	455	448
净现金流	1,726	-2,019	421	559	567

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.0%	43.8%	44.8%	45.0%	45.3%
EBITDA 率	18.3%	15.5%	12.8%	14.4%	14.9%
EBIT 率	16.5%	13.7%	11.5%	13.0%	13.6%
税前净利润率	10.9%	10.5%	8.1%	9.4%	9.9%
归母净利润率	8.2%	7.8%	6.0%	6.9%	7.3%
ROA	6.2%	5.9%	4.7%	5.7%	6.2%
ROE (摊薄)	9.8%	9.6%	7.9%	9.6%	10.5%
经营性 ROIC	21.0%	14.4%	12.5%	14.8%	16.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	36%	38%	40%	40%	41%
流动比率	2.13	1.95	1.85	1.85	1.86
速动比率	1.70	1.45	1.40	1.42	1.44
归母权益/有息债务	64.48	60.21	21.15	23.12	26.88
有形资产/有息债务	95.17	91.81	33.35	36.88	43.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	17,937	19,101	19,682	20,482	21,199
货币资金	8,104	6,285	6,706	7,265	7,832
交易性金融资产	375	939	939	939	939
应收账款	1,343	1,595	1,637	1,774	1,913
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	48	61	65	70	75
存货	2,747	3,481	3,437	3,482	3,495
其他流动资产	588	588	588	588	588
流动资产合计	13,406	13,582	14,019	14,791	15,540
其他权益工具	101	93	93	93	93
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,645	1,530	1,699	1,759	1,756
在建工程	95	287	242	200	165
无形资产	499	474	460	446	434
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	433	1,168	1,168	1,168	1,168
非流动资产合计	4,531	5,518	5,662	5,691	5,659
总负债	6,448	7,274	7,870	8,294	8,680
短期借款	0	0	362	331	269
应付账款	1,872	2,308	2,409	2,601	2,789
应付票据	2,355	2,812	2,925	3,158	3,387
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,054	1,841	1,861	1,892	1,923
流动负债合计	6,281	6,962	7,558	7,981	8,368
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	167	312	312	312	312
非流动负债合计	167	312	312	312	312
股东权益	11,489	11,827	11,812	12,189	12,519
股本	2,694	2,694	2,694	2,694	2,694
公积金	4,450	4,546	4,546	4,546	4,546
未分配利润	4,529	4,742	4,727	5,104	5,434
归属母公司权益	11,493	11,830	11,815	12,192	12,522
少数股东权益	-5	-4	-4	-4	-4

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	24.1%	25.6%	28.7%	27.4%	27.2%
管理费用率	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
财务费用率	-1.2%	-0.9%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
研发费用率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
所得税率	24.7%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.35	0.29	0.37	0.42
每股经营现金流	0.72	0.47	0.47	0.58	0.65
每股净资产	4.27	4.39	4.39	4.53	4.65
每股销售收入	5.07	5.43	5.79	6.27	6.76

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	13	16	13	11
PB	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	4.8	6.2	6.9	5.7	5.1
股息率	5.4%	6.3%	5.3%	6.6%	7.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP