

短期利润承压，渠道持续优化

2025 年 08 月 26 日

核心观点

- **公司发布 2025 半年报业绩：**2025 年上半年公司实现营业收入 61.49 亿元，同比增长 3.26%；实现归母净利润 3.25 亿元，同比下降 41.17%；扣非归母净利润 2.96 亿元，同比下降 45.22%。其中 Q2 单季公司实现营业收入 30.70 亿元，同比增长 9.04%，环比 Q1 有所改善。Q2 实现归母净利润 1.11 亿元，同比下降 46.25%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比下降 49.45%。公司中期分红 0.15 元/股，派息比率 124.32%。
- **童装业务保持稳健，休闲服饰业务承压：**儿童服饰上半年实现收入 43.13 亿元，同比增长 5.97%，收入占比提升至 70.15%。巴拉巴拉品牌通过完成产品线迭代更新，坚定实施“大店战略”，升级第八代品牌旗舰店形象，升级后单店零售显著提升带动童装业务收入增长。休闲服饰收入 17.23 亿元，同比下降 4.98%，主因公司主动调整线上折扣引起收入有所下滑。
- **渠道结构优化，直营驱动增长：**25H1 公司直营/加盟/线上渠道收入分别为 9.48/23.34/26.92 亿元，同比变动+34.78%/-2.8%/-0.11%。公司持续围绕零售转型开展变革，加大直营渠道投入驱动直营收入增长。截至报告期末公司拥有 8236 家线下门店，其中直营、加盟和联营分别为 999/7194/43 家，分别同比变动+160/+9/-73 家，公司采取关闭低效街边店与传统百货店，转向购物中心和奥莱店等新兴渠道的策略优化渠道结构。
- **毛利率微升，销售费用增加致净利率下降：**25H1 公司毛利率为 46.79%，同比增加 0.62pct。分产品看，休闲服饰毛利率同比增加 4.65pct 至 43.22%，儿童服饰毛利率下滑 1.34pct 至 48.21%。期间公司销售/管理/研发费用率分别为 29.65%/5.11%/1.78%，分别变动+4.0/+0.76/-0.31pct，销售费用因线下新开门店增加以及线上投流费用增加而同比增长 17.67%，影响净利率下滑至 5.19%，同比减少 2.57pct，但投入增加是公司着眼于长期主义的战略布局，虽然短期内对利润造成压力，长期来看旨在夯实品牌基础，优化渠道质量，对未来健康发展具有积极影响。
- **公司持续拓展海外业务。**2025 年上半年，公司旗下多个品牌进驻吉尔吉斯斯坦等新兴市场，巴拉巴拉新签约意大利市场，并在速卖通、Lazada、Shopee 等多个海外电商平台进行运营，海外收入同比增长 79.19%至 5208 万元，随着海外业务版图的拓展，海外市场线上线下渠道零售额有望持续增长
- **投资建议：**公司童装业务稳健,短期内业绩受费用投放影响有所承压，长期看随着渠道结构优化，海外业务发展，利润有望修复。下调 2025/26/27 EPS 0.41/0.44/0.47 元至 0.37/0.41/0.46 元。对应 PE 分别 15/13/12 倍，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**产品终端销售不及预期风险；库存积压导致存货减值的风险；竞争加剧风险。

森马服饰（股票代码：002563.SZ）**谨慎推荐** 维持评级

分析师

郝帅

☎：15711252705

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：18810537211

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

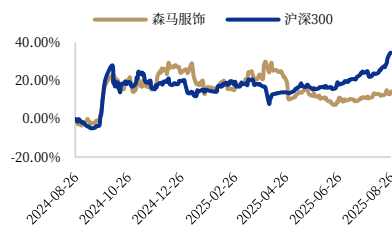
市场数据

2025 年 08 月 25 日

股票代码	002563
A 股收盘价(元)	5.53
上证指数	3,883.56
总股本（亿股）	26.94
实际流通 A 股(亿股)	22.08
流通 A 股市值(亿元)	124.8

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 25 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河纺服】森马服饰(002536.SZ)公司首次覆盖——童装筑牢基本盘，渠道焕新助力新发展

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,626	15,115	15,879	16,633
收入增长率%	7.1%	3.3%	5.1%	4.7%
归母净利润(百万元)	1,137	1,006	1,116	1,239
利润增长率%	1.4%	-11.6%	10.9%	11.1%
毛利率%	43.8%	44.2%	44.2%	44.2%
摊薄 EPS(元)	0.42	0.37	0.41	0.46
PE	13.10	14.81	13.36	12.03
PB	1.26	1.24	1.22	1.20
PS	1.02	0.99	0.94	0.90

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13582.43	13542.40	14788.00	14651.77
现金	6285.08	6404.46	6695.30	6810.21
应收账款	1595.03	1511.98	1840.28	1671.19
其它应收款	60.90	56.66	66.85	62.52
预付账款	303.26	306.28	333.73	336.34
存货	3481.42	3364.19	3922.15	3809.43
其他	1856.74	1898.83	1929.69	1962.09
非流动资产	5518.27	5575.20	5557.57	5513.35
长期投资	0.14	0.14	0.14	0.14
固定资产	1529.65	1434.20	1339.61	1245.89
无形资产	473.61	438.56	403.51	368.46
其他	3514.86	3702.30	3814.30	3898.86
资产总计	19100.70	19117.60	20345.57	20165.13
流动负债	6961.69	6779.75	7787.57	7363.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2307.93	2005.75	2671.30	2225.37
其他	4653.76	4774.00	5116.28	5137.68
非流动负债	312.35	341.97	374.48	410.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	312.35	341.97	374.48	410.15
负债总计	7274.04	7121.72	8162.05	7773.20
少数股东权益	-3.68	-6.47	-9.55	-12.98
归属母公司股东权益	11830.34	12002.34	12193.07	12404.90
负债和股东权益	19100.70	19117.60	20345.57	20165.13

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1263.01	1055.49	1250.51	1169.35
净利润	1134.26	1003.18	1112.44	1235.52
折旧摊销	234.41	266.04	297.19	327.76
财务费用	-131.83	-121.46	-126.03	-130.48
投资损失	-1.20	-1.20	-1.20	-1.20
营运资金变动	438.32	9.82	-53.07	173.39
其他	-410.96	-100.89	21.18	-435.64
投资活动现金流	-2001.65	-251.62	-191.71	-191.71
资本支出	411.12	210.00	200.00	200.00
长期投资	-593.31	-6.43	6.28	6.28
其他	-1819.46	-455.19	-397.99	-397.99
筹资活动现金流	-1279.80	-684.50	-767.96	-862.74
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1279.80	-684.50	-767.96	-862.74
现金净增加额	-2018.44	119.38	290.85	114.90

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14625.54	15115.18	15879.09	16633.24
营业成本	8217.06	8439.80	8861.77	9277.90
税金及附加	95.35	98.54	103.52	108.44
销售费用	3751.30	4156.67	4287.35	4441.07
管理费用	592.69	649.95	651.04	665.33
研发费用	305.85	317.42	333.46	349.30
财务费用	-131.83	-121.46	-126.03	-130.48
资产减值损失	-291.58	-281.98	-327.68	-318.45
公允价值变动收益	7.41	12.71	12.71	12.71
投资收益及其他	36.55	37.20	34.87	36.04
营业利润	1547.50	1342.20	1487.88	1651.98
营业外收入	5.30	5.30	5.30	5.30
营业外支出	9.93	9.93	9.93	9.93
利润总额	1542.88	1337.57	1483.26	1647.36
所得税	408.62	334.39	370.81	411.84
净利润	1134.26	1003.18	1112.44	1235.52
少数股东损益	-3.14	-2.78	-3.08	-3.43
归属母公司净利润	1137.40	1005.96	1115.53	1238.94
EBITDA	1594.38	967.35	1500.29	1594.38
EPS（元）	0.42	0.37	0.41	0.46

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	7.06%	3.35%	5.05%	4.75%
营业利润增长率	2.81%	-13.27%	10.85%	11.03%
归母净利润增长率	1.42%	-11.56%	10.89%	11.06%
毛利率	43.82%	44.16%	44.19%	44.22%
净利率	7.78%	6.66%	7.03%	7.45%
ROE	9.61%	8.38%	9.15%	9.99%
ROIC	31.53%	27.45%	31.81%	34.61%
资产负债率	38.08%	37.25%	40.12%	38.55%
净资产负债率	-49.11%	-49.18%	-50.56%	-50.36%
流动比率	1.95	2.00	1.90	1.99
速动比率	1.45	1.50	1.40	1.47
总资产周转率	0.79	0.79	0.80	0.82
应收账款周转率	9.96	9.73	9.47	9.47
应付账款周转率	7.00	7.01	6.79	6.79
每股收益	0.42	0.37	0.41	0.46
每股经营现金流	0.47	0.39	0.46	0.43
每股净资产	4.39	4.46	4.53	4.60
P/E	13.10	14.81	13.36	12.03
P/B	1.26	1.24	1.22	1.20
EV/EBITDA	6.43	4.26	3.62	3.17
PS	1.02	0.99	0.94	0.90

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023 年 7 月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	超配：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn