

公司研究 | 点评报告 | 森马服饰 (002563.SZ)

森马服饰 2025H1 业绩点评：弱市加大费用投放 拖累利润表现，保持稳定派息额

报告要点

展望未来，公司夯实基础，全域化、控折扣、降库存均取得成效。预计短期内受益于生育补贴政策情绪催化，巴拉终端零售有望受到提振，增益业绩表现，叠加后续新零售改革逐步取得成效，公司逆势开店后续有望带来一定的收入和业绩弹性增量。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 9.4、10.1、11.3 亿元，对应 PE 为 16、15、13X，维持“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

森马服饰 (002563.SZ)

森马服饰 2025H1 业绩点评：弱市加大费用投放拖累利润表现，保持稳定派息额

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司 2025H1 实现营收 61.5 亿元，同比+3.3%；归母净利润 3.3 亿元，同比-41.2%；扣非归母净利润 3.0 亿元，同比-45.2%。其中 Q2 实现营收 30.7 亿元，同比+9.0%；归母净利润 1.1 亿元，同比-46.3%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-49.4%。此外，公司年中分红 4.04 亿元，每股派 0.15 元，分红比例达 124%。

事件评论

- **Q2 收入表现优于同业，直营渠道增长亮眼。分渠道**，2025H1 主业直营/加盟/线上收入分别同比+34.8%/-2.8%/-0.1%。逆势开店 (H1 同比净开 19 家) & 推进全渠道一体化&店铺优化下直营店 H1 增长较优；加盟 H1 营收下滑主因渠道调整 (H1 同比净关 66 家)；电商 H1 增速基本维稳。整体而言，零售表现较优拉动报表收入增长。**分业务**，2025H1 主业休闲/童装收入分别同比-5.0%/+6.0%。休闲装 H1 增速承压预计主因全渠道一体化推进下线折扣收紧，导致电商收入下滑造成拖累；童装 H1 表现优于休闲装且延续改善，预计主因巴拉巴拉品牌力较强且全渠道价差较小，线上渠道预计无拖累。
- **销售费用&资产减值拖累利润，库存结构健康。毛利率**：分业务，H1 主业休闲/童装毛利率分别同比+4.65pct/-1.34pct，H1/Q2 整体毛利率分别同比+0.6pct/+0.9pct 略改善。休闲装毛利率提升预计主因参与促销活动减少，童装 H1 毛利率微降预计主因调折扣进行老货处理。分渠道：H1 直营/加盟/线上渠道毛利率分别同比+0.43pct/-0.75pct/-0.09pct，直营预计折扣控制良好驱动毛利率略改善。**其他**：Q2 期间费用率同比+5.2pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+3.0pct/-0.2pct/-0.3pct/+2.7pct，销售费用率提升主因线下开店及线上投流费用增加，财务费用率提升主要系定期存款利息收入减少所致。此外，Q2 所得税率同比-3.2pct 增厚利润但资产减值损失同比+0.5 亿元造成拖累。综合来看，公司 Q2 归母净利率同比-3.7pct 至 3.6%。**存货**：公司存货绝对值同比+10%至 37 亿元，主因去年冬装备货较多。从存货结构来看，公司 1 年以内库存占比 75%/1-2 年 20%/2-3 年 3%/3 年以上 1%，其中 2 年以上库存占比相比年初下降 3pct，库存结构仍处于健康水平。
- **展望未来**，公司夯实基础，全域化、控折扣、降库存均取得成效。预计短期内受益于生育补贴政策情绪催化，巴拉终端零售有望受到提振，增益业绩表现，叠加后续新零售改革逐步取得成效，公司逆势开店后续有望带来一定的收入和业绩弹性增量。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 9.4、10.1、11.3 亿元，对应 PE 为 16、15、13X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、零售环境波动；
- 2、库存去化不及预期；
- 3、费用投放转化效果弱。

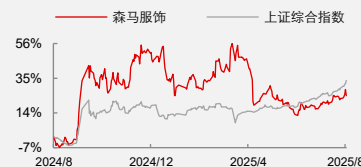
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	5.55
总股本(万股)	269,409
流通A股/B股(万股)	220,844/0
每股净资产(元)	4.17
近12月最高/最低价(元)	7.48/4.34

注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《森马服饰 2025Q1 点评：收入小幅波动，费用率提升拖累净利润表现》2025-05-20
- 《森马服饰 2024 年年报点评：零售改革叠加净拓店下收入韧性显著好于同业，业绩符合预期》2025-04-08
- 《森马服饰 2024Q3 点评：业绩相对承压，逆势开店静待零售修复》2024-11-11



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、零售环境波动：虽消费环境逐步复苏，但仍有不确定的外部因素影响复苏弹性；
- 2、库存去化不及预期：若后续库存去化不畅，计提跌价预计对利润影响较大；
- 3、费用投放转化效果弱：若公司加大广告宣传、人员薪酬等费用投放，但对销售拉动边际递减，预计对利润影响较大。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14626	15394	16407	17540	货币资金	6285	7865	7571	8563
营业成本	8217	8220	8827	9436	交易性金融资产	939	939	939	939
毛利	6408	7174	7580	8103	应收账款	1595	1265	1393	1682
%营业收入	44%	47%	46%	46%	存货	3481	1802	1814	1939
营业税金及附加	95	108	115	123	预付账款	303	164	190	203
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	979	1049	1077	1087
销售费用	3751	4433	4660	4981	流动资产合计	13582	13084	12984	14413
%营业收入	26%	29%	28%	28%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	593	759	755	772	投资性房地产	669	669	669	669
%营业收入	4%	5%	5%	4%	固定资产合计	1530	1530	1530	1530
研发费用	306	308	328	351	无形资产	474	474	474	474
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-132	-192	-170	-182	递延所得税资产	347	347	347	347
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	2499	2499	2499	2499
加：资产减值损失	-292	-420	-420	-408	资产总计	19101	18602	18502	19931
信用减值损失	-12	-12	-12	-10	短期贷款	0	850	150	800
公允价值变动收益	7	0	0	0	应付款项	2308	1779	1741	1861
投资收益	1	1	2	3	预收账款	0	154	164	175
营业利润	1548	1373	1512	1697	应付职工薪酬	218	244	268	282
%营业收入	11%	9%	9%	10%	应交税费	144	309	338	349
营业外收支	-5	-10	-10	-10	其他流动负债	4293	2705	2828	2946
利润总额	1543	1363	1502	1687	流动负债合计	6962	6042	5489	6415
%营业收入	11%	9%	9%	10%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	409	422	492	562	应付债券	0	0	0	0
净利润	1134	941	1010	1124	递延所得税负债	12	12	12	12
归属于母公司所有者的净利润	1137	944	1014	1129	其他非流动负债	300	300	300	300
少数股东损益	-3	-3	-4	-4	负债合计	7274	6354	5801	6727
EPS (元)	0.42	0.35	0.38	0.42	归属于母公司所有者权益	11830	12255	12711	13219
					少数股东权益	-4	-7	-11	-15
现金流量表 (百万元)					股东权益	11827	12248	12701	13204
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	19101	18602	18502	19931
经营活动现金流净额	1263	1278	992	988					
取得投资收益收回现金	1	1	2	3	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	141	0	0	0	每股收益	0.42	0.35	0.38	0.42
其他	-2143	-10	-10	-9	每股经营现金流	0.47	0.47	0.37	0.37
投资活动现金流净额	-2002	-9	-8	-6	市盈率	16.63	15.83	14.75	13.25
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.60	1.22	1.18	1.13
股权融资	4	0	0	0	EV/EBITDA	6.01	5.37	4.65	4.08
银行贷款增加(减少)	0	850	-700	650	总资产收益率	6.0%	5.1%	5.5%	5.7%
筹资成本	-808	-538	-577	-640	净资产收益率	9.6%	7.7%	8.0%	8.5%
其他	-476	0	0	0	净利率	7.8%	6.1%	6.2%	6.4%
筹资活动现金流净额	-1280	312	-1277	10	资产负债率	38.1%	34.2%	31.4%	33.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2018	1580	-294	992	总资产周转率	0.77	0.83	0.89	0.88

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。