



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 23 日

基础数据

08 月 21 日收盘价（元）	5.71
总市值（亿元）	153.83
总股本（亿股）	26.94

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证纺服】森马服饰：2025Q1 营销投入加大，门店焕新助力品牌价值提升-2025.05.19

分析师：赵宇

S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

S0190524080006
linhuanayu@xyzq.com.cn

森马服饰(002563.SZ)

2025H1 新增门店及广宣费用持续投入，收入增长提速

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年中报。①2025H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 61.49/3.25/2.96 亿元，同比变动-3.26%/ -41.17%/ -45.22%。②2025Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 30.70/1.11/1.03 亿元，同比变动+9.04%/ -46.29%/ -49.45%。③公司拟中期现金分红，每股派发 0.15 元（含税），预计实现现金分红总额 4.04 亿元，占比 2025H1 归母净利润的 124%。
- **2025H1 直营门店仍在扩张，海外业务快速增长。**①2025H1 公司休闲服饰/儿童服饰收入分别为 17.23/43.13 亿元，同比变动-4.98/+5.97%。期末门店数休闲服饰/儿童服饰分别为 2800/5436 个，相比期初分别净减少 11/78 个。②分渠道看，线上/直营/加盟/联营收入分别为 26.92/9.48/23.33/0.64 亿元，同比变动分别为-0.11/34.78/-2.80/-25.32%，其中，直营渠道期末店铺数 999 个，新开店 107 个，闭店 88 个，净增加 19 个，直营门店扩张，加盟渠道/联营渠道期末分别为 7194/43 个店铺，相比期初净减少 66/42 个，呈现短期收缩。线上业务按交易金额（非收入）天猫/抖音平台分别实现 19.5/13.3 亿元，同比变动-27.6/6.1%，天猫平台退货率 49.4%，相比上年同期 61.9%有大幅下降。③海外业务快速增长，2025H1 大陆境内/大陆境外收入分别为 60.97/0.52 亿元，同比变动+2.88/+79.19%，公司旗下的多个品牌进驻吉尔吉斯斯坦等新兴市场，森马、巴拉巴拉等多个品牌在速卖通、Lazada 等海外电商平台运营。
- **毛利率保持稳健，新店投入及广告宣传费用增加，盈利能力呈现向下波动。**①2025H1 公司毛利率/归母净利率分别为 46.7%/5.29%，同比变动+0.59pct/ -3.99pct，其中，儿童业务毛利率同比微降 1.34pct，休闲业务毛利率同比 4.65pct，渠道及零售变革初显成效，线上/直营/加盟毛利率变动分别为-0.09/+0.43/-0.75pct，直营渠道毛利率同比上升。销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.65%/5.11%/1.78%/0.23%，同比变动+3.63/+0.27/-0.18/+1.97pct，销售费用主要因线下门店扩张，人员及广告宣传费用增加所致，广告宣传费/折旧费/服务费/劳务费分别同比增加 18.96/26.84/17.76/23.78%，财务费用率增加，主因利息收入减少。另外 2025H1 资产减值损失 1.86 亿，2024H1 资产减值损失 1.47 亿，主因存货减值计提增加。②2025Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 46.4%/3.61%，同比变动+0.86pct/-3.71pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.76%/5.13%/2.21%/0.39%，同比变动+3.01/-0.23/-0.30/+2.74pct。
- **一年期以内存货占比同比提升，库龄 1 年内的上年季节货品占比上升，经营活动产生的现金流量净额同比减少：**2025H1 期末存货账面价值 33.26 亿元，较 2024H1 期末存货账面 28.51 亿元，同比增长 4.75 亿元，库存结构发生变化，一年期内的货品占比由 2024H1 期末的 67%，增加到 2025H1 期末 75%，库龄 1 年内的存货中，上年季节货品占比 41%，相比 24H1 的 24%有所上升，秋冬清理库存压力相比去年增加。2025H1 经营活动产生的现金流量净额-2.77 亿元，2024H1 经营活动产生的现金流量净额-0.05 亿元，主要因为支付的货款同比增加。
- **盈利预测与投资建议：**公司是大众服饰与童装行业龙头，品牌渠道持续优化，具有较高分红比率。短期加大营销投入致使利润率承压，期待零售环境好转公司业绩弹性释放。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.36/0.43/0.52 元，对应 8 月 21 日收盘价市盈率分别为 15.7/13.2/11.0 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：终端消费不及预期；加盟商提货不及预期；直营门店开拓不及预期；消费者偏好变化。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	14626	15640	16746	18105
同比增长	7.1%	6.9%	7.1%	8.1%
归母净利润（百万元）	1137	981	1162	1394
同比增长	1.4%	-13.7%	18.4%	20.0%
毛利率	43.8%	44.2%	44.5%	44.7%
ROE	9.6%	8.2%	9.5%	11.2%
每股收益（元）	0.42	0.36	0.43	0.52
市盈率	13.5	15.7	13.2	11.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13582	15210	15907	16772
货币资金	6285	7000	7548	8307
交易性金融资产	939	1052	1167	1284
应收票据及应收账款	1595	1684	1799	1941
预付款项	303	341	344	371
存货	3481	3460	3382	3205
其他	979	1673	1667	1663
非流动资产	5518	4764	4655	4605
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1530	1585	1639	1688
在建工程	287	411	428	439
无形资产	474	453	432	410
商誉	0	0	0	0
其他	3228	2314	2156	2068
资产总计	19101	19973	20562	21377
流动负债	6962	7557	7901	8432
短期借款	0	200	200	200
应付票据及应付账款	5120	5409	5680	6124
其他	1841	1948	2021	2108
非流动负债	312	412	462	512
长期借款	0	0	0	0
其他	312	412	462	512
负债合计	7274	7969	8363	8944
股本	2694	2694	2694	2694
未分配利润	4742	4768	4792	4819
少数股东权益	-4	-7	-10	-13
股东权益合计	11827	12005	12199	12433
负债及权益合计	19101	19973	20562	21377

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1137	981	1162	1394
折旧和摊销	519	583	629	572
营运资金的变动	-807	-71	-16	188
经营活动产生现金流量	1263	1869	2105	2514
资本支出	-399	-607	-339	-339
长期投资	-1595	-72	-85	-88
投资活动产生现金流量	-2002	-695	-623	-625
债权融资	0	358	50	50
股权融资	4	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1280	-465	-935	-1130
现金净变动	-2019	715	548	759

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14626	15640	16746	18105
营业成本	8217	8732	9294	10021
税金及附加	95	102	109	118
销售费用	3751	4301	4572	4798
管理费用	593	751	737	779
研发费用	306	328	352	380
财务费用	-132	-142	-155	-167
投资收益	1	6	2	2
公允价值变动收益	7	13	15	17
信用减值损失	-12	-10	-5	-5
资产减值损失	-292	-300	-320	-350
营业利润	1548	1327	1581	1896
营业外收支	-5	-5	-6	-6
利润总额	1543	1322	1575	1890
所得税	409	344	416	499
净利润	1134	978	1160	1391
少数股东损益	-3	-3	-3	-3
归属母公司净利润	1137	981	1162	1394
EPS(元)	0.42	0.36	0.43	0.52

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	7.1%	6.9%	7.1%	8.1%
营业利润增长率	2.8%	-14.2%	19.2%	19.9%
归母净利润增长率	1.4%	-13.7%	18.4%	20.0%
盈利能力				
毛利率	43.8%	44.2%	44.5%	44.7%
归母净利率	7.8%	6.3%	6.9%	7.7%
ROE	9.6%	8.2%	9.5%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	38.1%	39.9%	40.7%	41.8%
流动比率	1.95	2.01	2.01	1.99
速动比率	1.28	1.30	1.34	1.38
营运能力				
资产周转率	79.0%	80.1%	82.6%	86.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.42	0.36	0.43	0.52
每股经营现金	0.47	0.69	0.78	0.93
估值比率(倍)				
PE	13.5	15.7	13.2	11.0
PB	1.3	1.3	1.3	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn