

森马服饰（002563.SZ）

上半年收入增长 3%，费用率增加致利润承压

优于大市

核心观点

上半年收入增长 3%，费用率增加致利润承压。森马服饰 2025 年上半年实现营业收入 61.49 亿元，同比+3.3%，归母净利润 3.25 亿元，同比-41.2%，扣非净利润 2.96 亿元，同比-45.2%。毛利率同比提高 0.6pct 至 46.7%；销售/财务费用率分别同比+3.6/2.0pct，销售费用增加主要系线下新开门店增加以及线上投流费用增加所致，财务费用增加主要系本期定期存款利息收入减少所致；受费用率增加影响，净利率同比-4.1pct 至 5.2%。存货同比+10.1%，存货周转天数同比+30 天至 187 天，主要由于销售未达预期。拟每 10 股派发 1.5 元中期现金红利，总额 4.04 亿元。

第二季度收入增长环比转正，毛利率提升。第二季度实现收入 30.70 亿元，同比+9.0%，增速环比一季度由负转正；归母净利润 1.11 亿元，同比-46.3%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-49.4%。毛利率同比+0.9pct 至 46.4%；期间费用率提高 5.2pct，主要受销售/财务费用率+3.0/2.7pct 影响；净利率同比-3.8pct 至 3.5%。

童装业务保持增长，直营渠道表现亮眼。1) **分品类：**上半年儿童服饰收入 43.13 亿元（同比+6.0%），占比提升至 70.1%，毛利率同比-1.3pct 至 48.2%，主要由于老品处理比例提高；休闲服饰收入 17.23 亿元（同比-5.0%），毛利率同比+4.7pct 至 43.2%，主要由于线上折扣力度减弱。2) **分渠道：**线上渠道收入 26.92 亿元（同比-0.1%），毛利率同比-0.1pct 至 47.3%；直营渠道收入 9.48 亿元（同比+34.8%），毛利率同比+0.4pct 至 67.6%；加盟渠道收入 23.34 亿元（同比-2.8%），毛利率同比-0.8pct 至 37.3%。2025 年上半年线下门店新开 540 家，净减少 89 家至 8236 家，其中直营和加盟分别净+19/-66 家，门店结构优化。

风险提示：品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

投资建议：看好中长期实现稳健增长。2025 上半年收入实现稳健增长，尤其儿童服饰、直营渠道收入增长领先；净利润下滑，主要受费用率增长影响，伴随新开直营店增加及直营占比提升，销售费用率提升，下半年预计公司将加大控费力度，净利润降幅有望收窄。中长期看好公司作为大众休闲服饰及儿童服饰龙头，业绩实现稳健增长。基于上半年费用率上升幅度大于我们此前预期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 8.9/11.5/13.2 亿元（前值为 12.1/13.0/13.8 亿元），同比-21.6%/+28.7%/+14.8%。基于盈利预测下调，下调公司合理估值区间至 6.0-6.4 元（前值为 7.2-7.7 元），对应 2026 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	15,425	16,264	17,094
(+/-%)	2.5%	7.1%	5.5%	5.4%	5.1%
净利润(百万元)	1122	1137	892	1148	1318
(+/-%)	76.1%	1.4%	-21.6%	28.7%	14.8%
每股收益(元)	0.42	0.42	0.33	0.43	0.49
EBIT Margin	14.9%	13.6%	10.4%	12.2%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	9.6%	7.4%	9.2%	10.3%
市盈率 (PE)	13.3	13.1	16.7	13.0	11.3
EV/EBITDA	9.6	10.2	12.4	10.4	9.4
市净率 (PB)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

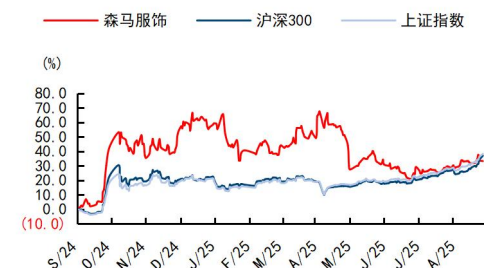
纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 0755-81981391
证券分析师：刘佳琪 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 6.00 - 6.40 元
收盘价 5.53 元
总市值/流通市值 14898/12213 百万元
52 周最高价/最低价 7.48/4.34 元
近 3 个月日均成交额 131.45 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

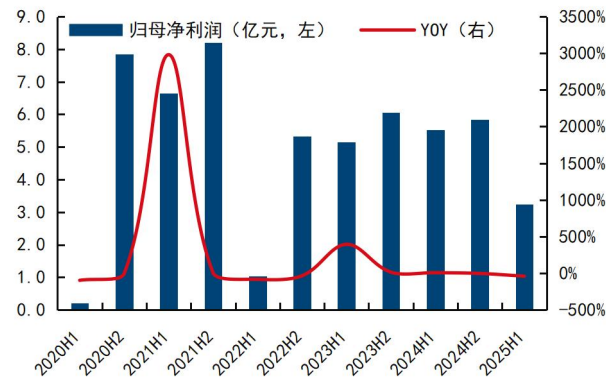
《森马服饰（002563.SZ）-2024 年收入增长 7%，各渠道品类全面增长》——2025-04-01
《森马服饰（002563.SZ）-第三季度收入增长 3%，净利率短期承压》——2024-11-06
《森马服饰（002563.SZ）-上半年收入与净利润增长 7%，线上毛利率提升显著》——2024-09-02
《森马服饰（002563.SZ）-2023 年归母净利润增长 76%，库存量下降 28%》——2024-04-03
《森马服饰（002563.SZ）-第三季度净利润同比增长 89%，库存持续向好》——2023-11-03

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



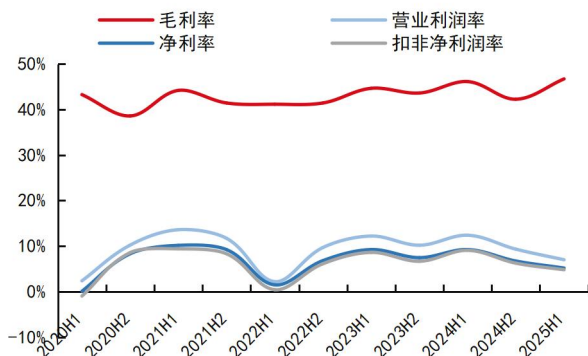
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



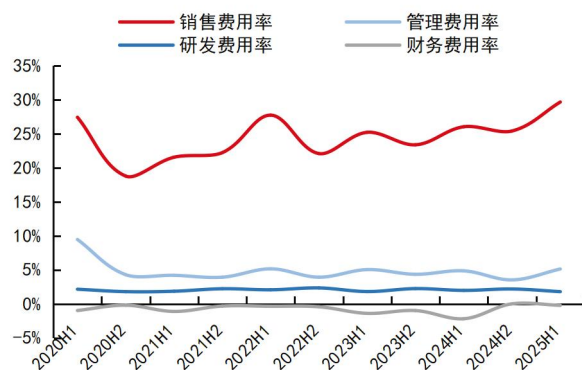
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度毛利率/营业利润率/净利率



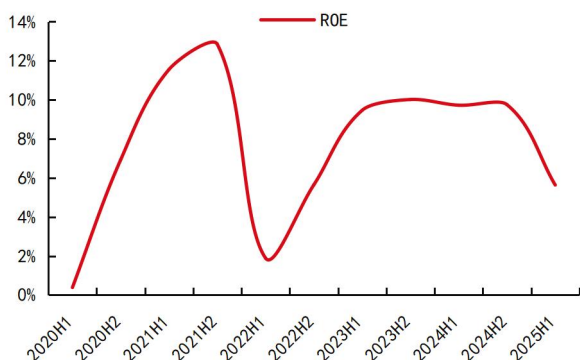
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度期间费用率



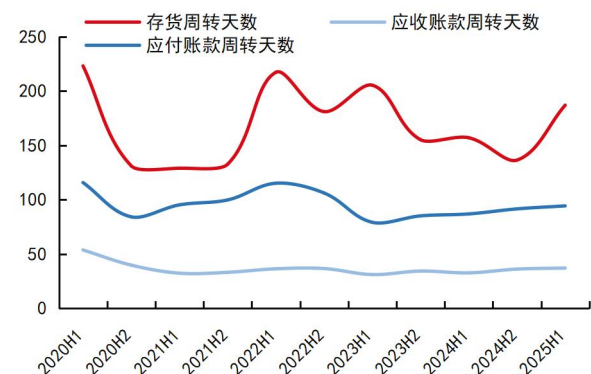
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度净资产收益率（ROE）情况



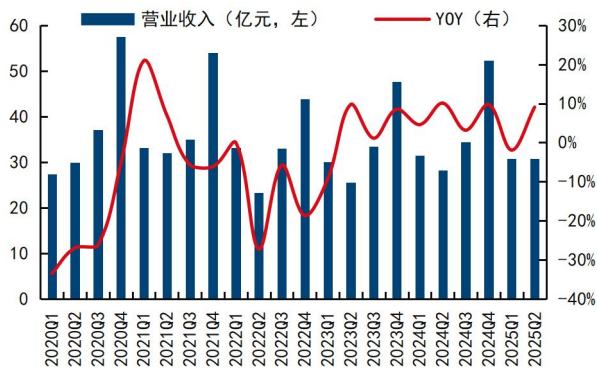
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



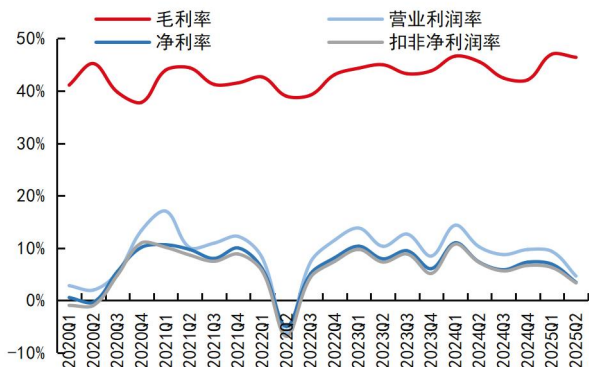
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



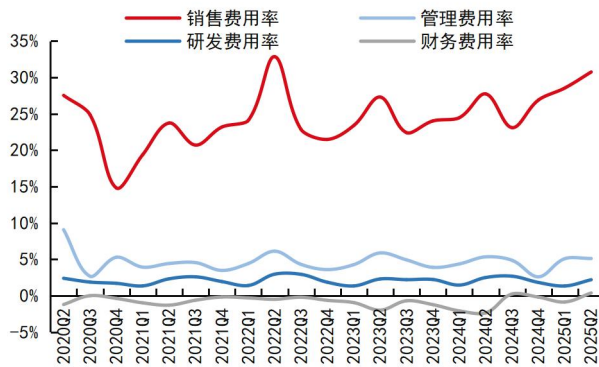
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



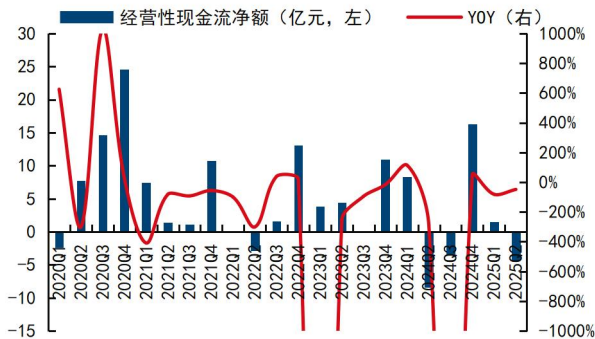
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



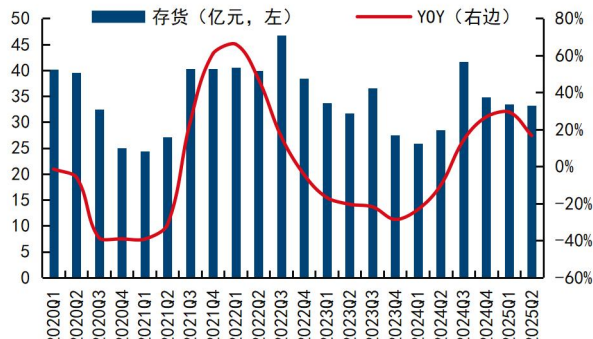
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司经营性现金流净额



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司库存情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计公司 2025-2027 年净利润分别为 8.9/11.5/13.2 亿元（前值为 12.1/13.0/13.8 亿元），盈利预测下调主要因直营门店净增长、直营渠道收入占比增加、叠加线上投流费用增加导致销售费用率提升；定期存款利息收入减少致财务收入减少，具体调整细节如下：

- 1、**收入**：维持此前预测不变，预计 2025-2027 年收入为 154.2/162.6/170.9 亿元。
- 2、**毛利率**：维持此前预测不变，预计 2025-2027 年毛利率为 44.2%/44.4%/44.5%。
- 3、**销售费用率**：预计 2025-2027 年销售费用率分别为 27.0%/25.6%/25.0%（前值为 25.0%/25.0%/25.0%）。
- 4、**财务费用率**：预计 2025-2027 年销售费用率分别为-0.2%/-0.2%/-0.2%（前值为-0.9%/-0.9%/-0.9%）。
- 5、**归母净利率**：主要受销售/财务费用率提升影响，预计 2025-2027 年归母净利率分别为 5.8%/7.1%/7.7%（前值为 7.9%/8.0%/8.1%）。

图13：盈利预测假设拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
收入（百万元）									
合计营收	13660.5	14625.5	15424.8	16263.5	17094.0	5955.0	8670.6	6148.8	9275.9
YoY	2.5%	7.1%	5.5%	5.4%	5.1%	7.1%	7.0%	3.3%	7.0%
童装营收	9372.6	10268.2	10980.6	11743.5	12501.2	4070.4	6197.8	4313.3	6667.3
YoY	4.9%	9.6%	6.9%	6.9%	6.5%	6.4%	11.7%	6.0%	7.6%
占比	68.6%	70.2%	71.2%	72.2%	73.1%	68.4%	71.5%	70.1%	71.9%
休闲装营收	4171.2	4189.7	4259.7	4328.3	4395.2	1813.5	2376.2	1723.2	2536.5
YoY	-2.6%	0.4%	1.7%	1.6%	1.5%	7.7%	-4.4%	-5.0%	6.7%
占比	30.5%	28.6%	27.6%	26.6%	25.7%	30.5%	27.4%	28.0%	27.3%
毛利率									
合计	44.0%	43.8%	44.2%	44.4%	44.5%	46.1%	42.2%	46.7%	42.6%
童装	46.8%	47.3%	47.8%	47.8%	47.8%	49.6%	45.8%	48.2%	47.5%
休闲装	38.0%	35.5%	35.8%	35.8%	35.8%	38.6%	33.1%	43.2%	30.8%
费用率									
销售费用	24.1%	25.6%	27.0%	25.6%	25.0%	26.0%	25.4%	29.7%	25.2%
管理费用	4.6%	4.1%	4.4%	4.2%	4.1%	4.8%	3.5%	5.1%	3.9%
研发费用	2.1%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%	1.8%	1.8%
财务费用	-1.2%	-0.9%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-2.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%
其他									
营业利润率	11.0%	10.6%	7.9%	9.6%	10.5%	12.3%	9.4%	7.0%	8.5%
所得税率	24.7%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	25.5%	27.4%	25.8%	26.9%
净利润									
归母净利润	1121.5	1137.4	892.1	1148.1	1317.8	552.5	584.9	325.1	567.0
YoY	76.1%	1.4%	-21.6%	28.7%	14.8%	7.1%	-3.5%	-41.2%	-3.1%
净利率	8.2%	7.8%	5.8%	7.1%	7.7%	9.3%	6.7%	5.3%	6.1%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好中长期实现稳健增长

2025 上半年收入实现稳健增长，尤其儿童服饰、直营渠道收入增长领先；净利润下滑，主要受费用率增长影响，伴随新开直营店增加及直营占比提升，销售费用率提升，下半年预计公司将加大控费力度，净利润降幅有望收窄。中长期看好公司作为大众休闲服饰及儿童服饰龙头，业绩实现稳健增长。基于上半年费用率上升幅度大于我们此前预期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 8.9/11.5/13.2 亿元（前值为 12.1/13.0/13.8 亿元），同比-21.6%/+28.7%/+14.8%。基于盈利预测下调，下调公司合理估值区间至 6.0-6.4 元（前值为 7.2-7.7 元），对应 2026 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和估值

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	15,425	16,264	17,094
(+/-%)	2.5%	7.1%	5.5%	5.4%	5.1%
净利润(百万元)	1122	1137	892	1148	1318
(+/-%)	76.1%	1.4%	-21.6%	28.7%	14.8%
每股收益(元)	0.42	0.42	0.33	0.43	0.49
EBITMargin	14.9%	13.6%	10.4%	12.2%	13.1%
净资产收益率(ROE)	9.8%	9.6%	7.4%	9.2%	10.3%
市盈率(PE)	13.3	13.1	16.7	13.0	11.3
EV/EBITDA	9.6	10.2	12.4	10.4	9.4
市净率(PB)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024-2026	2026
森马服饰	优于大市	5.53	0.42	0.33	0.43	13.1	16.7	13.0	0.5%	27.84
可比公司										
海澜之家	优于大市	7.16	0.49	0.51	0.57	14.5	14.0	12.5	8.0%	1.57

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8104	6285	7771	8448	9195	营业收入	13661	14626	15425	16264	17094
应收款项	1391	1656	1746	1841	1935	营业成本	7647	8217	8601	9050	9485
存货净额	2747	3481	3626	3812	3995	营业税金及附加	97	95	93	97	101
其他流动资产	790	891	940	991	1041	销售费用	3294	3751	4165	4163	4274
流动资产合计	13406	13582	15352	16362	17436	管理费用	632	612	975	992	1021
固定资产	1740	1817	865	557	247	财务费用	(159)	(132)	(31)	(33)	(34)
无形资产及其他	499	474	455	436	417	投资收益	6	1	0	0	0
投资性房地产	2291	3228	3228	3228	3228	资产减值及公允价值变动	511	(284)	(474)	(500)	(526)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(1162)	(251)	68	70	73
资产总计	17937	19101	19900	20582	21327	营业利润	1505	1548	1216	1564	1795
短期借款及交易性金融负债	178	196	196	196	196	营业外净收支	(17)	(5)	(5)	(5)	(5)
应付款项	4227	5120	5334	5607	5875	利润总额	1488	1543	1211	1559	1790
其他流动负债	1876	1645	1964	2029	2111	所得税费用	368	409	321	413	474
流动负债合计	6281	6962	7494	7833	8183	少数股东损益	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1122	1137	892	1148	1318
其他长期负债	167	312	312	312	312						
长期负债合计	167	312	312	312	312	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6448	7274	7807	8145	8495	净利润	1122	1137	892	1148	1318
少数股东权益	(5)	(4)	(4)	(5)	(5)	资产减值准备	(182)	(170)	432	(255)	(290)
股东权益	11493	11830	12098	12442	12838	折旧摊销	202	192	214	232	243
负债和股东权益总计	17937	19101	19900	20582	21327	公允价值变动损失	(511)	284	474	500	526
						财务费用	(159)	(132)	(31)	(33)	(34)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	127	(1400)	681	(249)	(267)
每股收益	0.42	0.42	0.33	0.43	0.49	其它	181	170	(433)	254	289
每股红利	0.20	0.30	0.23	0.30	0.34	经营活动现金流	938	213	2260	1631	1819
每股净资产	4.27	4.39	4.49	4.62	4.77	资本开支	(404)	224	(150)	(150)	(150)
ROIC	14%	13%	12%	16%	18%	其它投资现金流	872	(894)	0	0	0
ROE	10%	10%	7%	9%	10%	投资活动现金流	469	(670)	(150)	(150)	(150)
毛利率	44%	44%	44%	44%	45%	权益性融资	1	4	0	0	0
EBIT Margin	15%	14%	10%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	12%	14%	14%	支付股利、利息	(539)	(808)	(624)	(804)	(922)
收入增长	2%	7%	5%	5%	5%	其它融资现金流	1404	251	0	0	0
净利润增长率	76%	1%	-22%	29%	15%	融资活动现金流	328	(1361)	(624)	(804)	(922)
资产负债率	36%	38%	39%	40%	40%	现金净变动	1734	(1819)	1486	677	747
息率	3.6%	5.4%	4.2%	5.4%	6.2%	货币资金的期初余额	6369	8104	6285	7771	8448
P/E	13.3	13.1	16.7	13.0	11.3	货币资金的期末余额	8104	6285	7771	8448	9195
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	企业自由现金流	1454	478	1928	1289	1468
EV/EBITDA	9.6	10.2	12.4	10.4	9.4	权益自由现金流	2858	729	1928	1289	1468

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032