

森马服饰(002563)

报告日期: 2025 年 09 月 16 日

渠道变革下直营靓丽增长，费用投放致利润波动

——森马服饰点评报告

投资要点

- 公司发布 25 年中报，25H1 实现收入 61.5 亿元，同比+3.3%，归母净利润/扣非归母净利润 3.3/3.0 亿元，分别同比-41.2%/-45.2%，25 年中分红率达 124%，零售环境波动下收入逆势增长彰显韧性，积极开店和开展品牌营销的动作，加大费用投放致使利润率短期承压，期待零售环境好转公司业绩弹性释放。
- 童装逆势增长彰显龙头韧性，休闲装毛利率逆势提升
25H1 分产品来看，休闲、儿童服饰收入分别同比-5.0%、+6.0%至 17.2、43.1 亿元，毛利率分别+4.7pct、-1.3pct 至 43.2%、48.2%，门店数量分别净关 11 家、78 家至 2800 家、5436 家，巴拉巴拉作为中国童装龙头品牌保持韧性逆势增长，预计毛利率略降低来自老货销售占比提升，森马成人装受零售疲软影响收入中单下滑，预计主要来自配发业务拖累，毛利率逆势提升来自线上折扣有效控制。
- 渠道变革成效体现，直营表现靓丽
25H1 分渠道来看，直营、加盟、线上收入分别同比+34.8%、-2.8%、-0.1%至 9.5、23.3、26.9 亿元，毛利率分别同比+0.4pct、-0.8pct、-0.1pct 至 67.6%、37.3%、47.3%，直营渠道实现高质量增长彰显公司渠道变革成效，加盟收入略降主要受零售环境疲软影响，25H1 直营、加盟分别净变动+19、-66 家至 999 家、7194 家，直营大店表现较好有望逐渐激发加盟开店信心。
- 费用投放增加致利润暂时承压，存货增长致现金流波动
25Q2 毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别+0.9pct/+3.0pct/-0.2pct/-0.3pct 至 46.4%/30.8%/5.1%/2.2%，预计毛利率逆势向上系公司收紧折扣以及直营收入占比提升，销售费用率上升较多主要系积极新开店和营销投放，管理费用率和研发费用率下降来自公司降本增效措施，25Q2 营业利润率/归母净利率分别-5.5pct/-3.7pct 至 4.7%/3.6%，公司逆势新开门店及营销投放致短期利润率波动，但低位布局有利于公司中长期高质量发展。
- 盈利预测及估值
预计 2025-2027 年公司收入分别为 148.9/157.5/165.5 亿元，对应增速+1.8%/5.8%/5.1%，归母净利润分别为 9.3/10.6/11.8 亿元，对应增速-18.6%/+14.6%/+11.4%，截止 2025/9/16 市值对应 PE 为 16/14/13X。公司深耕服饰行业，主要品牌巴拉巴拉及森马具备较强品牌力，未来将受益于门店逆势扩张及组织变革，24/9 发布股权激励彰显发展信心，25 中报分红率达 124%，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费不及预期；消费者偏好变化

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,626	14,886	15,745	16,552
(+/-) (%)	7.1%	1.8%	5.8%	5.1%
归母净利润	1,137	926	1,062	1,183
(+/-) (%)	1.4%	-18.6%	14.6%	11.4%
每股收益(元)	0.42	0.34	0.39	0.44
P/E	13.1	16.1	14.1	12.6

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：周敏
执业证书号：S1230525080004
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.74
总市值(百万元)	15,464.08
总股本(百万股)	2,694.09

股票走势图



相关报告

- 《费用投放致利润波动，蓄力中期成长》 2025.05.05
- 《渠道投放致利润率波动，逆势开店彰显发展信心》 2025.04.13
- 《收入逆势增长显龙头韧性，费用投放致短期利润波动》 2024.11.01

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,582	12,993	13,159	14,070
现金	6,285	5,742	6,187	7,106
交易性金融资产	939	939	939	939
应收账款	1,595	1,623	1,599	1,751
其它应收款	61	62	63	65
预付账款	303	317	331	342
存货	3,481	3,722	3,452	3,280
其他	918	588	588	588
非流动资产	5,518	4,978	4,991	4,988
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,530	1,703	1,681	1,654
无形资产	474	454	476	468
在建工程	287	50	30	31
其他	3,228	2,770	2,804	2,835
资产总计	19,101	17,971	18,150	19,059
流动负债	6,962	5,678	5,548	6,138
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2,308	2,064	1,980	2,526
预收账款	0	0	0	0
其他	4,654	3,614	3,568	3,612
非流动负债	312	315	315	314
长期借款	0	0	0	0
其他	312	315	315	314
负债合计	7,274	5,994	5,862	6,452
少数股东权益	(4)	(4)	(4)	(4)
归属母公司股东权益	11,830	11,981	12,291	12,610
负债和股东权益	19,101	17,971	18,150	19,059

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,263	835	1,587	1,943
净利润	1,134	915	1,055	1,174
折旧摊销	192	80	77	64
财务费用	51	(134)	(137)	(140)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(807)	(316)	311	556
其它	694	291	283	290
投资活动现金流	(2,002)	(638)	(293)	(78)
资本支出	411	(137)	80	101
长期投资	0	0	0	0
其他	1,591	775	213	(23)
筹资活动现金流	(1,280)	(741)	(849)	(946)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1,280	741	849	946
现金净增加额	(2,019)	(543)	445	919

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,626	14,886	15,745	16,552
营业成本	8,217	8,347	8,815	9,253
营业税金及附加	95	97	103	108
营业费用	3,751	4,136	4,296	4,462
管理费用	593	611	623	630
研发费用	306	313	323	339
财务费用	(132)	(134)	(137)	(140)
资产减值损失	(292)	(297)	(303)	(309)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	46	40	30	20
营业利润	1,548	1,260	1,450	1,612
营业外收支	(5)	(15)	(15)	(15)
利润总额	1,543	1,245	1,435	1,597
所得税	409	330	380	423
净利润	1,134	915	1,055	1,174
少数股东损益	(3)	(11)	(7)	(9)
归属母公司净利润	1,137	926	1,062	1,183
EBITDA	2,337	1,872	2,087	2,271
EPS (最新摊薄)	0.42	0.34	0.39	0.44

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7.06%	1.78%	5.77%	5.13%
营业利润	2.81%	-18.57%	15.07%	11.15%
归属母公司净利润	1.42%	-18.59%	14.64%	11.40%
获利能力				
毛利率	43.82%	43.93%	44.01%	44.10%
净利率	7.78%	6.22%	6.74%	7.14%
ROE	9.76%	7.78%	8.75%	9.50%
ROIC	12.83%	10.99%	12.03%	12.87%
偿债能力				
资产负债率	38.08%	33.35%	32.30%	33.85%
净负债比率	61.51%	50.04%	47.71%	51.18%
流动比率	1.95	2.29	2.37	2.29
速动比率	1.41	1.58	1.69	1.70
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.80	0.87	0.89
应收账款周转率	8.32	7.80	8.20	8.30
应付账款周转率	1.76	1.65	1.79	1.80
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.34	0.39	0.44
每股经营现金	0.47	0.31	0.59	0.72
每股净资产	4.39	4.45	4.56	4.68
估值比率				
P/E	13.15	16.15	14.09	12.64
P/B	1.26	1.25	1.22	1.19
EV/EBITDA	6.40	7.99	7.16	6.58

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>