



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 05 日

基础数据

11 月 04 日收盘价（元）	5.61
总市值（亿元）	151.14
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：2025H1 新增门店及广宣费用持续投入，收入增长提速-2025.08.23

【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

linhuanyu@xyzq.com.cn

森马服饰(002563.SZ)

2025Q3 收入增长提速，费用控制初见端倪

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报。①2025Q1-3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 98.44/5.37/5.15 亿元，同比变动+4.74%/-28.9%/-29.83%。②2025Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 36.95/2.12/2.19 亿元，同比变动+7.31%/+4.55%/+13.11%。
- **2025Q1-3 全渠道温和增长，童装增速快于成人装，线下增速快于线上。**①前三季度，公司包括直营与加盟、线上与线下在内的全渠道整体零售同比增长 6.29%，其中，森马同比增长 2.72%，巴拉巴拉同比增长 5.34%。线上同比增长 2.92%，线下同比增长 7.9%。②10 月份销售表现较好，10 月份截止到 10 月 30 日，包括直营与加盟、线上与线下在内的全渠道整体零售额呈同比双位数增长，四季度开局良好。
- **渠道方面：加盟渠道略有缩减，注重单店效率。**期末门店数成人服饰/儿童服饰分别为 2752/5353 家，相比 2025Q2 分别变动-48/-83 家，直营/加盟/联营渠道期末店铺数分别为 1027/7046/32 家，相比 2025Q2 分别变动+28/-148/-11 家。加盟渠道略有缩减，结合零售额线下呈现的同比增长，单店效率有所增加。
- **2025Q1-3 毛利率微增，线下毛利率增长快于线上。**①2025Q1-3 公司毛利率/归母净利率分别为 45.12%/5.45%，同比变动+0.36pct/-2.58pct，前三季度看，线下毛利率略增，线上毛利率略降，与半年报趋势相同。②2025Q3 公司毛利率/归母净利率分别为 42.5%/5.73%，同比变动+0.06pct/-0.15pct。
- **2025Q3 费用控制良好，投入增加，销售费用率提升：**①2025Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 28.26%/4.52%/2.13%/-0.15%，同比变动 +3.31/-0.33/-0.10/+1.15pct。单看 2025Q3，销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.94%/3.53%/2.72%/-0.03%，同比变动+2.83/-1.34/+0.02/-0.28pct。销售费用率的增长，主要线上投流、IP 投入以及广告费用的投入，线下开店道具支出费用同比增加所致。
- **存货规模同比降低，经营性现金经营稳健：**存货 2025Q3 期末存货账面价值 41.42 亿元，较 2024Q3 期末存货账面 41.68 亿元，同比下降 0.6%，库存结构来看，受到去年秋冬装货品的影响，1 年内库龄的新品占比有所下降，1-2 年库龄的产品占比较同期提升，整体上看，库存结构处于健康水平。2025Q3 经营活动产生的现金流量净额-2.08 亿元，2024Q3 经营活动产生的现金流量净额-3.60 亿元，主要是销售商品收到的现金同比增加，各项税费、购买商品的成本现金流出控制良好。
- **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，直营店铺更新“新基本”店型，加盟渠道信心仍在恢复，2025Q3 费用控制良好，且 10 月零售额增长相对乐观，有望加速修复前期高费用投入下低利润率。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.35/0.43/0.52 元，对应 11 月 4 日收盘价市盈率分别为 16.3/13.1/10.7 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	15815	16934	18308
同比增长	7.1%	8.1%	7.1%	8.1%
归母净利润（百万元）	1137	930	1152	1412
同比增长	1.4%	-18.3%	23.9%	22.5%
毛利率	43.8%	44.8%	45.1%	45.3%
ROE	9.6%	7.7%	9.5%	11.4%
每股收益（元）	0.42	0.35	0.43	0.52
市盈率	13.3	16.3	13.1	10.7

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	15171	15867	16735
货币资金	6285	7002	7547	8307
交易性金融资产	939	1052	1167	1284
应收票据及应收账款	1595	1703	1820	1963
预付款项	303	341	344	371
存货	3481	3450	3372	3195
其他	979	1624	1618	1614
非流动资产	5518	4785	4676	4627
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	2335	2177	2090
资产总计	19101	19956	20543	21362
流动负债	6962	7554	7898	8430
短期借款	0	200	200	200
应付票据及应付账款	5120	5409	5680	6124
其他	1841	1945	2018	2106
非流动负债	312	411	461	511
长期借款	0	0	0	0
其他	312	411	461	511
负债合计	7274	7965	8359	8941
股本	2694	2694	2694	2694
未分配利润	4742	4765	4788	4816
少数股东权益	-4	-6	-9	-12
股东权益合计	11827	11991	12184	12421
负债及权益合计	19101	19956	20543	21362

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1137	930	1152	1412
折旧和摊销	519	583	629	572
营运资金的变动	-807	-88	-17	186
经营活动产生现金流量	1263	1800	2095	2531
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	-656	-623	-625
债权融资	0	351	50	50
股权融资	4	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1280	-432	-927	-1145
现金净变动	-2019	717	545	761

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	15815	16934	18308
营业成本	8217	8732	9294	10021
税金及附加	95	103	110	119
销售费用	3751	4586	4742	4943
管理费用	593	680	745	787
研发费用	306	316	339	366
财务费用	-132	-110	-119	-128
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	-310	-320	-350
营业利润	1548	1258	1568	1920
营业外收支	-5	-5	-6	-6
利润总额	1543	1253	1562	1914
所得税	409	326	412	505
净利润	1134	927	1150	1409
少数股东损益	-3	-3	-3	-3
归属母公司净利润	1137	930	1152	1412
EPS(元)	0.42	0.35	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%	8.1%	7.1%	8.1%
营业利润增长率	2.8%	-18.7%	24.7%	22.5%
归母净利润增长率	1.4%	-18.3%	23.9%	22.5%
盈利能力				
毛利率	43.8%	44.8%	45.1%	45.3%
归母净利率	7.8%	5.9%	6.8%	7.7%
ROE	9.6%	7.7%	9.5%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	38.1%	39.9%	40.7%	41.9%
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%	81.0%	83.6%	87.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.42	0.35	0.43	0.52
每股经营现金	0.47	0.67	0.78	0.94
估值比率(倍)				
PE	13.3	16.3	13.1	10.7
PB	1.3	1.3	1.2	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