

森马服饰 (002563.SZ)

2025 年归母净利润承压，看好 2026 年恢复增长

核心观点：

- **公司公告 2025 年年报。** 营业收入 150.90 亿元，同比增长 3.17%，归母净利润 8.92 亿元，同比下降 21.54%。公司基本每股收益 0.33 元。公司拟每 10 股派发现金红利 1.50 元，加上中期的 1.50 元，合计全年派发现金红利 3.00 元，分红比例 90.57%，股息率 5.63%。
- **休闲装收入下降，童装收入增长。** 分产品，2025 年公司休闲装业务营业收入 40.55 亿元，同比下降 3.22%。童装业务营业收入 108.00 亿元，同比增长 5.18%。渠道方面，2025 年公司休闲装业务门店数量 2676 家，同比减少 135 家，童装业务门店数量 5255 家，同比减少 259 家。另外，2025 年公司线上销售收入 69.72 亿元，同比增长 4.50%，2025 年公司线上销售收入占比 46.21%。
- **毛利率和期间费用率上升。** 2025 年公司毛利率 45.10%，同比增加 1.28 个百分点。期间费用方面，2025 年公司销售费用率 28.06%，同比增加 2.41 个百分点，管理费用率（含研发费用）6.00%，同比减少 0.14 个百分点，财务费用率-0.62%，同比增加 0.28 个百分点。销售费用率上升主要由于线上平台投流费用增加及线下新开门店相应费用增加所致，财务费用率上升主要由于利息收入减少所致。
- **看好公司 2026 年归母净利润有望恢复增长。** 首先，2026 年开局良好，据公司公告，截至 2026 年 3 月 30 日，公司全系统终端零售同比增长 12.73%。其次，2025Q3、Q4 公司期间费用率为 30.97%、32.16%，低于 2025H1 的 36.32%，2026 年预计有望延续费控思路。最后，2026 年公司将继续聚焦服饰主业，通过创造价值与把握趋势实现持续发展。
- **盈利预测与投资建议。** 26-28 年 EPS 分别为 0.39 元/股、0.44 元/股、0.50 元/股。参考公司过去五年平均市盈率，及公司业绩韧性强，给予公司 26 年 16 倍市盈率，合理价值 6.31 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 终端零售不景气、行业竞争加剧、库存清理不达预期风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,626	15,090	16,408	17,831	19,368
增长率 (%)	7.1%	3.2%	8.7%	8.7%	8.6%
EBITDA	2,228	2,286	2,511	2,711	2,928
归母净利润	1,137	892	1,063	1,193	1,337
增长率 (%)	1.4%	-21.5%	19.1%	12.2%	12.0%
EPS (元/股)	0.42	0.33	0.39	0.44	0.50
市盈率 (P/E)	16.6	16.4	13.5	12.0	10.7
ROE (%)	9.6%	7.8%	9.1%	10.0%	11.0%
EV/EBITDA	5.7	4.0	3.5	3.2	2.9

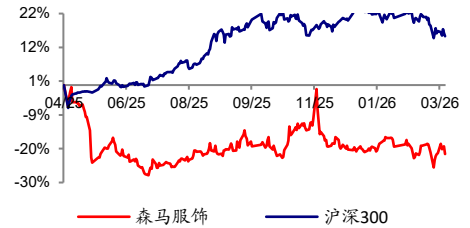
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	5.33 元
合理价值	6.31 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-05

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

森马服饰 (002563.SZ) :24 2025-04-04
 年业绩实现稳健增长，分红比例提升

一、盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

休闲装业务：2024、2025年，公司休闲装收入41.90亿元、40.55亿元，同比增长0.44%，同比下降3.22%，2024年增长主要系森马品牌持续转型升级，梳理品牌定位、产品定位以及发展模型，为大众大家提供全场景购物体验，创新营销方案，与代言人和合作成功破圈，吸引更多消费者，2025年微降，主要系线上渠道控制折扣，线上收入下降，线下收入保持稳健，2026-2028年，预计公司休闲装收入分别为44.06亿元、47.82亿元、51.87亿元，分别同比增长8.65%、8.55%、8.46%，其中预计线下收入分别为31.02亿元、33.74亿元、36.66亿元，分别同比增长8.92%、8.78%、8.65%，主要系预计公司恢复净开店，店铺数增长，以及预计公司拓展人群宽度，建立品牌高度，升级商品体系有望带动店效提升；预计线上收入分别为13.04亿元、14.08亿元、15.21亿元，分别同比增长8.00%、8.00%、8.00%。预计休闲装毛利率维持在40.50%，主要基于未来三年公司休闲装线上线下收入增速相仿，且折扣稳定。

童装业务：2024、2025年，公司童装收入102.68亿元、108.00亿元，同比增长9.55%，同比增长5.18%，保持稳健，2026-2028年，预计公司童装收入分别为117.68亿元、128.14亿元、139.46亿元，分别同比增长8.95%、8.89%、8.84%，其中预计线下收入分别为55.75亿元、61.26亿元、67.23亿元，分别同比增长10.03%、9.89%、9.75%，主要系预计公司童装店铺数增长，以及预计公司核心单品功能与美学双重进化，加大专利材料研发投入，驱动营销数智化变革，有望带动店效提升；预计线上收入分别为61.93亿元、66.88亿元、72.23亿元，分别同比增长8.00%、8.00%、8.00%。预计童装毛利率分别为46.85%、46.95%、47.05%，主要基于未来三年公司童装线下增速预计略快于线上增速，线下毛利率较高。

期间费用率：2024、2025年，公司销售费用率分别为25.65%、28.06%，管理费用率分别为4.05%、4.00%，研发费用率分别为2.09%、2.00%，2026-2028年，预计公司销售费用率分别为27.69%、27.69%、27.69%，2026年较2025年下降，主要系预计公司将延续2025年下半年费控思路；预计管理费用率分别为4.00%、3.94%、3.88%；预计研发费用率分别为2.00%、1.97%、1.94%，主要基于收入预计增速快于费用增速。

表 1：公司盈利预测（单位：亿元）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
休闲装业务	收入	41.90	40.55	44.06	47.82	51.87
	YoY	0.44%	-3.22%	8.65%	8.55%	8.46%
	毛利率	35.48%	40.50%	40.50%	40.50%	40.50%
	线下收入	28.68	28.48	31.02	33.74	36.66
	YoY	6.77%	-0.71%	8.92%	8.78%	8.65%
	店铺数	2811	2676	2776	2876	2976
	店效(万)	102.03	106.42	111.74	117.33	123.19
	YoY	2.67%	4.30%	5.00%	5.00%	5.00%
	线上收入	13.22	12.07	13.04	14.08	15.21
YoY	-11.00%	-8.66%	8.00%	8.00%	8.00%	
童装业务	收入	102.68	108.00	117.68	128.14	139.46

YoY	9.55%	5.18%	8.95%	8.89%	8.84%
毛利率	47.31%	46.75%	46.85%	46.95%	47.05%
线下收入	49.56	50.66	55.75	61.26	67.23
YoY	7.05%	2.22%	10.03%	9.89%	9.75%
店铺数	5514	5255	5455	5655	5855
店效(万)	89.89	96.41	102.19	108.33	114.83
YoY	1.61%	7.26%	6.00%	6.00%	6.00%
线上收入	53.12	57.34	61.93	66.88	72.23
YoY	12.00%	7.95%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

我们预计2026-2028年,公司营业收入分别为164.08亿元、178.31亿元、193.68亿元,分别同比增长8.73%、8.67%、8.62%,预计归母净利润分别为10.63亿元、11.93亿元、13.37亿元,分别同比增长19.10%、12.23%、12.05%,对应EPS分别为0.39元/股、0.44元/股、0.50元/股。参考公司过去五年平均市盈率,及公司业绩韧性强,给予公司26年16倍市盈率,合理价值6.31元/股,维持“买入”评级。

图1: 公司历史PE情况 (截至2026.4.3)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 收盘价单位为元, PE单位为倍

二、风险提示

（一）终端销售不景气风险

目前中国经济增长处于降速阶段，进入发展新常态。从历史经验看，服装品牌零售作为传统的可选消费品，受外部经济环境影响较大，如果经济不景气，消费者预期收入降低，则终端零售将承受较大压力。

（二）行业竞争加剧风险

大众休闲装饰面临海外快时尚龙头的激烈竞争，童装行业近年来供给逐渐增长，新进入者不断，如果供给端的竞争日趋激烈，有可能导致企业经营承压，引起存货积压，会影响公司的收入增长和盈利能力。

（三）库存清理不达预期风险

公司渠道存货直接影响到加盟商的盈利能力，也将会对公司下一期的销售产生影响，如果公司未能有力的完成渠道存货清理工作，则可能对后期的业绩持续健康增长产生影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	13,582	13,603	14,231	14,771	15,378
货币资金	6,285	5,837	5,989	6,068	6,177
应收及预付	1,898	1,726	1,929	2,096	2,276
存货	3,481	3,178	3,451	3,746	4,063
其他	1,918	2,862	2,862	2,862	2,862
非流动资产总额	5,518	5,050	5,161	5,265	5,362
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,530	1,402	1,393	1,376	1,351
在建工程	287	612	612	612	612
使用权资产	565	572	622	672	722
无形资产	474	445	416	387	358
其他	2,663	2,018	2,118	2,218	2,318
资产总额	19,101	18,653	19,392	20,037	20,740
流动负债总额	6,962	6,959	7,381	7,836	8,326
短期借款	0	300	300	300	300
应付及预收	5,272	4,907	5,329	5,783	6,274
其他	1,689	1,752	1,752	1,752	1,752
非流动负债总额	312	317	317	317	317
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	312	317	317	317	317
负债总额	7,274	7,276	7,697	8,152	8,643
股本	2,694	2,694	2,694	2,694	2,694
其他	9,136	8,697	9,025	9,228	9,455
归母权益合计	11,830	11,391	11,720	11,922	12,150
少数股东权益	-4	-13	-25	-38	-53
负债和股东权益	19,101	18,653	19,392	20,037	20,740

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,626	15,090	16,408	17,831	19,368
营业成本	8,217	8,284	8,996	9,763	10,591
营业税金及附加	95	107	116	127	137
销售费用	3,751	4,235	4,543	4,937	5,363
管理费用	593	604	656	702	751
研发费用	306	302	328	351	376
财务费用	-132	-93	-67	-70	-71
资产信用减值损失	-303	-461	-414	-450	-490
公允价值变动收益	7	-15	-15	-15	-15
投资收益	1	4	4	4	4
营业利润	1,548	1,241	1,479	1,638	1,810
营业外收支	-5	5	5	5	5
利润总额	1,543	1,246	1,484	1,642	1,815
所得税费用	409	364	433	463	493
合并净利润	1,134	883	1,051	1,180	1,322
少数股东损益	-3	-10	-12	-13	-15
归母净利润	1,137	892	1,063	1,193	1,337
EPS (元/股)	0.42	0.33	0.39	0.44	0.50

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,263	1,730	1,710	1,893	2,042
合并净利润	1,134	883	1,051	1,180	1,322
折旧摊销	519	671	679	686	694
营运资金变动	-807	-348	-458	-447	-487
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-2,002	-835	-597	-806	-806
资本性开支	-399	-587	-500	-500	-500
投资	-1,595	-240	0	0	0
其他	-8	-8	-98	-306	-306
融资活动现金流净额	-1,280	-1,345	-752	-1,008	-1,127
股本融资	4	3	0	0	0
债权融资	0	300	0	0	0
股利分配与偿付利息	-808	-1,347	-900	-1,008	-1,127
其他	-476	-301	148	0	0
现金净增加额	-2,019	-448	360	79	109
期初现金余额	8,095	6,077	5,628	5,989	6,068
期末现金余额	6,077	5,628	5,989	6,068	6,177

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	7.1%	3.2%	8.7%	8.7%	8.6%
营业利润增长率	2.8%	-19.8%	19.2%	10.7%	10.5%
归母净利增长率	1.4%	-21.5%	19.1%	12.2%	12.0%
获利能力					
毛利率	43.8%	45.1%	45.2%	45.2%	45.3%
净利率	7.8%	5.8%	6.4%	6.6%	6.8%
ROE	9.6%	7.8%	9.1%	10.0%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	38.1%	39.0%	39.7%	40.7%	41.7%
有息负债率	0.0%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
流动比率	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8
利息保障倍数	96.5	55.3	104.2	115.2	127.2
营运能力					
应收账款周转率	10.0	9.8	9.8	9.8	9.8
存货周转率	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	3.6	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标					
每股收益	0.42	0.33	0.39	0.44	0.50
每股净资产	4.39	4.23	4.35	4.43	4.51
每股经营现金流	0.47	0.64	0.63	0.70	0.76
估值比率					
PE	16.6	16.4	13.5	12.0	10.7
PB	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.7	4.0	3.5	3.2	2.9

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
 左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
 董 建 芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。
 钟 泽 宇：高级分析师，约翰霍普金斯大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。