

# 森马服饰 (002563.SZ)

## 2026Q1 归母净利润同增 45%，业绩超预期

**2026Q1 收入同增 12%/归母净利润同增 45%，超出预期。** 2026Q1 公司收入为 34.5 亿元，同比+12%；归母净利润为 3.1 亿元，同比+45%；扣非归母净利润为 3.0 亿元，同比+54%。毛利率同比+0.7pct 至 47.7%；销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.4/-0.8/-0.1/-1.3pct 至 27.2%/4.3%/1.3%/-2.1%；计提资产减值损失 1.6 亿元(上一年同期计提 1.0 亿元)；综合以上，2026Q1 净利率同比+2.1pct 至 9.0%。

**核心品牌流水稳健增长，渠道质量持续优化。** 分业务来看：我们预计 2026Q1 公司全渠道流水增长 10%~20%低段(与收入表现基本匹配)，其中森马品牌流水同增接近 10%/巴拉巴拉流水同增 10%~20%低段/小品牌流水高速增长。1) 童装业务：坚持“大店战略”，全面推进渠道体验升级，在开店、关店中调整优化渠道结构，2025 年末童装门店共 5255 家(较当年年初新开 743 家，关闭 1002 家，净关 259 家)，我们判断 2026 年有望趋势继续并进入净开店阶段。2) 成人装业务：梳理森马品牌定位，强化店铺形象一致性，提升产品品质感，核心心智产品森柔牛仔、森柔棉、舒服裤等获得消费市场欢迎。2025 年末成人装门店共 2676 家(较当年年初新开 318 家，关闭 453 家，净关 135 家)。

**直营、电商预计增速亮眼，加盟发货有望环比改善。** 1) 分渠道来看：电商流水增速预计快于线下，我们预计 2026Q1 电商流水增长 15%~20%/线下流水增长 10%左右。2) 分销售模式来看：我们根据渠道数量情况判断 2026Q1 直营流水表现好于加盟，预计其中直营流水快速增长/加盟发货仍有下降(我们根据经营趋势判断 4 月以来加盟发货环比改善，后续渠道补库有望逐步体现在报表收入端)。2025 年末公司线下直营/加盟/联营渠道店数分别较当年年初+48/-388/-54 家至 1028/6872/31 家，直营渠道持续扩张，公司坚定零售改革的战略方向，提升商品、服务、门店体验，我们认为中长期品牌及管理效率的提升有望持续贡献店效增长。

**现金流管理良好，存货周转加快。** 1) 存货：2026Q1 末存货同比-14.4%至 28.7 亿元，Q1 公司存货周转天数-37.5 天至 150.8 天，应收账款周转天数-7.2 天至 33.9 天。2) 现金流方面，2026Q1 经营性现金流量净额 3.3 亿元，约为同期归母净利润的 1.1 倍。

**期待 2026 年利润端快速增长。** 根据公司经营情况我们判断 4 月以来公司流水端稳健增长、加盟发货环比改善。综合考虑全年业务渠道规划及费用投入情况，我们估计 2026 年公司收入有望增长高单位数/归母净利润增速预计快于收入。

**投资建议。** 公司是大众服饰及童装龙头，我们预计 2026~2028 年归母净利润为 10.3/11.4/12.6 亿元，对应 2026 年 PE 为 15 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：** 消费环境波动风险；森马品牌业务改革不及预期；渠道扩张不及预期；海外业务拓展不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,626	15,090	16,127	17,246	18,454
增长率 yoy (%)	7.1	3.2	6.9	6.9	7.0
归母净利润(百万元)	1,137	892	1,029	1,136	1,259
增长率 yoy (%)	1.4	-21.5	15.3	10.4	10.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.47
净资产收益率(%)	9.6	7.8	9.0	9.8	10.8
P/E(倍)	13.5	17.3	15.0	13.6	12.2
P/B(倍)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价(元)	5.72
总市值(百万元)	15,410.20
总股本(百万股)	2,694.09
其中自由流通股(%)	81.92
30 日日均成交量(百万股)	18.27

#### 股价走势



#### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 《森马服饰(002563.SZ): 业绩符合预期, 高分红具备吸引力》 2026-04-01
- 《森马服饰(002563.SZ): 2025Q3 收入提速增长, 归母净利润同比转正》 2025-10-31
- 《森马服饰(002563.SZ): 存货减值处理谨慎, 费用投入致使 2025Q2 利润承压》 2025-08-22

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13582	13603	14142	14736	15495
现金	6285	5837	6090	6678	7175
应收票据及应收账款	1595	1499	1680	1755	1900
其他应收款	61	100	87	104	106
预付账款	303	227	286	283	315
存货	3481	3178	3138	2837	2695
其他流动资产	1857	2762	2860	3078	3303
非流动资产	5518	5050	5123	4915	4721
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1530	1402	1285	1156	1034
无形资产	474	445	398	351	304
其他非流动资产	3515	3202	3440	3407	3383
资产总计	19101	18653	19266	19650	20216
流动负债	6962	6959	7407	7645	8035
短期借款	0	300	300	300	300
应付票据及应付账款	5120	4776	5337	5595	6043
其他流动负债	1841	1882	1769	1750	1692
非流动负债	312	317	393	434	493
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	312	317	393	434	493
负债合计	7274	7276	7800	8079	8528
少数股东权益	-4	-13	-15	-17	-19
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2823	2833	2833	2833	2833
留存收益	6466	6011	6104	6211	6329
归属母公司股东权益	11830	11391	11481	11588	11707
负债和股东权益	19101	18653	19266	19650	20216

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1263	1730	1747	2092	2097
净利润	1134	883	1027	1134	1257
折旧摊销	519	671	428	454	439
财务费用	51	55	12	14	15
投资损失	-1	-4	-4	-4	-5
营运资金变动	-807	-348	-153	39	-64
其他经营现金流	368	473	437	456	456
投资活动现金流	-2002	-835	-606	-503	-504
资本支出	-399	-587	4	18	11
长期投资	-1595	-240	-216	-213	-215
其他投资现金流	-8	-8	-394	-308	-300
筹资活动现金流	-1280	-1345	-883	-1001	-1096
短期借款	0	300	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	11	0	0	0
其他筹资现金流	-1290	-1656	-883	-1001	-1096
现金净增加额	-2019	-448	253	588	497

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14626	15090	16127	17246	18454
营业成本	8217	8284	8898	9511	10172
营业税金及附加	95	107	114	122	131
营业费用	3751	4235	4493	4788	5105
管理费用	593	604	645	690	738
研发费用	306	302	323	345	369
财务费用	-132	-93	-163	-169	-186
资产减值损失	-292	-453	-456	-456	-456
其他收益	46	56	32	34	37
公允价值变动收益	7	-15	0	0	0
投资净收益	1	4	4	4	5
资产处置收益	1	5	0	0	0
营业利润	1548	1241	1397	1542	1710
营业外收入	5	18	0	0	0
营业外支出	10	13	0	0	0
利润总额	1543	1246	1397	1542	1710
所得税	409	364	370	408	453
净利润	1134	883	1027	1134	1257
少数股东损益	-3	-10	-2	-2	-2
归属母公司净利润	1137	892	1029	1136	1259
EBITDA	1932	1836	1662	1827	1963
EPS (元/股)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.47

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	7.1	3.2	6.9	6.9	7.0
营业利润(%)	2.8	-19.8	12.5	10.4	10.9
归属母公司净利润(%)	1.4	-21.5	15.3	10.4	10.9
获利能力					
毛利率(%)	43.8	45.1	44.8	44.9	44.9
净利率(%)	7.8	5.9	6.4	6.6	6.8
ROE(%)	9.6	7.8	9.0	9.8	10.8
ROIC(%)	8.4	6.8	7.3	8.1	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	38.1	39.0	40.5	41.1	42.2
净负债比率(%)	-49.1	-44.1	-45.4	-49.7	-52.9
流动比率	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	10.0	9.8	10.1	10.0	10.1
应付账款周转率	3.9	3.9	4.2	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.64	0.65	0.78	0.78
每股净资产(最新摊薄)	4.39	4.23	4.26	4.30	4.35
估值比率					
P/E	13.5	17.3	15.0	13.6	12.2
P/B	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.8	5.2	6.1	5.3	4.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年04月28日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com