

森马服饰 (002563.SZ)

强烈推荐 (维持)

25 年净利润触底，26Q1 收入&利润超预期

公司 2025 年收入同比增长 3% 至 151 亿元，归母净利润同比下降 22% 至 8.92 亿元。2026Q1 收入 34.49 亿元/yoy+12%，归母净利润 3.11 亿元/yoy+45%。一季度表现超预期。当前估值 15X，维持强烈推荐评级。

□ 2025 年业绩触底。2025 年公司实现收入 150.9 亿元，同比+3.17%；归母净利润 8.92 亿元，同比下降 21.54%；扣非净利润 8.43 亿元，同比下降 22.22%。25 年股利支付率接近 91%。25Q4：公司营收 52.46 亿元，同比+0.36%；归母净利润 3.56 亿元，同比下降 7%；扣非净利润 3.28 亿元，同比下降 6.24%。

□ 2025 年收入同比增长 3%，童装表现优于休闲装；直营表现亮眼：

分渠道：2025 年线上收入 69.72 亿元 (同比+4.5%)，线下直营收入 20.16 亿元 (同比+30.25%)，线下加盟收入 57.69 亿元 (同比-5.03%)，线下联营收入 0.98 亿元 (同比-39.93%)。截至 2025 年底公司门店数量为 7931 家，较年初净减 394 家；其中直营、加盟、联营门店数量为 1028 家 (+48 家)、6872 家 (-388 家)、31 家 (-54 家)。直营门店店均面积 220 平米，店均坪效 8946 元/平米/年。

分产品：休闲服饰收入 40.55 亿元 (同比-3.22%)，占总收入 26.87%；儿童服饰收入 108 亿元 (同比+5.18%)，占总收入 71.57%。截至 2025 年底公司休闲服饰、儿童服饰门店数量分别为 2676 家 (-135 家)、5255 家 (-259 家)。

□ 2025 年毛利率提升明显，期间费用率有所增加。公司毛利率同比+1.29pct 至 45.1%。分渠道看：线上毛利率 45.81% (同比+0.46pct)，线下直营 65.85% (同比-0.22pct)，线下加盟 36.55% (同比+0.36pct)，线下联营 62.28% (同比+1.95pct)。分产品看：休闲服饰毛利率 40.5% (同比+5.02pct)，儿童服饰 46.75% (同比-0.56pct)。2025 年公司净利率 5.85% (同比-1.91pct)，期间费用率+2.55pct 至 33.44%，主要由于线上投流费用&线下直营扩张导致销售费用率+2.41pct。

□ 现金流改善，运营效率提升。2025 年公司经营活动净现金流同比+36.95% 至 17.3 亿元。存货规模同比下降 8.71% 至 31.78 亿元，通过深化 52 周 MD 商品运营机制及全链路数据化管控持续优化商品周转效率，应收账款规模同比下降 6.02% 至 14.99 亿元，运营提效成效显现。

□ 26Q1 收入利润表现均超预期：收入 34.49 亿元/yoy+12.03% (与终端流水表现相当)，归母净利润 3.11 亿元/yoy+45.25%，扣非归母净利润 2.98 亿元/yoy+54.08%。净利润增速显著高于收入增速，主要因毛利率同比提升 0.7pct 至 47.7%，期间费用率下降 3.59pct 至 30.57%，叠加财务费用等损益项目改善所致。

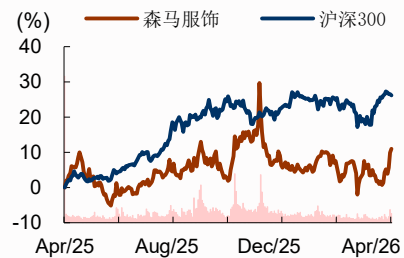
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：5.72 元

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 总股本 (百万股) | 2694 |
| 已上市流通股 (百万股) | 2207 |
| 总市值 (十亿元) | 15.4 |
| 流通市值 (十亿元) | 12.6 |
| 每股净资产 (MRQ) | 4.3 |
| ROE (TTM) | 8.5 |
| 资产负债率 | 34.9% |
| 主要股东 | 邱光和 |
| 主要股东持股比例 | 15.34% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 8 | 8 | -6 |
| 相对表现 | 2 | 6 | -32 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《森马服饰 (002563) — 25Q3 业绩回暖，费用控制良好》2025-10-31
- 《森马服饰 (002563) — 25Q1 短期费用投放拖累业绩，终端零售保持向好趋势》2025-04-30
- 《森马服饰 (002563) — 2024 年稳健增长，持续拓店提升渠道能力》2025-04-02

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
唐圣扬 S1090523120001
tangshengyang@cmschina.com.cn

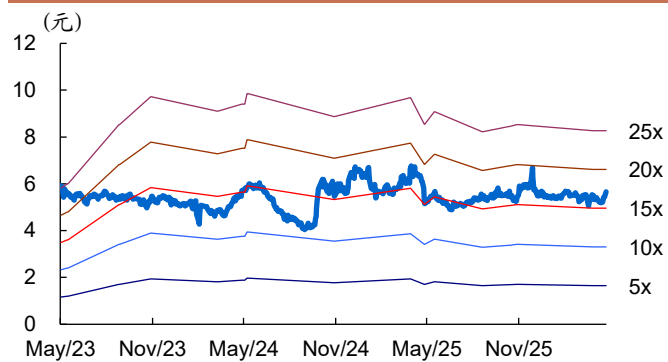
- **26Q1 盈利能力提升：毛利率：26Q1 毛利率同比+0.7pct 至 47.7%，主因产品结构优化及供应链效率提升。** 期间费用率：26Q1 整体期间费用率同比-3.59pct 至 30.57%。其他损益项目：26Q1 资产减值损失-1.6 亿元（25Q1 为-1.02 亿元），信用减值损失冲回 536.74 万元（25Q1 为-654.39 万元），主因应收账款管理加强及资产结构优化；其他收益 927.29 万元（25Q1 为 1549.11 万元）。归母净利率：综合影响下，26Q1 归母净利率同比+2.08pct 至 8.99%。
- **26Q1 存货显著下降，现金流大幅改善。** 存货：截至 26Q1 末存货 28.67 亿元 /yoy-14.36%，较 25 年末的 31.78 亿元明显降低。现金流：26Q1 经营活动现金流净额 3.34 亿元/较 25Q1 的 1.53 亿元同比增长 118.95%，主因采购货款及费用支出减少。
- **盈利预测及投资建议：考虑到 2025 年归母净利润 8.92 亿，低于我们此前的预期，同时考虑到零售环境的不确定性，我们小幅下调 2026 年-2028 年的盈利预测。** 预计 2026 年-2028 年归母净利润分别为 10.04 亿元、10.97 亿元、11.96 亿元，同比增速分别为 12%、9%、9%。当前市值对应 26PE 为 15X，估值较低，同时考虑到公司高分红，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：终端零售及店效不及预期风险，线上流量成本侵蚀利润风险，存货减值风险等。**

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 14626 | 15090 | 16048 | 17171 | 18418 |
| 同比增长 | 7% | 3% | 6% | 7% | 7% |
| 营业利润(百万元) | 1548 | 1241 | 1397 | 1527 | 1666 |
| 同比增长 | 3% | -20% | 13% | 9% | 9% |
| 归母净利润(百万元) | 1137 | 892 | 1004 | 1097 | 1196 |
| 同比增长 | 1% | -22% | 12% | 9% | 9% |
| 每股收益(元) | 0.42 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 0.44 |
| PE | 13.5 | 17.3 | 15.4 | 14.1 | 12.9 |
| PB | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |

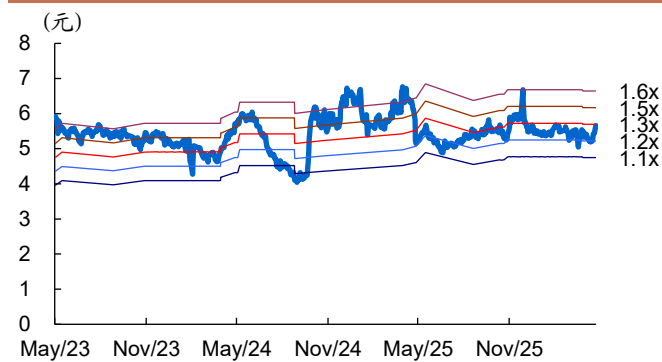
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 森马服饰历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 森马服饰历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 13582 | 13603 | 14108 | 14907 | 15741 |
| 现金 | 6285 | 5837 | 5945 | 6259 | 6553 |
| 交易性投资 | 939 | 1199 | 1199 | 1199 | 1199 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 1595 | 1499 | 1594 | 1706 | 1830 |
| 其它应收款 | 61 | 100 | 107 | 114 | 123 |
| 存货 | 3481 | 3178 | 3360 | 3594 | 3854 |
| 其他 | 1221 | 1790 | 1902 | 2035 | 2183 |
| 非流动资产 | 5518 | 5050 | 4815 | 4611 | 4433 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1530 | 1402 | 1287 | 1183 | 1089 |
| 无形资产商誉 | 474 | 445 | 401 | 361 | 325 |
| 其他 | 3515 | 3202 | 3127 | 3067 | 3019 |
| 资产总计 | 19101 | 18653 | 18923 | 19518 | 20174 |
| 流动负债 | 6962 | 6959 | 7044 | 7458 | 7918 |
| 短期借款 | 0 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 应付账款 | 5120 | 4776 | 5050 | 5402 | 5792 |
| 预收账款 | 152 | 130 | 138 | 147 | 158 |
| 其他 | 1689 | 1752 | 1556 | 1609 | 1668 |
| 长期负债 | 312 | 317 | 317 | 317 | 317 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 312 | 317 | 317 | 317 | 317 |
| 负债合计 | 7274 | 7276 | 7361 | 7775 | 8235 |
| 股本 | 2694 | 2694 | 2694 | 2694 | 2694 |
| 资本公积金 | 2823 | 2833 | 2833 | 2833 | 2833 |
| 留存收益 | 6314 | 5863 | 6059 | 6252 | 6461 |
| 少数股东权益 | (4) | (13) | (24) | (36) | (49) |
| 归属于母公司所有者权益 | 11830 | 11391 | 11586 | 11780 | 11989 |
| 负债及权益合计 | 19101 | 18653 | 18923 | 19518 | 20174 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 1263 | 1730 | 1094 | 1151 | 1213 |
| 净利润 | 1134 | 883 | 993 | 1085 | 1183 |
| 折旧摊销 | 273 | 368 | 253 | 223 | 197 |
| 财务费用 | 51 | 55 | (33) | (40) | (42) |
| 投资收益 | (1) | (4) | (45) | (45) | (45) |
| 营运资金变动 | (266) | 426 | (74) | (72) | (80) |
| 其它 | 73 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (2002) | (835) | 26 | 26 | 26 |
| 资本支出 | (411) | (614) | (19) | (19) | (19) |
| 其他投资 | (1591) | (221) | 45 | 45 | 45 |
| 筹资活动现金流 | (1280) | (1345) | (1012) | (863) | (945) |
| 借款变动 | (759) | (107) | (237) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 10 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (808) | (1347) | (808) | (903) | (987) |
| 其他 | 278 | 98 | 33 | 40 | 42 |
| 现金净增加额 | (2018) | (450) | 108 | 314 | 294 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 14626 | 15090 | 16048 | 17171 | 18418 |
| 营业成本 | 8217 | 8284 | 8759 | 9368 | 10046 |
| 营业税金及附加 | 95 | 107 | 114 | 122 | 131 |
| 营业费用 | 3751 | 4235 | 4493 | 4808 | 5157 |
| 管理费用 | 593 | 604 | 642 | 687 | 737 |
| 研发费用 | 306 | 302 | 321 | 344 | 369 |
| 财务费用 | (132) | (93) | (33) | (40) | (42) |
| 资产减值损失 | (303) | (455) | (400) | (400) | (400) |
| 公允价值变动收益 | 7 | (15) | (15) | (15) | (15) |
| 其他收益 | 46 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 投资收益 | 1 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 营业利润 | 1548 | 1241 | 1397 | 1527 | 1666 |
| 营业外收入 | 5 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 营业外支出 | 10 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 利润总额 | 1543 | 1246 | 1402 | 1532 | 1671 |
| 所得税 | 409 | 364 | 409 | 447 | 488 |
| 少数股东损益 | (3) | (10) | (11) | (12) | (13) |
| 归属于母公司净利润 | 1137 | 892 | 1004 | 1097 | 1196 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 7% | 3% | 6% | 7% | 7% |
| 营业利润 | 3% | -20% | 13% | 9% | 9% |
| 归母净利润 | 1% | -22% | 12% | 9% | 9% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 43.8% | 45.1% | 45.4% | 45.4% | 45.5% |
| 净利率 | 7.8% | 5.9% | 6.3% | 6.4% | 6.5% |
| ROE | 9.8% | 7.7% | 8.7% | 9.4% | 10.1% |
| ROIC | 8.8% | 6.8% | 8.1% | 8.8% | 9.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 38.1% | 39.0% | 38.9% | 39.8% | 40.8% |
| 净负债比率 | 1.0% | 2.9% | 1.6% | 1.5% | 1.5% |
| 流动比率 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 存货周转率 | 2.6 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 应收账款周转率 | 10.0 | 9.8 | 10.4 | 10.4 | 10.4 |
| 应付账款周转率 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.42 | 0.33 | 0.37 | 0.41 | 0.44 |
| 每股经营净现金 | 0.47 | 0.64 | 0.41 | 0.43 | 0.45 |
| 每股净资产 | 4.39 | 4.23 | 4.30 | 4.37 | 4.45 |
| 每股股利 | 0.35 | 0.30 | 0.34 | 0.37 | 0.40 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 13.5 | 17.3 | 15.4 | 14.1 | 12.9 |
| PB | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 10.7 | 13.0 | 10.4 | 9.8 | 9.2 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。