

2026年04月28日

Q1 业绩超预期，体现正经营杠杆效应

森马服饰(002563)

评级:	买入	股票代码:	300577
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.68/4.98
目标价格:		总市值(亿)	154.10
最新收盘价:	5.72	自由流通市值(亿)	126.25
		自由流通股数(亿)	22.07

事件概述

26Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营现金流量分别为 34.49/3.11/2.98/3.34 亿元、同比增长 12.03%/45.25%/54.08%/118.95%，业绩超市场预期，主要由于收入增长带来规模效应、费用率下降贡献。

分析判断:

毛利率提升，归母净利率增幅小于毛利率。26Q1 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率为 47.71%/9.03%/8.65%，同比提升 0.71/2.07/2.36PCT。销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.15%/4.26%/1.25%/-2.10%、同比下降 1.40/0.84/0.1/1.25PCT，其中财务费用率下降主要由于定期存款利息收入增加。资产减值损失占比 4.64%，同比增长 1.33PCT；公允价值变动净收入占比为 0.11%，同比减少 0.06PCT，所得税/收入为 3.28%，同比增加 0.86PCT。

库存改善明显。26Q1 末公司存货为 28.67 亿元、同比下降 14.4%，存货周转天数为 151 天、同比下降 38 天。公司应收账款为 10.99 亿元、同比增长 -9.7%，应收账款周转天数为 34 天、同比下降 7 天。公司应付账款为 18.78 亿元、同比增长 21.9%，应付账款周转天数为 96 天、同比增加 10 天。

投资建议

我们分析，26Q1 体现正经营杠杆效应明显：（1）25 年净关店后，26 年不排除可能转为净开店；加盟商去库存见底后，批发出货和流水增长差距逐步缩小。（2）26 年延续了 25 年下半年以来的控费趋势。（3）中期来看，收入增长驱动在于：海外开店、PUMA 和 ASICS 儿童品类代理、新零售等；公司合作品牌 JASON WU（个性连衣裙）、舒库（基本款单品）、VIVIDBOX（时尚轻运动亲子套装）以及授权品牌 PUMA、ASCIS 未来有望贡献增长。（4）长期来看，随着公司控费及线上控折扣，净利率仍有修复空间。

上调盈利预测，调整 26-28 年收入预测 156.23/166.32/177.87 亿元至 159.98/170.15/181.84 亿元；调整 26-28 年归母净利预测 10.18/12.27/14.50 亿元至 12.78/12.92/15.22 亿元；调整 26-28 年 EPS 预测 0.38/0.46/0.54 至 0.47/0.48/0.56 元，2026 年 4 月 28 日收盘价 5.72 元对应 26-28 年 PE 分别为 12/12/10X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；销售费用率高企风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,626	15,090	15,998	17,015	18,184

YoY (%)	7.1%	3.2%	6.0%	6.4%	6.9%
归母净利润(百万元)	1,137	892	1,278	1,292	1,522
YoY (%)	1.4%	-21.5%	43.2%	1.1%	17.8%
毛利率 (%)	43.8%	45.1%	45.7%	46.3%	46.9%
每股收益 (元)	0.42	0.33	0.47	0.48	0.56
ROE	9.6%	7.8%	10.1%	9.3%	9.8%
市盈率	13.62	17.33	12.06	11.93	10.13

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	15,090	15,998	17,015	18,184	净利润	883	1,278	1,292	1,522
YoY (%)	3.2%	6.0%	6.4%	6.9%	折旧和摊销	671	284	284	284
营业成本	8,284	8,686	9,137	9,655	营运资金变动	-348	-4,006	18	-434
营业税金及附加	107	114	121	129	经营活动现金流	1,730	-2,424	1,606	1,389
销售费用	4,235	4,576	5,068	5,397	资本开支	-587	-5	3	-2
管理费用	604	720	740	770	投资	-240	0	0	0
财务费用	-93	-102	-53	-85	投资活动现金流	-835	-5	3	-2
研发费用	302	320	323	327	股权募资	3	0	0	0
资产减值损失	-453	0	0	0	债务募资	300	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	筹资活动现金流	-1,345	-15	-15	-15
营业利润	1,241	1,744	1,743	2,058	现金净流量	-448	-2,444	1,594	1,372
营业外收支	5	-5	3	-2					
利润总额	1,246	1,739	1,745	2,057	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	364	461	454	535	成长能力 (%)				
净利润	883	1,278	1,292	1,522	营业收入增长率	3.2%	6.0%	6.4%	6.9%
归属于母公司净利润	892	1,278	1,292	1,522	净利润增长率	-21.5%	43.2%	1.1%	17.8%
YoY (%)	-21.5%	43.2%	1.1%	17.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.33	0.47	0.48	0.56	毛利率	45.1%	45.7%	46.3%	46.9%
					净利率	5.9%	8.0%	7.6%	8.4%
					总资产收益率 ROA	4.8%	7.6%	7.3%	7.7%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净资产收益率 ROE	7.8%	10.1%	9.3%	9.8%
货币资金	5,837	3,393	4,987	6,359	偿债能力 (%)				
预付款项	227	238	250	265	流动比率	1.95	3.18	3.82	3.87
存货	3,178	3,805	3,540	4,222	速动比率	1.24	1.69	2.28	2.37
其他流动资产	4,361	4,543	4,469	4,783	现金比率	0.84	0.90	1.44	1.57
流动资产合计	13,603	11,979	13,247	15,629	资产负债率	39.0%	24.4%	21.3%	22.0%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率 (%)				
固定资产	1,402	1,118	834	550	总资产周转率	0.80	0.90	0.99	0.97
无形资产	445	445	445	445	每股指标 (元)				
非流动资产合计	5,050	4,766	4,482	4,198	每股收益	0.33	0.47	0.48	0.56
资产合计	18,653	16,745	17,729	19,827	每股净资产	4.23	4.70	5.18	5.75
短期借款	300	300	300	300	每股经营现金流	0.64	-0.90	0.60	0.52
应付账款及票据	4,776	2,516	2,208	2,784	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,882	956	956	956	估值分析				
流动负债合计	6,959	3,772	3,464	4,041	PE	17.33	12.06	11.93	10.13
长期借款	0	0	0	0	PB	1.28	1.22	1.10	1.00
其他长期负债	317	317	317	317					
非流动负债合计	317	317	317	317					
负债合计	7,276	4,089	3,781	4,357					
股本	2,694	2,694	2,694	2,694					
少数股东权益	-13	-13	-13	-13					
股东权益合计	11,378	12,656	13,947	15,469					
负债和股东权益合计	18,653	16,745	17,729	19,827					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。