

## 公司研究

## 25年利润下滑，26Q1开局顺利、盈利能力回升明显

## ——森马服饰（002563.SZ）2025年年报及2026年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：6.06元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

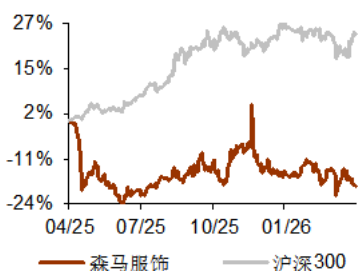
021-52523842

zhujiayu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	26.94
总市值(亿元)	163.26
一年最低/最高(元)	4.85/6.68
近3月换手率	59.42%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.30	9.40	-12.05
绝对	9.39	10.58	15.37

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年收入稳健增长、利润下滑，保持积极分红——森马服饰（002563.SZ）2025年中报点评（2025-08-26）

## 要点

## 事件：

**森马服饰发布2025年年报及2026年一季报。**公司2025年实现营业收入150.9亿元，同比增长3.2%，归母净利润8.9亿元，同比下降21.5%，扣非净利润8.4亿元，同比下降22.2%，EPS（基本）为0.33元。公司拟每股派发现金红利0.15元（含税），叠加中期已派息每股0.15元，对应全年合计派息比例为90.6%。

分季度来看，25Q1~Q4公司单季度收入分别为30.8/30.7/37/52.5亿元，分别同比-1.9%/+9%/+7.3%/+0.4%，归母净利润分别为2.1/1.1/2.1/3.6亿元，分别同比-38.1%/-46.3%/+4.6%/-7%。

公司26Q1实现营业收入34.5亿元，同比增长12%，归母净利润3.1亿元，同比增长45.2%，扣非归母净利润3亿元，同比增长54.1%。利润增幅高于收入主要为费用率下降贡献，促归母净利率同比提升2.1PCT至9%。

## 点评：

## 直营渠道着力拓展、25年收入增长突出，线上稳健发展、加盟渠道门店净减少

**分渠道来看：**25年公司线上、直营、加盟、联营渠道销售占营业收入比例分别为46%/13%/38%/0.7%，收入分别同比+4.5%/+30.3%/-5%/-40%，其中直营渠道收入增幅较高，主要为公司发力拓展直营门店所贡献。

**分品类来看：**25年儿童服饰、休闲服饰收入占营业收入比例分别为72%/27%，收入分别同比+5.2%/-3.2%。

**门店方面：**25年末公司总门店数为7931家、年内净减少394家（-4.7%），其中分渠道来看，直营/加盟/联营门店25年末分别为1028/6872/31家，分别净+48/-388/-54家，直营门店实现净拓店；分品类来看，儿童服饰、休闲服饰门店数分别为5255/2676家，年内净-259/-135家。

## 毛利率同比提升，25Q4开始费用率控制优化

**毛利率：**25年毛利率同比提升1.3PCT至45.1%。分品类来看，儿童服饰、休闲服饰毛利率分别为46.8%/40.5%，分别同比-0.6/+5PCT；分渠道来看，线上、直营、加盟/联营渠道销售毛利率分别为45.8%/65.9%/36.6%/62.3%，分别同比+0.5/-0.2/+0.4/+2PCT。分季度来看，25Q1~26Q1单季度毛利率分别同比+0.4/+0.9/+0.1/+3/+0.7PCT至47%/46.4%/42.5%/45.1%/47.7%。

**费用率：**25年期间费用率同比提升2.6PCT至33.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为28.1%/4%/2%/-0.6%，分别同比+2.4/-0.1/-0.1/+0.3PCT。其中，销售费用率同比提升，主要为25年公司线上平台投流费用增加以及线下新开门店（主要系直营店）相关费用增加所致。25Q1~26Q1单季度期间费用率分别同比+5.9/+5.2/+1.2/-0.2/-3.6PCT，25Q4开始费用率同比下降，费用管控优化。

**其他财务指标：1) 存货**25年末同比减少8.7%至31.8亿元，26年3月末同比减少14.4%至28.7亿元，较年初减少9.8%，存货周转天数25年/26Q1分别为145/151天，同比+8/-38天。

2) **应收账款** 25 年末同比减少 6%至 15 亿元，26 年 3 月末同比减少 9.7%至 11 亿元，较年初减少 26.7%，25 年/26Q1 应收账款周转天数分别为 37/34 天，同比+1/-7 天。

3) **资产减值损失** 25 年为 4.5 亿元，同比增加 55.5%、净增加 1.6 亿元。26Q1 为 1.6 亿元，同比增加 57%。

4) **经营活动净现金流** 25 年为 17.3 亿元，同比增加 36.9%，26Q1 为 3.3 亿元，同比增加 118.9%。

### 26Q1 开局顺利、盈利能力回升明显

公司 25 年收入平稳增长但利润承压，主要为费用率提升和资产减值损失增加所致。26Q1 公司收入实现双位数理想增长、零售端表现向好，且费用率控制良好促利润增幅较高，未来继续期待公司费用管控优化、盈利能力修复。

考虑到终端需求仍存不确定性，我们下调公司 26~27 年、新增 28 年归母净利润预测（较前次预测下调 14%/16%）至 10/11.1/12.1 亿元，对应 26~28 年 EPS 为 0.37/0.41/0.45 元，PE 分别为 16/15/13 倍，分红率高、派息回报理想，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求持续疲软、线下客流恢复不及预期；电商流量增长放缓致销售不及预期；线下渠道拓展不力、新开店效益不及预期；费用投入不当；渠道库存恶化。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,626	15,090	15,908	17,086	18,146
营业收入增长率	7.1%	3.2%	5.4%	7.4%	6.2%
归母净利润（百万元）	1,137	892	1,004	1,114	1,213
归母净利润增长率	1.4%	-21.5%	12.5%	10.9%	8.9%
EPS（元）	0.42	0.33	0.37	0.41	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.6%	7.8%	8.7%	9.4%	10.1%
P/E	14	18	16	15	13
P/B	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	14626	15090	15908	17086	18146
营业成本	8217	8284	8691	9319	9873
折旧和摊销	192	176	190	214	228
税金及附加	95	107	113	121	129
销售费用	3751	4235	4438	4699	4963
管理费用	593	604	636	683	726
研发费用	306	302	318	342	363
财务费用	-132	-93	-68	-32	-15
投资收益	1	4	3	3	3
营业利润	1548	1241	1416	1571	1711
利润总额	1543	1246	1418	1573	1713
所得税	409	364	414	459	500
净利润	1134	883	1004	1114	1213
少数股东损益	-3	-10	0	0	0
归属母公司净利润	1137	892	1004	1114	1213
EPS(元)	0.42	0.33	0.37	0.41	0.45

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1263	1730	1223	1488	1620
净利润	1137	892	1004	1114	1213
折旧摊销	192	176	190	214	228
净营运资金增加	1145	734	219	264	216
其他	-1211	-73	-190	-104	-38
投资活动产生现金流	-2002	-835	-347	-247	-197
净资本支出	-399	-587	-350	-250	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1603	-248	3	3	3
融资活动现金流	-1280	-1345	-509	-782	-1010
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	18	341	231	90	-22
无息负债变化	808	-339	293	406	359
净现金流	-2019	-448	367	460	413

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	43.8%	45.1%	45.4%	45.5%	45.6%
EBITDA 率	15.5%	16.1%	14.8%	15.3%	15.6%
EBIT 率	13.7%	13.7%	13.6%	14.1%	14.3%
税前净利润率	10.5%	8.3%	8.9%	9.2%	9.4%
归母净利润率	7.8%	5.9%	6.3%	6.5%	6.7%
ROA	5.9%	4.7%	5.2%	5.5%	5.9%
ROE (摊薄)	9.6%	7.8%	8.7%	9.4%	10.1%
经营性 ROIC	15.3%	14.7%	14.9%	16.0%	17.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	38.1%	39.0%	40.3%	41.3%	41.9%
流动比率	1.95	1.95	1.89	1.86	1.85
速动比率	1.45	1.50	1.46	1.44	1.45
归母权益/有息债务	60.21	21.20	15.07	13.74	14.35
有形资产/有息债务	91.81	32.54	23.71	22.07	23.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	19,101	18,653	19,374	20,080	20,627
货币资金	6,285	5,837	6,204	6,664	7,077
交易性金融资产	939	1,199	1,199	1,199	1,199
应收账款	1,595	1,499	1,594	1,712	1,818
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	61	100	106	114	121
存货	3,481	3,178	3,259	3,327	3,361
其他流动资产	1,221	1,790	1,801	1,818	1,833
流动资产合计	13,582	13,603	14,163	14,834	15,409
其他权益工具	93	93	93	93	93
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,530	1,402	1,857	2,013	2,032
在建工程	287	612	306	184	138
无形资产	474	445	423	402	382
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,134	2,497	2,531	2,555	2,574
非流动资产合计	5,518	5,050	5,210	5,246	5,218
总负债	7,274	7,276	7,800	8,296	8,632
短期借款	0	300	531	622	599
应付账款	2,308	1,975	2,086	2,237	2,370
应付票据	2,812	2,801	2,955	3,169	3,357
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,841	1,882	1,911	1,953	1,990
流动负债合计	6,962	6,959	7,483	7,979	8,316
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	312	317	317	317	317
非流动负债合计	312	317	317	317	317
股东权益	11,827	11,378	11,574	11,784	11,994
股本	2,694	2,694	2,694	2,694	2,694
公积金	4,546	4,557	4,557	4,557	4,557
未分配利润	4,742	4,288	4,484	4,694	4,904
归属母公司权益	11,830	11,391	11,587	11,797	12,008
少数股东权益	-4	-13	-13	-13	-13

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	25.6%	28.1%	27.9%	27.5%	27.4%
管理费用率	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用率	-0.9%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
研发费用率	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
所得税率	26.5%	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.35	0.30	0.34	0.37	0.41
每股经营现金流	0.47	0.64	0.45	0.55	0.60
每股净资产	4.39	4.23	4.30	4.38	4.46
每股销售收入	5.43	5.60	5.90	6.34	6.74

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	14	18	16	15	13
PB	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	7	7	6	6	5
股息率	5.8%	5.0%	5.5%	6.1%	6.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼