

森马服饰 (002563)

2026年一季报点评: Q1 营收增长良好, 利润率显著修复

买入 (维持)

2026年05月03日

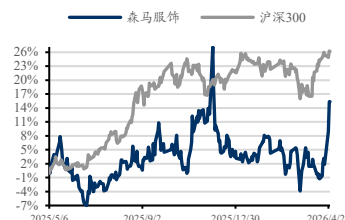
证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	14,626	15,090	16,121	17,263	18,475
同比 (%)	7.06	3.17	6.83	7.09	7.02
归母净利润 (百万元)	1,137.40	892.42	1,053.37	1,146.38	1,242.12
同比 (%)	1.42	(21.54)	18.04	8.83	8.35
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.42	0.33	0.39	0.43	0.46
P/E (现价&最新摊薄)	14.35	18.29	15.50	14.24	13.14

股价走势



投资要点

- **公司公布 2026 年一季报:** 26Q1 收入 34.49 亿元/yoy+12.03%, 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%。收入实现双位数增长, 利润端在毛利率改善和费用率优化下, 增速显著快于收入端, 实现高质量增长。
- **26Q1 收入增长与零售流水匹配, 其中童装稳健, 休闲服改善, 小品牌矩阵表现突出。** 1) **整体零售:** 26Q1 公司全渠道零售额同比增长 12.3%, 与报表收入增速基本同步, 反映渠道健康度良好。2) **分业务看:** 儿童服饰业务增长稳健, 25 年营收同比+5.2%, 26Q1 同比+13.9%; 休闲服饰业务 25 年营收同比-3.2%, 26Q1 同比+6.2%, 26Q1 有所回暖。其中, 公司培育及代理的小品牌矩阵表现亮眼, 26Q1 收入占比超 10%、各品牌营收同比增长超过 30%, 其中迷你巴拉收入同比+34%、森马儿童同比+57%、代理的彪马童装同比增长翻倍以上。截至 26Q1 末门店总数 7652 家 (童装 5123+休闲服 2529 家), 较年初净减少 279 家 (童装-132&休闲服-147 家), 渠道结构持续调整优化。3) **分模式看,** 25 年直营收入 20.16 亿元/yoy+30.25%, 加盟收入 57.69 亿元/yoy-5.03%, 线上收入 69.72 亿元/yoy+4.5%。
- **26Q1 毛利率稳中有升, 费用管控成效显著。** 1) **毛利率:** 25 年同比+1.29pct 至 45.1%, 26Q1 同比+0.70pct 至 47.7%, 主要受益于零售折扣改善以及毛利率更高的直营及线上业务收入占比提升。2) **期间费用率:** 25 年同比+2.55pct 至 33.44%, 26Q1 同比-3.59pct 至 30.57%, 25 年期间费用率提升主因 25 年直营新开店及线上平台投流费增加带动销售费用率提升; 26Q1 得益于零售良好表现, 销售及管理费用率均有所优化, 同时利息收入增加带动财务费用率同比下降。3) **其他损益项目:** 25 年计提资产减值损失 4.53 亿元 (较 24 年增加 1.62 亿元), 26Q1 计提资产减值损失 1.60 亿元 (较 25Q1 增加约 5800 万元), 主要系公司基于谨慎性原则对 24 年秋冬装计提了较充分的存货跌价准备。4) **归母净利率:** 25 年同比-1.86pct 至 5.91%, 26Q1 同比+2.06pct 至 9.03%。
- **存货规模有效降解, 经营性现金流大幅改善。** 1) **存货:** 截至 26Q1 末存货 28.67 亿元/yoy-14.4%。2) **现金流:** 26Q1 经营活动现金流净额 3.34 亿元/yoy+118.95%, 主要系销售收款增加所致, 经营质量健康。
- **盈利预测与投资评级:** 25 年公司分红比例 90.57%, 较 24 年的 82.90% 进一步提升。考虑 25 年业绩略低于我们此前预期, 终端零售环境较为波动, 我们将 26-27 年归母净利润预测值从 11.47/13.85 亿元下调至 10.53/11.46 亿元, 增加 28 年预测值 12.42 亿元, 分别同比+18.04%/+8.83%/+8.35%, 对应 PE 分别为 16/14/13X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端消费信心恢复不及预期, 行业竞争加剧。

市场数据

收盘价(元)	6.06
一年最低/最高价	4.98/6.68
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	13,374.98
总市值(百万元)	16,326.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.34
资产负债率(% ,LF)	34.87
总股本(百万股)	2,694.09
流通 A 股(百万股)	2,207.09

相关研究

《森马服饰(002563): 2025 年三季报点评: Q3 利润率环比回升, Q4 销售开局良好》

2025-11-04

《森马服饰(002563): 2025 年中报点评: 零售变革致短期利润承压, 延续高分红》

2025-08-25

森马服饰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,603	13,330	13,800	12,385	营业总收入	15,090	16,121	17,263	18,475
货币资金及交易性金融资产	7,036	6,882	7,350	5,919	营业成本(含金融类)	8,284	8,832	9,436	10,078
经营性应收款项	1,726	1,822	1,941	2,069	税金及附加	107	113	121	129
存货	3,178	3,085	2,960	2,839	销售费用	4,235	4,433	4,756	5,099
合同资产	0	0	0	0	管理费用	604	645	691	739
其他流动资产	1,663	1,541	1,549	1,557	研发费用	302	322	345	370
非流动资产	5,050	5,333	5,368	5,395	财务费用	(93)	(58)	(52)	(54)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	56	48	52	55
固定资产及使用权资产	1,975	1,764	1,546	1,358	投资净收益	4	3	3	4
在建工程	612	658	706	715	公允价值变动	(15)	0	0	0
无形资产	445	415	385	355	减值损失	(461)	(430)	(435)	(450)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	2	0	0
长期待摊费用	375	375	375	375	营业利润	1,241	1,457	1,586	1,724
其他非流动资产	1,643	2,121	2,356	2,591	营业外净收支	5	2	2	2
资产总计	18,653	18,663	19,169	17,779	利润总额	1,246	1,459	1,588	1,726
流动负债	6,959	7,076	7,476	5,969	减:所得税	364	408	445	483
短期借款及一年内到期的非流动负债	537	525	525	525	净利润	883	1,050	1,143	1,243
经营性应付款项	4,776	4,907	5,242	3,919	减:少数股东损益	(10)	(3)	(3)	0
合同负债	130	161	173	185	归属母公司净利润	892	1,053	1,146	1,242
其他流动负债	1,515	1,483	1,536	1,340	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.39	0.43	0.46
非流动负债	317	317	317	317	EBIT	1,165	1,400	1,536	1,672
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,836	1,850	1,986	2,125
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.10	45.21	45.34	45.45
租赁负债	286	286	286	286	归母净利率(%)	5.91	6.53	6.64	6.72
其他非流动负债	31	31	31	31	收入增长率(%)	3.17	6.83	7.09	7.02
负债合计	7,276	7,393	7,793	6,286	归母净利润增长率(%)	(21.54)	18.04	8.83	8.35
归属母公司股东权益	11,391	11,287	11,395	11,512					
少数股东权益	(13)	(16)	(19)	(19)					
所有者权益合计	11,378	11,270	11,376	11,493					
负债和股东权益	18,653	18,663	19,169	17,779					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,730	1,689	2,080	268	每股净资产(元)	4.23	4.19	4.23	4.27
投资活动现金流	(835)	(943)	(845)	(844)	最新发行在外股份(百万股)	2,694	2,694	2,694	2,694
筹资活动现金流	(1,345)	(994)	(1,067)	(1,154)	ROIC(%)	6.73	8.30	9.12	9.83
现金净增加额	(448)	(254)	168	(1,730)	ROE-摊薄(%)	7.83	9.33	10.06	10.79
折旧和摊销	671	450	450	454	资产负债率(%)	39.00	39.61	40.65	35.36
资本开支	(587)	(246)	(248)	(248)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.29	15.50	14.24	13.14
营运资本变动	(348)	(245)	28	(1,902)	P/B(现价)	1.43	1.45	1.43	1.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>