

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

森马服饰 (002563.SH)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiانتian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

森马服饰：童装稳增、休闲承压，加盟渠道调整持续调整

2026年4月1日

事件：公司发布2025年年报。2025年公司实现收入150.90亿元（同比+3.17%），归母净利润8.92亿元（同比-21.54%），扣非归母净利润8.43亿元（同比-22.22%）；2025Q4公司实现收入52.46亿元（同比+0.36%），归母净利润3.56亿元（同比-7%），扣非归母净利润3.28亿元（同比-6.24%）。收入端表现稳健，利润暂时承压。

童装业务韧性增长，休闲装收入承压。分产品看，2025年公司儿童服饰/休闲服饰/其他分别实现收入108.00/40.55/2.34亿元，分别同比+5.18%/-3.22%/+39.82%。儿童服饰作为公司核心增长引擎，巴拉巴拉品牌持续巩固亚洲第一童装地位，儿童运动品牌（ASICS Kids、PUMA Kids）成为新增长点，ASICS Kids“小飞鞋”销量突破万双，PUMA Kids会员复购率提升15%。休闲服饰受消费环境及行业竞争加剧影响，收入同比-3.22%，森马品牌正推进“再造新常态”战略升级，聚焦都市通勤、日常休闲、轻运动户外三大场景，品牌焕新值得期待。

渠道结构变化，加盟经历调整期。分渠道看，2025年公司线上销售/直营销售/加盟销售分别实现收入69.72/20.16/57.69亿元，分别同比+4.50%/+30.25%/-5.03%。线上渠道保持稳健增长，直营渠道大幅提速，期末直营门店1028家（净增48家），单店面积和店效均有提升；加盟渠道处于调整期，收入同比-5.03%，期末加盟门店6872家（净减388家），公司推进以省份为单位的区域发展策略，探索单店加盟模式优化商渠匹配。

盈利能力承压，结构变化致毛利率分化。2025年公司整体毛利率45.05%（同比+1.16pct），但归母净利率5.91%（同比-1.86pct），盈利能力下滑主要因销售费用率同比+2.41pct至28.06%（线上投流费增加、线下新开门店费用增加）。分业务毛利率：儿童服饰46.75%（同比-0.56pct），休闲服饰40.50%（同比+5.02pct），休闲装毛利率主要是直营占比提升；分渠道毛利率：线上45.81%（同比+0.46pct）、直营65.85%（同比-0.22pct）、加盟36.55%（同比+0.36pct），直营高毛利但费用投放加大，加盟毛利率改善有限。

运营指标显著改善，现金流质量优异。2025年公司经营活动现金流净额17.30亿元（同比+36.95%），显著高于净利润8.83亿元，现金流质量大幅提升，主要因销售回款增加及库存管控优化。存货期末余额31.78亿元（同比-8.71%），存货周转天数149天，同比减少约15天，1年以内库龄占比69.4%，库存结构健康；应收账款期末14.99亿元（同比-6.02%），周转效率提升。公司货币资金达58.37亿元，现金储备充足，财务稳健抗风险能力强。

盈利预测：我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为

10.30/11.37/12.31 亿元，PE 分别为 14.21/12.87/11.88X。

风险因素：休闲服饰复苏不及预期、童装行业竞争加剧、线上流量成本上升。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	14,626	15,090	15,999	16,972	17,997
增长率 YoY %	7.1%	3.2%	6.0%	6.1%	6.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,137	892	1,030	1,137	1,231
增长率 YoY%	1.4%	-21.5%	15.4%	10.4%	8.3%
毛利率%	43.8%	45.1%	45.0%	45.0%	45.1%
净资产收益率ROE%	9.6%	7.8%	9.0%	9.8%	10.5%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.46
市盈率 P/E(倍)	12.86	16.39	14.21	12.87	11.88
市净率 P/B(倍)	1.24	1.28	1.27	1.26	1.25

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	13,582	13,603	13,949	14,372	14,859	
货币资金	6,285	5,837	6,542	6,632	6,708	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,595	1,499	1,509	1,943	2,444	
预付账款	303	227	264	280	297	
存货	3,481	3,178	2,975	2,810	2,653	
其他	1,918	2,862	2,660	2,707	2,757	
非流动资产	5,518	5,050	5,181	5,262	5,295	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,530	1,402	1,747	1,950	1,977	
无形资产	474	445	436	435	440	
其他	3,515	3,202	2,998	2,877	2,877	
资产总计	19,101	18,653	19,130	19,634	20,154	
流动负债	6,962	6,959	7,325	7,716	8,121	
短期借款	0	300	300	300	300	
应付票据	2,812	2,801	2,931	3,111	3,296	
应付账款	2,308	1,975	2,101	2,230	2,362	
其他	1,841	1,882	1,993	2,076	2,162	
非流动负债	312	317	327	327	327	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	312	317	327	327	327	
负债合计	7,274	7,276	7,651	8,043	8,448	
少数股东权益	-4	-13	-17	-19	-27	
归属母公司股东权益	11,830	11,391	11,496	11,610	11,733	
负债和股东权益	19,101	18,653	19,130	19,634	20,154	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	14,626	15,090	15,999	16,972	17,997	
同比(%)	7.1%	3.2%	6.0%	6.1%	6.0%	
归属母公司净利润	1,137	892	1,030	1,137	1,231	
同比(%)	1.4%	-21.5%	15.4%	10.4%	8.3%	
毛利率(%)	43.8%	45.1%	45.0%	45.0%	45.1%	
ROE%	9.6%	7.8%	9.0%	9.8%	10.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.46	
P/E	12.86	16.39	14.21	12.87	11.88	
P/B	1.24	1.28	1.27	1.26	1.25	
EV/EBITDA	6.78	5.22	5.05	4.42	4.12	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	14,626	15,090	15,999	16,972	17,997	
营业成本	8,217	8,284	8,793	9,333	9,889	
营业税金及附加	95	107	101	121	107	
销售费用	3,751	4,235	4,472	4,769	5,075	
管理费用	593	604	688	679	738	
研发费用	306	302	320	339	360	
财务费用	-132	-93	-132	-155	-157	
减值损失合计	-303	-461	-439	-418	-400	
投资净收益	1	4	5	5	5	
其他	55	46	24	22	24	
营业利润	1,548	1,241	1,347	1,495	1,615	
营业外收支	-5	5	2	-1	-5	
利润总额	1,543	1,246	1,349	1,494	1,610	
所得税	409	364	324	359	386	
净利润	1,134	883	1,026	1,135	1,223	
少数股东损益	-3	-10	-4	-2	-8	
归属母公司净利润	1,137	892	1,030	1,137	1,231	
EBITDA	1,932	1,836	1,767	2,000	2,123	
EPS(当年)(元)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金	1,263	1,730	2,109	1,901	1,937	
净利润	1,134	883	1,026	1,135	1,223	
折旧摊销	519	671	549	661	671	
财务费用	51	55	32	33	33	
投资损失	-1	-4	-5	-5	-5	
营运资金变动	-807	-348	75	-337	-384	
其它	368	473	432	414	399	
投资活动现金流	-2,002	-835	-457	-754	-720	
资本支出	-399	-587	-633	-696	-659	
长期投资	-1,595	-240	-40	-42	-44	
其他	-8	-8	216	-16	-17	
筹资活动现金流	-1,280	-1,345	-949	-1,056	-1,141	
吸收投资	4	3	0	0	0	
借款	0	300	0	0	0	
支付利息或股息	-808	-1,347	-959	-1,056	-1,141	
现金流净增加额	-2,019	-448	705	91	76	

研究团队简介

姜文轍，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。