森马服饰(002563)

报告日期：2026 年 04 月 29 日

26Q1 收入靓丽增长，利润弹性显著

——森马服饰点评报告

投资要点

- **公司发布 26 年一季报，**26Q1 实现收入 34.5 亿元，同比+12.0%，归母净利润/扣非归母净利润 3.1/3.0 亿元，分别同比+45.2%/+54.1%，过去两年公司在渠道、产品和营销积极布局和投放迎来成效，公司收入靓丽增长，毛利率继续向上叠加正向经营杠杆费用率降低，利润弹性凸显。

- **预计 26Q1 延续电商和直营优于批发趋势**
  受益于公司于产品、渠道和营销方面积极创新和投入，26Q1 收入实现优于行业的靓丽增长，我们预计电商和直营渠道均实现靓丽正增长，电商和直营渠道延续 25 年趋势，仍表现领跑，回顾 25 年直营、线上收入分别同比+30.3%、+4.5%至 20.2、69.7 亿元。

- **利润率向上，存货周转向好，现金流充足**
  26Q1 毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别+0.7pct/-1.4pct/-0.8pct/-0.1pct 至 47.7%/27.2%/4.3%/1.3%，毛利率提升预计受益于产品结构优化和毛利率较高的电商和直营渠道占比提升，受益于收入增长的正向经营杠杆费用率下降，26Q1 年营业利润率/归母净利率分别+2.8pct/+2.1pct 至 12.2%/9.0%，过去公司在低位积极投放的成效逐渐显现，品牌力持续向上，毛利率创新高，利润率向上修复。
  26Q1 末存货同比-14.4%至 28.7 亿元，库存周转天数同比-37.5 天至 151 天，库存周转效率提高，经营性现金流量净额同比+118.9%至 3.3 亿元，盈利质量优秀。

- **盈利预测及估值**
  预计 2026-2028 年公司收入分别为 160.3/168.8/177.1 亿元，对应增速+6.2%/5.3%/4.9%，归母净利润分别为 10.7/11.7/12.6 亿元，对应增速+19.5%/+9.7%/+7.6%，对应 PE 为 14.5/13.2/12.2X。公司深耕服饰行业，主要品牌巴拉巴拉及森马具备较强品牌力，未来将受益于门店逆势扩张及组织变革，有望实现高质量稳健增长，25 年分红率达 91%，维持“买入”评级。

- **风险提示：终端消费不及预期；消费者偏好变化**

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,090	16,031	16,881	17,706
(+/-) (%)	3.2%	6.2%	5.3%	4.9%
归母净利润	892	1,066	1,169	1,259
(+/-) (%)	-21.5%	19.5%	9.7%	7.6%
每股收益(元)	0.33	0.40	0.43	0.47
P/E	17.3	14.5	13.2	12.2

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：周敏
执业证书号：S1230525080004
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥5.72
总市值(百万元)	15,410.20
总股本(百万股)	2,694.09

股票走势图

相关报告

1 《直营靓丽增长，积极投放蓄力未来》 2026.04.08
2 《25Q3 业绩正增长，Q4 开局良好》 2025.11.04
3 《渠道变革下直营靓丽增长，费用投放致利润波动》 2025.09.16

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	**13,603**	**14,675**	**15,498**	**16,327**
现金	5,837	7,319	7,704	8,167
交易性金融资产	1,199	1,259	1,322	1,388
应收账项	1,499	1,718	1,840	1,853
其它应收款	100	102	105	107
预付账款	227	273	285	283
存货	3,178	3,445	3,657	3,914
其他	1,563	558	586	615
非流动资产	**5,050**	**4,295**	**4,126**	**3,999**
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,402	1,585	1,564	1,540
无形资产	445	473	464	461
在建工程	612	428	300	210
其他	2,590	1,808	1,798	1,788
资产总计	**18,653**	**18,969**	**19,624**	**20,326**
流动负债	**6,959**	**6,881**	**7,219**	**7,594**
短期借款	300	300	300	300
应付款项	1,975	2,193	2,427	2,687
预收账款	0	0	0	0
其他	4,683	4,387	4,492	4,608
非流动负债	**317**	**328**	**342**	**358**
长期借款	0	0	0	0
其他	317	328	342	358
负债合计	**7,276**	**7,209**	**7,561**	**7,952**
少数股东权益	(13)	(13)	(13)	(13)
归属母公司股东权	11,391	11,773	12,076	12,387
负债和股东权益	**18,653**	**18,969**	**19,624**	**20,326**

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**1,730**	**1,565**	**1,919**	**2,145**
净利润	883	1,060	1,161	1,251
折旧摊销	176	75	79	83
财务费用	**55**	**49**	**51**	**52**
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(348)	(191)	37	152
其它	969	576	593	611
投资活动现金流	**(835)**	**770**	**(599)**	**(675)**
资本支出	614	(84)	(28)	10
长期投资	0	0	0	0
其他	221	(687)	627	665
筹资活动现金流	**(1,345)**	**(853)**	**(935)**	**(1,007)**
短期借款	300	300	300	300
长期借款	0	0	0	0
其他	1,045	553	635	707
现金净增加额	**(448)**	**1,482**	**385**	**464**

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**15,090**	**16,031**	**16,881**	**17,706**
营业成本	8,284	8,750	9,208	9,651
营业税金及附加	107	114	120	126
营业费用	4,235	4,475	4,656	4,861
管理费用	604	635	660	683
研发费用	307	329	346	363
财务费用	(134)	(137)	(140)	(143)
资产减值损失	(453)	(463)	(472)	(481)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4
其他经营收益	47	35	20	20
营业利润	**1,241**	**1,442**	**1,582**	**1,707**
营业外收支	5	0	(2)	(5)
利润总额	**1,246**	**1,442**	**1,580**	**1,702**
所得税	364	382	419	451
净利润	**883**	**1,060**	**1,161**	**1,251**
少数股东损益	(10)	(6)	(8)	(7)
归属母公司净利润	**892**	**1,066**	**1,169**	**1,259**
EBITDA	2,336	2,381	2,577	2,742
EPS（最新摊薄）	0.33	0.40	0.43	0.47

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	3.17%	6.23%	5.30%	4.89%
营业利润	-19.77%	16.14%	9.72%	7.92%
归属母公司净利润	-21.54%	19.48%	9.67%	7.63%
获利能力				
毛利率	45.10%	45.42%	45.45%	45.49%
净利率	5.91%	6.65%	6.93%	7.11%
ROE	7.69%	9.22%	9.82%	10.30%
ROIC	11.93%	13.23%	14.01%	14.56%
偿债能力				
资产负债率	39.00%	38.01%	38.53%	39.12%
净负债比率	63.95%	61.30%	62.68%	64.26%
流动比率	1.95	2.13	2.15	2.15
速动比率	1.47	1.59	1.60	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.85	0.87	0.89
应收账款周转率	7.98	8.20	8.10	8.20
应付账款周转率	1.67	1.79	1.80	1.80
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.40	0.43	0.47
每股经营现金	0.64	0.58	0.71	0.80
每股净资产	4.23	4.37	4.48	4.60
估值比率				
P/E	17.27	14.45	13.18	12.24
P/B	1.35	1.31	1.28	1.24
EV/EBITDA	6.72	6.60	6.10	5.73

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上;
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％;
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动;
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn