

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

森马服饰 (002563.SZ)

投资评级

上次评级

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: liutiantian@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：Q1 业绩亮眼，经营效率改善

2026年5月5日

事件：公司 2026 年一季度实现营业收入 34.49 亿元，同比增长 12.03%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比增长 45.25%；实现扣非后净利润 2.98 亿元，同比增长 54.08%。Q1 业绩表现优秀，收入与利润增速均大幅改善，经营效率系统性提升。

收入端，26Q1 收入加速增长。零售流水层面上，一季度，包括线上和线下、直营和加盟，全系统终端零售同比增长 12.32%。单四月份的零售呈现中个位数增长，增速有所放缓但仍维持较好的景气度。门店方面，截至 2025 年 3 月 31 日，公司店铺总数 7652 家，其中，成人服饰 2529 家，儿童服饰门店数量 5123 家。直营 1011 家，联营 31 家，加盟 6610 家。

利润端，一季度利润弹性释放。公司 2026 年一季度毛利率为 47.70%，同比上升 0.70pct。我们推测毛利率提升主要系渠道结构变化：近年来公司持续开设线下直营店，直营店毛利率高于批发，直营占比提升结构性拉高整体毛利率，同时线上毛利率也在改善。费用端，期间费用率为 30.56%，同比下降 3.59pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 27.15%、4.26%、-2.10%、1.25%，同比分别下降 1.40pct、下降 0.84pct、下降 1.25pct、下降 0.10pct。我们推测销售费用率的优化，主要因收入增长更多依靠存量门店效率提升而非新开店来驱动，规模效应显现。2026Q1 公司归母净利率为 9.03%，同比上升 2.07pct，利润率提升明显。

经营现金流大幅改善，库存与应收优化。Q1 经营性现金流 3.34 亿元，同比增长 118%，经营质量提升。应收账款 10.99 亿元，较期初下降 27%，回款效率提升。存货 28.67 亿元，较期初下降 10%。

盈利预测：公司拥有森马与巴拉巴拉双主品牌，童装品牌矩阵也在扩张，多品牌助力公司成长。Q1 业绩增速优异验证经营改善逻辑，我们认为利润增长具备一定持续性。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别 10.30/11.30/12.24 亿元，PE 分别为 15.86X、14.45X、13.34 X。

风险提示：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	1,130	1,224
增长率 YoY%	1.4%	-21.5%	15.4%	9.7%	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%	9.7%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.45
市盈率 P/E(倍)	14.35	18.29	15.86	14.45	13.34
市净率 P/B(倍)	1.38	1.43	1.42	1.41	1.39

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

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	13,674	14,096	14,582	
货币资金	6,285	5,837	6,266	6,356	6,431	
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	5,435	5,516	5,549	
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	3,252	3,132	3,132	
资产总计	19,101	18,653	19,109	19,612	20,131	
流动负债	6,962	6,959	7,313	7,704	8,109	
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	1,981	2,064	2,150	
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	7,639	8,031	8,436	
少数股东权益	-4	-13	-17	-19	-27	
归属母公司股东权益	11,830	11,391	11,487	11,600	11,722	
负债和股东权益	19,101	18,653	19,109	19,612	20,131	

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	1,130	1,224	
同比(%)	1.4%	-21.5%	15.4%	9.7%	8.3%	
毛利率(%)	43.8%	45.1%	45.0%	45.0%	45.1%	
ROE%	9.6%	7.8%	9.0%	9.7%	10.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.45	
P/E	14.35	18.29	15.86	14.45	13.34	
P/B	1.38	1.43	1.42	1.41	1.39	
EV/EBITDA	6.78	5.22	6.16	5.40	5.05	

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	-146	-148	
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	1,486	1,605	
营业外收支	-5	5	2	-1	-5	
利润总额	1,543	1,246	1,349	1,484	1,600	
所得税	409	364	324	356	384	
净利润	1,134	883	1,026	1,128	1,216	
少数股东损益	-3	-10	-4	-2	-8	
归属母公司净利润	1,137	892	1,030	1,130	1,224	
EBITDA	1,932	1,836	1,767	2,000	2,123	
EPS(当年)(元)	0.42	0.33	0.38	0.42	0.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	1,263	1,730	2,090	1,893	1,929	
净利润	1,134	883	1,026	1,128	1,216	
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	413	414	399	
投资活动现金流	-2,002	-835	-692	-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	-19	-16	-17	
筹资活动现金流	-1,280	-1,345	-964	-1,049	-1,134	
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	-1,049	-1,134	
现金流净增加额	-2,019	-448	429	90	75	

研究团队简介

姜文锬，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。