

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

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服装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：童装与直营驱动复苏，业绩弹性有望持续

2026年8月18日

事件：公司发布2026年中报。2026H1公司实现收入67.22亿元(+9.32%)，归母净利润4.79亿元(+47.45%)，扣非归母净利润4.72亿元(+59.27%)。2026Q2公司实现收入32.73亿元(+6.61%)，归母净利润1.68亿元(+51.72%)，扣非归母净利润1.73亿元(+69.07%)。

点评：公司Q2扣非净利润增速比Q1提速，验证了公司新零售改革持续推进、叠加费效比提升，持续推动利润增速持续超越收入增速。H1公司的主要增长驱动为童装板块、直营渠道，我们认为随着加盟提货意愿恢复，下半年休闲装业务和加盟渠道也有望迎来好转，公司有望延续较高的利润弹性。

儿童好于休闲，店效显著提升。分品牌来看，2026H1休闲服饰/童装收入分别为17.82/48.27亿元、同比增长3.43%/11.92%，童装增速优异。门店结构持续优化，截止6月30日休闲服饰/儿童服饰门店数分别为2518/5099家，较年初净减158/156家。推算2026H1休闲服饰/儿童服饰店效分别为66.7/91.9万元、同比增长约8%/16%，店效提升明显。童装品牌中巴拉巴拉品牌力绝对领先，我们认为新品牌（包括迷你巴拉、森马儿童、代理的Puma等）有望保持良好的发展态势。

直营高增、线上复苏，加盟渠道仍待修复。分渠道来看，直营/加盟/线上/联营分别为11.69/23.49/30.44/0.47亿元、同比增长23.32%/0.68%/13.10%/-25.76%。2026H1总店数为7617家、净关314家（直营/加盟/联营分别净关1/309/4家），渠道结构向直营与优质加盟集中。推算2026H1直营店效/加盟单店出货分别为113.8/35.8万元、同比增长约20%/10%。线上渠道中天猫/抖音交易金额分别为20.97/19.56亿元，退货率分别为51.70%/53.73%，抖音平台增速亮眼但退货率有所上升。分地区来看，国内/国外收入66.37/0.85亿元，同比增加8.86%/63.71%。海外布局加速，巴拉巴拉进军欧洲市场，于意大利罗马开设欧洲首店，跨境电商渠道覆盖超130个国家或地区。

毛利率提升，净利率修复，利息收入贡献显著。2026H1公司毛利率为47.78%、同比提升约1.1pct，分品牌其中森马主品牌/巴拉巴拉毛利率分别为45.66%/48.56%、同比增加2.44/0.35pct，分渠道来看，线上/直营/加盟/联营毛利率分别为49.89%/66.35%/35.35%、70.61%，同比+2.60/-1.25/-1.99/+8.85pct。结合品牌和渠道情况，公司毛利率提升主要是渠道结构变化即直营占比提升驱动。归母净利率为7.13%、同比提升约1.84pct。净利率提升除了毛利率因素，还受益于财务费用率下降1.84pct，主要是理财收入增加，同时销售费用率、管理费用率分别下降0.72pct、0.45pct，主要是渠道效率提升带来的规模效应。

库存优化明显，经营现金流大幅转正。2026H1存货周转天数为154天、较

2025H1 的 187 天减少 33 天，库存管理效率显著提升。经营性现金流由上年同期的-2.77 亿元转正至 2.69 亿元，盈利质量明显增强。

盈利预测：公司上半年业绩呈现高速增长，增长驱动在于：巴拉巴拉品牌势能持续释放、直营渠道店效提升、线上抖音渠道高增及海外布局加速。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别 11.76/12.63/13.63 亿元，PE 分别为 13.58X、12.65X、11.72X。

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	1,176	1,263	1,363
增长率 YoY%	1.4%	-21.5%	31.8%	7.4%	7.9%
毛利率%	43.8%	45.1%	46.2%	46.1%	46.1%
净资产收益率ROE%	9.6%	7.8%	10.2%	10.9%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.33	0.44	0.47	0.51
市盈率 P/E(倍)	14.05	17.90	13.58	12.65	11.72
市净率 P/B(倍)	1.35	1.40	1.39	1.38	1.36

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 8 月 18 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	13,258	13,697	14,192
货币资金	6,285	5,837	5,931	6,035	6,123
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	258	274	291
存货	3,481	3,178	2,901	2,737	2,578
其他	1,918	2,862	2,660	2,707	2,757
非流动资产	5,518	5,050	5,730	5,811	5,844
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	3,546	3,426	3,426
资产总计	19,101	18,653	18,988	19,507	20,036
流动负债	6,962	6,959	7,191	7,586	7,987
短期借款	0	300	300	300	300
应付票据	2,812	2,801	2,867	3,049	3,232
应付账款	2,308	1,975	2,055	2,185	2,316
其他	1,841	1,882	1,970	2,053	2,139
非流动负债	312	317	326	326	326
长期借款	0	0	0	0	0
其他	312	317	326	326	326
负债合计	7,274	7,276	7,517	7,912	8,313
少数股东权益	-4	-13	-18	-20	-29
归属母公司股东权益	11,830	11,391	11,488	11,615	11,751
负债和股东权益	19,101	18,653	18,988	19,507	20,036

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	1,176	1,263	1,363
同比(%)	1.4%	-21.5%	31.8%	7.4%	7.9%
毛利率(%)	43.8%	45.1%	46.2%	46.1%	46.1%
ROE%	9.6%	7.8%	10.2%	10.9%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.33	0.44	0.47	0.51
P/E	14.05	17.90	13.58	12.65	11.72
P/B	1.35	1.40	1.39	1.38	1.36
EV/EBITDA	6.78	5.22	5.55	4.92	4.61

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	8,601	9,146	9,697
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	-134	-137
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	1,539	1,661	1,786
营业外收支	-5	5	2	-1	-5
利润总额	1,543	1,246	1,541	1,659	1,781
所得税	409	364	370	398	428
净利润	1,134	883	1,171	1,261	1,354
少数股东损益	-3	-10	-5	-2	-9
归属母公司净利润	1,137	892	1,176	1,263	1,363
EBITDA	1,932	1,836	1,959	2,186	2,316
EPS(当年)(元)	0.42	0.33	0.44	0.47	0.51

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	2,232	2,028	2,067
净利润	1,134	883	1,171	1,261	1,354
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	34	-336	-385
其它	368	473	450	414	399
投资活动现金流	-2,002	-835	-1,024	-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	-351	-16	-17
筹资活动现金流	-1,280	-1,345	-1,105	-1,169	-1,259
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	-1,091	-1,169	-1,259
现金流净增加额	-2,019	-448	94	105	88

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。