

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

服装 II

森马服饰(002563)

买入

合理估值: 10.8-11.3 元 昨收盘: 9.2 元

(维持评级)

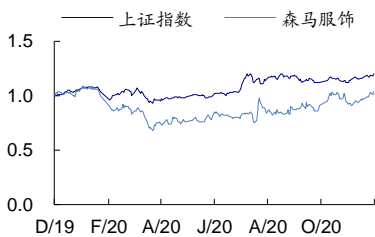
森马服饰(002563)

2020年12月03日

深度报告

买入

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,698/1,888
总市值/流通(百万元)	24,818/17,365
上证综指/深圳成指	3,449/13,962
12个月最高/最低(元)	10.31/6.32

相关研究报告:

- 《森马服饰-002563-重大事件快评: Q3 调整持续, 即将重启成长》——2020-10-29
- 《森马服饰-002563-2020 年中报点评: 资产减值影响利润表现, 亏损业务剥离有望轻装上阵》——2020-08-27
- 《森马服饰-002563-2019 年年报点评: 短期业绩承压但主业经营稳健》——2020-05-11
- 《森马服饰-002563-2019 年三季报点评: 休闲装拖累主营营收, Q3 营运情况有所好转》——2019-10-30
- 《森马服饰-002563-深度报告: 厚积薄发, 享行业盛宴》——2019-09-27

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391  
E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

童装龙头重启成长轨道

● 童装行业增长强劲, 龙头集中度加速提升

中国童装需求受二孩政策和消费升级推动, 近五年 CAGR 为 11.5%, 是服装行业中增长最快的赛道之一。目前, 中国童装 CR5 为 11.8%, 近五年快速提升 4.5%, 集中度仍比发达国家低, 头部品牌空间广阔。

● 公司概况: 优质童装龙头, 财务稳健高派息

公司主营儿童服饰巴拉巴拉品牌和休闲服饰森马品牌。童装业务保持 20% 以上的复合增长, 市占率第一, 为 6.9%; 休闲装业务前期增长迅速, 经历行业动荡调整后目前重回头部品牌地位。公司财务稳健、现金状况良好, 平均派息比率接近 70%。

● 童装业务龙头优势稳固, 新零售赋能未来成长

童装业务增长迅速, 2019 年收入为 127 亿元, 占总收入约 65%。与其他品牌相比, 巴拉巴拉保持绝对领先规模优势的同时经营效率较为突出。未来, 在行业高景气的背景下, 公司一方面保持线下渠道高质量增长, 另一方面电商增长迅速, 占比超 30%, 孵化新品牌贡献增量。

● 休闲装业务砥砺前行, 稳中求进

森马品牌在休闲装行业激烈的竞争中经过调整重回前三的市场地位, 且近两年呈上升趋势。公司致力于保持渠道库存健康、加强供应链快速反应能力, 同时品牌积极向年轻化转型、推出联名新品。

● 风险提示

1. 疫情持续时间过长, 宏观经济与消费需求大幅下行;
2. 库存积压风险;
3. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 看好优质龙头轻装上阵, 重启成长势头

公司持续进行渠道调整与库存去化, 同时剥离亏损品牌, 我们看好公司即将迎来业绩拐点, 轻装上阵重启快速成长。我们维持盈利预测, 预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.17/0.56/0.68 元, 对应 PE 为 47.7x/16.1x/13.5x, 上调合理估值至 10.8-11.3 元, 对应 2021PE19-20x (原为 8.5-9.0 元), 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	17,137	20,072	23,150
(+/-%)	23.0%	-11.4%	17.1%	15.3%
净利润(百万元)	1549	519	1538	1830
(+/-%)	-8.5%	-66.5%	196.2%	19.0%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.19	0.57	0.68
EBIT Margin	14.8%	6.6%	11.8%	12.1%
净资产收益率(ROE)	13.2%	4.3%	12.3%	13.8%
市盈率(PE)	15.2	47.7	16.1	13.5
EV/EBITDA	9.1	20.1	11.0	9.6
市净率(PB)	2.0	2.1	2.0	1.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

本报告采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 独立客观, 不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们认为公司具备长期成长的潜力，主要是由于：1) 公司在童装领域龙头优势稳固、经营效率突出；2) 休闲装品牌韧性较强，在洗牌较快的万亿规模的休闲装市场稳中求进。公司的两个主品牌扎根大众市场多年，加盟体系较为稳固、库存去化也接近尾声，疫后优质店铺资源的释放将降低渠道拓展的成本，同时公司剥离亏损品牌，即将迎来发展机会。我们预计公司 20-22 年每股收益为 0.17/0.56/0.68 元，利润增速分别为 -66.5%/196.2%/19%。未来一年合理估值区间为 10.8-11.3 元，给予“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，受益于二孩政策，2015 年起青少年人口数量不断增加，童装需求旺盛。童装行业是中国服装行业中增长较快的细分领域，我们估算童装行业未来 5 年的 CAGR 约为 9.5%。

第二，对比美日两个发达国家的服装消费市场，中国市场的龙头集中度还有 2~3 倍的差距。近年来，中国童装和童鞋的龙头集中度加速提升，未来行业集中度提升将会加快演绎。

第三，公司童装业务规模、经营效率、品牌知名度在行业内优势突出，有望在后续的竞争中继续保持领先地位。

### 与市场的差异之处

第一，市场认为公司休闲服饰品牌森马的价值不高，我们认为，公司的最大优势在于已经在竞争激烈的休闲装市场中占据龙头地位。管理团队经营稳健、不断对品牌、产品和供应链进行升级。中期来看，公司有望通过联名等引起新青年的共鸣，在吸引 90 后消费者的同时构建与消费者的情感连接。同时供应链快发将加快产品迭代效率，加强森马产品的时尚度。

第二，市场认为国际品牌发展童装业务将会威胁公司童装业务的发展。我们认为，公司的经营模式与国际品牌有差异，因此与其形成了差异化竞争。公司拥有庞大的加盟商队伍，在低线城市拥有较强的开店能力，以直营为主的国际品牌很难在渠道下沉方面与公司竞争。

### 股价变化的催化因素

第一，国内疫情受控后，加盟商信心恢复，订货恢复增长；

第二，中长期公司在产品、品牌、渠道的建设获得消费者认可，扩大品牌份额。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；

第二，库存积压风险；

第三，市场竞争加剧使得品牌增长不及预期。

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	6
绝对估值: 11.1-11.6 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值: 10.8-11.3 元.....	7
投资建议: 看好优质龙头轻装上阵, 重启成长势头.....	7
<b>行业分析: 童装行业增长强劲, 市场份额向龙头集中</b> .....	8
上游产业链配套完整, 下游受二胎政策和消费升级推动.....	8
儿童鞋服为鞋服行业中增长最快的赛道之一.....	8
童装童鞋行业龙头集中度快速提升.....	9
<b>公司概况: 优质童装龙头, 财务稳健高派息</b> .....	11
童装份额遥遥领先, 线上业务表现亮眼.....	11
历史沿革: 童装成长迅速, 休闲装稳步发展.....	11
股权结构: 邱氏家族为实际控制人, 事业部分工明确.....	13
财务分析: 业绩快速增长, 维持高派息比例.....	15
<b>童装业务龙头优势稳固, 新零售赋能未来成长</b> .....	19
童装品牌矩阵成型, 龙头成长势头强劲.....	19
比较分析: 规模持续领先, 经营效益优良.....	20
成长分析: 行业景气度高, 新零售体系巩固龙头优势.....	24
<b>休闲装业务砥砺前行, 稳中求进</b> .....	26
休闲装行业竞争激烈, 公司脚踏实地稳中求进.....	26
比较分析: 稳步健康发展, 库存较为健康.....	27
成长分析: 休闲装龙头地位稳固, 联名和柔性供应链助力产品迭代升级.....	28
<b>盈利预测</b> .....	32
假设前提.....	32
未来 3 年盈利预测.....	33
盈利预测情景分析.....	33
<b>投资建议: 看好优质龙头轻装上阵, 重启成长势头</b> .....	33
<b>风险提示</b> .....	34
<b>附表: 财务预测与估值</b> .....	35
<b>国信证券投资评级</b> .....	36
<b>分析师承诺</b> .....	36
<b>风险提示</b> .....	36
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	36

## 图表目录

图 1: 2010-2019 年青少年人口数 .....	8
图 2: 2010-2019 年中国人均童装和童鞋消费预算 .....	8
图 3: 2008~2024E 中国童装市场规模与增速 .....	9
图 4: 2008~2024E 中国童鞋市场规模与增速 .....	9
图 5: 2008~2019 年世界及中美日鞋服行业各细分市场 CAGR .....	9
图 6: 2010-2019 年中美日童装前五大公司集中度比较 .....	10
图 7: 2010-2019 年中美日童装前五大品牌集中度比较 .....	10
图 8: 2010-2019 年中美日童装前十大公司集中度比较 .....	10
图 9: 2010-2019 年中美日童装前十大品牌集中度比较 .....	10
图 10: 2010-2019 年中美日童鞋前五大公司集中度比较 .....	10
图 11: 2010-2019 年中美日前五大童鞋品牌集中度比较 .....	10
图 12: 2010-2019 年中美日前十大公司集中度比较 .....	11
图 13: 2010-2019 年中美日前十大品牌集中度比较 .....	11
图 14: 公司业务概述 .....	11
图 15: 森马服饰历史沿革 .....	13
图 16: 森马服饰股权结构 .....	14
图 17: 2011-2019 年公司营业收入与变化情况 .....	15
图 18: 2011-2019 年公司归母净利润与变化情况 .....	15
图 19: 2011-2019 年营业收入 (剔除 Kidiliz) .....	15
图 20: 2011-2019 年归母净利润 (剔除 Kidiliz) .....	15
图 21: 2011-2019 年公司利润率水平 .....	16
图 22: 2011-2019 年公司费用率水平 .....	16
图 23: 童装毛利率逐年提升 .....	16
图 24: 2016-2019 年公司 ROE 水平 .....	17
图 25: 2016-2019 年公司平均周转天数 .....	17
图 26: 负债率处于健康水平 .....	17
图 27: 派息比例业内领先, 近年回升至历史高位 .....	17
图 28: 童装高速增长, 休闲装稳步增长 .....	17
图 29: 童装占比快速提升 .....	17
图 30: 直营收入增幅较快 .....	18
图 31: 童装占比快速提升 .....	18
图 32: 电子商务规模可观、增长快速 .....	18
图 33: 电子商务占比逐年提升 .....	18
图 34: 童装店效增长较快 .....	19
图 35: 童装坪效稳步上升 .....	19
图 36: 平均单店面积逐年提升 .....	19
图 37: 童装品牌矩阵 .....	20
图 38: 童装收入快速提升 .....	20
图 39: 童装毛利率逐年提升, 2019 年创新高 .....	20
图 40: 同行业龙头品牌比较 .....	21

图 41: 巴拉巴拉市占率优势扩大.....	22
图 42: 收入规模与增速比较.....	22
图 43: 巴拉巴拉与安奈儿店铺数量比较.....	22
图 44: 巴拉巴拉与安奈儿线下直营收入占比比较.....	22
图 45: 巴拉巴拉与安奈儿毛利率比较.....	22
图 46: 巴拉巴拉与安奈儿周转比较.....	22
图 47: 巴拉巴拉与安奈儿店效比较(年).....	23
图 48: 巴拉巴拉与安奈儿店铺数量比较.....	23
图 49: 2020 年 6 月天猫童装热销品牌销售额 Top20.....	23
图 50: 中国童装市场成长加速, 景气度高.....	24
图 51: 龙头品牌中巴拉巴拉市占率位居第一, 优势扩大.....	24
图 52: 童装行业增速与巴拉巴拉收入增速比较.....	24
图 53: 2020 年 11 月童装品牌销售额排名.....	25
图 54: 2020 年 7~11 月巴拉巴拉旗舰店销售同比情况.....	25
图 55: 巴拉巴拉云店.....	25
图 56: 巴拉巴拉敦煌系列.....	26
图 57: 公司休闲装品牌矩阵.....	27
图 58: 休闲装龙头品牌比较分析.....	28
图 59: 2010 年前十大休闲装品牌近九年市占率份额发展趋势.....	29
图 60: 2019 年前十大休闲装品牌近十年发展趋势.....	30
图 61: 2020 年各大品牌渠道分布.....	30
图 62: 森马“质在日常”理念宣传.....	31
图 63: 森马与 FPX 联名.....	31
表 1: 公司盈利预测假设条件(%).....	6
表 2: 资本成本假设.....	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元).....	6
表 4: 同类公司估值比较.....	7
表 5: 森马服饰历年利润增速、PE 值和涨幅表现.....	7
表 6: 公司高管基本信息.....	14
表 7: 2020 年 9 月巴拉巴拉与其他品牌销售额、ASP 对比.....	23
表 8: 2010~2019 年休闲装品牌市占率排名变化.....	29
表 9: 2019 年森马物流园区详细信息.....	31
表 10: 盈利预测的主要假设.....	32
表 11: 盈利预测及市场重要数据.....	33
表 12: 情景分析.....	33

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：11.1-11.6 元

我们预计公司在中期 3-5 年均有望保持较快的增长，主要是由于公司在快速成长童装和电商领域均具有先发优势，运营能力较强；而在休闲装方面稳中求进，维稳市场份额。在利润率与费用率方面，我们假设公司未来随着亏损品牌剥离，经营步入正轨，龙头地位强化，盈利情况稳中向好。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	12.74%	30.71%	23.01%	-11.37%	17.12%	15.34%	14.96%	14.35%	13.70%
毛利率	35.51%	39.78%	42.53%	62.34%	61.15%	61.07%	60.87%	60.66%	60.47%
管理费用/营业收入	4.98%	2.76%	5.17%	8.12%	7.52%	7.39%	7.32%	7.24%	7.17%
销售费用/销售收入	14.66%	16.35%	20.97%	22.5%	19.2%	19.1%	18.9%	18.7%	18.5%
营业税及附加/营业收入	0.69%	0.71%	0.66%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
所得税税率	25.32%	25.87%	27.96%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
股利分配比率	88.71%	40.25%	62.30%	62.30%	62.30%	62.30%	62.30%	62.30%	62.30%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	26.91%
无风险利率	2.90%	Ka	11.81%
股票风险溢价	8.10%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价（元）	8.72	Ke	11.88%
发行在外股数（百万）	2699	E/(D+E)	98.93%
股票市值(E, 百万元)	23531	D/(D+E)	1.07%
债务总额(D, 百万元)	267	WACC	11.80%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 11.1-11.6 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	14.72	13.67	12.75	11.94	11.23
	3.0%	14.12	13.16	12.32	11.57	10.91
	2.5%	13.59	12.71	11.93	11.24	10.62
	2.0%	13.12	12.31	11.58	10.94	10.35
	1.5%	12.70	11.94	11.27	10.66	10.12
	1.0%	12.32	11.62	10.99	10.42	9.90
	0.5%	11.98	11.32	10.73	10.19	9.70

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对法估值：10.8-11.3 元

我们预计公司明年业务进入正轨后，收入 2021 年收入规模约为 200 亿元，未来 3 年利润复合增速约为 20%。我们选取与公司业务、体量、成长性相近的服装零售行业的 A 股和港股公司做比较，包括同为童装行业的上市公司安奈儿，收入体量在 100 亿左右或以上、未来 3 年盈利预测在双位数增长的龙头企业海澜之家、安踏体育、波司登、太平鸟，以及板块内预期未来 3 年业绩复合增长在 20% 以上的上市公司开润股份，采用 PE 法估值。综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，同类公司 2021 年平均 PE 在 20.4 倍，我们认为给予公司 19-20 倍 PE 是合理的，21 年的合理价格区间分别为 10.8-11.3 元。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11月25日)	EPS (人民币元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
002563.SZ	森马服饰	8.72	0.57	0.17	0.56	15.2	47.7	16.1	2.0	240
<b>同类公司：</b>										
300577.SZ	开润股份	32.43	1.04	0.47	1.00	29.6	36.7	21.9	8.0	78
600398.SH	海澜之家	6.77	0.71	0.53	0.7	9.4	12.8	9.6	2.3	289
603877.SH	太平鸟*	36.62	1.17	1.44	1.77	30.0	24.4	19.8	4.8	167
002875.SZ	安奈儿*	10.12	0.32	0.05	0.27	49.1	215.5	37.5	1.8	17
2020.HK	安踏体育	93.05	1.98	1.93	2.83	45.8	47.1	32.0	12.2	2418
3998.HK	波司登	2.70	0.11	0.13	0.15	26.2	22.5	18.9	3.2	311
<b>均值</b>						31.7	59.2	20.4	5.4	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测  
 注：“\*”盈利预测来自 wind 一致预期。

表 5：森马服饰历年利润增速、PE 值和涨幅表现

年度	EPS (元)	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2016 年	0.53	29.19	21.51	4.45%	-15%
2017 年	0.42	25.01	17.21	-19.38%	-20%
2018 年	0.63	22.83	12.43	48.75%	16%
2019 年	0.57	22.07	14.37	-8.78%	14%
2020 年 E	0.17	61.12	38.01	-69.14%	-5%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

### 投资建议：看好优质龙头轻装上阵，重启成长势头

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 10.8-11.3 元之间，2021 年动态市盈率分别为 19-20 倍，相对于公司目前股价有 18%-24% 溢价空间。公司持续进行渠道调整与库存去化，同时剥离亏损品牌，我们看好公司即将迎来业绩拐点，轻装上阵重启快速成长，维持“买入”评级。

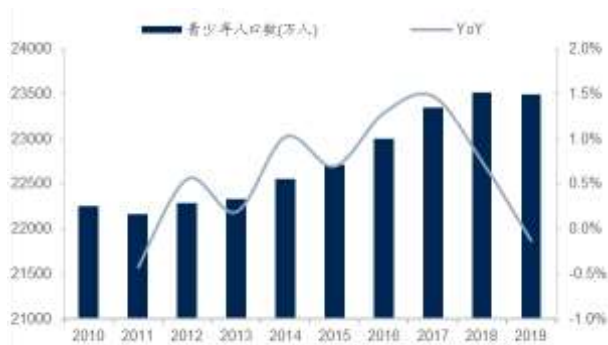
## 行业分析：童装行业增长强劲，市场份额向龙头集中

### 上游产业链配套完整，下游受二胎政策和消费升级推动

上游制造端体系完整、配套成熟。经过多年的产业迁移，我国的珠三角、长三角和环渤海地区已经形成了多个发达的专业化产业集群，聚集了各大经验丰富的面辅料供应商和成衣厂商，强大的加工能力和充足的产能充分满足了品牌服装企业对外包生产的要求。另外，国内物流运输行业的快速发展也满足了品牌服装企业外包物流运输环节的经营需要，对供应链管理的效率有很大的帮助。

二胎政策和消费升级推动下游消费端。自2015年二胎政策开放之后，中国0~14岁青少年人口总数加速增长，儿童鞋服的消费人群增加。同时，随着消费升级的趋势，人均童装和童鞋消费预算快速提升，近年来人均童装消费的年增长率在7%~13%之间，人均童鞋消费的年增长率在6%~8%之间。

图1：2010-2019年青少年人口数



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图2：2010-2019年中国人均童装和童鞋消费预算



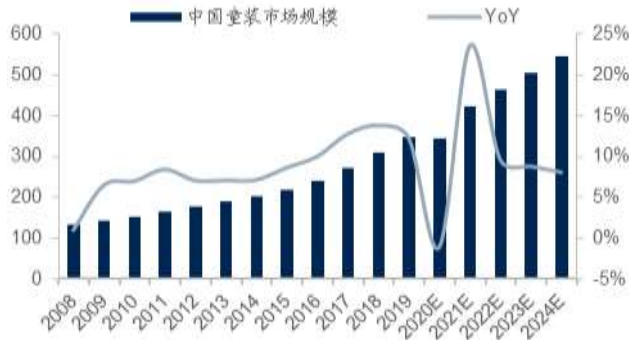
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

### 儿童鞋服为鞋服行业中增长最快的赛道之一

中国现在已经成为世界第一大服装市场，多年来保持较高的增速。2019年，中国服装市场的规模已经达到了3171.8亿美元（约合2.2万亿人民币），十一年以来的CAGR为6.0%，在世界上处于领先水平。根据欧睿的预测数据，考虑疫情的打击，未来五年的CAGR将接近2%，虽然增速逐渐放缓，但规模庞大。各个细分领域中，童装与童鞋增速较快。2019年，中国童装/童鞋市场的规模分别为347.1亿美元（约合人民币2356.9亿元）/91.5亿美元（约合人民币635.7亿元），近十一年CAGR分别为9.1%。参考世界中美日等国的数据，童装表现好于其他细分领域。

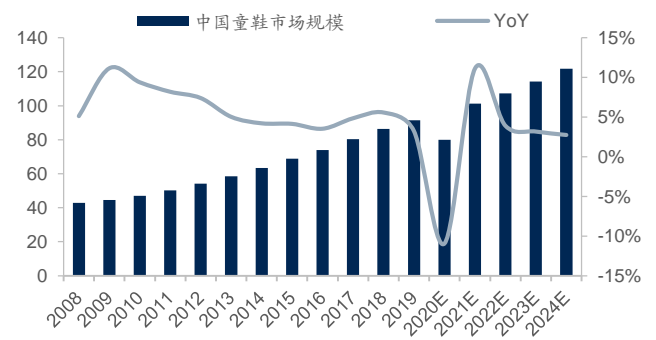


图 3: 2008~2024E 中国童装市场规模与增速



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 4: 2008~2024E 中国童鞋市场规模与增速



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 5: 2008~2019 年世界及中美日鞋服行业各细分市场 CAGR

服装

	世界	中国	美国	日本
服装-整体	1.20%	6.02%	0.29%	-1.29%
童装	1.86%	9.11%	0.13%	-0.71%
男装	1.06%	4.89%	0.45%	-1.00%
女装	1.06%	6.29%	0.28%	-1.68%
运动装	3.63%	8.55%	1.37%	5.59%

鞋类

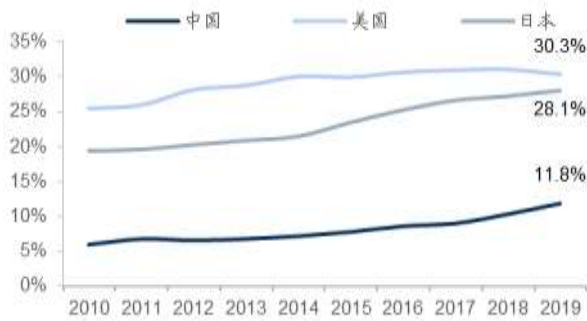
	世界	中国	美国	日本
鞋类-整体	1.86%	9.11%	0.13%	-0.71%
童鞋	1.95%	7.13%	1.79%	-0.22%
男鞋	1.99%	5.63%	2.11%	-0.27%
女鞋	0.97%	4.63%	0.01%	-0.90%
运动鞋	4.92%	10.17%	4.50%	4.06%

资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

童装童鞋行业龙头集中度快速提升

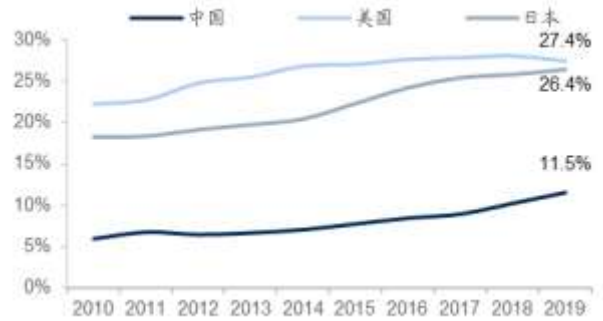
中国童装市场的集中度仅为美国和日本的 1/3~1/2。目前,中国童装行业的前五大公司集中度为 11.8%,远低于美国的 30.3%和日本的 28.1%;前五大品牌的集中度为 11.5%,远低于美国的 27.4%和日本的 26.4%。即使集中度仍处于较低的水平,但可以看出,中国童装行业的集中度具有加速提升的趋势。近五年来,中国前五大公司/品牌的集中度分别提升 4.6%/4.5%,而同期美国分别提升 0.3%/0.4%。

图 6：2010-2019 年中美日童装前五大公司集中度比较



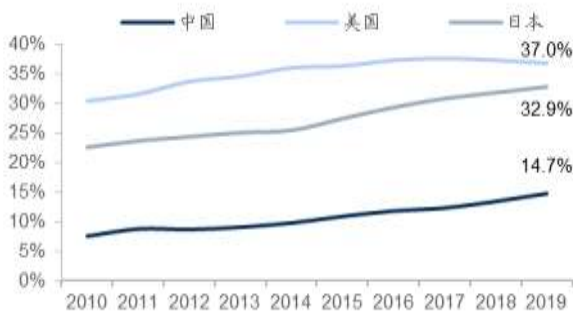
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 7：2010-2019 年中美日童装前五大品牌集中度比较



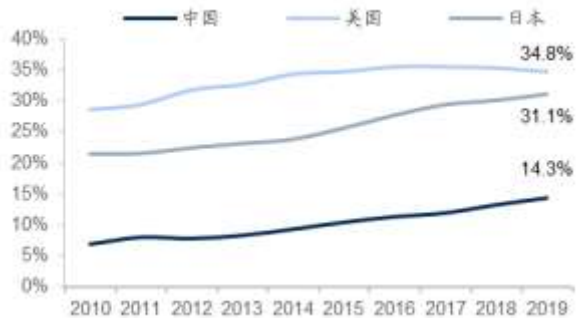
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 8：2010-2019 年中美日童装前十大公司集中度比较



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

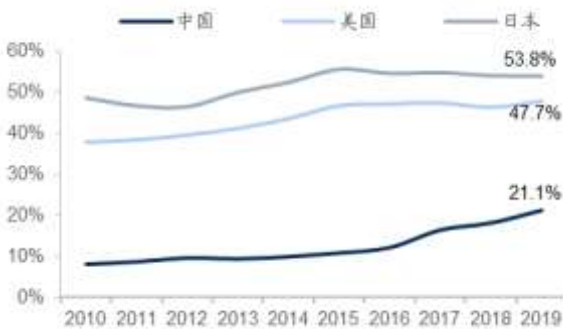
图 9：2010-2019 年中美日童装前十大品牌集中度比较



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

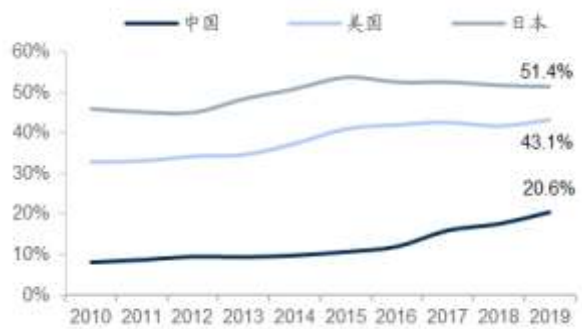
相比于童装，中国童鞋市场的集中度提升更为快速。目前，中国童鞋行业的前五大公司集中度为 21.1%，远低于美国的 47.7%和日本的 53.8%；前五大品牌的集中度为 20.6%，远低于美国的 43.1%和日本的 51.4%，近五年来中国/美国/日本的前五大品牌集中度分别提升 4.6%/0.3%/6.6%，中国的集中度提升趋势更为明显。

图 10：2010-2019 年中美日童鞋前五大公司集中度比较



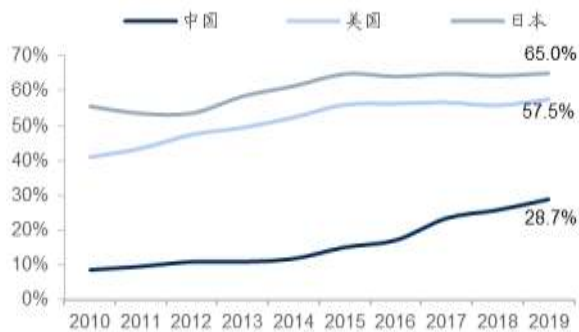
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 11：2010-2019 年中美日前五大童鞋品牌集中度比较



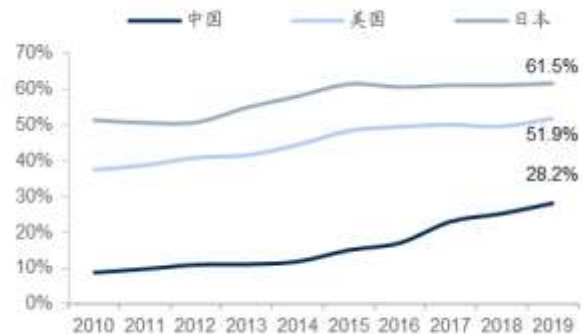
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 12: 2010-2019 年中美日前十大大公司集中度比较



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

图 13: 2010-2019 年中美日前十大大品牌集中度比较



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

## 公司概况: 优质童装龙头, 财务稳健高派息

### 童装份额遥遥领先, 线上业务表现亮眼

公司的主营业务包括儿童服饰和休闲服饰的设计、生产(外包)、物流、销售及品牌运营。公司的童装品牌以巴拉巴拉为代表, 2019 年以 6.9% 的市占率排名第一, 比第二名安踏儿童高 5.0%, 是中国童装行业遥遥领先的龙头; 休闲装品牌以森马为代表, 2019 年市占率为 0.62%, 在服装行业排名第八。此外, 公司的线上业务收入规模超过 50 亿元, 约占总收入的 3 成, 近年来增长亮眼。

图 14: 公司业务概述

主营业务		终端品牌		渠道		业务模式	
休闲服饰业务	占比 33.8% 毛利率 35.6% 主品牌为森马, 在休闲装行业的品牌市占率为 1.5%, 排名第三	森马 Semir	休闲服饰业务以森马品牌为主, 收入为 65.4 亿元 公司旗下的休闲服饰品牌还包括 Aiken、Juicy Couture 等	线上	公司的线上收入以儿童服饰业务为主 2019 年收入为 53.3 亿元, 占总收入的接近 3 成	直营	2019 年线下直营收入为 29.9 亿元, 占线下主营业务收入 的 21.6%
儿童服饰业务	占比 65.5% 毛利率 46.1% 主品牌为巴拉巴拉, 在童装行业的品牌市占率为 6.9%, 排名第一	巴拉巴拉 Balabala	儿童服饰业务以巴拉巴拉为主, 收入 126.6 亿元 公司旗下的童装品牌还包括 The Children's Place、梦多多、Minibalabala 等	线下	2019 年巴拉巴拉/森马门店数为 5790/3766 家 2019 年线下主营业务收入为 138.7 亿元, 占总收入的超过 7 成	加盟	2019 年线下直营收入为 105.3 亿元, 占线下主营业务收入的 75.9%

资料来源: 欧睿、公司资料、国信证券经济研究所整理

### 历史沿革: 童装成长迅速, 休闲装稳步发展

童装业务保持快速成长, 成为遥遥领先的行业龙头; 休闲装业务在快速发展经过调整, 目前维持龙头地位。公司的童装和休闲装业务在 2011 年以前均实现高速增长; 2012~2014 年经历行业库存危机业绩小幅受损; 2015~2018 年童装维

持高增长，休闲装增速不稳定，但电商（包括童装和休闲装）表现亮眼，3年以来线上收入（不包含 Kidiliz）的 CAGR 为 32.5%。2018 年公司收购了法国 Kidiliz 集团，但由于接连遭遇黄马甲和疫情导致经营业绩不及预期，公司 2020 年 7 月剥离 Kidiliz，预计 2020 年年底之前完成。

1. **1996~2002 年是公司的品牌初创期。**1996 年，森马品牌诞生，此后公司以打造品牌为目标，积极开设门店。2002 年，巴拉巴拉品牌诞生。
2. **2003~2011 年是公司的品牌建设期。**在此期间公司休闲装和童装业务实现快速增长，2011 年森马的店铺数量超过 4000 家，是 2003 年的接近 13 倍。**在休闲服饰业务板块**，森马品牌于 2006 年相继荣膺“中国名牌”和“中国驰名商标”称号，荣列中国服装行业竞争力 10 强和中国大企业集团竞争力 100 强，2011 年森马品牌在服装行业的市占率达到 0.72%，在服装行业中排名第二。**在童装业务板块**，巴拉巴拉于 2007 年获得“中国名牌”，成为全国第一批荣膺此称号的童装品牌。**在集团层面**，公司于 2011 年完成上市。同年，公司位于上海、温州的两大仓储物流工业园投入使用，提升了公司经营效率和供应链水平，为公司的下一步发展夯实基础。
3. **2012~2014 年是公司的业务调整期。**在此期间，服装行业的增速有所放缓。随着电商的兴起和渠道的变迁，服装行业竞争加剧。此外，童装行业收入也开始放缓。**在集团层面**，公司 2012 年设立电子商务公司布局电商，2013 年创立电商婴童品牌 Minibalabala。**在休闲服饰业务板块**，行业竞争加剧影响了森马的业绩，2012/2013 年森马收入分别同减 12.6%/4.0%，主要是由于渠道成本上升和行业竞争加剧的环境导致加盟收入下降。在 2014 年，休闲装业务恢复正增长，年末店铺数量大幅下降至 3542 家。**在童装业务板块**，巴拉巴拉在 2012 年经历短暂行业大环境影响后，巴拉巴拉收入在 2013 和 2014 年恢复 20%或以上的增长，线下渠道增速放缓至年均增加 183 家，截至 2014 年末店数为 3864 家，开始超过森马。
4. **2015~2018 年是公司的国际化探索期。**在此期间，由于全面二孩政策的开放和消费升级，服装（尤其是童装）行业增速加快，同时国际品牌向二三线城市下沉，本土品牌机遇和挑战并存。**在集团层面**，2015 年公司开始在杭州和嘉兴平湖建设物流体系配合电商的快速发展、促进线上下业务的协同。**在休闲服饰业务板块**，2015~2018 年休闲装业务收入的 CAGR 为 7.9%。线下渠道方面，在 2015 年店铺面积继续下降之后重回增长，开设大店、优化渠道布局提升店铺形象，截至 2018 年末森马店铺数量为 3830 家。**在童装业务板块**，童装收入增速和线下渠道扩张均有加快，2018 年末巴拉巴拉店铺数量为 5293 家。国际业务方面，公司于 2018 年与北美最大童装品牌 The Children's Place 达成长期合作。同年，公司收购法国经营高端童装业务的 Kidiliz 集团。
5. **2019 年至今公司开始了内生强化期。**在此期间，随着消费者需求的变化、零售渠道的变迁和来自国际品牌的进一步渠道下沉，行业竞争加剧，公司开始以消费者为导向聚焦主业、强化内核。**在集团层面**，公司推进柔性供应链、提高快反单比例；同时，加大库存的清理力度，提升了经营效率。2019 年，公司将原有物流架构调整为 2B 和 2C 两大物流园区集成运作模式，加强了物流大平台对新零售体系的支撑。**在休闲业务板块**，公司聚焦 95 后的生活场景升级店铺模型，2019 年末店铺数量为 3766 家，平均面积为 163 平米，近两年年均增长 6.0%。**在童装业务板块**，童装店铺增长近

500 家至 2019 年末的 5790 家（不包括 Kidiliz）。公司的电商品牌 Minibalabala 在 2019 年天猫双十一进入童装 Top5 榜单。电商业务也有效协助了森马、巴拉巴拉品牌扩大影响力。公司将于 2020 年继续推进电商业务的发展，巩固夯实现有优势。此外，国际业务方面，由于法国“黄马甲”运动和欧洲疫情影响 Kidiliz 经营，2020 年 7 月公司向股东森马集团以 6.8 亿元的对价出售 Kidiliz，预计年内完成交割。

图 15：森马服饰历史沿革



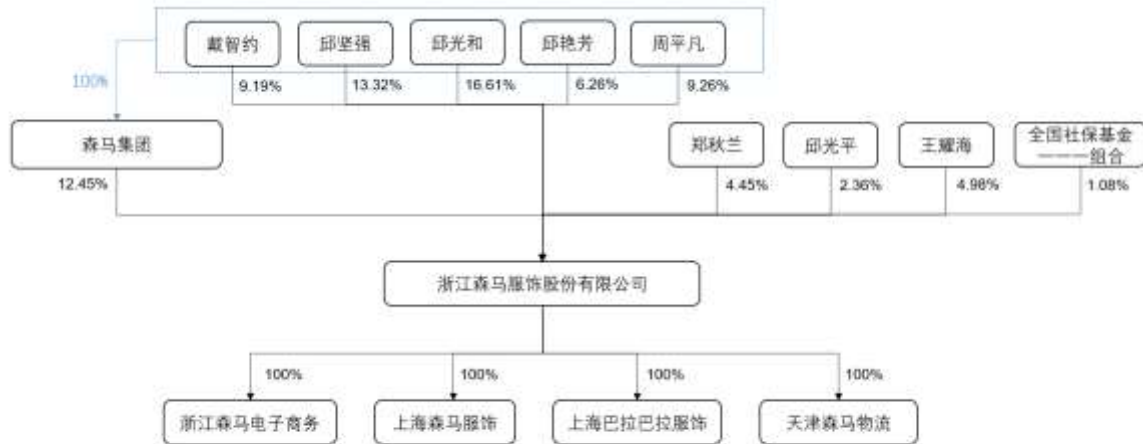
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**股权结构：邱氏家族为实际控制人，事业部分工明确**

邱氏家族共持有 73.9% 的股份，职业经理人理念先进。邱坚强、邱光和夫妇与邱艳芳夫妇合计直接持有上市公司 54.64% 的股份，通过全资持股的森马集团合计持有上市公司 12.45% 的股份。此外，邱光和的配偶郑秋兰、兄弟邱光平分别直接持有上市公司 4.45%/2.36% 的股份，家族合计持股超过 7 成。2020 年 1 月，公司聘用 Nike 职业经理人陈嘉宁负责经营管理。其他职业经理人分别具备中国纺织规划研究会、宝洁等国内外著名企业或组织的工作经验。

在组织架构方面，公司通过独立事业部的形式运营两大品牌，同时公司总部为事业部搭建了良好的平台，并设立相应的子公司提供支持。森马休闲服饰和巴拉巴拉儿童服饰事业部分别为两大细分市场的供需各方构建了具有差异化特征的业务平台，帮助品牌更有针对性地渗透市场、吸引目标消费者。公司还推进业务前台、中台和后台策略，新搭建公司数字新零售团队和物流大平台等业务中台部门，为各个事业部提供了强大的支持。

图 16: 森马服饰股权结构



注1: 邱光和、周平凡、邱艳芳、邱坚强和戴智约通过其全资持有的森马集团持有公司12.45%的股份, 直接持有公司共54.64%的股份, 五人合计持有公司67.09%的股份。

注2: 邱光和与邱坚强为父子关系, 与邱艳芳为父女关系; 周平凡与邱艳芳为夫妻关系, 邱坚强与戴智约为夫妻关系。邱光和与郑秋兰为夫妻关系, 与邱光平为兄弟关系。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 6: 公司高管基本信息

姓名	年龄	职务	任职日期	个人简介
邱光和	69	董事长, 董事	2010/6/4	现任公司董事长, 森马集团董事长。
邱坚强	46	执行董事长 董事	2020/1/17 2010/6/4	曾任森马集团有限公司副董事长兼副总经理, 浙江森马服饰股份有限公司总经理。现任公司副董事长, 上海森马投资有限公司总经理, 森马集团有限公司董事。
周平凡	52	副董事长	2018/8/6	曾任森马集团有限公司总经理, 现任公司副董事长, 森马集团有限公司董事。
徐波	46	董事 总经理	2010/6/4 2018/8/6	中国纺织规划研究会理事会副会长, 现任公司董事兼总经理。
邵飞春	43	董事 副总经理	2016/11/7 2020/1/17	1977 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士。曾任温州中网计算机技术服务有限公司 CEO, 杭州联中网络有限公司 CEO。现任本公司董事兼副总经理。
陈新生	50	董事 副总经理, 财务总监	2018/8/28 2018/3/6	历任南京大地建设集团股份有限公司财务处副处长, 南京金鹰国际集团物业管理有限公司财务总监, 南京金鹰国际集团有限公司财务副总监, 南京新百投资控股集团有限公司总经理助理兼财务总监, 南京新街口百货商店股份有限公司财务副总监, 财务总监兼董事会秘书, 南京中央商场(集团)股份有限公司董事会秘书, 财务总监, 南京中央商场(集团)股份有限公司常务副董事长兼执行总裁。现任本公司董事, 副总经理, 财务总监; 天邦食品股份有限公司董事。
黄剑忠	55	副总经理	2019/4/25	历任温州瓯海慈湖乡政府工办会计, 副主任, 瓯海经济开发区办公室主任, 瓯海区梧田镇政府企管所所长, 温州黄牛皮革有限公司副总经理, 森马集团有限公司副总裁等职务。现任本公司副总经理, 森马集团党委书记, 瓯海区人大常委委员。
张伟	47	副总经理	2019/4/25	历任宝洁公司大中华区, 北美区及全球业务人力资源高管, 阿斯利康中国及香港地区人力资源副总裁, 联合利华北亚区人力资源副总裁, 世茂集团首席人力资源官和集团副总裁, 摩拜人力行政副总裁。现任本公司副总经理, 首席人力资源官。
宗惠春	52	董事会秘书	2017/6/5	历任本公司证券部部长, 证券事务代表, 现任本公司董事会秘书, 总经理助理; 浙江上市公司协会第八届董秘专业委员会常委委员; 温州市“金融服务进民企”金融顾问委员会董秘顾问。
陈嘉宁	53	联席总经理	2020/1/17	1996 年加入耐克集团, 22 年服务期间历任品牌行销, 品类管理, 耐克篮球全球销售副总裁, 耐克大中华销售副总裁, 匡威(耐克子公司)亚洲区副总裁, 总经理等重要职位。在运动及时装零售业管理经验丰富。曾任女性与消费者亚洲峰会演讲嘉宾。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 财务分析：业绩快速增长，维持高派息比例

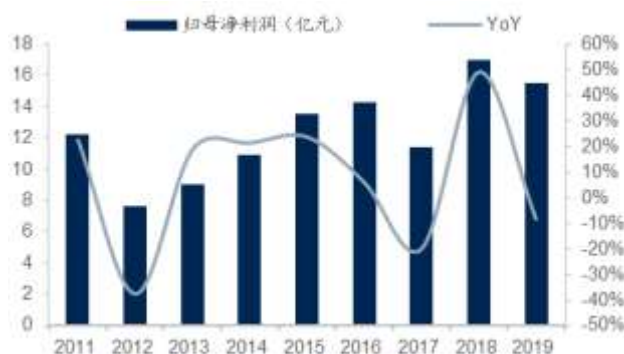
收入利润增长迅速。2019年，公司实现收入193.4亿元，连续六年取得双位数增长，近八年复合增长率为12.1%；公司净利润为15.5亿元，同减8.5%，主要是由于收购法国Kidiliz集团后遭遇“黄马甲”运动导致经营业绩不及预期。2020年由于欧洲新冠疫情爆发，法国业务亏损加重，公司于7月发布公告，拟将法国业务剥离，并于9月完成股权的转让。如果剔除Kidiliz 2018年Q4与2019年并表的影响，2019年公司的收入/净利润分别为165.2/18.6亿元，分别同增10.35%/6.53%。

图 17：2011-2019 年公司营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18：2011-2019 年公司归母净利润与变化情况



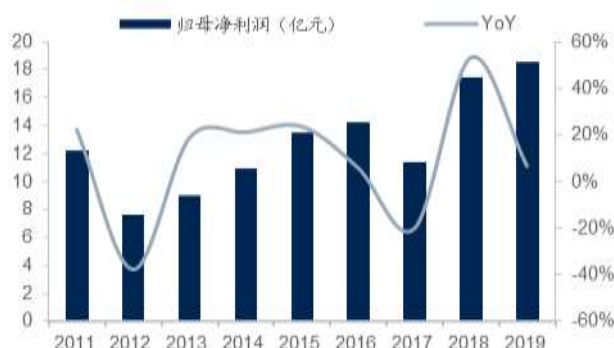
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 19：2011-2019 年营业收入（剔除 Kidiliz）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：2011-2019 年归母净利润（剔除 Kidiliz）

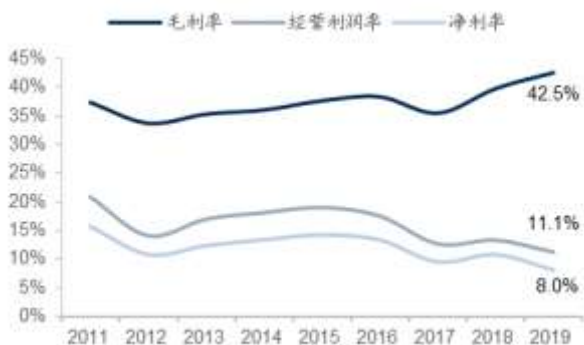


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

童装业务带动毛利率提升，费用率增加。2019年公司实现毛利率42.5%，同增2.8 p.p.；分产品看，休闲装毛利率基本平稳，童装增长趋势与整体毛利率接近；近年经营利润率在11%~19%之间，净利率在8%~16%之间。

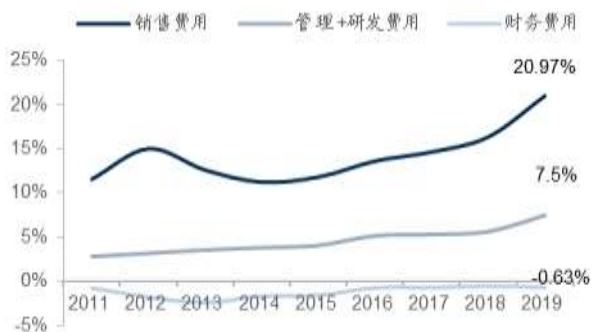
近年来，公司的销售费用在11%~20%之间，均值为14.2%，近年来销售费用由于公司业务需要有所增加；管理+研发费用在3%~7%之间，均值为4.6%；财务费用在1%~2%之间，均值为2.2%。

图 21: 2011-2019 年公司利润率水平



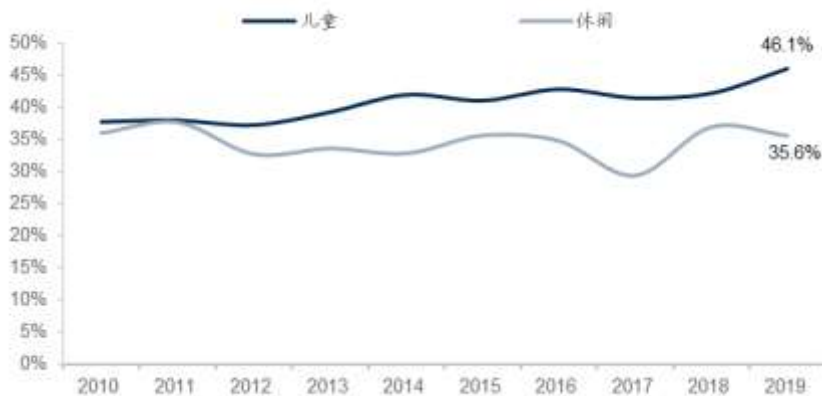
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2011-2019 年公司费用率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 童装毛利率逐年提升

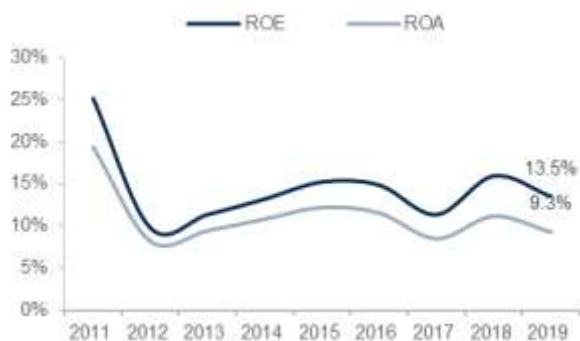


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资回报率稳定, 营运资金健康。**近年来, 公司的投资回报率在 10%~15% 之间, 平均为 14.4%; ROA 在 8%~12% 之间, 平均为 11.2%; 库存水平由于 Kidiliz 的并表升高, 并表前库存周转天数在 70~100 天之间, 并表后在 130~140 天之间; 应收账款周转天数在 30~50 天之间; 应付账款周转天数在 70~100 天之间。近年公司负债率在 15%~30%, 处于健康水平; 分红比例在 50%~80% 业内领先, 近年来回升至历史较高水平。

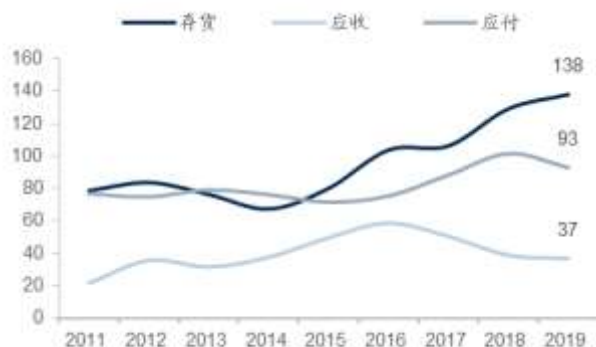


图 24: 2016-2019 年公司 ROE 水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 2016-2019 年公司平均周转天数



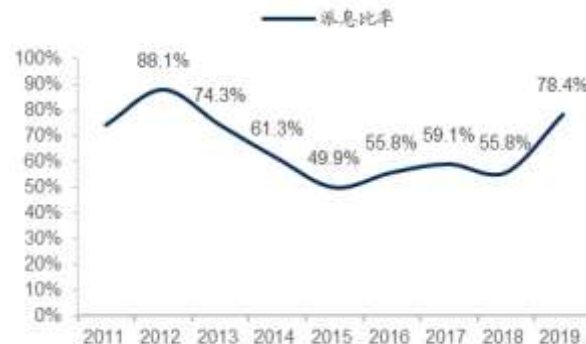
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 负债率处于健康水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

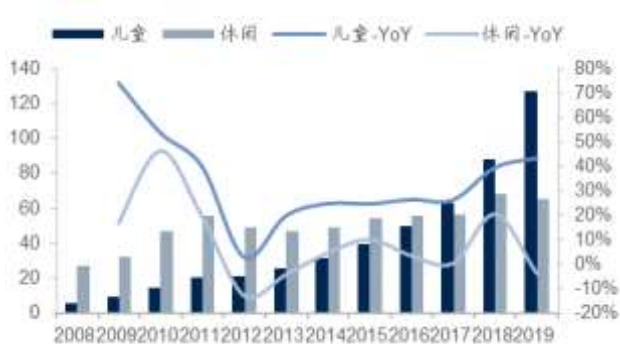
图 27: 派息比例业内领先, 近年回升至历史高位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**童装高速增长, 休闲装稳步增长。**分产品来看, 公司的童装收入规模为从 2008 年的 5.5 亿元提升至 2019 年的 126.6 亿元, CAGR 为 33.0%; 占比从 2008 年的 16.5% 逐年增加到 2019 年的 65.5%。休闲装收入规模从 2008 年的 27.3 亿元提升至 2019 年的 65.4 亿元, CAGR 为 8.3%; 占比从 2008 年的 82.3% 下降到 2019 年的 33.8%。

图 28: 童装高速增长, 休闲装稳步增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 童装占比快速提升

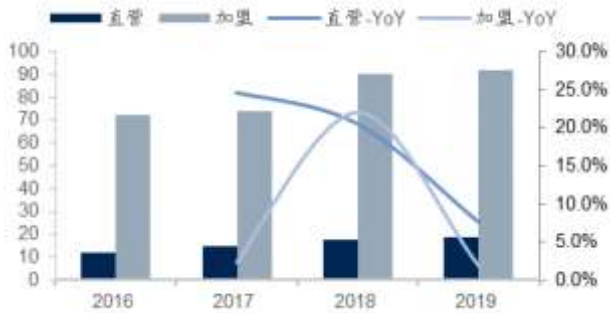


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**直营占比提升, 加盟仍占多数。**公司的直营收入增长迅速, 2019 年不含 Kidiliz 的直营收入为 18.95 亿元, 近三年 CAGR 为 17.3%; 加盟收入为 91.61 亿元,

近三年 CAGR 为 8.4%。直营比例提升 3.1p.p. 至 17.1%，加盟收入占比 82.9%，仍占大多数。

图 30: 直营收入增幅较快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 童装占比快速提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**电子商务规模可观、增长快速。**公司的电商业务主要负责森马和巴拉巴拉品牌的线上销售，收入规模从 2016 年的 22.3 亿元提升至 2019 年的 53.3 亿元，连续三年保持 30%~40% 的增长，占总收入的比重由 20.9% 提升至 27.6%。

图 32: 电子商务规模可观、增长快速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 电子商务占比逐年提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**童装业务坪效和店效均稳步上升。**得益于公司强大的运营能力和渠道结构的提升，童装业务的店效从 2016 年的 163.6 万元提升至 2019 年的 223.5 万元，CAGR 为 16.8%；坪效从 2016 年的 1.22 万元提升至 2019 年的 1.37 万元，CAGR 为 3.9%。休闲装业务的店效与坪效有所下降，店效年均下滑约 6.0%，由于休闲装单店面积上升较快，坪效的下滑幅度更多，约 10%。

图 34: 童装店效增长较快



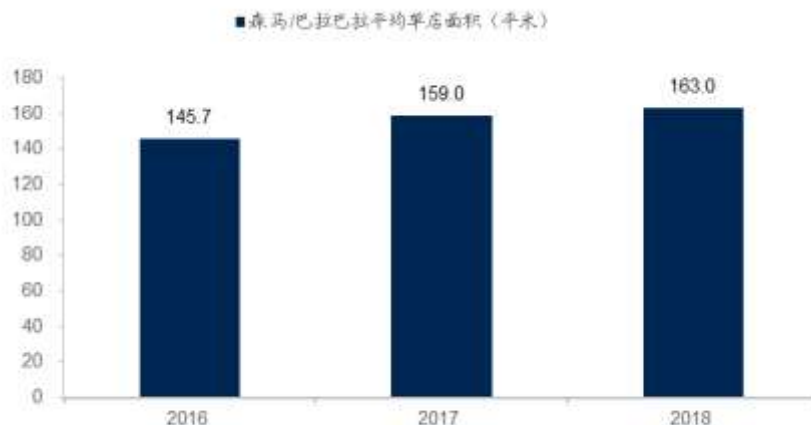
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 童装坪效稳步上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 平均单店面积逐年提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 童装业务龙头优势稳固，新零售赋能未来成长

### 童装品牌矩阵成型，龙头成长势头强劲

公司的童装业务发展迅速，2019 年收入为 126.6 亿元，近十一年的 CAGR 为 33.0%。童装的毛利率逐年提升，2019 年为 46.1%，创造新高，其中巴拉巴拉毛利率提升约 1%。童装的店效和坪效也逐年提升，2019 年店效/坪效店效分别为，近三年 CAGR 分别为 11.0%/4.0%。

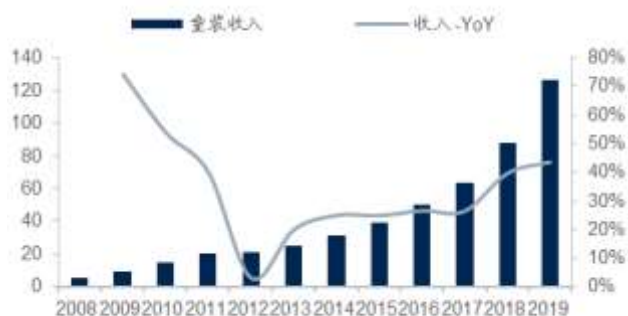
童装业务的主品牌是巴拉巴拉，在主品牌快速发展的同时，公司还拓展了童装品牌群。公司其他的童装品牌包括马卡乐（自创）、Minibalabala（自创）、Cocotree（合资）和 The Children's Place（代理）等。根据欧睿的数据，巴拉巴拉在中国的品牌市占率已经达到 6.9%，龙头优势逐渐加大。

图 37: 童装品牌矩阵

形式	品牌名	品类	适用人群	定位	类似款定价
自创	巴拉巴拉 Balabala 巴拉巴拉	童装、家居、配饰	0~14岁	中端	59元
	MiniBalabala Mini Balabala	儿童服装、配饰	0~8岁	中高端	99元
	马卡乐 MarColor 马卡乐	儿童服装、配饰	0~7岁	中端	99元
合资	Cocotree COCOTREE	潮流童装、鞋、配饰	7~16岁	中高端	299元
代理	The Children's Place THE CHILDREN'S PLACE	儿童服装、配饰	0~14岁	中高端	139元

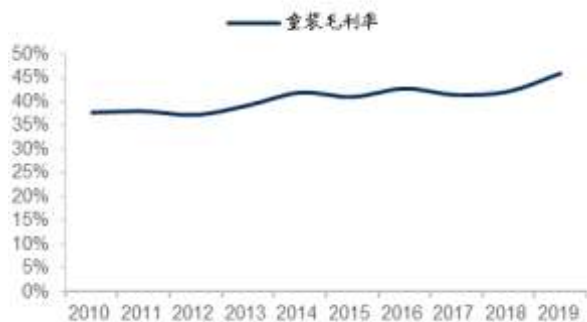
资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

图 38: 童装收入快速提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 童装毛利率逐年提升, 2019 年创新高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**比较分析: 规模持续领先, 经营效益优良**

与其他龙头品牌相比, 巴拉巴拉的规模领先、产品性价比较高、DTC 占比较高、线下店铺效益良好。具体来看:

1. 在规模方面, 巴拉巴拉处于领先地位。巴拉巴拉 2019 年的收入规模约为 127 亿元, 分别为安踏儿童和安奈儿的近 4 倍和 10 倍。在店铺数量方面, 巴拉巴拉拥有 5790 家线下门店, 分别约为安踏儿童和安奈儿的近 2 倍和 4 倍。
2. 产品定位方面, 巴拉巴拉定位大众、性价比高。巴拉巴拉的基本款 T 恤定价在 59 元, 比安踏儿童/安奈儿类似款的定价低 20~40 元; 巴拉巴拉的折扣率也略小于安踏儿童和安奈儿。2019 年巴拉巴拉的毛利率

约为 46%，在安踏儿童和安奈儿之间。

3. **渠道分布方面，巴拉巴拉的线上布局较好、线下直营比例较高。**巴拉巴拉从 2012 年起布局电商，目前已占据龙头位置，线上收入占比为 37%，远高于安踏儿童，与安奈儿持平。线下渠道方面，巴拉巴拉的直营比例为 22%，高于安踏儿童，低于直营为主的安奈儿。
4. **线下店铺方面，巴拉巴拉店铺较大、效益较好。**巴拉巴拉和安踏儿童采用大店（100 平方米以上）的形式运营，巴拉巴拉的平均店铺面积比安踏儿童大约 40 平方米，而其坪效接近安踏儿童；相比之下，店铺面积较小、坪效较低的安奈儿略逊一筹。从库存方面来看，巴拉巴拉的库存周转较快、渠道库存健康。2019 年巴拉巴拉的全渠道库销比为 5.4 个月，渠道库存压力较轻。

图 40：同行业龙头品牌比较

项目	单位	巴拉巴拉	安踏儿童	安奈儿
收入	亿元	127	34	13
店铺数量	家	5790	3000	1505
线上/线下		37%/63%	15%/85%	35%/65%
线下批发/直营		78%/22%	100%/0%	16%/84%
类似款吊牌价	元/件	59	79	99
折扣	折	7.5	7.2	7.4
毛利率		46%	41%	53%
店效	万/月	19	15	6
坪效	万/平米/年	1.37	1.50	1.14
店均面积	平方米	163	120	67
库销比	月	5.4	5.5	8.5

资料来源：公司资料，阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

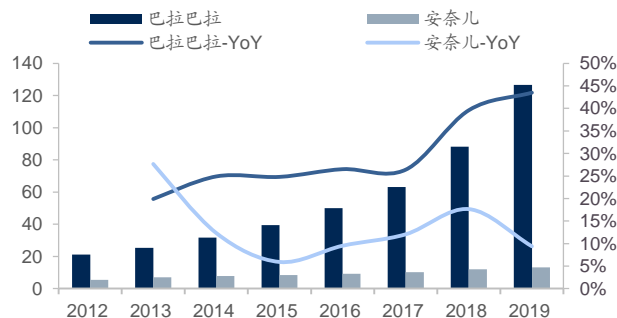
与上市公司安奈儿相比，巴拉巴拉在行业内处于首位，而安奈儿处于第五位，均属于龙头品牌。从规模与增速方面来看，巴拉巴拉规模更大、增长更快，2012~2019 年巴拉巴拉收入的 CAGR 为 29.13%，高于安奈儿的 13.32%。从开店速度来看，加盟为主的巴拉巴拉快于直营为主的安奈儿，2016~2019 年巴拉巴拉线下店铺数量的 CAGR 为 10.6%，远高于安奈儿的 0.8%。

图 41: 巴拉巴拉市占率优势扩大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 收入规模与增速比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 巴拉巴拉与安奈儿店铺数量比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

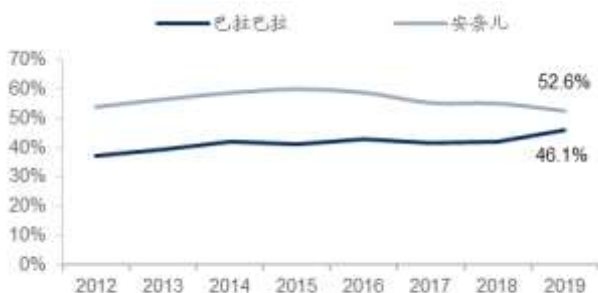
图 44: 巴拉巴拉与安奈儿线下直营收入占比比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

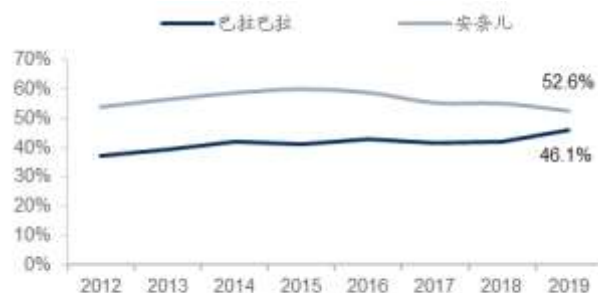
巴拉巴拉是中端多年龄段童装品牌, 产品线覆盖 0~1 岁婴儿装、1~4 岁小童装和 4~14 岁大童装; 安奈儿是中高端大童装品牌, 近 8 成的收入来自 4~14 岁大童装, 品牌定位有所差异。巴拉巴拉的存货周转较快, 在 70~140 天之间, 而安奈儿的库存周转天数在 200~250 天, 为巴拉巴拉的 2~3 倍。

图 45: 巴拉巴拉与安奈儿毛利率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

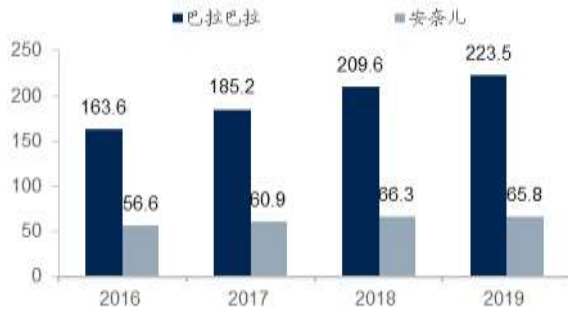
图 46: 巴拉巴拉与安奈儿周转比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

店效方面, 巴拉巴拉的店效从 2016 年的 163.6 万元提升至 2019 年的 223.5 万元, 从安奈儿的约 2.5 倍提升至约 2.9 倍, 但巴拉巴拉的单店面积是安奈儿的 2.4~2.6 倍, 因此两者坪效接近。就目前趋势来看, 安奈儿处于调整期, 坪效在近年来有所下降, 而巴拉巴拉的坪效稳步提升。

图 47: 巴拉巴拉与安奈儿店效比较 (年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

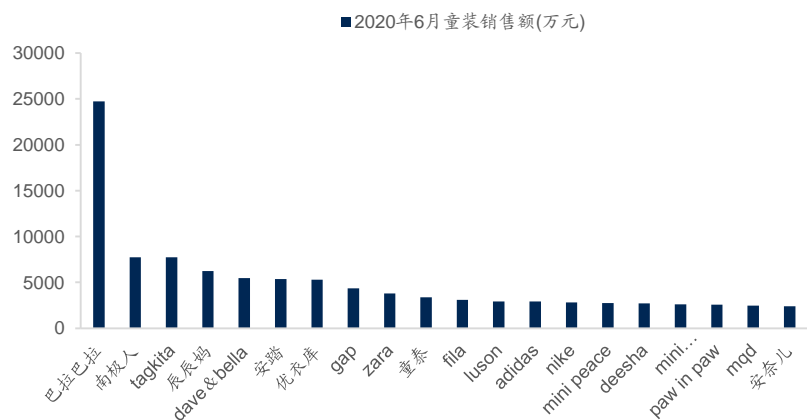
图 48: 巴拉巴拉与安奈儿店铺数量比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

线上业务遥遥领先, 成功孵化线上品牌。以 2020 年 6 月为例, 巴拉巴拉实现销售额 2.5 亿元, 排名第一并高出第二名 3 倍以上; Mini balabala 销售额超过 2500 万元, 排名第十七并高出排名第二第十位的安奈儿近 10%。巴拉巴拉线上销售额增长迅速、平均售价有所提升。2020 年 9 月, 巴拉巴拉的销售额同增约 58%, 高于安奈儿而略少于安踏童装; 巴拉巴拉 ASP 接近 120 元, 低于安踏童装和安奈儿; 但 ASP 取得 6% 的增长, 同期安踏童装和安奈儿的 ASP 均有 6%~9% 的下滑。

图 49: 2020 年 6 月天猫童装热销品牌销售额 Top20



资料来源: 阿里第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

表 7: 2020 年 9 月巴拉巴拉与其他品牌销售额、ASP 对比

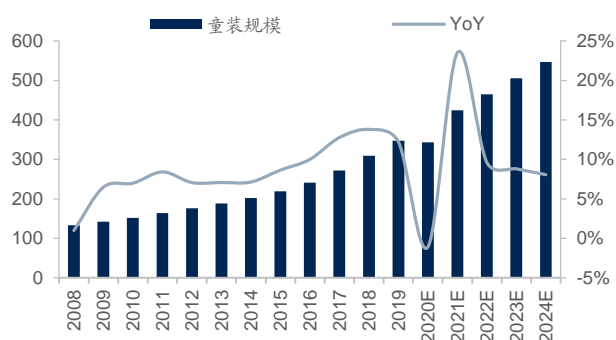
2020 年 9 月	销售额(万元)	销售额 YoY	2020 年 9 月 ASP(元)	2019 年 9 月 ASP	ASP YoY
巴拉巴拉	26314.5	57.6%	119.1	112.4	6.0%
安踏童装	8338.3	68.5%	147.4	157.7	-6.5%
安奈儿	2759.2	24.2%	144.4	157.8	-8.5%

资料来源: 阿里第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

### 成长分析：行业景气度高，新零售体系巩固龙头优势

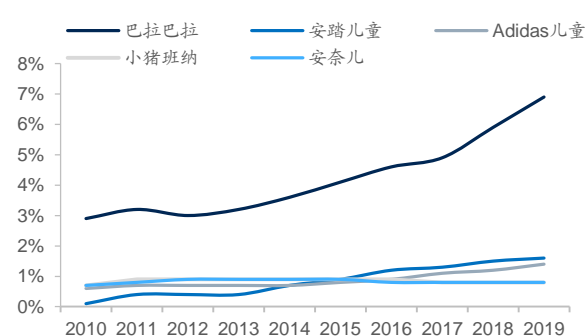
1. 处于高景气度的童装赛道，品牌优势不断扩大。巴拉巴拉品牌所处的童装行业处景气发展阶段，增速较高，而巴拉巴拉收入的增速大于童装行业的增速。根据机构统计及预测数据，2019年中国童装市场规模达到347.1亿美元，2014-2019年CAGR为11.8%。考虑疫情的影响，2024年中国童装市场规模将突破546.4亿美元，未来五年的CAGR预计为9.5%，处于高成长阶段。巴拉巴拉品牌占据童装市场绝对优势，连续十余年国内市场份额第一，且优势不断扩大。巴拉巴拉近十一年来的CAGR为33.0%，高于童装行业同期9.1%的CAGR，品牌经营能力较强。

图 50：中国童装市场成长加速，景气度高



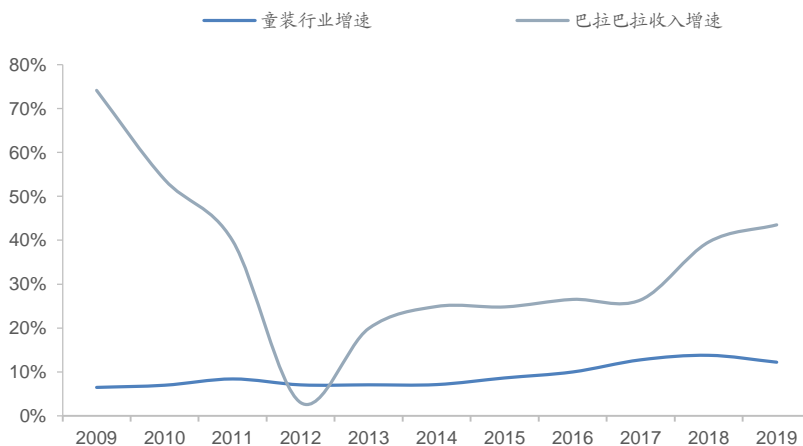
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 51：龙头品牌中巴拉巴拉市占率位居第一，优势扩大



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图 52：童装行业增速与巴拉巴拉收入增速比较

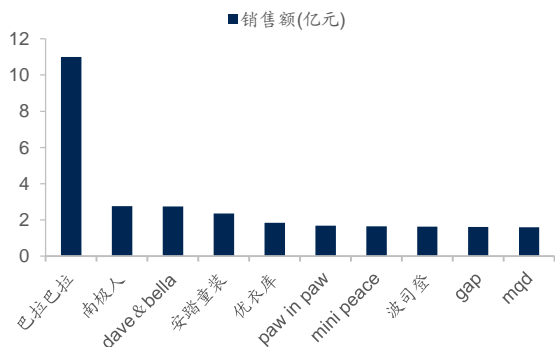


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

电商品牌孵化成功，增长迅速。2020年森马电商双十一实现销售业绩17.18亿，再创新高。巴拉巴拉品牌淘系销售额长期位居行业第一，规模大幅领先其后品牌；电商品牌Mini balabala发展迅速，近年来双十一保持在1亿元以上的销售规模。今年疫情过后，巴拉巴拉旗舰店销售保持较好的双位数增长，并且销售额增速普遍高于销量增速，折扣控制较好。

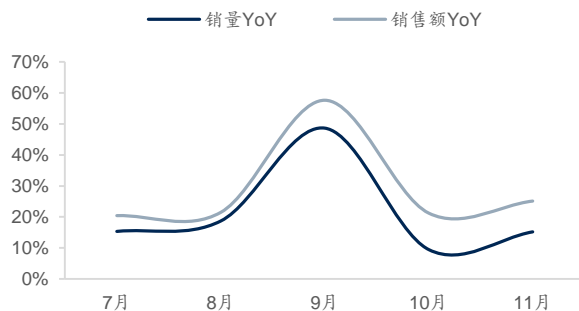


图 53: 2020 年 11 月童装品牌销售额排名



资料来源: 阿里第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

图 54: 2020 年 7-11 月巴拉巴拉旗舰店销售同比情况



资料来源: 阿里第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

2. 发力新零售, 加速线上线下全渠道融合。2019 年开始, 巴拉巴拉加强消费者通路的构建, 在微信平台开设具有门店定位、线上下单功能的巴拉巴拉云店, 提供更为便捷的购物体验。同时, 直播业务业绩亮眼, 通过红人直播带动店铺自播的形式树立生态化的直播理念, 在双十一实现天猫自播销量行业第一。疫情之下, 公司的云店业务实现了快速增长, 为公司提供了新的流量入口, 建立了私域流量; 直播业务增长加快, 坚持以自播为主、外部网红引流为辅的直播结构, 两者相互促进。

图 55: 巴拉巴拉云店



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

紧跟潮流不断提升产品时尚度，紧跟时尚潮流。2020年上半年，公司通过推出原创形象“小章鱼”及系列产品，以及推出与“冰雪奇缘”、“汪汪队”、“大闹天宫”、“敦煌博物馆”、“梵高博物馆”等知名IP合作款产品，通过先进的营销理念吸引年轻家长，不断扩大品牌客群、丰富品牌内涵。

图 56: 巴拉巴拉敦煌系列








资料来源:公开资料，国信证券经济研究所整理

## 休闲装业务砥砺前行，稳中求进

**休闲装行业竞争激烈，公司脚踏实地稳中求进**

近年来公司的休闲装业务获得了稳健的发展,2019年收入规模为65.4亿元,进十一年CAGR为8.26%。休闲装业务的毛利率在30%~37%之间浮动。休闲装业务的主品牌为森马,公司旗下其他品牌包括Marc O'Polo、Juicy Couture、GLM、glemall,覆盖了高端、潮流、大众等定位。

图 57: 公司休闲装品牌矩阵

品牌名	品类	定位	畅销款单价
森马	男女休闲装	大众	69 
Marc O'Polo	男女休闲装	高端	1390 
Juicy Couture	时尚女装	高端	1999 
GLM	男女休闲装、配饰	大众	299 
glemall	潮流服装	大众	99 





资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

### 比较分析: 稳步健康发展, 库存较为健康

森马品牌的渠道布局均衡、货品周转比较健康, 但在规模和坪效方面来看, 与超头部品牌比起来仍有差距, 具体来看:

1. 从收入规模和店铺数量方面来看, 森马与安踏、海澜之家等超头部品牌有一定的差距。2019年森马的收入约为65亿元, 安踏和海澜之家分别是它的2.1/2.6倍; 店铺数量方面, 森马的门店约为3766家, 安踏和海澜之家分别是它的1.5/2.0倍。
2. 森马渠道布局均衡, 直营比例在龙头品牌中较为领先。森马的线上收入占比约20%, 与安踏接近, 而略低于Peacebird的30%; 直营比例方面, 森马线下的直营比例为22%, 高于安踏(0%)和海澜之家(7%)而低于Peacebird(39%)。2019年, 森马完成了小程序商城的搭建, 所有核心零售商金牌门店均已上线小程序, 完成千店千面和分仓发货试点尝试, 完成会员营销转化闭环。
3. 产品定位方面, 森马的产品更为大众。以印花T恤为例, 森马的定价为109元, 而安踏/海澜之家/Peacebird分别定价119/98/229元, 在森马的2~6倍不等。森马的折扣力度与其他品牌基本持平。
4. 在线下店铺方面, 森马门店面积较大、坪效略有不足、加盟渠道库存周转良好。森马的平均店铺面积为241平方米, 比安踏和海澜多出40%~60%; 坪效方面, 森马与同行有所差距, 2019年森马的坪效为1.15万元, 而安踏/海澜之家的坪效分别为1.84/3.52万元; 从库存方面来看, 森马的库存周转比较健康。2019年森马的全渠道库销比为5.4个月, 而同行的全渠道库存在4.5~6.0个月。

图 58: 休闲装龙头品牌比较分析

项目	单位	森马	安踏	海澜之家	Peacebird
收入	亿元	65	140	174	56
店铺数量	家	3766	7500	5598	2905
线上/线下		24%/76%	20%/80%	6%/94%	30%/70%
线下批发/直营		78%/22%	100%/0%	93%/7%	61%/39%
类似款单价	元/件	109 	119 	98 	229 
折扣	折	7.5	7.3	大部分为全价销售	/
店效	万/月	23	23	50	26
坪效	万/平米/年	1.15	1.84	3.52	/
店均面积	平方米	241	150	170	/
库销比	月	5.4	4.5	6.0	6.0

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

**成长分析: 休闲装龙头地位稳固, 联名和柔性供应链助力产品迭代升级**

**1. 休闲服饰行业空间广阔、竞争激烈, 公司占据龙头地位, 具有竞争优势**

森马品牌所处的休闲服饰行业适用的着装场景丰富, 在服饰市场中占据半壁江山。根据咨询机构估算, 2019 年中国休闲服装市场规模约为 8000-10000 亿元, 同比增长约 4%。目前, 森马品牌已位居本土休闲装品牌龙头地位, 2019 年森马品牌市占率约为 0.62%, 位居服装行业第八、休闲装品牌第三。

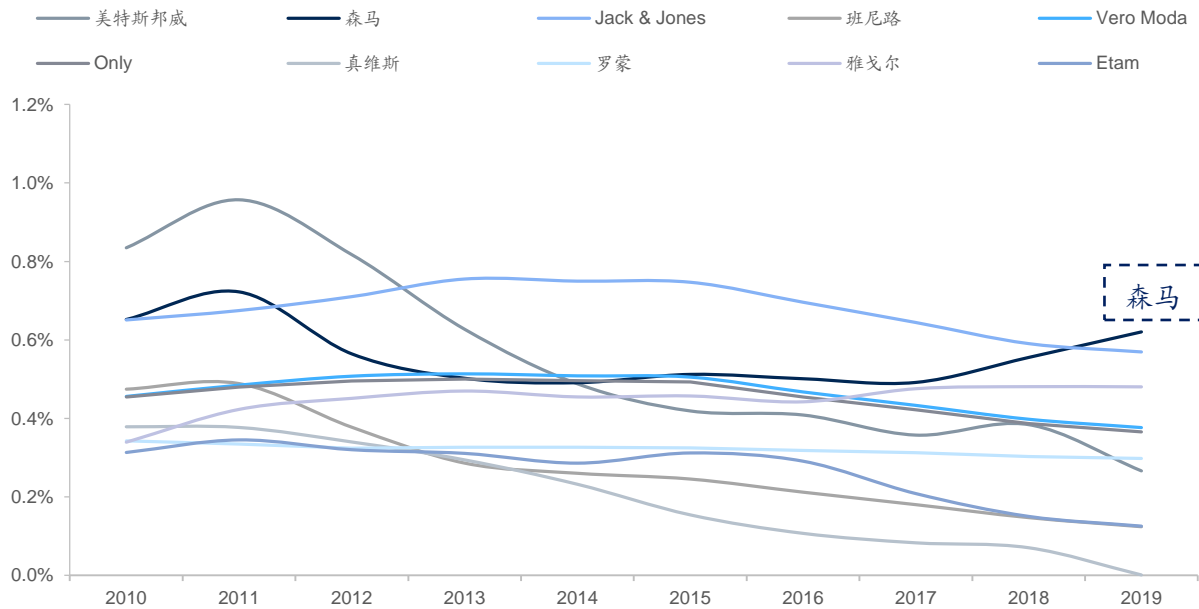
首先从市占率的角度来看, 森马在经历短暂的调整之后重回前三, 在激烈的休闲装市场中维持住了龙头品牌的地位, 显示出公司稳健的经营实力。2010 年的前十大休闲装品牌除森马和 Jack&Jones 外, 其余品牌近九年来市场份额与排名均有不同程度的下降。而在 2019 年前十大品牌中, 在规模上与森马构成竞争的有以优衣库为代表的国际品牌和本土品牌海澜之家。

表 8: 2010~2019 年休闲装品牌市占率排名变化

品牌	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
优衣库	19	17	9	8	4	2	2	2	2	1
海澜之家	13	8	8	2	1	1	1	1	1	2
森马	2	2	3	6	7	5	5	6	5	3
Jack&Jones	3	3	2	1	2	3	4	3	4	4
Zara	17	16	11	9	9	9	6	5	6	5
拉夏贝尔	30	35	16	3	3	4	3	4	3	6
Vero Moda	5	5	4	5	5	6	7	7	7	8
Only	6	6	5	7	6	7	8	8	8	9
太平鸟	27	23	19	14	10	11	10	9	10	10
美特斯邦威	1	1	1	4	8	10	9	10	9	24
Baleno	4	4	8	17	19	19	19	23	29	32

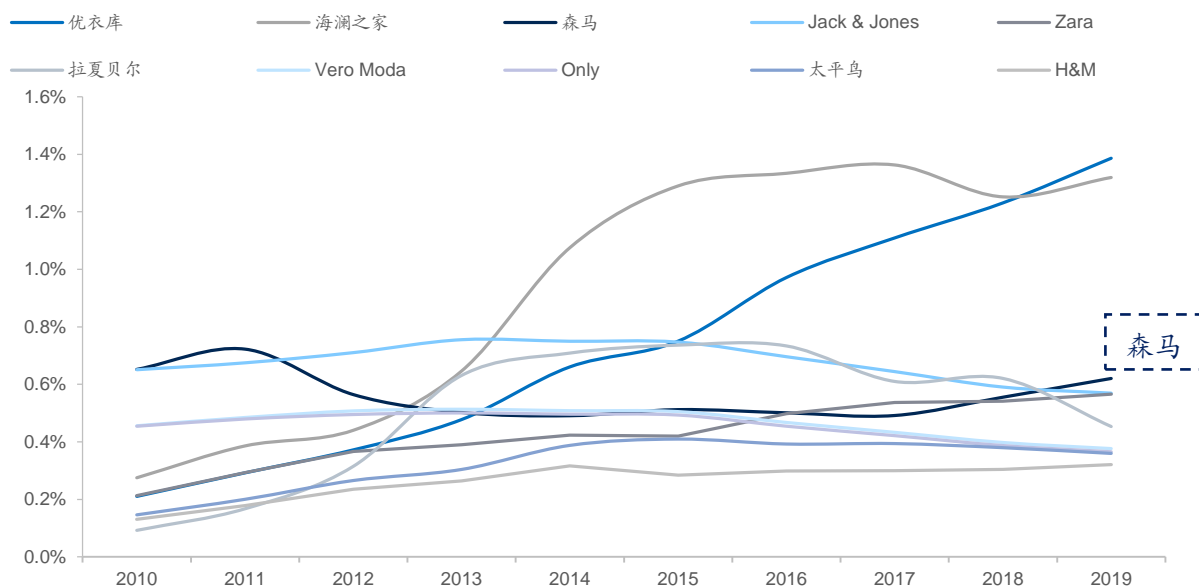
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 59: 2010 年前十大休闲装品牌近九年市占率份额发展趋势



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图 60：2019 年前十大休闲装品牌近十年发展趋势



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

其次从定位角度看，森马在大众市场三四线城市仍有较好的竞争基础。从优衣库、Zara、H&M、Jack&Jones 的渠道分布可以看出，国际品牌在一线、二线城市渠道布局较多，而在三四线城市布局较少；而渠道布局与森马相似的海澜之家定位与森马不同，森马主打价位 50~200 元之间的青少年休闲服饰，而海澜之家主打价位 200~400 元之间的中青年商务休闲服饰；其他品牌诸如美特斯邦威、班尼路近年业绩下滑、渠道收缩严重，在休闲服饰中的排名已在 20 位以后，无法对森马构成竞争。由此看来，森马在三四线城市渠道优势较为稳固，与国际品牌错位竞争，品牌龙头优势较为稳固。

图 61：2020 年各大品牌渠道分布

	森马	海澜之家	美特斯邦威	班尼路	H&M	Jack&Jones	优衣库	Zara
一线	8.1%	6.3%	1.1%	31.4%	14.1%	15.5%	25.7%	24.8%
新一线	16.3%	14.8%	14.2%	29.3%	36.6%	28.1%	26.0%	28.1%
二线	19.2%	16.0%	20.6%	14.1%	18.7%	21.6%	21.9%	27.5%
三线	21.1%	25.3%	23.2%	12.2%	16.6%	15.6%	14.8%	10.7%
四线	18.7%	21.6%	18.6%	10.0%	10.4%	11.3%	9.7%	4.9%
五线	16.3%	15.5%	21.8%	2.5%	3.6%	7.6%	1.9%	4.0%
低线	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

注：森马、海澜之家、美特斯邦威本土品牌，班尼路为港资品牌，H&M、Jack&Jones、优衣库、Zara 为海外品牌

2. 库存去化轻装上阵，渠道库存压力较小蓄力未来。近年公司加强了库存管控，2019 年年末的库存比年初较少 6.99%，据估算，公司全渠道/加盟渠道的库销比分别为 5.4 个月。2020 年 Q1 和 Q2，加盟商库存水平上环比同比均下降，加盟渠道库存压力较轻，在森马品牌以加盟为主的经营模式下，需求恢复之后加盟商订货能力将加速回升，有望加快加

盟收入的恢复。

3. **柔性供应链助力产品迭代加速。**2019 年开始，公司进行了柔性供应链改造，研发智能补货系统，目前快反单的比例由 2019 年的 2 成上升到 3 成。柔性供应链的构建不仅可以有效控制库存，提高经营效率，更能缩短产品由设计到上市的时间，为产品的加速迭代提供有力支持。森马的柔性供应链体系由强大的物流中台所支撑。公司投资 25.67 亿元在温州、上海、杭州、嘉兴等地建设了工业园，合计占地 861.8 亩。随着公司物流大平台的规划实施，公司将原有的物流架构调整为 2B 和 2C 的两大物流园区集成运作模式。

表 9：2019 年森马物流园区详细信息

项目	占地(亩)	建筑面积(万平方米)	总投资(亿元)
温州园区	250.00	41.53	7.88
上海园区	195.29	18.96	6.57
嘉兴园区	285.24	45.91	7.32
杭州园区	21.30	6.31	2.91
天津园区	110.00	4.45	0.99
合计	861.83	117.16	25.67

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

5. 品类方面，森马聚焦 95 后高频生活场景与穿搭需求，提出“质在日常”的设计理念并提供满足多生活场景需求的价值单品。此外，森马还签约 FPX 的灵魂人物 Doinb，将结合其乐观、玩趣的个性特征与特长，联合推出一系列出圈的短视频和直播活动，并推出联名系列服饰，进一步吸引新青年。

图 62：森马“质在日常”理念宣传



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

图 63：森马与 FPX 联名



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1) 收入方面, 由于公司在 2020 年受到疫情和 Kidiliz 童装集团剥离影响, 预计收入将有小幅下滑, 其中预计儿童高双位数下滑, 休闲低单位数下滑; 展望 21~22 年, 随着公司的渠道出货能力恢复和渠道扩店计划的实施, 预计儿童和休闲服饰业务将分别以 18%~21%和 10%~15%的速度增长, 促使整体收入增长在 15%~20%的区间。

2) 毛利率方面, 公司的童装业务市占率领先, 2020 年受疫情和 Kidiliz 高端童装业务剥离的影响, 毛利率有所下降; 在 2021 年及以后, 由于公司童装业务的品牌知名度较高、产品力较强, 毛利率将维持在 40%左右; 休闲装业务的毛利率低于童装, 2020 年受疫情和公司去化库存影响, 折扣幅度加大毛利率预计降低到 33%~34%之间; 由于公司经营稳健、积极联名进行产品创新, 预计未来三年休闲装毛利率将维持在 35%左右, 与往年基本持平。

3) 费用支出方面, 由于疫情期间收入减少所以费用占收入比重预计将小幅上升, 中期来看公司随规模增长运营优化, 费用占比将维持在以往正常的水平。

4) 所得税方面, 假设未来三年的所得税率维持在 27%左右的水平。

**表 10: 盈利预测的主要假设**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>收入 (百万元)</b>					
童装营收	8824.70	12663.39	10441.99	12661.18	14976.15
YoY	39.60%	43.50%	-17.54%	21.25%	18.28%
占比	56.14%	65.49%	60.93%	63.08%	64.69%
休闲装营收	6791.61	6544.34	6533.94	7210.50	7929.64
YoY	20.54%	-3.64%	-0.16%	10.35%	9.97%
占比	43.21%	33.84%	38.13%	35.92%	34.25%
其他营收	102.82	129.04	161.29	200.00	244.01
YoY	45.87%	25.49%	14.41%	12.97%	11.67%
占比	0.65%	0.67%	0.94%	1.00%	1.05%
合计营收	15719.13	19336.77	17137.22	20071.68	23149.80
YoY	30.71%	23.01%	-11.37%	17.12%	15.34%
<b>毛利率</b>					
童装	42.23%	46.06%	40.61%	41.00%	41.00%
休闲装	36.98%	35.60%	33.39%	35.60%	35.60%
其他	14.52%	47.87%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	39.78%	42.53%	37.66%	38.85%	38.93%
<b>费用率</b>					
销售费用	16.35%	20.97%	22.50%	19.17%	19.08%
管理费用	3.32%	5.32%	6.00%	5.42%	5.31%
研发费用	2.32%	2.14%	2.12%	2.10%	2.08%
财务费用	0.48%	0.63%	0.77%	0.87%	0.84%
资产减值	5.52%	3.20%	4.00%	3.00%	3.00%
<b>其他</b>					
营业利润率	13.23%	11.13%	3.54%	9.81%	10.12%
所得税率	25.87%	27.96%	26.91%	26.91%	26.91%
<b>净利润</b>					
归母净利润	1,693.63	519.31	1538.39	1830.08	519.31
YoY	48.75%	-8.52%	-66.48%	196.24%	18.96%
净利率	10.77%	8.01%	3.03%	7.66%	7.91%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



### 未来 3 年盈利预测

综合以上分析假设，我们预计公司 20-22 年收入分别为 171/201/232 亿元，分别同比-11.4%/17.1%/15.3%；归母净利润分别为同比-66.5%/196.2%/19%，EPS 分别为 0.19/0.57/0.68，当前股价对应 PE 分别为 47.7x/16.1x/13.5x。

**表 11：盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	17,137	20,072	23,150
(+/-%)	23.0%	-11.4%	17.1%	15.3%
净利润(百万元)	1549	519	1538	1830
(+/-%)	-8.5%	-66.5%	196.2%	19.0%
每股收益(元)	0.57	0.19	0.57	0.68
EBIT Margin	14.8%	6.6%	11.8%	12.1%
净资产收益率(ROE)	13.2%	4.3%	12.3%	13.8%
市盈率(PE)	16.0	47.7	16.1	13.5
EV/EBITDA	9.5	20.1	11.0	9.6
市净率(PB)	2.1	2.1	2.0	1.9

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

### 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 20-22 年净利润分别为 8.8 亿、19.6 亿、23.3 亿元；2) 中性假设下，公司 20-22 年净利润分别为 5.2 亿、15.4 亿、18.3 亿元；3) 悲观假设下，公司 20-22 年净利润分别为 1.6 亿、11.3 亿、13.5 亿元。

**表 12：情景分析**

情景分析	2019	2020E	2021E	2022E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	19,337	17,071	20,082	23,254
(+/-%)	23.0%	-11.7%	17.6%	15.8%
净利润(百万元)	1549	880	1958	2327
(+/-%)	-8.5%	-43.2%	122.5%	18.8%
摊薄 EPS	0.57	0.33	0.73	0.86
<b>中性预测</b>				
营业收入(百万元)	19,337	17,137	20,072	23,150
(+/-%)	23.0%	-11.4%	17.1%	15.3%
净利润(百万元)	1549	519	1538	1830
(+/-%)	-8.5%	-66.5%	196.2%	19.0%
摊薄 EPS(元)	0.57	0.19	0.57	0.68
<b>悲观预测</b>				
营业收入(百万元)	19,337	17,203	20,061	23,045
(+/-%)	23.0%	-11.0%	16.6%	14.9%
净利润(百万元)	1549	163	1127	1347
(+/-%)	-8.5%	-89.5%	590.3%	19.5%
摊薄 EPS	0.57	0.06	0.42	0.50
总股本(百万股)	2,699	2,699	2,699	2,699

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

### 投资建议：看好优质龙头轻装上阵，重启成长势头

综合以上分析，我们认为公司具备以下投资价值：1) 童装赛道成长性好，龙头品牌集中度有望提升；2) 公司长期保持财务稳健、现金充沛，童装业务规模、经营效率业内领先，休闲服务业务稳中求进，具备较好的发展空间；3) 短期年内疫情影响下，公司致力于恢复渠道库存健康，同时剥离亏损品牌，优化线上线渠道，为未来重启快速高质量的成长做好了准备。公司明年业务步入正轨后，

未来3年业绩复合增速有望保持在20%左右，而公司当前估值属于同类公司中偏低水平。我们认为给与公司2021年19-20倍的PE是合理的，对应估值区间在10.8-11.3元，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在10.8-11.3元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.9%、风险溢价8.1%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司2020年平均动态PE做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态PE进行修正，最终给予公司19-20倍PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- 1、宏观经济风险：公司处于服装消费行业，与宏观经济相关性较高，在本次疫情中受到冲击。现在虽然国内疫情已经得到控制，但是公司休闲服饰品牌森马的消费群体为收入中等大众人群，存在消费能力恢复不及预期的风险，从而使公司的零售端业务不及预期，进而影响公司营业收入的增长。
- 2、库存风险：公司的库存周转天数仍略高于行业健康水平，存在库存去化不及预期的风险，影响公司盈利水平。
- 3、市场风险：童装领域迅速发展，多个龙头企业均有涉足童装行业，可能造成童装领域竞争加剧，可能存在收入不及预期的风险。休闲装领域洗牌较快，国际品牌向低线城市下沉，可能造成休闲装领域竞争加剧，可能存在收入不及预期的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2548	4309	4713	5308	营业收入	19337	17137	20072	23150
应收款项	2165	1919	2247	2592	营业成本	11113	10683	12274	14138
存货净额	4109	3860	4444	5129	营业税金及附加	127	12	14	16
其他流动资产	448	397	465	536	销售费用	4055	3856	3848	4416
<b>流动资产合计</b>	<b>11314</b>	<b>12529</b>	<b>13913</b>	<b>15609</b>	管理费用	1089	1420	1538	1740
固定资产	2258	1168	886	534	财务费用	(123)	(132)	(175)	(195)
无形资产及其他	723	694	665	637	投资收益	50	0	0	0
投资性房地产	2326	2326	2326	2326	资产减值及公允价值变动	(608)	(699)	(618)	(713)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(364)	7	14	20
<b>资产总计</b>	<b>16621</b>	<b>16718</b>	<b>17791</b>	<b>19105</b>	营业利润	2152	607	1969	2343
短期借款及交易性金融负债	267	267	267	267	营业外净收支	(23)	95	111	128
应付款项	2671	2510	2889	3335	<b>利润总额</b>	<b>2129</b>	<b>701</b>	<b>2079</b>	<b>2471</b>
其他流动负债	1059	1125	1245	1433	所得税费用	595	189	560	665
<b>流动负债合计</b>	<b>3997</b>	<b>3901</b>	<b>4401</b>	<b>5035</b>	少数股东损益	(16)	(7)	(19)	(24)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1549</b>	<b>519</b>	<b>1538</b>	<b>1830</b>
其他长期负债	829	829	829	829					
<b>长期负债合计</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>829</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4826</b>	<b>4730</b>	<b>5230</b>	<b>5864</b>					
少数股东权益	30	27	20	11					
股东权益	11765	11961	12540	13230					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16621</b>	<b>16718</b>	<b>17791</b>	<b>19105</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1549	519	1538	1830
资产减值准备	(232)	436	(311)	(355)
折旧摊销	263	327	348	369
公允价值变动损失	608	699	618	713
财务费用	(123)	(132)	(175)	(195)
营运资本变动	1342	886	(791)	(823)
其它	226	(439)	304	346
<b>经营活动现金流</b>	<b>3756</b>	<b>2429</b>	<b>1707</b>	<b>2079</b>
资本开支	648	(344)	(344)	(344)
其它投资现金流	(2044)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1393)</b>	<b>(344)</b>	<b>(344)</b>	<b>(344)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(157)	0	0	0
支付股利、利息	(965)	(324)	(958)	(1140)
其它融资现金流	(6)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2251)</b>	<b>(324)</b>	<b>(958)</b>	<b>(1140)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>113</b>	<b>1761</b>	<b>404</b>	<b>595</b>
货币资金的期初余额	2435	2548	4309	4713
货币资金的期末余额	2548	4309	4713	5308
企业自由现金流	4315	1701	944	1256
权益自由现金流	4152	1797	1072	1399

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.57	0.19	0.57	0.68
每股红利	0.36	0.12	0.36	0.42
每股净资产	4.36	4.43	4.65	4.90
ROIC	20%	9%	20%	24%
ROE	13%	4%	12%	14%
毛利率	43%	38%	39%	39%
EBIT Margin	15%	7%	12%	12%
EBITDA Margin	16%	9%	14%	14%
收入增长	23%	-11%	17%	15%
净利润增长率	-9%	-66%	196%	19%
资产负债率	29%	28%	30%	31%
息率	3.9%	1.3%	3.9%	4.6%
P/E	16.0	47.7	16.1	13.5
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	9.5	20.1	11.0	9.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032