



纺织服装业/可选消费品

森马服饰 (002563)

## 扎实发展蓄力成长，拨云见日未来可期

	郝帅(分析师)	丁凡(研究助理)
	010-83939838	010-83939832
	haoshuai@gtjas.com	dingfan@gtjas.com
证书编号	S0880518020004	S0880119010026

### 本报告导读:

公司剥离不良资产，Q3 确立底部后迎来拐点，两大品牌优化改革，龙头优势明显，电商发展助力收入增长，维持增持评级。

### 投资要点:

- **维持增持评级:** 考虑到疫情和公司剥离资产的影响，下调 2020-2021 年 EPS 为 0.21(-0.26)/0.52(-0.03)，业务剥离后业绩弹性较大，上调 2022 年 EPS 为 0.69(+0.08)元，童装积极拓展优势明显，推进休闲改革，参考可比同业，上调 2021 年目标价格至 9.56 元，对应 2021 年 18 倍 PE。
- **公司业绩底部确立，拐点到来，恢复弹性大。** 疫情影响下公司 2020H1 实现收入 57.34 亿元，同比下滑 30.24%，Q3 业绩仍然承压。Kidiliz 自收购以来持续亏损，9 月公司成功剥离，降低经营风险轻装上阵。二期员工持股计划覆盖高管及关键员工，提升整体员工信心。成人休闲引入前耐克总监，重新定位品牌，提高影响力。在一系列措施下，在疫情和 Kidiliz 影响下确立底部后森马迎来拐点，业绩恢复可期。
- **童装龙头优势凸显，休闲服饰改革升级，扎实发展带动高质量增长。** 公司 24 年发展至今，休闲童装两大品牌均处于行业龙头地位，收入利润稳定增长。童装市场潜力大且市场份额有向龙头集中的趋势，巴拉巴拉市占率达 6.9% 位居第一，行业龙头优势明显，品牌矩阵逐步完善；休闲服饰专注供应链改革、品牌塑造和产品升级，休闲服饰收入企稳。随着各品牌不断优化，公司业绩有望再创新高。
- **新零售发展前景广阔，打造电商业务新生态。** 森马电商定位由去库存转变为内容运营、新零售，两大品牌线上收入逐年增长，2019 年休闲和童装电商收入分别达 23.96/27.87 亿元，同比增长 20%/32%。近年来品牌发力新零售，森马加大内容输出力度，完善供应链和物流管理，加强团队建设，为电商多平台、多品类的消费生态链奠定基础。
- **风险提示:** 疫情后消费复苏不及预期，童装市场竞争加剧，成人休闲业务恢复不及预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,719	19,337	15,816	17,321	20,073
(+/-)%	31%	23%	-18%	10%	16%
经营利润 (EBIT)	2,685	2,598	1,480	2,424	3,058
(+/-)%	50%	-3%	-43%	64%	26%
净利润 (归母)	1,694	1,549	573	1,403	1,849
(+/-)%	49%	-9%	-63%	145%	32%
每股净收益 (元)	0.63	0.57	0.21	0.52	0.69
每股股利 (元)	0.35	0.45	0.46	0.47	0.49

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	17.1%	13.4%	9.4%	14.0%	15.2%
净资产收益率 (%)	15.2%	13.2%	4.8%	11.4%	14.6%
投入资本回报率 (%)	21.7%	19.5%	10.7%	24.0%	29.3%
EV/EBITDA	12.08	13.35	10.65	6.64	5.30
市盈率	12.08	13.35	36.24	14.63	11.03
股息率 (%)	4.2%	5.4%	5.5%	5.7%	5.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 9.56**

上次预测: 8.65

当前价格: 7.61

2020.09.27

### 交易数据

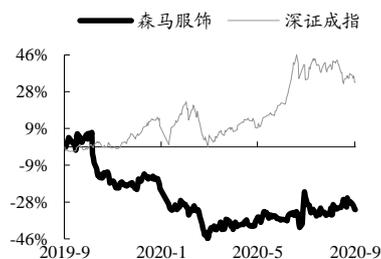
52 周内股价区间 (元)	6.35-12.67
总市值 (百万元)	20,536
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,699/1,888
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	70%
日均成交量 (百万股)	22.91
日均成交值 (百万元)	176.57

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,533
每股净资产	3.90
市净率	1.9
净负债率	-34.15%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.13	0.01
Q2	0.14	0.02
Q3	0.22	0.06
Q4	0.09	0.12
全年	0.57	0.21

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	7%	-32%
相对指数	5%	-1%	-64%

### 相关报告

剥离子公司减少亏损，轻装上阵聚焦主业  
2020.07.21

Q1 收入利润波动，长期增长趋势不改  
2020.04.29

电商高速增长，童装多品牌布局优势保持  
2020.04.28

业绩有所波动，童装龙头向好趋势不改  
2019.12.07

本部增长依旧亮眼，中高端童装正式布局  
2019.08.28

模型更新时间: 2020.09.27

股票研究

可选消费品  
纺织服装业

森马服饰 (002563)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.56**

上次预测: 8.65

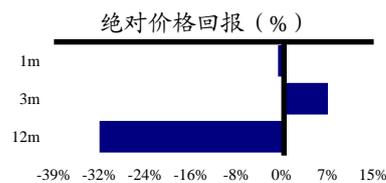
当前价格: 7.61

公司网址

www.semirez.com

公司简介

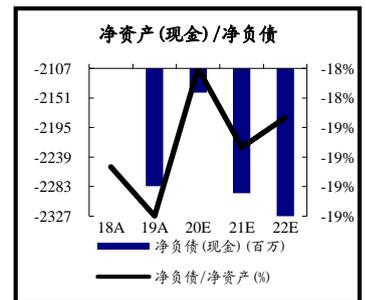
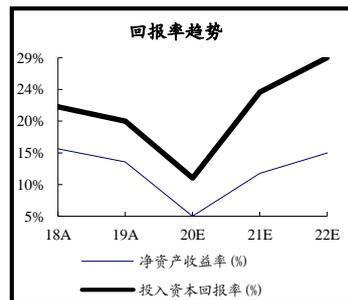
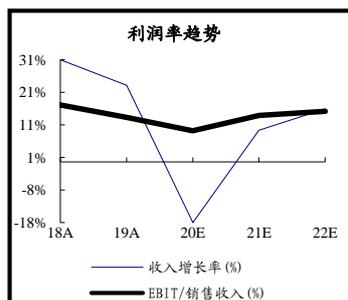
公司是以虚拟经营为特色,以系列成人休闲服饰和儿童服饰为主导产品的品牌服饰企业。自企业创办以来,森马服饰就采用了虚拟经营模式并在实践中不断加以创新,将服装生产外包,专注于产品设计、品牌传播、供应链管理及渠道拓展,“长板做长,短板外包”。



52周内价格范围 6.35-12.67  
市值 (百万) 20,536

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	15,719	19,337	15,816	17,321	20,073
营业成本	9,466	11,113	9,502	10,776	12,422
税金及附加	111	127	104	114	132
销售费用	2,570	4,055	3,369	2,944	3,221
管理费用	886	1,443	1,361	1,064	1,240
EBIT	2,685	2,598	1,480	2,424	3,058
公允价值变动收益	9	11	0	0	0
投资收益	127	50	0	0	0
财务费用	-76	-123	-95	-95	-104
营业利润	2,080	2,152	810	1,952	2,564
所得税	587	595	220	539	711
少数股东损益	-12	-16	-6	-14	-18
净利润	1,694	1,549	573	1,403	1,849
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	2,435	2,548	2,415	2,558	2,595
其他流动资产	2,013	201	221	500	1,000
长期投资	4	0	0	0	0
固定资产合计	2,240	2,258	2,503	2,716	2,770
无形及其他资产	1,017	962	992	959	935
资产合计	16,568	16,621	16,001	16,781	17,495
流动负债	4,410	3,997	3,179	3,664	3,987
非流动负债	965	829	821	826	831
股东权益	11,146	11,765	11,971	12,261	12,647
投入资本(IC)	9,183	9,593	9,932	10,080	10,428
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	1991	1872	1066	2424	3058
折旧与摊销	180	263	185	204	219
流动资金增量	1,366	222	668	-307	-176
资本支出	-471	-342	-407	-368	-392
自由现金流	3,066	2,014	1,512	1,952	2,709
经营现金流	955	1,677	1,232	1,831	2,161
投资现金流	791	-560	-659	-621	-644
融资现金流	-785	-849	-705	-1,068	-1,480
现金流净增加额	961	267	-133	143	37
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	30.7%	23.0%	-18.2%	9.5%	15.9%
EBIT 增长率	50.4%	-3.2%	-43.1%	63.8%	26.2%
净利润增长率	48.8%	-8.5%	-63.0%	145.1%	31.8%
利润率					
毛利率	39.8%	42.5%	39.9%	37.8%	38.1%
EBIT 率	17.1%	13.4%	9.4%	14.0%	15.2%
净利润率	10.8%	8.0%	3.6%	8.1%	9.2%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	15.2%	13.2%	4.8%	11.4%	14.6%
总资产收益率(ROA)	10.2%	9.3%	3.6%	8.4%	10.6%
投入资本回报率(ROIC)	21.7%	19.5%	10.7%	24.0%	29.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	129	138	157	132	113
应收账款周转天数	39	37	43	45	42
总资产周转天数	1	1	1	1	1
净利润现金含量	56.4%	108.2%	215.1%	130.5%	116.9%
资本支出/收入	3.0%	1.8%	2.6%	2.1%	2.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.4%	29.0%	25.0%	26.8%	27.5%
净负债率	-18.9%	-19.4%	-17.9%	-18.7%	-18.4%
<b>估值比率</b>					
PE	12.10	13.40	36.20	14.60	11.00
PB	2.00	1.89	1.86	1.82	1.76
EV/EBITDA	6.20	6.10	10.65	6.64	5.30
P/S	1.42	1.15	1.41	1.29	1.11
股息率	4.2%	5.4%	5.5%	5.7%	5.9%



## 目录

1. 公司底部确立，2021 年业绩拐点到来.....	4
1.1. 公司 Q3 底部确立，剥离不良资产轻装待发.....	4
1.2. 员工持股计划彰显发展信心，休闲装换帅业务拐点可期.....	5
2. 公司发展扎实稳健，未来增长可期.....	7
2.1. 两大品牌并驾齐驱，行业龙头地位显著.....	7
2.2. 财务分析：双业务龙头收入稳健，存货可控.....	9
2.3. 股权结构集中稳定，分红率处在较高水平.....	11
3. 休闲服饰顺势改革，调整到位蓄力未来.....	12
3.1. 公司休闲改革成效显著，休闲板块基本面良好.....	12
3.2. 品牌塑造+产品升级+渠道创新，休闲服饰升级可期.....	13
3.2.1. 确立“质在日常”品牌理念，聚焦年轻消费者.....	13
3.2.2. 产品功能性与科技性并重，驱动核心竞争力转型.....	14
3.2.3. 店铺创新重场景，发掘市场寻新蓝海.....	16
4. 行业高景气下，公司童装龙头优势明显且有望增强.....	17
4.1. 童装行业市场规模潜力大，消费需求有望进一步释放.....	17
4.2. 公司童装业务龙头优势明显，行业地位不断巩固.....	19
4.3. 未来看点：产品迭代品牌升级，渠道优化带动高质量增长.....	20
4.3.1 产品科技含量和时尚感不断提升，带动品牌知名度提高.....	20
4.3.2 渠道端全渠道扩张，线上线下互补发展.....	22
5. 森马电商持续成长，新零售发展前景可期.....	23
5.1. 电商业务发展拓宽，逐步成为品牌发展新动力.....	23
5.2. 打造外部生态，加强内部建设，推动电商新零售发展.....	25
6. 盈利预测与估值.....	27
6.1. 盈利预测.....	27
6.2. 估值.....	28
7. 风险提示.....	28

## 1. 公司底部确立，2021 年业绩拐点到来

### 1.1. 公司 Q3 底部确立，剥离不良资产轻装待发

**2020Q1-Q3 受零售环境和公司业务调整影响，业绩筑底。**疫情影响下公司 2020H1 实现收入 57.34 亿元，同比下滑 30.24%。公司国内业务以及海外童装均受到疫情的严重影响，预计 2020 前三季度净利润同比下降 80%-100%，公司业绩在第三季度筑底。

**表 1: 公司 2019 年收入水平较高，2020Q3 业绩承压 (单位: 亿元)**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
收入	41.18	41.02	50.42	60.76	27.38	29.96
yoy	63.90%	35.81%	19.14%	2.02%	-33.51%	-26.95%
净利润	3.47	3.75	5.85	2.42	0.17	0.04
yoy	11.06%	5.68%	-3.18%	-42.60%	-94.96%	-98.90%

数据来源: wind

**Kidiliz 业务持续亏损，冲击公司 Q3 业绩。**综合看公司前三季度业绩大幅下滑的原因。第一，法国 Kidiliz 业务自收购以来始终处于调整期，表现不佳。2020 年初新冠疫情爆发，欧洲大规模市场关停以及人员隔离政策实行的冲击下，上半年 Kidiliz 收入 7.39 亿元，同比下滑 47.24%。净利润亏损 3.6 亿元，超过 2019 年全年亏损额。且受海外疫情扩散及法国社会不稳定因素影响，亏损在下半年有扩大趋势。Kidiliz 业务在 7-8 月继续合并报表，其亏损对公司第三季度业绩持续产生负面影响。

**表 2: Kidiliz 业务持续亏损，冲击公司 Q3 业绩 (单位: 亿元)**

	2018	2019	2020H1
收入	7.95	30.24	5.60
yoy	-77%	280%	-62%
利润	-0.49	-3.07	-3.62
yoy	-75%	527%	220%

数据来源: 公司公告

**电商折扣力度减弱致使线上收入增速放缓，拉低公司整体收入。**公司 2020 年以来电商平台重视实现净利润，电商渠道折扣力度并未因为疫情而加大，反而有所减弱，导致电商增速放缓，2020H1 电商渠道收入 21.71 亿元，同比小幅增长 0.15%，基本与 2019 年持平。

**预计 Q3 业绩底部确立，剥离不良资产及线上新零售助力下，业绩弹性大。**公司 Q3 业绩受以上各方面因素影响，延续上半年的下滑趋势，处于经营调整期业绩底部，市场已充分预期。公司于 9 月 7 日股东大会成功通过剥离不良资产决议，经营风险大幅降低，轻装上阵，财务报表预计会显著改善。同时，随着国内疫情影响逐渐消失，公司线上新零售渠道布局持续加强，线上全平台发力，助力公司线上收入增长。未来随调整措施效果呈现，业绩恢复可期。

**表 3: 公司计划出售全资子公司法国 Sofiza SAS100%的资产和业务**

时间	事件	具体内容
2018.04	收购	浙江森马服饰股份有限公司于 2018 年 4 月 28 日召开第四届董事会第十二次会议通过了《关于收购 Sofiza 公司股权的议案》; 2017 年 Kidiliz 集团实现营业收入 4.27 亿欧元, 旗下拥有 10 个自有童装品牌以 5 个授权业务品牌, Kidiliz 是欧洲中高端童装行业的领军企业, 提供从中端到高端定位, 从新生儿到青少年, 多年龄段差异化的产品选择。
2018.04-2020.07	改革	从组织人事、财务管控、业务发展、文化融合等多方面积极开展工作, 促进境内境外业务的协调发展; 公司将 CATIMINI 和 ABSORBA 两大品牌引入中国市场, 并相继在重点城市和天猫平台开设旗舰店。
2020.07	出售	浙江森马服饰股份有限公司于 2020 年 7 月 20 日召开第五届董事会第六次会议, 审议通过《关于拟出售全资子公司暨关联交易的议案》, 同意公司拟向公司股东森马集团有限公司出售全资子公司法国 Sofiza SAS100%的资产和业务。

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 1.2. 员工持股计划彰显发展信心, 休闲装换帅业务拐点可期

公司 2018 年推出第一期员工持股计划, 2020 年推出第二期进一步加强员工激励。2018 年 4 月公司发布第一期员工持股计划, 成交均价约为 14.10 元/股。2020 年 3 月 4 日公司第二期员工持股计划拟募集不超过 1.18 亿元, 股票来源为通过二级市场购买。本次持股计划覆盖 2 位高管 (包括副总经理、董秘等, 占持股计划比例为 3.38%) 以及 96 名关键员工。公司已于 7 月 24 日完成第二期员工持股计划证券账户开户工作。本次覆盖人员为高管及关键员工, 有望提升整体员工信心。

**表 4: 第一期员工持股计划覆盖董事、中高层管理人员及核心骨干**

持有人	职务	出资额 (万元)	占持股计划的比例
徐波	董事, 常务副总经理	200	1.67%
江少勇	董事, 副总经理	100	0.83%
邵飞春	董事	200	1.67%
陈新生	副总经理, 财务总监	200	1.67%
宗惠春	董事会秘书, 总经理助理	200	1.67%
公司董事、高级管理人员合计 5 人		900	7.51%
公司中层管理人员和核心骨干合计 93 人		11080	92.49%
合计 98 人		11980	100%

数据来源: 公司公告

**表 5: 2020 年推出第二期员工持股计划进一步激励员工**

持有人	职务	占持股计划的比例
黄剑忠	副总经理	1.69%
宗惠春	董事会秘书、总经理助理	1.69%
公司高级管理人员合计 2 人		3.38%
公司关键员工合计 96 人		96.62%
合计 98 人		100%

数据来源: 公司公告

引入前耐克总监负责成人休闲业务，以国际化视野助力公司发展。2020年初，公司引入原耐克大中华区总监陈嘉宁女士作为公司联席总经理，成为成人休闲业务的新负责人。陈嘉宁毕业于波士顿大学，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，在运动及时装零售行业拥有丰富的经验和国际化视野，有望进一步助力公司发展。

**表 6: 公司管理团队经验丰富**

管理人员	职位	主要经历
陈嘉宁	联席总经理	于 2020 年 1 月 17 日加入公司，曾任耐克集团大中华销售副总裁，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。
徐波	总经理	于 2010 年 6 月加入公司，负责公司童装业务运营。中国服装行业协会童装专业委员会主任委员，浙江省服装协会童装分会副会长。现任本公司巴拉巴拉事业部总经理。
陈新生	副总经理，财务总监	于 2018 年 3 月 6 日加入公司，负责财务，内部审计。在其职业生涯中曾在多家公司担任财务总监、总经理、董秘等职务。
张伟	副总经理，首席人力资源官	于 2019 年 4 月 25 日加入公司，负责人力资源。曾担任多家公司人力资源官、副总裁等职务。
邵飞春	副总经理	于 2016 年 11 月加入公司，负责森马电商。曾担任多家互联网公司 CEO。

数据来源：公司公告

重新定位成人休闲，品牌影响力有望进一步增强。陈嘉宁女士凭借其在国际运动龙头耐克的营销及产品运营经验，带领团队改善成人休闲业务，对成人休闲业务的品牌、产品、渠道等方面的经营理念进行了一系列的升级，重新定义了公司休闲服饰品牌，志在打造品牌的品质化和功能化，缩减低效 SKU，聚焦爆款，研发具有森马基因的产品，不断增强公司品牌影响力。品牌打造的一系列新品将于 2021 年春季上市，公司成人休闲业务有望得到改善。

**表 7: 新帅上任后成人休闲业务发生新变化**

	新帅上任后改革措施
品牌塑造	过去公司强调性价比，用低成本提供高品质的产品，提高产品的竞争力。陈总在这一基础上进一步强化：当今的年轻人是拼搏的一代，渴望能够在学业、事业上取得成功，而公司作为服饰配饰的提供商，希望消费者在穿上公司产品后能够更加自信，相信自己能够取得成功，这一理念会贯穿公司产品的研发、设计、生产和销售。
品牌宣传	在品牌宣传方面，公司通过消费者的生活场景重新构建过去的宣传方式。过去公司会在线上线下进行一系列的营销活动，但现在公司希望把营销活动与各种生活场景、游戏场景还有哔哩哔哩这类年轻人使用的平台相融合，按照年轻人的生活习惯去营销品牌。
产品	在产品方面，陈总非常重视产品的功能性和科技含量。功能性方面，强调不同场景下的穿着需求，注重休闲运动品类的开发；科技含量方面，更加注重工艺，注重面料的技术含量。
渠道	在渠道方面，陈总强调从渠道出发管控整个系统的库存，通过数字化、信息化来进一步统一来管控库存。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2. 公司发展扎实稳健，未来增长可期

### 2.1. 两大品牌并驾齐驱，行业龙头地位显著

两大品牌双头并行，均处于行业龙头地位。公司创建于2002年，于2011年在深圳交易所中小板上市，旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。森马品牌市场占有率、品牌知名度在国内休闲服市场名列前茅，巴拉巴拉品牌在品牌知名度、市场占有率、渠道规模等多项指标领先其他品牌，在国内童装市场位居第一。随着公司在产品、影响力和广泛深入的全渠道营销网络布局，公司旗下品牌覆盖多年龄段多层次客群，品牌协同发展势头良好。

表 8: 森马服饰品牌多元化发展

品类	品牌	定位人群	品牌特点	品牌形象
休闲服饰	森马	18-35 岁的大学 生及年轻工薪 群体	森马品牌定位于大众日常生活方式品牌，注重产品品质及性价比，以“质在日常”为品牌价值主张，致力于满足跨场景的基本穿着需求共性，为大众消费者提供高品质、高颜值、富有亲和力的产品和服务	
	Marc O'Polo	职场人士	Marc O'Polo 是起源于瑞典的德国高端时尚品牌，致力于为都市职场白领与时尚女性提供天然优质材料与精湛制作工艺相结合的完美品质服装	
	Glemall	20-26 岁男性	Glemall 定位为商务休闲男装，品牌追求打造一个富有颠覆性与创造力的国潮文化品牌	
	GLM	都市男女	GenioLaMode 是都市高端休闲时尚品牌，源于意大利，以消费者多元化的流行时尚需求为导向，具有丰富的产品风格类型	
	JASON WU	25-40 岁男性	JASON WU 从 2007 年开始推出高级成衣，是基础商务休闲男装品牌，一直致力于制作时尚和精美的时装	
	Juicy Couture	25-40 岁人群	Juicy Couture 是美国加州的时尚品牌，定位于成人服饰中高端品牌，自 1995 年创立以来，主要女装、男士服饰、童装、运动休闲服饰、宠物服饰、手链、腕表、包包、香水等	

AIKEN	都市男性	AIKEN 是森马集团下都市高端男装品牌，以 UNISEX、复古、趣味、潮流为基因，通过有趣的设计传递最简单的美好		
Balabala	0-14 岁	巴拉巴拉是以童装为核心的儿童生活方式品牌，为消费者提供专业时尚的一站式购物及体验		
梦多多小镇	3-12 岁	儿童体验式玩育成长综合体		
Catimini	0-14 岁	Catimini 创立于 1972 年的法国中部，具有高度创意性，致力于为 0-14 岁的儿童提供高品质的系列产品		
儿童服饰	absorba	0-4 岁	Absorba 是法国著名婴童品牌，设计并致力于创造安全、舒适的服装	
	Mini Balabala	0-4 岁	巴拉巴拉童装子品牌，主打高性价比婴幼儿童装，主要通过线上销售，款式丰富多样	
	MarColor	0-7 岁	马卡乐专注 0-7 岁母婴一站式服饰穿搭。马卡乐致力于用出类拔萃的、超越期待的产品、服务以及品牌体验，为孩子们和家长们打造愉悦童趣、温馨有爱的世界	

Hey Junior	全年龄段	Hey Junior 校服是森马服饰旗下高端校服定制品牌，依托卓越的研发设计能力提供全品类优质校服	
The Children's Place	全年龄段	由森马服饰代理，诞生于 1969 年，0-14 岁美国童装风尚标。产品覆盖全品类、全系列、全年龄段，包括儿童服装、配饰、鞋类	
COCOTREE	7-16 岁	棵棵树是新生代少年服饰品牌，专业提供穿搭时尚、版型合体、品质优良的高性价比产品	

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

**童装收入占比稳步提升，门店数量持续扩张。**公司近九年来规模稳健增长，复合增速达到 12.09%，2019 年实现营业收入 193.4 亿元，同比增长 23.03%，创造净利润 15.49 亿，利润持续稳定。公司童装实现收入 126.63 亿元，占比 65.48%，同比增长 43.49%，门店数量增至 5790 家，休闲服饰收入持续稳定，2019 年实现收入 65.44 亿元。相比同行，公司规模较大，处于行业龙头地位。

**表 9：森马服饰休闲及童装收入占比（单位：亿元）**

森马服饰	2015	2016	2017	2018	2019
休闲服饰收入	54.06	56.01	56.34	67.92	65.44
YOY	-	3.61%	0.59%	20.55%	-3.65%
休闲服饰门店数量/个	-	3674	3628	3830	3766
儿童服饰收入	39.52	50.01	63.22	88.25	126.63
YOY	-	26.54%	26.41%	39.59%	43.49%
儿童服饰门店数量/个	-	4578	4759	5293	5790

数据来源：公司官网

## 2.2. 财务分析：双业务龙头收入稳健，存货可控

公司作为童装休闲双业务龙头，收入利润规模稳居行业前列。从 2011 年服装行业冲击、森马品牌调整，至 2019 年，森马收入规模从 77.61 亿元增长至 193.4 亿元，净利润由 12.23 亿元提高至 15.49 亿元，居同行业前列。得益于公司应对市场变化，积极对休闲服饰和童装品牌进行调整，公司整体收入利润波动幅度小，发展较为稳定。

**表 10: 收入利润增长稳定 (单位: 亿元)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
森马服饰	收入	77.61	70.63	72.94	81.47	94.54	106.67	120.26	157.19	193.37
	yoy	-	-8.98%	3.26%	11.70%	16.05%	12.83%	12.74%	30.71%	23.01%
	净利润	12.23	7.61	9.02	10.88	13.43	14.02	11.3	16.82	15.34
	yoy	-	-60.71%	15.63%	17.10%	18.99%	4.21%	-24.07%	32.82%	-9.65%
海澜之家	收入	13.95	13.68	13.65	123.38	158.3	170	182	190.9	219.7
	yoy	-	-1.93%	-0.19%	72.56%	28.30%	7.39%	7.06%	4.89%	15.09%
	净利润	1.06	1.07	1.47	23.79	29.54	31.23	33.29	34.56	31.68
	yoy	-	0.93%	27.21%	93.82%	19.47%	5.41%	6.19%	3.67%	-9.09%
太平鸟	收入	17.8	25.65	38.31	49.99	59.03	63.2	71.42	77.12	79.28
	yoy	-	44.12%	49.35%	30.48%	18.09%	7.06%	12.99%	7.78%	2.80%
	净利润	0.92	1	2.11	4.31	5.33	4.21	4.53	5.6	5.43
	yoy	-	8.00%	52.61%	51.04%	19.14%	-26.60%	7.06%	19.11%	-3.13%

数据来源: wind

库存对公司毛利率影响较为明显, 童装业务驱动公司整体毛利率不断提升。2011-2016 年毛利率持续稳定, 2017 年公司由于成人休闲业务去库存, 毛利率同比下降 2.85pct 至 35.51%, 2018-2019 年公司毛利率上升至 39.78%、42.53%, 主要系公司高毛利童装业务占比有所提升和并表因素。近年来, 在高毛利童装业务占比不断提升的背景下, 公司整体盈利能力不断上升, 带动公司整体毛利率提升。

**表 11: 近年由于高毛利童装业务占比提升和并表因素拉动毛利率上行**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
毛利率	37.38%	33.76%	35.35%	36.06%	37.66%	38.36%	35.51%	39.78%	42.53%
同比变动	-	-3.62pct	1.59pct	0.71pct	1.60pct	0.70pct	-2.85pct	4.27pct	2.75pct

数据来源: wind

期间费用有所增长, 整体费用稳定可控。2019 年期间费用率为 25.65%, 维持在可控水平, 2011 年以来, 销售费用率不断提升, 2019 年销售费用率达 20.97%, 同比上涨 4.62pct, 这是由于海外童装业务并表所致, 海外童装业务全直营的发展模式导致公司整体销售费用率大幅增加, 预计随着海外童装剥离出表, 公司整体费用率有大幅度的优化空间。

**表 12: 销售费用占比增加为未来发展奠定基础**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
期间费用率	13.75%	16.45%	13.79%	13.44%	14.39%	18.13%	19.32%	19.19%	25.65%
管理费用率	2.85%	3.21%	3.58%	3.83%	4.09%	5.17%	5.31%	3.32%	5.32%
销售费用率	11.61%	15.04%	12.63%	11.28%	11.85%	13.64%	14.66%	16.35%	20.97%
财务费用率	-0.71%	-1.80%	-2.41%	-1.67%	-1.55%	-0.68%	-0.66%	-0.48%	-0.64%

数据来源: wind

表 13: 期间费用率有所增长

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
森马服饰	13.75%	16.45%	13.79%	13.44%	14.39%	18.13%	33.00%	19.19%	25.65%
海澜之家	19.28%	25.15%	11.36%	13.65%	13.99%	13.38%	13.51%	15.17%	18.13%
太平鸟	35.83%	39.63%	39.94%	37.35%	39.73%	43.54%	41.12%	41.09%	43.13%

数据来源: wind

在公司持续进行供应链改革的背景下, 公司存货情况得到改善, 存货周转稳定可控。2019 年, 由于公司持续推进供应链改革, 存货规模为 41.09 亿, 同比下降 6.97%, 整体稳定可控。相比同业, 公司的存货低于行业其他公司, 存货周转依旧维持在较好水平。2018-2019 年随着公司电商业占比加大, 且 kidiliz 并表使存货周转天数有一定幅度增长, 但整体存货周转水平优于行业, 随着海外童装业务剥离, 未来公司整体存货周转将会改善。

表 14: 存货周转天数有所增加 (单位: 天)

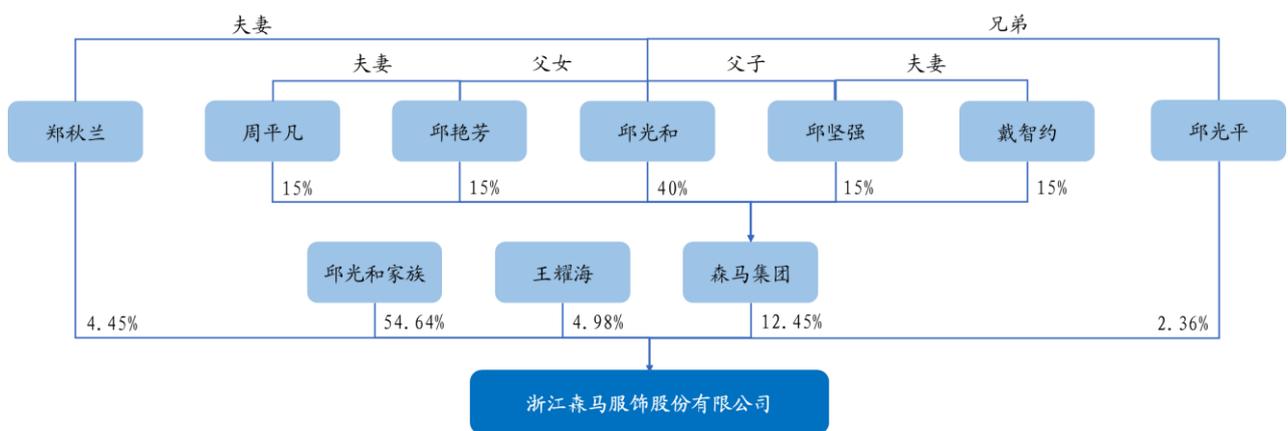
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
森马服饰	78.93	83.92	76.6	67.6	80.33	104	106.47	129.34	138.11
海澜之家	101.52	162.51	233.54	161.02	298.24	316.08	277.44	286.35	250.62
太平鸟	130.44	195.38	157.26	149.51	171.34	197.85	184.76	183.65	179.03

数据来源: wind

### 2.3. 股权结构集中稳定, 分红率处在较高水平

邱光和家族集中持股, 股权结构稳定。公司实际控制人为邱光和及其家族。整个邱氏家族通过直接与间接方式合计持股比例目前为 73.9%, 公司整体股权高度集中。邱光和先生为公司董事长, 周平凡先生任副董事长, 徐波先生任董事兼总经理, 其他中高层管理团队成员绝大多数在公司任职较长, 均具备与公司业务管理及发展有关的丰富经验。

图 1: 邱光和家族集中持股, 股权结构稳定



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

分红率较高, 注重股东回报。2015-2019 年公司股利支付率均超过 50%, 2019 年公司股利支付率达 77.59%, 现金分红总额达 12.14 亿元, 公司业绩稳定, 现金分红较高。

**表 15: 公司分红可观 (单位: 亿元)**

年份	2015	2016	2017	2018	2019
现金分红总额	6.74	10.10	6.72	9.45	12.14
股利支付率	50.00%	70.75%	59.52%	55.56%	77.59%

资料来源: wind

### 3. 休闲服饰顺势改革, 调整到位蓄力未来

#### 3.1. 公司休闲改革成效显著, 休闲板块基本面良好

公司休闲服饰改革成效显著, 业绩企稳。公司休闲服饰收入自 2011 年开始进入困境, 随后在供应链, 渠道, 库存等多方面进行调整, 2018 年改革措施成效初显, 休闲服饰收入迎来新的突破, 营业收入达 67.92 亿元, 同比增长 20.54%。2019 年虽然受国内经济形势以及暖冬影响, 公司休闲服饰业绩有所波动, 同比增速放缓。随着公司休闲改革的完成并持续发力, 叠加公司当前休闲服饰品牌升级措施以及新零售布局的助力, 未来业绩可期。

**表 16: 公司休闲服饰业收入企稳 (单位: 亿元)**

时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
休闲服饰营业收入	55.87	48.80	46.83	49.03	54.06	56.01	56.34	67.92	65.44
yoy	19.44%	-12.64%	-4.04%	4.69%	10.26%	3.60%	0.60%	20.54%	-3.64%

数据来源: 公司公告

门店调整继续, 店铺结构优化进行时。在国内休闲服饰行业规模快速增长背景下, 公司前期主要依靠扩张门店数量方式粗放式发展来占领市场, 导致公司休闲服饰门店持续低效亏损, 因此公司进行渠道布局优化, 关闭低效店铺, 休闲服饰 2013~2017 年间出现“关店潮”。2019 年, 公司持续推进品牌终端升级, 布局中高端渠道, 公司休闲服饰门店达 3766 家, 相比 2018 年增加 801 家, 减少 865 家, 调整幅度较大。2020 年上半年受疫情影响门店数量下降较多, 短期影响其业绩, 但未来有望使店铺结构优化持续推进。

**表 17: 公司休闲服饰店铺持续调整**

时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
门店数量	4420	4029	3542	3477	3674	3628	3830	3766	3262
yoy	5.24%	-8.85%	-12.09%	-1.84%	5.67%	-1.25%	5.57%	-1.67%	-13.38%

数据来源: 公司公告

**表 18: 公司休闲服饰门店 17-19 年调整幅度大**

	2017	2018	2019	2017-2019
新开店数	753	917	801	2471
占当年初店铺数比重	20.50%	25.28%	20.91%	22.20%
新开店数平均单店面积 (m <sup>2</sup> )	228.05	205.87	199.71	210.63
关闭店铺数	799	715	865	2379
占当年初店铺数比重	21.75%	19.71%	22.58%	21.37%
关闭店铺平均单店面积 (m <sup>2</sup> )	183.87	134.28	173.26	165.11

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司休闲服饰门店面积延续增长，大店策略持续推进。截至 2019 年底，公司休闲服饰门店总面积超过 90 万 m<sup>2</sup>，连续四年增长。公司休闲服饰大店策略持续推进，2017-2019 年间，新开设门店平均单店面积达 211m<sup>2</sup>，而关闭店铺平均单店面积为 165m<sup>2</sup>。2019 年平均单店面积达到 241m<sup>2</sup>，相较 2016 年增长了将近 30m<sup>2</sup>。店铺营业面积的扩大，更有利于打造高质量店铺，优化消费者进店体验感，助力店效提升。

**表 19：2019 年公司休闲服饰门店总面积与单店面积延续增长**

时间	2016	2017	2018	2019
门店总面积 (万 m <sup>2</sup> )	77.89	80.38	89.65	90.66
yoy	/	3.19%	11.54%	1.13%
单店面积 (m <sup>2</sup> )	212.02	221.54	234.08	240.74
yoy	/	4.49%	5.66%	2.84%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司休闲服饰坪效与单店收入较为稳健，未来有望持续改善。2019 年成人休闲业务坪效达 7218 元/m<sup>2</sup>，单店收入为 110 万元，受经济形势影响，相比 2018 年有所下滑，主要系 2019 年暖冬影响，但是公司休闲服饰店铺结构持续优化，逐渐加大对购物中心和奥特莱斯店铺布局，店铺质量不断提高，为店效的稳定增长奠定了基础。加之未来公司将产品线从宽度聚焦，减少无效 SKU 和款式，打造极致品类，公司休闲服饰线下坪效与单店收入有望持续改善。

**表 20：公司休闲服饰门店升级，坪效与店效阶段性下滑**

时间	2016	2017	2018	2019
坪效 (元/m <sup>2</sup> )	7190.36	7009.91	7575.41	7218.35
yoy	/	-2.51%	8.07%	-4.71%
单店收入 (万元)	121.80	112.30	125.19	110.15
yoy	-10.07%	-7.80%	11.48%	-12.02%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 3.2. 品牌塑造+产品升级+渠道创新，休闲服饰升级可期

品牌转型升级开启，休闲服饰步入快车道。公司休闲服饰确定“质在日常”品牌理念，聚焦年轻消费者，顺应互联网时代发展潮流，分别在品牌、产品、渠道上发力，塑造中国年轻人专属品牌，逐步改造品牌定位，进一步提升品牌影响力，带动休闲服饰业绩增长。

#### 3.2.1. 确立“质在日常”品牌理念，聚焦年轻消费者

休闲服饰确定“质在日常”品牌价值主张，品牌升级行稳致远。2019 年初，公司围绕消费者变化与新需求，确定了“质在日常”的品牌理念，从日常生活中挖掘能为公司休闲服饰带来效益的价值点。同时在产品、渠道、沟通等方面做了一系列革新，改善消费者对于品牌的印象。2019 年以 4 位不同圈层普通人的生活为参考，于米兰时尚周发布“双城记”系列产品，带来消费者体验的提升。在当前休闲服饰行业整体增速趋缓背景下，公司休闲服饰积极做出变革以适应环境，未来有望实现持续增长。

**聚焦年轻消费者，塑造中国年轻人专属品牌。**公司休闲服饰在“质在日常”品牌价值理念基础上，聚焦 95 后的生活方式和多种生活场景延展创造营销话题。对消费者进行精准画像，结合当代年轻人拼搏、渴望成功的特点，对产品进行科技强化，满足消费者多元化功能性需求，提供深度服务。4 月 14 日发布《山海经》系列，结合了年轻人的生活并展示其个性风采。公司产品帮助年轻人树立自信，做属于年轻人的潮流品牌，品牌转型升级之路开启，未来品牌影响力有望进一步扩大。

**表 21: 公司休闲品牌重在生活，聚焦年轻人**

宣传活动	内容	展示图片
米兰时装周	2019 年 9 月 22 日，公司于米兰时装周发布“双城记”系列，联合张驰、徐一卫、Dumpty、MIYO4 位中国独立设计师，聚焦中国 4 座接轨国际的城市日常生活，将国际时尚之都的风格化为设计亮点，推出了以提升生活品质、满足生活向往为核心的日常新系列。	
《山海经》国潮合作系列	2020 年 4 月 14 日公司联合天猫青年实验室推出上古神话《山海经》国潮合作系列，聚焦国风潮玩群体，借助有着丰富精神内核的上古神兽，从内容上切入 Z 世代生活圈，展现当下 Z 世代青年的不同个性。赋予产品带有中国传统文化意蕴在内的文化精神表达，打破森马一贯的设计风格，试图打造新一代街头时尚。	
明日之后联名 T 恤	2020 年 6 月 10 日，公司宣布将与网易明日之后手游共同推出联名系列 T 恤，这两款 T 恤分别采用游戏中的 NPC“亚瑟”以及“奥丽维娅”作为主要形象，吸引明日之后的年轻玩家消费者，使得品牌在年轻玩家中获得影响力。	
森马说行火钳留名	2020 年 7 月，公司签约电竞领域的意见领袖——FPX 电子竞技俱乐部，推出了全新的品牌战役“森马说行火钳留名”。森马将与 FPX 成员 Doinb 紧密合作，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，以此鼓励更多年轻人坚定地追逐梦想。勇于追梦、不怕翻车、失败再来、力争成功，也正是当下 Z 世代新青年的精神体现。	

数据来源：腾讯网，中国时尚网，国泰君安证券研究

### 3.2.2. 产品功能性与科技性并重，驱动核心竞争力转型

**细化场景提供功能，满足消费者不同需求。**基于年轻消费者跨场景的基本穿着需求共性，提供必备百搭产品，增强了消费者舒适感。对于高频场景需求提供细分场景需求产品，增强了消费者粘性。如针对刚工作的年轻人，提供防水、防皱、抗菌、自洁等多功能服装，满足其各种生活环境需求，打造有价值的森马功能性产品。

**立足需求强化科技，提升消费者产品体验。**针对消费者的需求及痛点，提供新兴科技面料，优化版型以及工艺细节，打造具有森马基因的单品类。如研发核心面料“森柔棉”，面料亲肤透气柔软，贯穿运用于一年四季的主打单品中，提升了消费者产品体验，2020 年 7 月公司休闲服饰联合 FPX 推出“火钳留名”主题系列，相关产品迎来重大革新，公司产品力进一步提升，驱动公司核心竞争力转型。

**表 22: 公司升级产品功能性与科技性**

产品	功能性	科技性
森马智能御寒系列—秒暖黑科技	1、内置精准温控系统,支持4档位温度控制。分别是53℃、48℃、43℃和38℃。满足不同天气和平日活动对温度的需求。2、面料采用防水、防风、防污渍的三防面料,减少冬日抗风、防雨和易脏等困扰。3、棉服款式填充保温材料-仿北极熊绒毛中空的特性制作纤维,每根纤维都含有更多空气,形成一道空气保护层,既可防止冷空气进入,又能排出湿气,其保温性能远超同类产品。	采用中科院碳纳米管薄膜为发热材料,高效将电能转化为热能。碳纳米管薄膜具有用电安全、只导热不导电;无辐射;高效热转化等特点。
白宇绒记	1、防水面料,反弹雨滴,抗水性能达8000mmH <sub>2</sub> O。2、TPU高透白覆膜,有效抵御污渍水渍渗透。3、户外级防水水准能抵御风雪,无惧严寒,便利出行	采用英国“COATS”缝纫线、日本“ORGAN”缝纫机针,在3cm内密度高达13针,充绒采用先绗线后充绒,电脑全自动分格充绒工艺,充绒气压控制在0.3pa,有效保证防钻绒性能。
“键盘鞋”	键盘鞋的设计初衷就是将键盘拟作为工作压力,穿上森马键盘鞋,得到超舒适的穿着体验,去除烦恼,多些乐观。	采用了全新中底配方科技,比普通EVA材料的柔软程度提高18%,弹性提高25%,穿上超软弹。

数据来源:公司官方,国泰君安证券研究

**表 23: 公司休闲服饰“火钳留名”主题系列产品革新**

革新方面	革新内容	图片展示
面料革新	面料革新方面,森马将陆续通过一系列功能面料的采用及开发,来契合中国年轻一代的快节奏生活,如任意拉伸的弹性、轻盈便捷、舒适减压、易于洗涤打理等各种需求。森马新上市的“森柔棉2.0”面料,超过3000小时日照的新疆长绒棉,加以面料表面超过5000次的磨绒毛处理,铸就了森柔棉不同于普通棉的光泽度及柔适触感,给快节奏的年轻人更好的视觉和体感上的减压感受。	
版型革新	在T恤、卫衣等年轻人喜好的品类上,森马一改以往标准身型的廓形,为不喜欢束缚、追逐潮流的年轻人提供了OVER SIZE(超宽松)的版型。	
产品内涵	森马将推出一款印有“撕破伤口”的T恤,采用了电竞粉丝圈中的梗,寓意面对一些过往的失败或伤痛,其设计的独特巧思在于,穿着者只有自己面对镜子的时候,才能通过正向读到这四个字,这一镜像创意,用产品的语言与年轻人亲密互动,鼓励穿着者勇于自己面对失败,不服输坚持走到底。	

数据来源:公司官方,国泰君安证券研究

**公司研发投入持续增长,不断加强产品竞争力。**科技是提高产品竞争力的核心驱动力,公司研发投入金额连续多年保持增长,2019年研发投入达到414亿元,同比增长13.54%,占营业收入达2.14%,研发人员年达912名,研发人员数量占比较大。公司近年来持续加大研发力度,提高公司产品研发和设计创新能力,保持公司产品领先时尚、高性价比,进一步提高产品核心竞争力。

表 24: 公司研发费用不断上升 (单位: 亿元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
研发投入金额	0.48	0.54	0.66	1.03	1.35	2.72	3.53	3.64	4.14
yoy	/	13.27%	21.53%	56.47%	30.26%	102.43%	29.71%	3.10%	13.54%
占营业收入比例	0.62%	0.77%	0.91%	1.27%	1.42%	2.55%	2.94%	2.32%	2.14%
研发人员	226	317	449	447	510	579	753	896	912
yoy	/	40.27%	41.64%	-0.45%	14.09%	13.53%	30.05%	18.99%	1.79%
研发人员数量占比	13.12%	14.11%	21.40%	22.03%	21.67%	21.21%	25.46%	13.73%	13.94%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3.2.3. 店铺创新重场景, 发掘市场寻新蓝海

**重视场景营销, 增加消费者驻店时间。**承接“质在日常”品牌理念, 公司 2019 年以来相继在潜山、杭州、深圳等地区开设生活方式体验旗舰店, 通过建设理想店铺来匹配品牌定位, 诠释不同的生活场景。体验店铺与当地人文特色结合, 贴近大众日常, 给予消费者衣食住行娱的全面一站式的产品服务体验, 意图从生活方式层面挖掘消费者需求, 有效提升了消费者驻足时长, 增加了消费者购买机会。

表 25: 公司布局休闲服饰生活方式体验旗舰店, 吸引更多消费者

种子店铺	介绍
安徽潜山店	森马安徽潜山店经过整体翻新, 以生活场景分区替代了以往的大休闲下风格分区, 并划出超过 10% 面积作为休息体验区, “质在日常”的品牌哲学也与潜山当地的陶文化体验做了巧妙地结合。文化体验区不但传递了品牌的文化感, 更提升了消费者驻足的时长。
森马杭州工联 CC 旗舰店	2019 年 6 月开始进行店铺升级, 9 月 13 日正式开业。全品类服饰产品, 满足大众日常所需之外, 还从满足消费者生活方式下的多场景着装需求进行切入, 将产品按照生活场景分类, 提供休闲、通勤、运动、基本、家居、亲子、鞋品、用品等多品类产品, 满足不同年龄段、不同社会身份的大众人群, 更多生活场合、更多品类、更多风格喜好的需求。
森马东门旗舰店	森马深圳东门旗舰店, 作为公司在华南地区布局的首家旗舰店, 于 2019 年 9 月 8 日以全新的形象亮相深圳东门步行街。该旗舰店结合深圳这座城市的科技感与现代感, 以“趣生活”为主题, 集服饰、美妆、VR、茶饮等为一体的空间体验, 打造有趣的工作、旅行、运动、玩乐等生活场景, 传递休闲气息。

数据来源: 公司官方, 国泰君安证券研究

图 2: 公司老店改造, 呈现新形象



数据来源: 赢商网

图 3: 新门店注重消费者进店体验



数据来源: 赢商网

公司加大布局购物中心，全渠道发展完善。随着国内消费升级，终端渠道流量发生变化，传统街边店加百货的模式已无法适应国内零售环境，具有综合消费体验的购物中心门店成为线下零售重要流量入口。公司自2017年确定渠道转型升级策略后，全面布局购物中心渠道，2017年全年新开约160家购物中心店铺，公司购物中心总店数超过300家。2018年公司继续大力拓展购物中心渠道，在新一线城市及二线城市跑马圈地，购物中心门店数量突破400家。公司已形成专卖店、百货店、购物中心、奥特莱斯与电子商务全渠道发展格局，支撑公司未来业绩增长。

**表 26: 购物中心特点有利于服装店铺经营业绩提高**

特点	优势分析
经营环境良好	购物环境佳，公共服务配套设施共享性强，易于消费引流，对经营促进性较好；
集商业购物、娱乐、文化等诸多功能于一体	消费者的购物动机是多目的的，在购买某一商品的过程中可能还会为其他商品所吸引，并购买支付其他商品，实现了购物过程的集聚
体验式的业态	电影院、电玩城、亲子乐园等满足了消费者逐渐升级的需求，同时增加了服装店铺客流量
众多大品牌集聚	购物中心多大牌，外国品牌，品牌集聚有助于提升品牌形象
年轻消费者较多	作为主打青年人的休闲品牌，在年轻人集聚的主要场所购物中心开设增加店铺流量

数据来源：国泰君安证券研究

渠道下沉寻市场新“蓝海”，有效增强公司盈利能力。公司积极布局消费能力提升且一线品牌缺位的二三线城市，并继续坚持渠道下沉。公司市场渠道结构主要在三四线，2019年一线城市占公司12%的营业额，二三线占公司50%以上的营业额，三四线占30%-40%。公司以直营和加盟模式布局中国一二三四线市场，零售终端遍布全国，覆盖区域广泛，有效增强了公司盈利能力。

## 4. 行业高景气下，公司童装龙头优势明显且有望增强

### 4.1. 童装行业市场规模潜力大，消费需求有望进一步释放

童装市场规模潜力大，目前仍处于成长期。我国童装市场规模增速较高，2019年，我国童装市场规模约2391亿元，同比增长14.37%，近三年来童装行业市场规模增速均保持在14%以上。在人均消费支出增加和消费观念升级的因素催化下，2020~2024年复合增速预计为12.11%，未来仍有成长空间。

**表 27: 中国童装行业市场规模潜力大 (单位: 亿元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
中国童装行业市场规模	1800	2091	2391	2721	3071	3440	3830	4235
同比增速	14.55%	16.16%	14.37%	13.80%	12.85%	12.02%	11.32%	10.58%

数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

**童装行业发展驱动力 1: 城镇居民可支配收入提升, 人均消费支出逐年增加。**随着国内经济的发展, 居民收入水平不断提高, 居民整体收入水平的提高带动了消费水平的快速提升, 为童装市场的繁荣发展奠定了坚实的基础。2019年, 国内城镇居民人均可支配收入同比增长 7.92%, 城镇居民人均消费性支出同比增长 7.47%, 其中全国城镇居民人均衣着支出同比增长 1.31%。未来, 收入和消费水平的提高有望带动童装行业的持续增长。

**表 28: 我国城镇居民可支配收入逐年提高 (单位: 元)**

年份	全国城镇居民人均可支配收入	YOY	全国城镇居民人均消费支出	YOY	全国城镇居民人均消费支出:衣着	YOY
2014	28,843.90	8.98%	19,968.10	8.01%	1,627.20	4.73%
2015	31,194.80	8.15%	21,392.40	7.13%	1,701.10	4.54%
2016	33,616.20	7.76%	23,078.90	7.88%	1,739.00	2.23%
2017	36,396.00	8.27%	24,445.00	5.92%	1,758.00	1.09%
2018	39,250.84	7.84%	26,112.31	6.82%	1,808.24	2.86%
2019	42,359.00	7.92%	28,063.00	7.47%	1,832.00	1.31%

数据来源: 国家统计局

**童装行业发展驱动力 2: 消费观念升级, 有力促进童装行业增长。**根据 2019 CBME 中国孕婴童消费市场调查报告, 85 后、90 后占比 74%, 已成为消费人群主力军。相比 60 后、70 后, 80 后、90 后受教育程度较高、成长环境优越, 消费品质更高、更加注重优生优育的观念。同时, 80 后、90 后多为独生子女, 生育子女后的家庭结构往往是“4+2+1”或“4+2+2”, 两代人的财富积累给孩子的婴幼儿消费支出提供了坚实的后盾。童装行业作为儿童消费市场的重要组成部分, 增长引擎强劲。

**表 29: 各部门颁布相关政策鼓励生育**

部门	政策	颁布时间	内容
国务院	《关于调整完善生育政策的意见》	2013.12.30	开始实施单独二孩政策, 生育限制进一步放宽。
第十八届中央委员会	《中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议公报》	2015.10.29	第十八届中央委员会第五次全体会议提出实施全面二孩, 标志着二胎政策的彻底放开。
卫生部	《中华人民共和国人口与计划生育法修正案》	2016.12.26	提倡一对夫妻生育两个子女, 符合法定条件的可以要求安排再生育子女; 无论一孩还是二孩, 都可以获得延长生育假的奖励或者其他福利。
河北省卫健委	《独生子女父母光荣证》	2019.3.15	从 3 月 15 日起全省停止新办独生子女证。
山西省政府	《关于做好生育保险和职工基本医疗保险合并实施工作的通知》	2019.6.13	缩短生育保险待遇等待期, 将生育医疗费用等待期由 3 个月缩短为 1 个月。
吉林省社会医疗保险管理局	《关于调整我省城镇职工生育保险有关待遇调整的通知》	2019.10.28	参加生育保险的男职工在配偶生育期间, 可领取 15 天的生育护理补贴, 补贴标准以当地上年度社会平均工资为基数计发。
北京市医疗保障局	《关于规范生育保险津贴待遇支付有关问题的通知》	2019.12.30	生育津贴以参保职工本人终止妊娠之月所在用人单位月缴费平均工资除以 30 再乘以产假天数计发。
福建省政府	《福建省女职工劳动保护条例》	2020.3.20	生育津贴发放天数不少于 128 天, 并根据经济和社会发展的情况逐步提高。

资料来源: 卫生部官网, 国务院官网, 腾讯新闻, 国泰君安证券研究

## 4.2. 公司童装业务龙头优势明显，行业地位不断巩固

我国童装市场份额向龙头集中，巴拉巴拉龙头地位稳固。目前，我国童装超过半数为无品牌状态，多以 ODM 模式生产，童装质量参差不齐。我国童装市场 CR3 逐年升高，2017/2018/2019 年童装市场 CR3 分别为 7.3%/8.6%/9.9%。其中，巴拉巴拉市占率稳居第一且逐年提升，2019 年市占率接近 7%，遥遥领先其他品牌。安踏、阿迪达斯紧随其后，2019 年市占率分别为 1.6% 和 1.4%，其他品牌市占率均未超过 1%。未来，龙头品牌知名度不断提高。

童装个性化需求较小，消费群体倾向选择值得信赖的大品牌。童装消费者为儿童父母或亲朋好友，相比于时尚感和价格，其更注重产品的安全性及舒适度。受益于巴拉巴拉较强的品牌效应及良好的口碑，市场集中度有望进一步提高。

表 30：我国童装市场份额向龙头集中趋势明显

	2015	2016	2017	2018	2019
CR5	27.00%	27.60%	27.70%	27.70%	27.40%
CR3	5.80%	6.70%	7.30%	8.60%	9.90%

数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

表 31：巴拉巴拉位于童装行业龙头地位

品牌	2015 年 市占率	2016 年 市占率	2017 年 市占率	2018 年 市占率	2019 年 市占率
巴拉巴拉	4.1%	4.6%	4.9%	5.9%	6.9%
安踏	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%
阿迪达斯	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%
安奈儿	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
迪士尼	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
耐克	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
太平鸟	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
361 度	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
优衣库	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
特步	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
H&M	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
李宁	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

数据来源：Euromonitor

受益于行业高景气度及龙头优势不断巩固，收入规模不断提升。随着国内人均可支配收入增长、居民消费观念升级、国家二胎政策的放开等宏观层面因素影响，童装行业的景气度不断提高，巴拉巴拉收入稳步增长。2019 年巴拉巴拉营业收入 96.39 亿元，2016 至 2019 年收入复合增长率均达到 20% 以上，龙头优势不断巩固。

表 32：巴拉巴拉收入常年保持良好增长（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	39.53	50.01	63.22	80.30	96.39
yoy	/	26.51%	26.41%	27.02%	20.04%

数据来源：公司年报

**渠道覆盖广，国内市场持续扩张。**巴拉巴拉线下门店稳步扩张，单店收入保持稳定增长。截止 2019 年底，巴拉巴拉门店自 2015 年的 3864 家增长至 5790 家。线下单店年收入稳步增长，2018 年突破百万元，同比增长 9.41% 达到 113 万元，2019 年增长至 119 万元，同比增长 5.04%，国内市场保持持续稳定扩张。

**表 33: 巴拉巴拉线下门店稳步扩张**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
店面数量	3864	4578	4795	5293	5790
同比增长	/	18.48%	4.74%	10.39%	9.39%

数据来源：公司年报

**表 34: 巴拉巴拉单店收入稳步增长（单位：万元）**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
单店年收入	89	87	99	113	119
同比增长	/	-2.25%	13.79%	14.14%	5.31%

数据来源：公司年报

### 4.3. 未来看点：产品迭代品牌升级，渠道优化带动高质量增长

**产品渠道双轮驱动，助力童装业务盈利进一步增长。**公司积极进行童装产品的研发与创新，多维度进行品牌升级。同时，渠道端公司积极布局新零售渠道，促进公司收入稳步提升。

#### 4.3.1 产品科技含量和时尚感不断提升，带动品牌知名度提高

**品牌矩阵逐步完善，实现儿童服饰的多方位覆盖。**公司通过对外投资、合作代理等方式引进优秀品牌，新增马卡乐、Mini Balabala、The Children's Place 等多个品牌，打造了较为完整的品牌矩阵，品牌价值持续提升。近年来，巴拉巴拉的龙头地位不断稳固的同时，新品牌培育效果逐渐显现，公司童装业绩快速增长。随着公司各品牌产品不断优化，业绩有望进一步提高。

**表 35: 森马旗下童装品牌矩阵丰富**

品牌	时间	主要客群	价格	风格	品牌图标	品牌介绍
巴拉巴拉	2002	0-14 岁	200 元以内	休闲、时尚、运动、健康的都市化风格		产品已全面覆盖儿童的服装、鞋品、生活家居、出行等品类，是国内领先的儿童时尚生活方式品牌。
Mini Balabala	2013	0-7 岁	100 元以内	时尚、高品质、多样化		MiniBalabala 立志成为 0-7 岁婴幼儿市场上专业时尚的婴幼儿品牌，为新生妈妈提供婴幼儿全品类一站式购物解决方案。
马卡乐	2015	0-7 岁	100-200 元	产品设计基于品质和时尚的结合，具有安全、舒适、新精致的特点		专注于儿童提供一站式服饰穿搭解决方案。品牌 DNA 是安全，舒适，新精致。产品覆盖 0-2 岁婴童及 2-7 岁婴幼儿服装、鞋品、配饰、玩具。
TCP	2018	0-14 岁	50-200 元	时尚、配搭和高性价比；便捷的购物环境		The Children's Place 是美国最受欢迎的童装品牌之一，也是北美最大的童装零售服务专业品牌，向初生婴儿至十来岁的孩子们提供服装、配饰、鞋类等商品。
Cocotree	2018	7-16 岁	50-200 元	以日韩系列、时尚潮流系列、英伦系列产品为主导		“Coctree 棵棵树”是虚拟生产、特许经营模式的少年休闲服饰品牌，专业从事少年休闲服饰生产、销售、服务、已通过 ISO9001 国际质量体系认证和 ISO14001 国际环境体系认证。

数据来源：公司公告，公司官网，天猫旗舰店，国泰君安证券研究所

公司旗下童装品牌不断提升产品科技含量，持续推动产品迭代升级。公司旗下各童装品牌致力于提升产品专业度，巩固产品竞争力。各品牌积极寻找消费者痛点，深入理解消费者需求，不断发力优化消费者体验。同时，在科技竞争日趋激烈的当下，作为童装行业龙头公司的巴拉巴拉更有资金实力和研究水平来进行产品科技含量的迭代和提升，因此更具有竞争力。

**表 36: 公司旗下童装品牌不断提高产品科技含量**

品牌	产品	技术	效果
巴拉巴拉	超轻跑鞋系列	儿童鞋舒适度验证标准	与四川大学合作：鞋子重量降低 15%，防滑效果提升 20%
	轻羽绒系列	纤维研发核心技术	与东丽公司合作：提升面料的高密度与轻便性，让羽绒服更轻盈，不跑绒，防绒专用纱线的使用达到 GB 一等品水准，高密度超轻羽绒面料有效锁绒
	儿童夏季运动套装	棉制品专业技术	与德永佳公司合作：服装弹性及吸汗性效果更佳
马卡乐	抗菌系列	赛得利优可丝®抗菌纤维	360 度无死角抑菌、除臭清新、干爽吸湿、耐洗涤等优质性能

数据来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究所

与其他品牌或艺术家跨界合作，提升产品时尚感及知名度。如今巴拉巴拉先后与张占占、杨燕等独立艺术家、吴海燕等知名设计师合作，同时发布与迪士尼等品牌联名增加跨行业沟通和合作。公司旗下童装品牌不断延伸产品新风格、拓展新用户群、提高品牌附加值，为品牌注入新的基因和生命力。未来巴拉巴拉在品类上想象空间依然巨大，有望进一步打开成长空间。

表 37: 公司旗下童装品牌跨界合作提高知名度

合作对象	时间	展示图	产品
IP 联名	2018.10		巴拉巴拉和迪士尼合作推出秋季主打的唐老鸭 IP 系列。
	2019.1		巴拉巴拉大闹天宫联名系列以大闹天宫的孙悟空、哪吒等人物为设计灵感。
设计师	2018.10		与独立艺术家杨燕等进行跨界合作，推出#不等长大，去展现#系列。
	2018.10		与独立艺术家高贝贝等进行跨界合作，推出#不等长大，去探索#系列。
	2018.10		与独立艺术家张占占进行跨界合作，推出#不等长大，去创想#系列。
	2020.1		与知名设计师吴海燕合作将中国传统文化与吉象喜乐化成一针一线融入手工刺绣中展现出了一番别样的新年新衣。
Catimini	2020.4		巴拉巴拉与来自法国的中高端童装创意品牌 Catimini 推出联名合作系列产品，并于 4 月 30 日通过云直播召开跨界新品发布会。

数据来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究所

#### 4.3.2 渠道端全渠道扩张，线上线下互补发展

**线上线下渠道融合优化，童装业务收入高质量增长。**公司旗下童装品牌将线上线下渠道融合，强化会员、云店、社群、直播、电商平台的协同发展。童装业务线上收入增势强劲，占比持续提高。童装内生增长强劲，有望推动公司业绩持续提升。

**线下店铺数量快速扩张，助力品牌渠道下沉，单店收入多年保持稳定较高增长。**得益于童装业务丰富多样的产品线及广泛的价格区间，公司针对不同城市进行战略布局，一二线城市聚焦奥特莱斯及购物中心，三四线城市聚焦百货及街边店。截至 2019 年年底巴拉巴拉品牌终端网点数量已发展到 5790 家，年内净增 497 家。单店收入近几年表现较好，在 2019 年较为严峻的零售环境下仍同比增长 5.89%。随着门店体验不断升级、品牌形象提升，公司童装龙头地位继续巩固。

表 38: 巴拉巴拉业绩持续向好

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
收入 (亿元)	31.67	39.53	50.01	63.22	80.75	96.94
YOY	24.91%	24.81%	26.52%	26.40%	27.74%	20.05%
占比	38.87%	41.81%	46.88%	52.56%	51.37%	50.13%
门店数量 (家)	3540	3864	4578	4795	5293	5790
同比变动	69	324	714	217	498	497
单店收入 (万元)	82	89	87	99	113	119
YOY	18.29%	8.43%	-2.10%	13.74%	13.55%	5.89%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**表 39: 巴拉巴拉不断升级门店体验**

门店	效果	展示图
大兴机场概念店	2019年9月30日,巴拉巴拉机场零售店位于中国北京大兴机场 S-F02-031 航站楼拉开帷幕,总占地为 62 平方米。整个店面的造型宛如一朵正在休息的云,满足孩子们天马行空的想象力,同时也达到了家长的高雅审美标准。	
无锡惠山万达店	2020年1月18日,巴拉巴拉在无锡推出第一家全新生活方式店铺。巴拉巴拉“新形象”店铺为更多家庭带来了更多元化、更有质感的亲子生活方式体验。将品牌概念和艺术相融合表达品牌态度的同时,启蒙儿童对艺术感知力,引领儿童的视觉审美,希望为世界儿童和家庭带来更加美好的生活。	
武汉天河机场	2019年4月云上巴拉巴拉国内首家机场店在武汉天河机场盛大开业,整个店面只有一个商品陈列道具--“祥云”,“祥云”的造型抽象优雅而灵动,360度无死角。	
北京荟聚购物中心店	2019年12月2日,巴拉巴拉机场云空间首次走进 Shopping mall,落户北京荟聚购物中心,在 460 平米的店铺空间里,巴拉巴拉用奇特迷人的灵动线条,勾勒充满未来感的巨大云卷景观,将“云”的概念融入门店。	

数据来源: 腾讯新闻, 国泰君安证券研究

**公司积极布局新零售, 线上业务占比逐年提高。**公司不断强化会员、云店、社群、直播、电商平台的协同发展, 提供直播购物、专属导购、线上选款线下取货、店中购买、邮寄到家等服务, 通过新零售为线下门店、经销商赋能, 同时提升品牌形象。2019年天猫双十一 MiniBalabala 跻身童装品牌 Top5。后疫情时代, 童装业务有望受益于其较早布局新零售, 业绩加速复苏。

**表 40: 巴拉巴拉线上收入占比逐年增加 (单位: 亿元)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
线上收入	2.58	5.10	10.07	15.64	21.12	27.87
YOY	107.97%	97.68%	97.62%	55.24%	35.04%	31.97%
占比	8.14%	12.90%	20.14%	24.74%	26.15%	28.75%
线下收入	29.09	34.43	39.94	47.58	59.63	69.07
YOY	20.64%	18.35%	15.99%	19.13%	25.34%	15.83%
占比	91.86%	87.10%	79.86%	75.26%	73.85%	71.25%

数据来源: 公司公告

## 5. 森马电商持续成长, 新零售发展前景可期

### 5.1. 电商业务发展拓宽, 逐步成为品牌发展新动力

森马电商定位从去库存到内容运营平台、新零售渠道, 发展脉络清晰。森马电子商务业务开始于 2012 年, 初期以减少库存压力而存在和发展。随着居民生活习惯和消费观念改变, 线上渠道收入增速较快, 森马电商业务逐渐拓展, 推出专供产品、线上品牌等, 发展新产品和新模式。近年来公司电商向内容运营平台转型, 发力新零售, 推进全渠道零售融合, 实现线上线下协同发展。

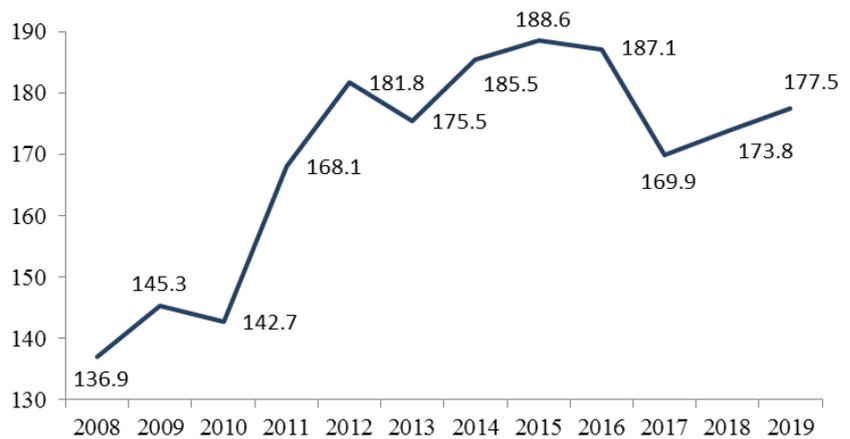
**表 41: 森马电商定位由去库存转向新零售**

时间	具体内容
2012	森马电商子公司成立，电商主要责任为去库存。
2014	电商快速发展，推出线上专供款、线上线下同款。
2018	电商定位转变为内容运营平台。
2019	试水新零售，推进全渠道零售融合。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**库存危机促使森马发展电子商务业务。**2011-2013 年，中国休闲服装行业竞争急速加剧：一方面面临 H&M、优衣库等国际品牌入侵市场，另一方面面临电商新兴渠道淘品牌的竞争。森马先前采用外延式扩张为主的发展方式，忽略了产品和供应链的发展，导致存货周转天数增加，库存逐渐积压。森马电子商务有限公司于 2012 年成立，注册资金 3 亿元，落户于阿里巴巴所在地杭州。森马电商主要承担去库存的使命，品牌向内生性增长方式转变。

**图 4: 2011-2013 年，服装行业平均存货周转天数较高**



数据来源：wind

**线上渠道去库存效果良好，收入增速较快，逐步扩充电商业务范围。**森马电商在成立初期主要用于消除过季库存，成立 7 个月，营收达 1.49 亿元，2013 年达到 3.53 亿元。2014 年存货周转天数由 2012 年 84 天下降至 68 天，去库存效果良好。线上销售的持续增长，电商渠道不再是线下门店的补充，成为公司新发展方向。

**助力大森马战略，电商业务逐渐拓展。**森马电商自成立以来营收保持高增速，逐渐开始运营扩张。2013 年依托巴拉巴拉多年来的品牌根基，公司推出线上童装品牌 Mini balabala。为保证线下加盟商的权益，森马推出了线上供品类和极致单品等，随后逐步开始打造线上、线下同步款，适当竞争促进线上线下良性发展。公司电商运营经验积累，品牌线上业务与线下业务协同发展。

森马和巴拉巴拉两大品牌电商收入逐年增长，近年主动寻找新零售等新增长点。电商成立之后，表现出强劲的增长力。森马线上收入由 2015 年的 12.07 亿增长至 2019 年 53.35 亿元，占总收入比重的 27.59%，成人休闲和童装电商收入各占一半。2017-2019 年品牌线上收入整体增速放缓，传统电商迎来挑战。森马抓住电商新零售风潮，探寻电商未来新成长点。

表 42: 电商业务作为公司收入重要来源，近年增速放缓(单位: 百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
线上营业收入	1206.98	2223.00	3124.00	4108.76	5334.62
YOY	83.67%	84.18%	40.53%	31.52%	29.84%
占比	12.77%	20.84%	25.98%	26.14%	27.59%

数据来源: 公司公告

## 5.2. 打造外部生态，加强内部建设，推动电商新零售发展

线上渠道多方面加大投入力度，为电商平台长远发展奠定基础。公司电商向内容运营平台转型，与多个 IP 联名，提高品牌热度，并通过多渠道互通提高营销效率。公司在供应商和物流方面加强基础建设，为电商平台打造独特优势。此外，公司继续加强电商团队建设，为电商渠道长期发展打造核心骨干力量。随公司电商改革措施持续发力，电商渠道收入有望维持高增长。

森马电商向内容运营平台转型，助力公司维持高速发展态势。2016 年，森马推出“时尚合伙人计划”，欧阳娜娜成为首个时尚合伙人，与森马共同企划的产品于森马旗舰店聚划算平台首发，活动四天，日均进店人数超 100 万，带动全店销售额超 2410 万元。森马与山海经、《星球大战》、《明日之后》等 IP 推出联名，提高品牌热度。与各平台 KOL 合作推广产品，在各自圈层中直接引流。电商平台内容输出促进品牌知名度提升，为产品销量上涨建立品牌力基础。

图 5: 欧阳娜娜出任森马首位“时尚合伙人”



数据来源: 森马微博

图 6: 与微博平台 KOL 合作，输出产品内容



数据来源: 森马微博

打通电商内容输出渠道,探索降低获客成本的方式,提高营销效率。2017年,公司在淘宝、天猫、唯品会等主要电商平台建立销售渠道,与微信社区、微博等应用一同构成品牌内容输出渠道,提高品牌曝光率。2018年,森马与 Alibaba Wood 合作,视频制作成本降低 90%,制作效率提高 95%,加购转化率提升了 37%,每月增加收益近百万元。2020 年年初,森马进军淘宝短视频,精准定位潜在客户投放电商短视频,提高交易量。利用互联网优势,电商平台内容化使获客成本降低,效率提高。

表 43: 森马利用互联网盘活电商内容生态

		森马	巴拉巴拉
环节	内容		
时尚企划	推出“时尚合伙人计划”:邀请明星欧阳娜娜、虚拟偶像洛天依、设计师 C.J.YAO 等作为品牌时尚合伙人,推出主题系列服装	《大闹天宫》亮相“天猫潮童秀”,蝉联金麦奖金奖,并登上《人民日报》成为国潮跨界新经典	
内容生产	IP 合作	与山海经、星球大战、游戏《明日之后》等 IP 推出联名	与经典国潮 IP 齐天大圣联名,推出小马宝莉、迪士尼合作款黑金系列、索菲亚公主、葫芦娃等联名产品
	KOL 合作	森马百城 KOL 计划	联动亲子、知普、时尚等领域的 KOL 和 KOC,定期输出时尚穿搭、亲子育儿、文化艺术推介等覆盖品质儿童生活方式的内容
内容形式	明星宣传海报, KOL 穿搭图文及时尚推荐, 产品小视频, 网络直播等		
内容渠道	淘宝、天猫、唯品会等电商平台, 微信公众号, 微信、微博、抖音、小红书、Facebook 以及 Instagram 等社交媒体平台		

数据来源: 公司公告, 微博, 微信小程序, 国泰君安证券研究

完善基础设施建设,为电商平台的进一步发展提供独特优势。供应商方面,森马与优质供应商深度合作,实现未来稳定的产能供给与质量保证;物流配送方面,公司形成温州和嘉兴两大物流园新格局,并将原有的“一仓发全国”物流架构调整为 TOB 和 TOC 的两大物流园区集成运作模式。2019 年初,公司投资 2 亿元建设的杭州电商产业园投入使用。目前,公司形成了温州、上海、杭州三个产业园,温州和嘉兴两大物流园的新格局,为电商事业部后续持续规模化发展奠定良好的基础设施。

图 7: 公司建设新物流园区



数据来源: 公司公告

图 8: 森马电商加强未来园区建设



数据来源: 公司公告

**加强内部团队建设，为森马新零售长期发展打造骨干力量。**森马积极打造电商营销团队，公司内设指导和协调直播业务的部门，在杭州店拥有直播间和直播团队，迎合市场新零售发展。2019年，森马成立了数字零售中心，加快新零售布局，重点推进直播平台销售，输出内容创意。长期来看，消费者购物习惯向新零售转变趋势不变，培养内部团队使森马电商未来发展更加精细化、专业化。

**未来持续发力电商新零售，形成良好消费生态链。**随着网红带货、淘宝直播等新业态越来越被消费者所接受，森马将进一步在新零售业务上发力。2020年，森马电商将发挥品牌和流量优势，把握下沉市场红利，重点建设消费者运营、全员运营、高科技运营三大能力。未来，森马将构建多平台、多品类的消费生态链，继续保持健康高速发展的目标。

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测

根据以下假设给出盈利预测：

**休闲改革持续推进，童装业务优势明显：**公司成人休闲业务市场竞争激烈，2020年线下收入受疫情冲击，线上收入增长一定程度抵消线下收入下滑，随休闲业务改革措施发力，2021有望恢复正增长，预计2020-2022年成人休闲收入增速为下降23.46%/增长30.23%/增长13.17%。受法国童装业务剥离及线下零售环境影响，2020年童装收入有所下滑，预计2020-2022年童装业务收入增速为下降8.44%/增长20.41%/增长17.61%。此外，2021年海外童装业务剥离出表。

表 44: 公司收入拆分表

单位: 亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>森马休闲</b>					
收入	67.92	65.44	50.09	65.23	73.82
YOY	20.54%	-3.64%	-23.46%	30.23%	13.17%
占比	43.21%	33.84%	31.67%	37.66%	36.78%
<b>巴拉巴拉</b>					
收入	80.75	96.94	88.76	106.87	125.69
YOY	27.74%	20.05%	-8.44%	20.41%	17.61%
占比	51.37%	50.13%	56.12%	61.70%	62.62%
<b>KIDILIZ</b>					
收入	7.50	29.69	18.34	0.00	0.00
YOY			-38.22%	-100.00%	/
占比	4.80%	15.46%	11.67%	0.00%	/

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

**毛利率下降，费用管控加强叠加低效资产剥离致使费用率降低：**预计2020-2022年公司毛利率分别为39.92%/37.79%/38.12%。得益于公司剥离低效业务，销售费用和管理费用均有望持续改善，预计2020-2022年公司销售费用率为21.3%/16.99%/16.04%，管理费用率为8.61%/6.14%/6.18%。

**预计 2021 年公司业绩全面恢复:** 我们预计公司 2020-2022 年收入为 158.16/173.21/200.73 亿, 同比下降 18.21%/增长 9.52%/增长 15.89%。净利润为 5.73/14.03/18.49 亿, 同比下降 63.05%/增长 145.09%/增长 31.77%, 当前市值对应 EPS 达到 0.21/0.52/0.69 元。

## 6.2. 估值

**相对估值法:** 预计 2021 年公司净利润为 14.03 亿元, 当前市值对应 2021 年 PE 为 15 倍, 与可比公司的平均值相当。公司国内童装业务龙头地位不断巩固, 成长性高。考虑公司业务调整升级之后, 未来业绩弹性较高, 且童装业务能保持长期稳定增长。给予公司 2021 年 18 倍 PE, 对应股价合理估值为 9.56 元。

表 45: 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	净利润				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
森马服饰	002563.SZ	15.49	5.73	14.03	18.49	13	36	15	11
太平鸟	603877.SH	5.52	5.97	7.17	8.28	25	23	19	17
海澜之家	600398.SH	32.11	23.68	30.39	35.03	9	11	9	8
行业平均						16	24	14	12

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 数据截止至 2020 年 9 月 25 日收盘)

**绝对估值法:** 由于公司现金流充裕且较为稳定, 采用 FCFE 方法对公司进行绝对估值, 假设公司在 10 年后维持 2% 永续增长, 得到合理估值为 10.17 元。

表 46: 森马服饰绝对估值主要参数

永续增长	2.00%
无风险利率	4.52%
股票风险溢价	8.85%
股票贝塔	1.19
股权成本	15.07%
债务成本	10.98%
所得税率	25%
WACC	13.44%
总股本 (百万股)	2698.54

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

综合上述两种方法, 谨慎考虑取两个合理估值较低值, 给予公司 2021 年目标价格 9.56 元, 对应 2021 年 18 倍 PE。公司双业务线发展规划清晰, 成人休闲业务不断优化产品改善并品牌定位, 童装依托巴拉巴拉国内龙头地位积极拓展多品牌布局, 童装业务格局再提升, 长期增长可期, 维持“增持”评级。

## 7. 风险提示

**疫情后消费复苏不及预期:** 受疫情影响产业链遭到破坏, 国民收入下滑, 市场购买力恢复需要一定时间。若消费恢复情况不及预期, 将导致社会消费品零售及服装销售承压, 影响公司销售增长。

**童装市场竞争加剧:** 中国童装市场受消费升级和人口政策等因素影响,呈现快速发展的特征,众多服饰品牌纷纷进入童装市场,童装市场竞争日趋激烈,市场竞争加剧给公司儿童服饰业务的发展带来不确定的风险。

**成人休闲业务恢复不及预期:** 公司成人休闲业务市场竞争激烈,国际品牌纷纷发力中国市场,叠加疫情对公司休闲服饰业务冲击较大,成人休闲业务后续恢复仍承受较大压力。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		