

## 森马服饰 (002563.SZ) 领航童装与休闲双品类，看好业绩向上修复弹性

2020 年 06 月 17 日

### ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

杨欣（联系人）

周嘉乐（联系人）

lvming@kysec.cn

yangxin@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

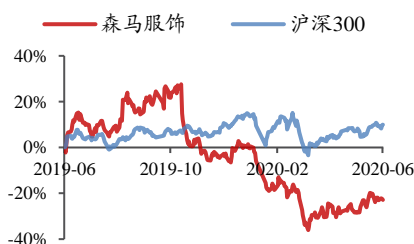
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120040064

证书编号：S0790120030019

日期	2020/6/17
当前股价(元)	7.21
一年最高最低(元)	12.89/6.32
总市值(亿元)	194.56
流通市值(亿元)	132.81
总股本(亿股)	26.99
流通股本(亿股)	18.42
近 3 个月换手率(%)	34.81

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

#### ● 休闲服与童装双龙头森马服饰，首次覆盖给予“买入”评级

森马服饰作为国内童装、休闲服行业双龙头，近年来本部业务发展稳健，旗下童装品牌巴拉巴拉始终保持市占率第一，领先地位稳固。我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.6/15.3/18.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.57/0.68 元，当前股价对应 PE 为 15.5/12.7/10.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 休闲业务：提倡“质在日常”理念，拟打造中国版优衣库

森马品牌风格定位由潮流时尚向品质生活转变，逐步扩充消费群体，提出“质在日常”的新价值主张，打造中国版优衣库，有望带动森马品牌的二次成长。1）产品端：强化品牌 DNA，革新产品线满足更多场景需求，强化产品科技，增加核心面料“森柔棉”的应用，积极拓展鞋类产品等。2）渠道端：重点发展高速增长线上渠道，线下渠道结构持续优化，街边店向购物中心转移，打造智慧门店。3）营销端：多渠道营销构建私域流量，进一步提升影响力及客户粘性。

#### ● 童装业务：巴拉巴拉龙头地位稳固，自有品牌业绩表现亮眼

公司童装业务近年来保持较快增长，2014-2019 年童装业务营收 CAGR 达 31.9%。

1）品牌端：巴拉巴拉市占率稳居国内第一，马卡乐、Mini Balabala 等自主孵化品牌增速较快，表现亮眼。2）渠道端：巴拉巴拉较早布局购物中心等中高端渠道，具备先发优势，享受早期红利成为了各大卖场必备童装品牌。我们预计未来公司将开拓三四线空白市场，进一步夯实童装领导品牌地位。3）产品端：预计公司将推行“爆品计划”，在不同产品细分线挖掘爆品，充分满足消费需求。

#### ● 二胎政策带动行业规模提升，童装业务对标海外未来增长空间广阔

行业方面，童装赛道受二孩政策及优生优育带动发展潜力较大，且国内童装行业集中度对比发达国家提升空间较大，预计龙头品牌市占率将进一步提升。公司方面，公司童装业务发展与北美龙头 Carter's 较为相似，均为全渠道运营行业龙头。我们认为，森马服饰自有童装品牌市占率将持续提升，带动公司整体业绩增长。

#### ● 风险提示：疫情二次爆发影响销售恢复；存货及资产减值风险。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,719	19,337	19,590	21,829	24,119
YOY(%)	30.7	23.0	1.3	11.4	10.5
归母净利润(百万元)	1,694	1,549	1,255	1,531	1,846
YOY(%)	48.8	-8.5	-19.0	22.0	20.6
毛利率(%)	39.8	42.5	41.6	41.8	42.2
净利率(%)	10.8	8.0	6.4	7.0	7.7
ROE(%)	15.0	13.0	10.5	12.3	13.8
EPS(摊薄/元)	0.63	0.57	0.47	0.57	0.68
P/E(倍)	11.5	12.6	15.5	12.7	10.5
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 休闲服装与童装双龙头 .....	5
1.1、 发展历程：休闲服饰出发至领航童装休闲双品类 .....	5
1.2、 品牌矩阵逐渐丰富 .....	6
1.3、 休闲稳定增长，童装持续快速增长 .....	6
1.4、 股权结构稳定，激励机制推动公司业绩提升 .....	8
2、 休闲业务：提倡“质在日常”理念，拟打造中国版“优衣库” .....	9
2.1、 逐步扩张消费群体及价值链，业务规模较为稳定 .....	9
2.2、 聚焦新青年，提倡“质在日常”价值理念 .....	10
2.2.1、 产品端：新基本+生活场景化，体现品牌价值 DNA .....	10
2.2.2、 渠道端：线上渠道逐步发力，线下门店结构持续优化 .....	11
2.2.3、 营销端：多渠道营销构建私域流量，进一步提升影响力及客户粘性 .....	13
2.3、 优衣库具备品质、渠道及供应链优势，森马仍有改善空间 .....	13
2.3.1、 产品物美价廉的同时，对质量进行严格把关 .....	14
2.3.2、 线上及线下渠道全面扩张，海外市场成为重点销售渠道 .....	15
2.3.3、 SPA 模式有效链接顾客及供应商，实现公司对市场快速反应 .....	15
3、 童装业务：龙头地位稳固，增长空间广阔 .....	17
3.1、 自有品牌表现亮眼，市占率持续提升 .....	18
3.1.1、 品牌：主品牌巴拉巴拉根基深厚，孵化品牌表现亮眼 .....	18
3.1.2、 渠道：享早期红利规模优势明显，线上线下融合构建全域通路 .....	19
3.1.3、 产品：“爆品计划”打造业务基石 .....	21
3.2、 二胎政策带动行业规模提升，对标海外未来增长可期 .....	21
3.2.1、 行业：高景气童装赛道，对标海外集中度提升空间大 .....	21
3.2.2、 公司：对标北美童装龙头 Carter's，市占率有望持续提升 .....	22
3.3、 法国 KIDILIZ 业务仍在调整期 .....	23
4、 疫情影响短期业绩承压，看好优质龙头边际弹性 .....	24
4.1、 本部业绩持续稳健增长，童装原有业务韧性较强 .....	24
4.2、 本部业务盈利能力稳定，净利率受 KIDILIZ 亏损影响小幅下降 .....	25
4.3、 周转情况明显改善，良好营运状况为下半年复苏打下基础 .....	25
4.4、 现金流回暖资金充足，坚持长期稳定分红 .....	26
5、 盈利预测与投资建议 .....	27
6、 风险提示 .....	27
附：财务预测摘要 .....	28

## 图表目录

图 1： 森马公司成立后的发展可以分为 5 个阶段 .....	5
图 2： 2011-2019 年公司营业收入逐步提升 .....	7
图 3： 2011-2019 年公司净利润年复合增长率达 3.0% .....	7
图 4： 童装业务营业收入占比持续上升 .....	7
图 5： 童装业务营收增速持续高于休闲服装 .....	7
图 6： 童装业务毛利率上升带动公司毛利率上升（%） .....	7
图 7： 森马股权集中、结构稳定 .....	8
图 8： 休闲装业务从消费群体及价值品类进行扩张 .....	9

图 9: 公司休闲装业务营收较为稳定 (亿元, %)	10
图 10: 场景化购物模式满足不同消费群体需求	10
图 11: 公司研发费用逐年提升 (亿元)	11
图 12: 森柔棉主打产品丝滑顺爽	11
图 13: 公司线上渠道收入增速较高 (亿元, %)	12
图 14: 休闲业务门店数量长期维持在 3500 家以上 (家)	12
图 15: 休闲业务门店面积逐年增长 (万平方米)	12
图 16: 森马在上海的首家概念门店开业	13
图 17: 装修风格较前卫新颖	13
图 18: 森马品牌登陆纽约时装周	13
图 19: 森马天猫旗舰店直播带货	13
图 20: 在优衣库较为严苛的产品控制下进行裁剪及缝纫工序	14
图 21: 日本国内门店推行大店策略	15
图 22: 海外市场推进旗舰店策略	15
图 23: 日本优衣库电商增速呈高速增长 (亿日元, %)	15
图 24: 优衣库供应链采用 SPA 模式实现对市场的快速反应	16
图 25: 优衣库按季销售情况及时调整销售策略	17
图 26: 童装业务持续快速增长	17
图 27: 童装业务 2013 年进入稳定持续增长期	18
图 28: 巴拉巴拉品牌市占率领先优势持续扩大 (%)	19
图 29: 森马童装渠道持续扩张	20
图 30: 巴拉巴拉推出北京大兴机场“云”概念店铺	20
图 31: 巴拉巴拉与知名主持人朱丹开启联动新直播形式	21
图 32: 巴拉巴拉微信小程序官方店上线	21
图 33: 童装行业规模持续提升	21
图 34: 二胎生育率显著提升	21
图 35: 我国童装行业集中度显著低于发达国家	22
图 36: Carter's 市占率稳居第一 (%)	23
图 37: Carter's 业绩规模稳定	23
图 38: 公司本部业绩持续稳定增长	24
图 39: 本部业务毛利率和净利率稳定	25
图 40: 公司费用率水平有所提升	25
图 41: 存货水平增长边际改善	26
图 42: 存货增速低于营业收入增速	26
图 43: 应收账款规模保持稳定	26
图 44: 应收账款增速低于营业收入增速	26
图 45: 经营性现金流有所改善	26
图 46: 公司坚持长期稳定分红	27
表 1: 休闲装和童装品牌矩阵完善 (表格中仅包含主要品牌)	6
表 2: 股权激励推动公司业绩增长	8
表 3: 两次推出员工持股计划, 绑定核心管理层	9
表 4: 森马旗下童装品牌矩阵丰富	19
表 5: 中国儿童人均童装消费水平 (估计值) 持续提升	22
表 6: 童装行业集中度提升空间较大 (%)	22

表 7: 剔除 Kidiliz 亏损影响, 公司核心业务稳定增长 .....	23
表 8: 森马服饰具备估值优势 .....	27

## 1、休闲服装与童装双龙头

### 1.1、发展历程：休闲服饰出发至领航童装休闲双品类

森马服饰成立于 2002 年，目前已发展为我国休闲服装和童装行业龙头公司，公司旗下品牌主要包括成人休闲服饰品牌“森马”、童装品牌“巴拉巴拉”、“马卡乐”、“Mini Balabala”等，以及法国 KIDILIZ 旗下的“CATIMINI”、“ABSORBA”等多个童装品牌。公司主要业务为产品设计、品牌管理、供应链管理以及渠道拓展。2019 年森马童装服饰收入 126.6 亿元（其中 KIDILIZ 集团并表收入约 29.7 亿元），同比增长 43.5%；休闲服饰收入 65.4 亿元，同比下降 3.6%。

公司发展历程可以分为五个阶段：

- 1) **创业探索（1996-2001）**：1996 年，森马集团于浙江省温州市创立。1997 年，森马品牌第一家专卖店在江苏省徐州市开业。
- 2) **品牌经营（2002-2006）**：2002 年 1 月，森马前身温州森马童装公司成立，成立时主要业务为巴拉巴拉儿童服饰的设计、外包生产及销售。2005 年，森马公司携手德国物流专业机构 Jungheinrich（永恒力）共同打造以现代化物流中心为枢纽的快速反应体系。
- 3) **改制上市（2007-2011）**：2007 年，温州森马童装公司进行股份制改革，更名为浙江巴拉巴拉童装股份有限公司。2008 年，公司进行资产重组，从森马集团收购森马休闲服装业务，更名为浙江森马服饰股份有限公司。
- 4) **创新转型（2012-2016）**：2011 年，公司赴深圳交易所首次公开上市，共发行 7,000 万股，募集资金 46.9 亿元。由于服装业行业的成本上升以及国外品牌的进入，2012 年开始，公司调整发展策略，大力消化库存并优化供应链。公司也在 2012 年开始全面实施阿米巴管理模式，以调动员工的积极性。2016 年，公司营业收入首次突破 100 亿元。
- 5) **平台发展（2017-2021）**：2018 年，巴拉巴拉品牌进驻香港，森马首家海外店铺在沙特阿拉伯正式开业，加快了森马品牌国际化的进程。

图1：森马公司成立后的发展可以分为 5 个阶段



资料来源：公司官网、开源证券研究所



## 1.2、品牌矩阵逐渐丰富

公司拥有以“森马”品牌为主的休闲服装，和以“巴拉巴拉”品牌为主的儿童服装品牌矩阵。“森马”品牌创建于1996年，其品牌产品注重品质及性价比，以“质在日常”为品牌价值主张，致力于满足18-35岁人群跨场景的基本穿着需求共性。

“巴拉巴拉”品牌创立于2002年，主打专业、时尚的童装，面向0-14岁中产阶级及小康家庭的童装群体。

公司根据休闲服饰和儿童服饰两大细分市场的特点和目标，以品牌经营为核心，运行多品牌战略。除巴拉巴拉外，公司培育了自有品牌马卡乐及Mini Balabala，并和美国童装TCP达成长期战略合作，童装品牌矩阵逐步丰富。

表1：休闲装和童装品牌矩阵完善（表格中仅包含主要品牌）

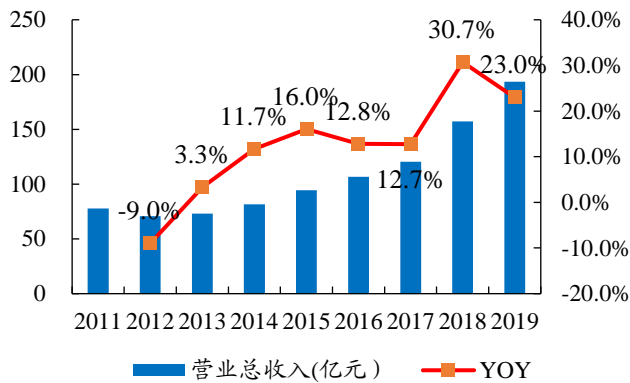
品牌	LOGO	品牌介绍
休闲装	森马	森马品牌创立于1996年，注重产品品质及性价比，以“质在日常”为品牌价值主张，致力于满足18-35岁人群跨场景的基本穿着需求共性，为大众消费者提供高品质、高颜值、富有亲和力的产品和服务。
	巴拉巴拉	巴拉巴拉是以童装为核心的儿童生活方式品牌。为孩子创造安全、健康且舒适的穿着体验；多样性的款式丰富的色彩，为孩子创造自在舒适、充满童趣的缤纷童年。
	Mini Balabala	巴拉巴拉童装子品牌，主打高性价比婴幼儿童装，主要通过线上销售，款式丰富多样。
童装	马卡乐	马卡乐专注0-7岁母婴一站式。马卡乐致力于用出类拔萃的、超越期待的产品、服务以及品牌体验，为孩子们和家长们打造愉悦童趣、温馨有爱的世界。
	Kidiliz	Kidiliz集团由Josette和Roger Zannier于1962年在法国南部城市Saint-Chamond创立，旗下拥有CATIMINI、ABSORBA等10个自有童装品牌以及5个授权业务品牌，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。
	TCP	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。

资料来源：公司官网、开源证券研究所（表格中仅包含主要品牌）

## 1.3、休闲稳定增长，童装持续快速增长

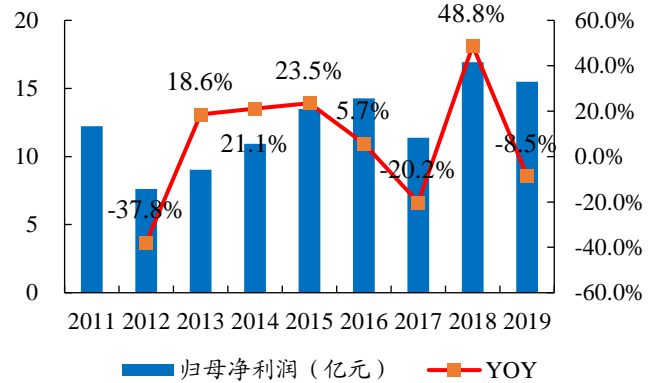
公司营业收入逐步提升，业绩规模扩大。2011-2019年公司营业收入年复合增长率达12.09%，净利润年复合增长率达3.0%。公司2019年实现营业收入193.37亿元人民币，较2018年同比增长23.0%，公司营收增速同比有所放缓；净利润为15.49亿元，较2018年同比减少8.5%。

图2：2011-2019 年公司营业收入逐步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

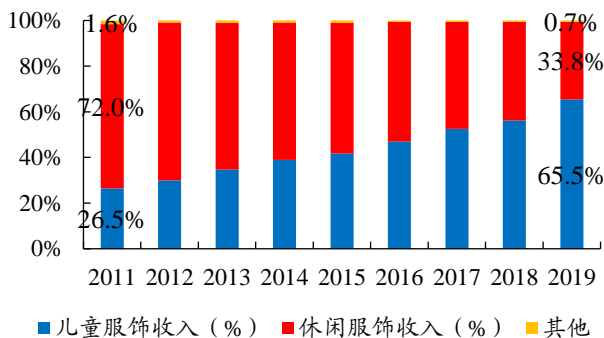
图3：2011-2019 年公司净利润年复合增长率达 3.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

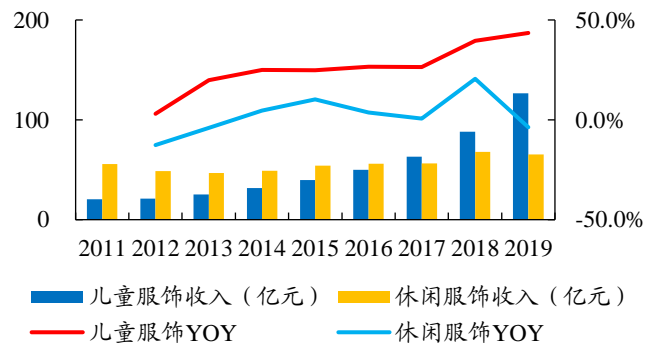
分品类看，童装业务营收占比持续上升，童装业务营收增速持续高于休闲服装。公司收入主要来源于休闲服装业务和儿童服装业务，童装业务 2011-2019 年营收 CAGR 为 25.5%，持续快速增长；休闲业务 2011-2019 年营收 CAGR 为 2.0%，保持稳定增长。2019 年童装业务占总收入比重为 65.5%，较 2011 年上升 39.0pct；休闲业务占比为 33.8%，较 2011 年下降 38.2pct。

图4：童装业务营业收入占比持续上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

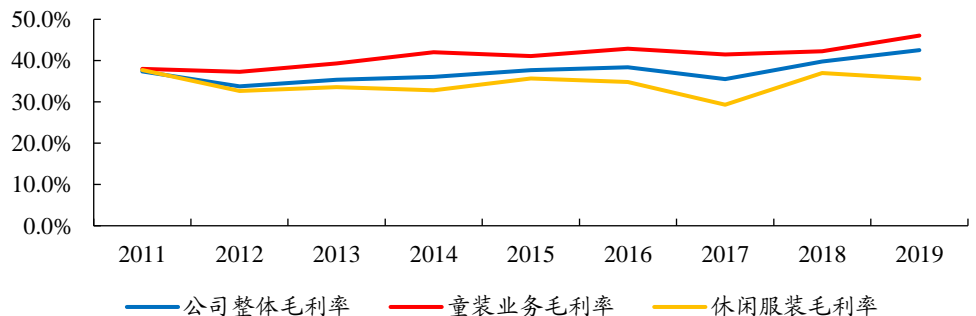
图5：童装业务营收增速持续高于休闲服装



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司童装业务带动整体毛利率提升。2017/2018/2019 年公司毛利率分别为 35.51%/39.78%/42.53%，其中童装业务毛利率为 41.52%/42.23%/42.23%，休闲业务毛利率为 29.31%/36.98%/35.60%。童装业务毛利率相对较高，其营收占比上升持续带动公司整体毛利率上升。

图6：童装业务毛利率上升带动公司毛利率上升（%）

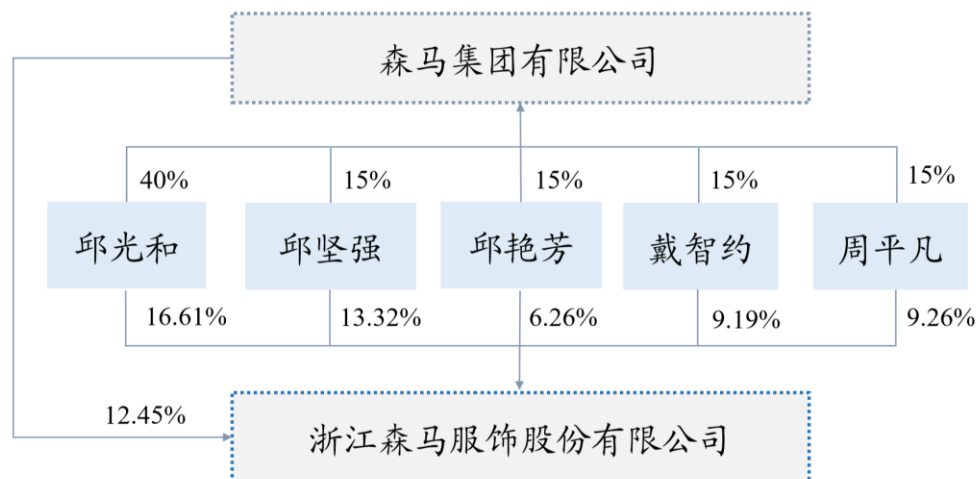


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.4、股权结构稳定，激励机制推动公司业绩提升

公司的实际控制人为邱光和家族，股权集中，结构稳定。邱光和家族持股比例为 67.09%，实际控制人邱光和直接持股 16.61%，在持股比例前 10 的股东中，邱坚强、邱艳芳、周平凡、戴智约、郑秋兰、邱光平均与邱光和为亲属关系。

图7：森马股权集中、结构稳定



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**股权激励计划充分调动员工积极性。**公司在 2018 年 4 月公布第二次限制性股票激励计划。该计划激励对象为 513 位核心骨干，授予激励对象的限制性股票价格为 5.05 元/股，获授的限制性股票数量为 1,447.38 万股。该计划的业绩考核指标是以 2017 年为基准，营业收入增长率在 2018-2020 年达到 15%/31%/52%，净利润增长率达到 25%/44%/65%。

公司在 2015 年 7 月曾推出的的第一期限限制性股票计划，授予 439 位激励对象限制性股票 1,454.04 万股，约占公司总股本的 0.54%，授予价约为 5.92 元/股。公司的两次股权激励计划增加了核心骨干员工的收入，有利于调动员工积极性，推动公司业绩增长。2020 年公司将再推出 1.18 亿规模的持股计划，让员工更加紧密地和公司结合，围绕经营方案积极建设公司。

表2：股权激励推动公司业绩增长

	公告时间	激励对象	涉及股票数量（万股）	解锁安排
第一期限限制性股票激励计划	2015 年 7 月	公司董事、高管、中层管理人员、核心骨干共计 439 人	1,454.04	以 2014 年为基准，2015/2016/2017 年营收增长率不低于 15%/32%/52%，同时净利润增长率不低于 20%/44%/73%。
第二期限限制性股票激励计划	2018 年 4 月	公司核心骨干共计 513 人	1,447.38	以 2017 年为基准，2018/2019/2020 年营收增长率不低于 15%/32%/52%，同时净利润增长率不低于 25%/44%/65%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**两次推出员工持股计划，绑定核心管理层，提升员工信心。**公司分别于 2018 年 4 月、2020 年 3 月推出了两期员工持股计划，其中第一期计划共计募集资金约 1.20 亿元，覆盖 7 位高管（包括副总经理、财务总监、董秘等，占持股计划比例为 7.51%），以及 93 名中层及核心骨干；第二期持股计划共计募集资金约 1.18 亿元，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，进一步绑定核心管理人员及核心骨干，提振整体员工积极性。

**表3：两次推出员工持股计划，绑定核心管理层**

	公告时间	持有人	出资额（万元）	占持股计划比例
第一期员工持股计划	2018 年 4 月 26 日	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	11,080	92.49%
第二期员工持股计划	2020 年 3 月 4 日	公司董事、高级管理人员合计 2 人	399	3.38%
		公司关键员工合计 96 人	11,419	96.62%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

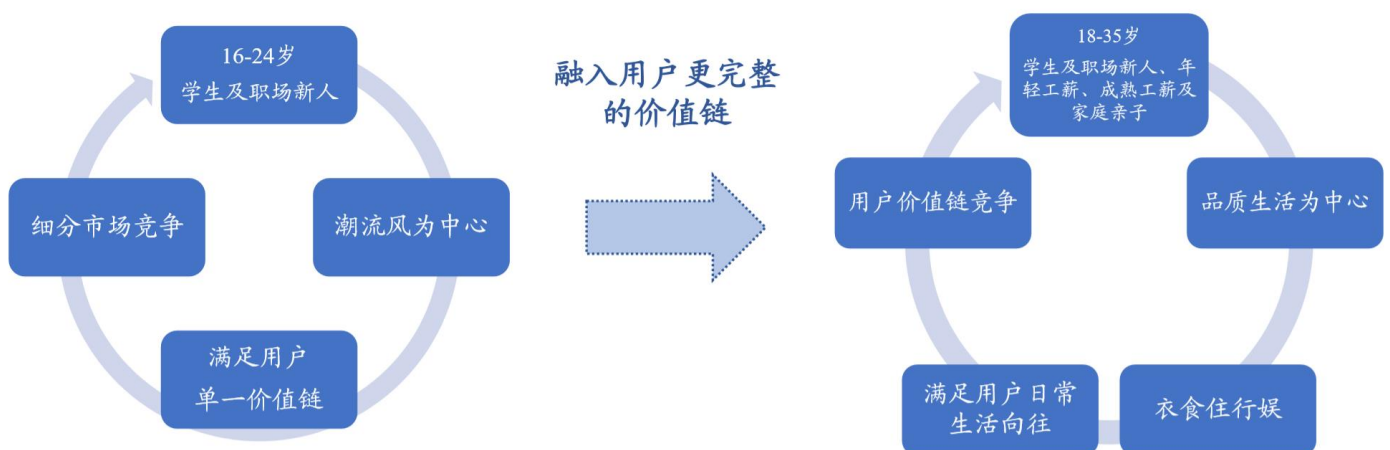
## 2、休闲业务：提倡“质在日常”理念，拟打造中国版“优衣库”

森马品牌成立初期，产品及品牌定位于年轻、时尚、活力、高性价比的大众休闲服饰，并构建了庞大的供应链及营销网络体系，实现了休闲服饰业务的快速发展，逐步成为我国休闲服饰行业的龙头品牌之一。后期公司通过大力发展电商业务打通线上线下渠道，拓展消费人群及产品价值品类，并提出“质在日常”的新价值主张，有望创造森马品牌的二次成长，打造中国版“优衣库”。

### 2.1、逐步扩张消费群体及价值链，业务规模较为稳定

从品牌定位来看，价值链中心由潮流时尚转变为品质生活，逐步扩充消费群体。森马品牌上市初期核心消费群体为 16-25 岁的年轻人群，产品主要分为“活力”、“时尚”两大系列。该消费群体收入水平和购买力水平相对偏低，公司产品主要满足其追求潮流的诉求。2019 年公司正式提出“聚焦新青年”，向上拓宽成熟用户群体及细分需求满足，定位人群拓宽至 18-35 岁的人群，并巩固原有学生及职场新人消费群体。其价值品类围绕衣食住行娱，融入用户更完整的价值链，提出“质在日常”的价值主张，拟成为大众日常生活方式的首选品牌。

**图8：休闲装业务从消费群体及价值品类进行扩张**

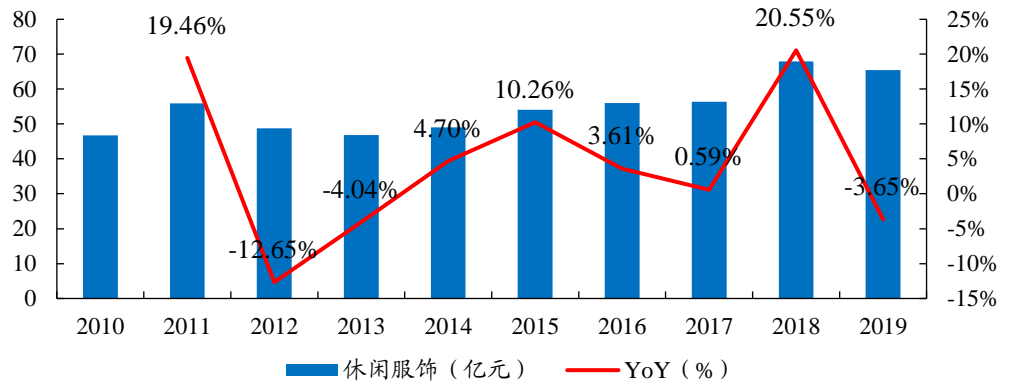


资料来源：公司公告、开源证券研究所

从品牌营收来看，休闲服饰业务收入较为稳定。2011 年森马上市初期，休闲服饰业务实现营收 55.87 亿元（+19.46%），实现较高增长。2012 年由于受到国外品牌进驻中国市场的冲击，电商及购物中心等渠道分化原有渠道格局，服装行业整体库

存压力较大。之后公司加强库存清理力度，优化产品结构，布局线上渠道，实现收入较快速恢复。2018 年公司联手 C.J.Yao 登上纽约时装周，强化品牌传播与推广，提高品牌认可度。2019 年休闲业务实现收入 65.44 亿元（-3.65%），主要系公司持续调整线下渠道结构所致。2010-2019 休闲业务 CAGR 为 3.80%，增速较为稳定。

图9：公司休闲装业务营收较为稳定（亿元，%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、聚焦新青年，提倡“质在日常”价值理念

### 2.2.1、产品端：新基本+生活场景化，体现品牌价值 DNA

在品牌定位发生调整情况下，公司推出“新基本”概念并对生活场景化产品线进行革新。从新基本概念来看，公司基于 18-35 岁消费人群的跨场景基本穿着共性，对原有休闲服饰进行优化，组建产品线新 DNA，以满足大众日常对高品质百搭产品的需求，受到了经销商及消费者的认可。从场景化产品线来看，产品从原有大众休闲风格逐步裂变出休闲、通勤、运动、居家、亲子等场景化应用品类。公司通过对两种产品革新，挖掘、沉淀并孵化体现产品价值的 DNA，满足多种高价值场景需求，同时探索其他多种品类。

图10：场景化购物模式满足不同消费群体需求



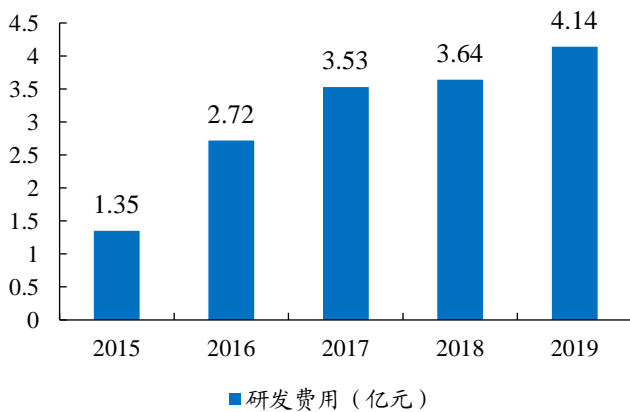
资料来源：赢商网

品类方面，公司将积极扩展鞋类占比，建立独特产品 DNA。公司将联合优秀设  
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

计师和研发专家重点打造具有鲜明品牌特征、柔软有弹性的鞋品。目前森马品牌鞋类产品占比仅为 4%，未来拓展空间较大，有望带动公司整体增速提升。

**强化产品科技提升竞争力，加强应用核心面料“森柔棉”。**近年来公司持续加强设计研发投入，深化核心战略品类的开发及改革，聚焦爆品打造。同时强化产品科技面料，针对消费者的需求及痛点，优化面料、版型及工艺细节，打造森马基因单品。2019 年公司研发费用为 4.14 亿元（+13.74%），其中开展的研发项目共计 48 项，包括产品在新功能、新材料、新工艺等方向，并运用数字化信息技术开展创新研发项目，均处于业内领先水平。例如，公司研发核心面料“森柔棉”，该面料亲肤透气柔软，有望贯穿运用于一年四季的主打单品中，逐步在消费者心中构建应有的地位和形象。

**图11：公司研发费用逐年提升（亿元）**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

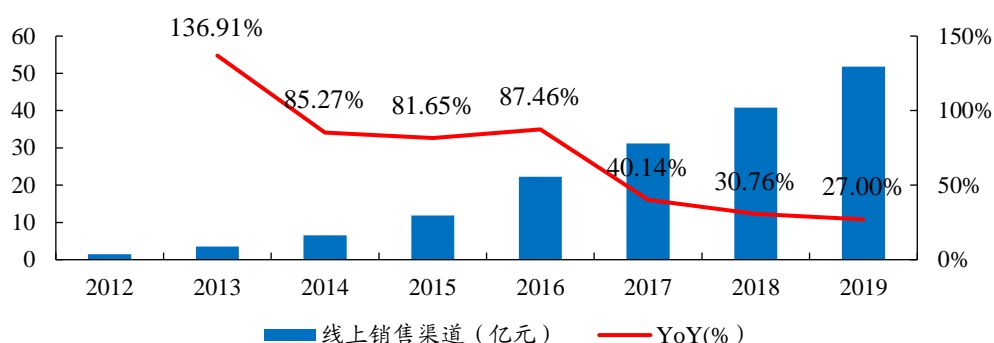
**图12：森柔棉主打产品丝滑顺爽**



资料来源：森马微店

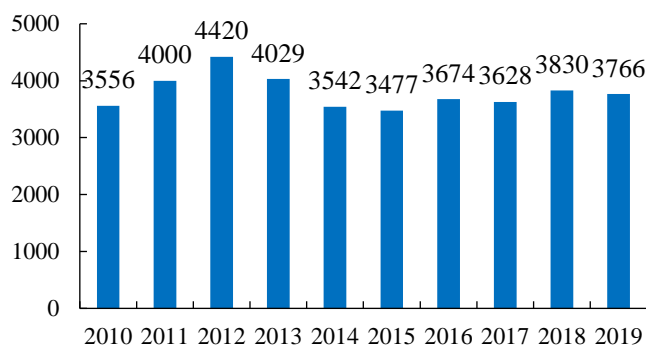
### 2.2.2、渠道端：线上渠道逐步发力，线下门店结构持续优化

**1)线上渠道：公司大力赋能线上业务，线上渠道收入增速较快，占比逐年提升。**2012 年 5 月公司成立，森马电子商务有限公司独立子公司运营电商业务，体现公司管理层对电商业务的重视，同时邀请经验丰富的管理团队运营。线上渠道开拓初期主要以消化过季库存为主，2016 年开始大力推进全渠道零售布局，在淘宝、天猫、唯品会等主要电商品台建立销售渠道，逐步融合线上线下业务，统一存货管理。2019 年公司将品牌推广重心转移至线上，重点推进直播平台营销，输出内容创意，开展百城 KOL 计划，优化线上线下货品结构，并实现对线下渠道的反哺。2019 年公司整体线上渠道实现收入 51.83 亿元（+27.00%），收入占比为 26.80%（+0.84pct），2012-2019 年 CAGR 为 66.03%，实现较高速增长，线上渠道收入占比提升明显。

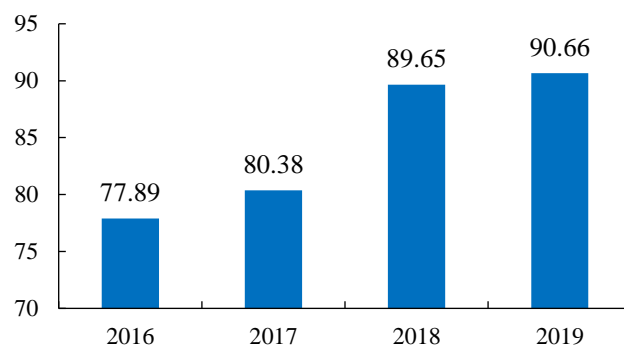
**图13: 公司线上渠道收入增速较高 (亿元, %)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**2) 线下渠道: 街边店逐步转型购物中心, 渠道结构进一步优化, 营业面积逐年提升。**公司上市初期线下门店主要覆盖全国各大省市及二三线城市, 并逐年深入新兴城市进行覆盖拓展, 门店形式以街边店为主。2012 年国内服装行业爆发库存危机后, 公司积极对渠道进行结构优化, 逐步关闭不盈利门店, 清理渠道积压库存。库存清理到位后, 公司逐步锁定购物中心作为渠道转型的核心方向。2018 年公司在直营核心城市布局标杆店, 重新树立门店及品牌形象, 提升品牌认可度及消费者粘性。渠道布局进一步优化, 布局奥特莱斯及百货商场等销售渠道。截至 2019 年末, 从渠道数量来看, 公司休闲业务拥有门店 3766 家 (-64 家), 其中购物中心店占比约 39% 左右, 关闭低效店铺后渠道结构进一步优化。从店铺面积来看, 休闲业务门店面积达 90.66 万平米 (+1.13%)。

**图14: 休闲业务门店数量长期维持在 3500 家以上 (家)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图15: 休闲业务门店面积逐年增长 (万平米)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**智慧门店提升形象, 优化管理运营细节。**2019 年公司推进门店数字化改革, 重点门店采用 RFID 技术, 增加移动收银设备, 持续优化线下门店消费者体验。此外, 公司运用大数据算法, 能够基于历史销售数据的人、货、场研究, 以及基于历史小票数据、气候及零售数据进行关联, 进行一系列自主模型研发。与此同时, 对同店进行翻新。以安徽潜山店为例, 通过生活场景式购物改造, 形成人流聚集效应, 并联合异业基于生活的食住行娱, 从店铺设计、货品、互动等方面联动, 体现当地文化的质在日常。翻新后门店业绩同比提升 20% 以上, 2019 年公司销售额排名前十的直营店铺销售金额达 1.76 亿元。



图16: 森马在上海的首家概念门店开业



资料来源: 搜铺网

图17: 装修风格较前卫新颖



资料来源: 搜铺网

### 2.2.3、营销端: 多渠道营销构建私域流量, 进一步提升影响力及客户粘性

线上线下全渠道营销, 构建私域流量, 加强与消费者互动公司。公司深入研究消费者生活场景与服装诉求, 挖掘消费者的生活向往, 聚焦“95 后”生活方式和多种生活场景延展创造营销话题。从线下营销来看, 持续开展品牌会员日, 森马粉丝节等一系列增加会员复购与粘性的营销活动。例如邀请 30 余名品牌会员参观公司完整商品设计研发流程; 通过开展“鞋品体验官”、“森马搭配师”等活动, 增强消费者对品牌的信任度与粘性。此外, 森马品牌通过米兰时装周、纽约时装周、美食地图等 IP 合作提升品牌影响力。从线上营销来看, 重点推进直播平台营销拓展, 建立品牌直播室, 输出内容创意及品牌直播标准, 开展百城 KOL 计划, 赋能 KA 客户。

图18: 森马品牌登陆纽约时装周



资料来源: 公司公告

图19: 森马天猫旗舰店直播带货



资料来源: 森马天猫旗舰店

### 2.3、优衣库具备品质、渠道及供应链优势, 森马仍有改善空间

优衣库 (UNIQLO) 作为日本最大的休闲服饰品牌, 20 世纪 90 年代快速发展。以“快时尚、低价格、高品质”为导向, 为大众提供选择广泛、物美价廉的商品服务。公司 2019 财年实现营收 1.99 万亿日元 (约合人民币 1325.71 亿元), 截至 2020 年 2 月末, 品牌全球共拥有 2242 家门店, 赢得海内外消费者青睐。



通过比较分析，我们认为优衣库在产品品质、渠道、研发及供应链具备较明显优势，森马通过加强产品研发设计，提升产品质量与性价比，深化品牌 DNA，继续全面渗透“质在日常”理念，在未来有望发展为本土版“优衣库”，进一步扩大业绩规模及品牌影响力。

### 2.3.1、产品物美价廉的同时，对质量进行严格把关

**价廉物美，产品科技独特。**优衣库始终注重以较低的价格向消费者提供优质的产品，早在 1998 年即率先推出 2900 日元的低价摇粒绒产品，打破了美国高端服装品牌对这一面料的垄断，广受大众欢迎，品牌知名度由此打响。2003 年，优衣库再次凭借出色的研发能力推出了采用具有保温性能的超细纤维高科技面料的 Heattech 系列，至今已火爆销售十余年。

**优衣库通过 SPA 自主管理模式实现了对版型的统一把控，坚持研发“每一季谁都可以穿的”基本款休闲服。**优衣库并不向顾客展示最新的服装风格，而是坚持提供不受潮流影响的简洁西式服装和内衣，让顾客按自己的风格自由搭配，也因此拥有了较为广泛的目标客户群体。

**与供应商紧密合作，确保产品质量统一。**优衣库产品志在满足大多数消费者的需求，伴随每个人，丰富每一天的服装，也是其“服适人生 (Lifewear)”的核心思想。物美价廉的同时，产品质量对公司保持竞争力至关重要。优衣库已建立严格制度及一套标准以确保进行严格的质量控制。优衣库商品的生产过程直接透过合作工厂及间接透过日本贸易公司（全部均为独立的第三方）管理优衣库商品生产。公司与向第三方工厂外派生产过程的日本贸易公司密切合作，同时也与自行制造产品的合作工厂紧密合作。这使公司能够保持坚定和一致的质量控制。

**发现质量问题，及时派遣资深技工修正。**在公司的生产工厂，大部分人员为当地员工，同时也有生产经理在本地或其他生产地巡检。生产部员工每周花费几天时间在个别合作伙伴处监察其所制造产品的质量、工作条件及环境标准。倘发现任何技术问题，将会派遣“匠” (takumi)，即资深日本技工，与当地合作伙伴分享其纺织及工艺技术，以协助解决任何问题。“匠”为在日本纺织行业拥有 20 至 30 年经验并具备有关印染、针织及缝纫等多种过程的专业知识的专业技术工。

**图20：在优衣库较为严苛的产品控制下进行裁剪及缝制工序**



资料来源：优衣库招股说明书、开源证券研究所

### 2.3.2、线上及线下渠道全面扩张，海外市场成为重点销售渠道

**1) 线下渠道：**日本国内门店大型化，海外重要城市门店旗舰化。从日本国内来看，推进密集市区大店策略，提升店效为核心。自 2005 年以来，公司一直积极扩张日本优衣库门店的平均规模，以更有效、引人注目的方式展示公司的产品组合。为此，公司将一般介于 1,200 至 3,300 平方米的大型门店取代店铺面积介于 800 至 1,200 平方米的小型旧有门店。从海外市场来看，开设旗舰店以提升知名度和品牌形象。公司于 2007 年在纽约曼哈顿 SOHO 区开设首家旗舰店，2015 年在上海开设首家中国旗舰店。海外业务未来增长的主要动力在大中华、东南亚、大洋洲、美国及欧洲等地开设新门店，拟在海外市场的消费者心目中提升知名度，进一步推动业务的增长。

图21：日本国内门店推行大店策略



资料来源：优衣库官网

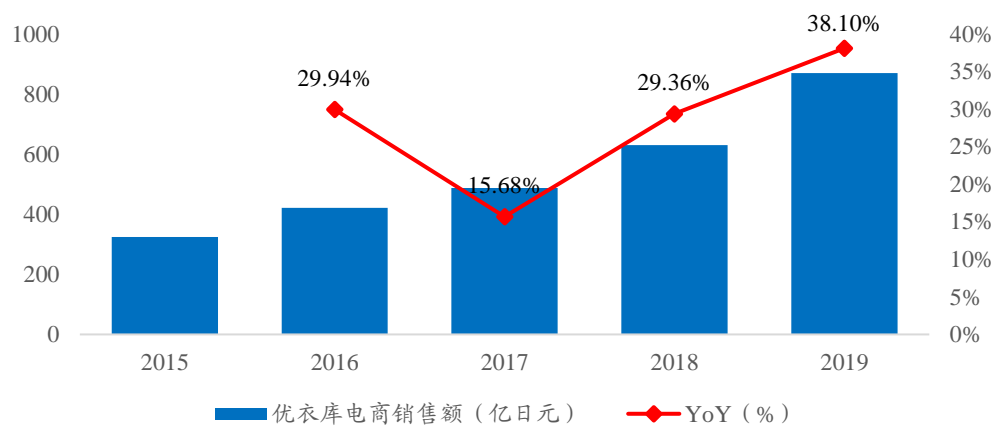
图22：海外市场推进旗舰店策略



资料来源：优衣库官网

**2) 线上渠道：**线上业务高速发展，并逐步推行线上线下融合。公司于 2000 年首次在日本推出网上销售，并逐步向全球拓展公司的线上销售平台，以满足不断增加的电子商务需求，同时扩展客户基础。2019 年“双十一”，优衣库天猫旗舰店销售额以历史最快速度破 10 亿销售额，蝉联女装及男装品牌榜冠军。近年公司尝试线上线下融合的前沿销售方式，拓展更多消费场景，新增门店以提高附近覆盖区域线上购买率，与天猫合作旗舰店下单门店自提服务，充分实现线上线下的双向互通。

图23：日本优衣库电商增速呈高速增长（亿日元，%）



数据来源：优衣库公司公告、开源证券研究所

### 2.3.3、SPA 模式有效链接顾客及供应商，实现公司对市场快速反应

满足消费者需求为首要目标，通过革新供货方法和供应链流程，实现对市场的快速反应。优衣库采用的（SPA）商业模式，是发展壮大的重要关键因素之一。该模

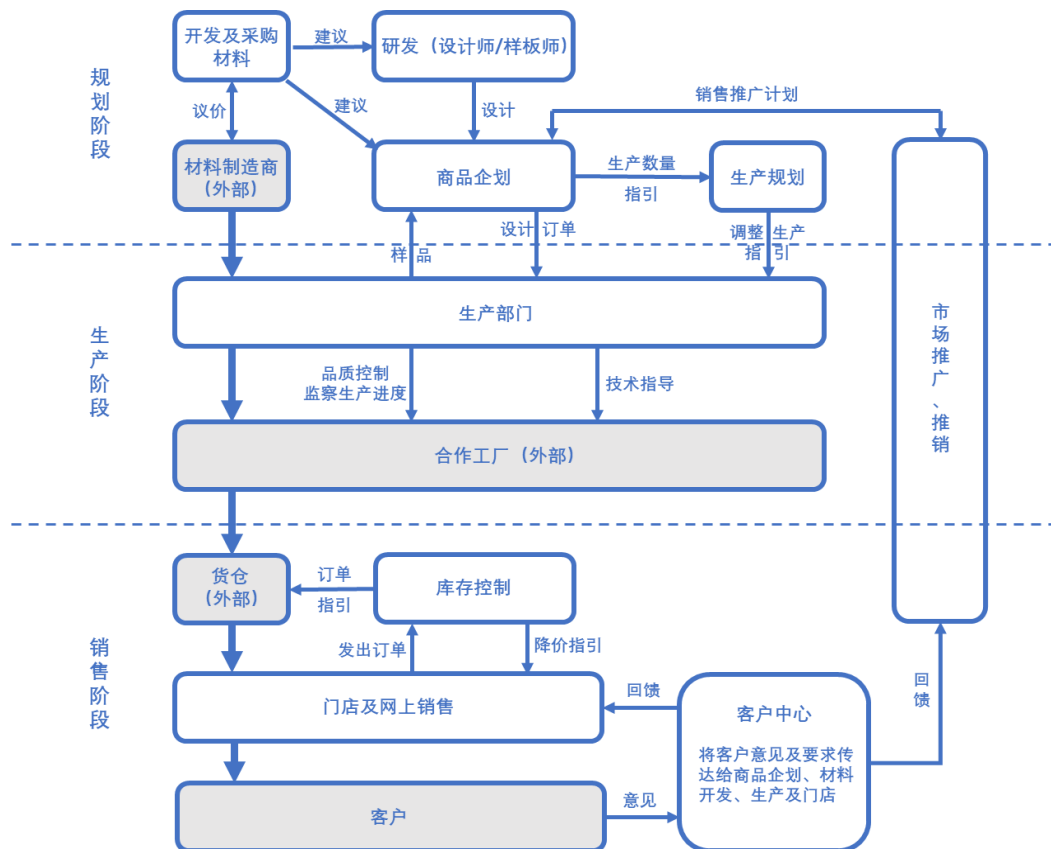
式使公司能够保持对材料采购、产品规划、设计开发及制造的整个制衣过程，乃至分销、零售以及库存管理进行控制。公司可以通过前线销售人员、商品策划团队以及生产团队之间的紧密沟通，获取当季生产情况并进行相应调整，从而回应市场的消费趋势以及喜好。主要分为三阶段进行，即规划阶段、生产阶段以及销售阶段：

**1) 规划阶段：**在每一季度开始，公司首先确立产品概念，通过设计师设计以及样板师建模，在产品定型前，不断改良方案；其次公司企划人员于每季的产品规划、材料以及设计中应用有关概念，并决定何时增加或减少某一产品的产量。

**2) 生产阶段：**主要以第三方合作工厂进行生产，合作工厂采用“裁剪和缝制工序”，其中包括纺织、染色、针织和缝纫，以及加工知道完成。公司生产部工作人员会定期走访合作工厂，以起到监控生产工作的作用，同时转达客户的意见反馈。

**3) 销售阶段：**通过监控销售和库存，由公司货仓进行各门店统一配送，维持门店库存最恰当的水平；同时通过电视以及其他媒体为核心，进行产品推广活动，线上线下渠道统一合作，分销产品；最后客户中心收取客户意见，并传达有关部门，进行改善产品以及服务。

图24：优衣库供应链采用 SPA 模式实现对市场的快速反应



资料来源：优衣库公司公告、开源证券研究所

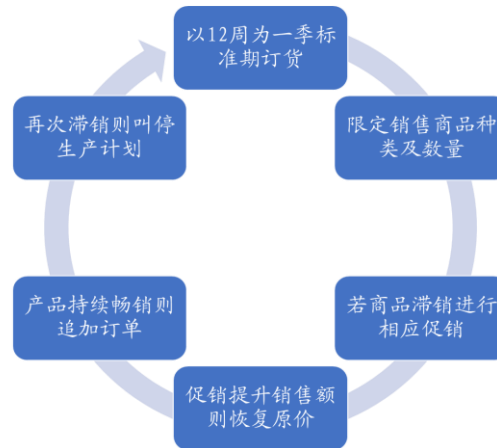
以周为单位，对商品的生产与销售进行调整。服装受季节性因素的影响，每季大约 13 周，被称为时装的有效期。优衣库把每季的标准销售期定为 12 周，为防止在销售周期内缺货，采取集中和选择的方法来保障商品的稳定供给。公司在主打基本款商品的基础上限定了商品的种类并增加了每种商品的生产数量，其一年所有门店的商品种类为 1000 种，每种商品的生产件数在 50 万件以上。因此，与合作代工



厂良好的伙伴关系也是优衣库 SPA 模式制胜的关键。

商品上市后，对商品销售量进行动态分析并及时调整策略。公司实时根据终端门店销售情况，分析研究商品每周的计划销量和实际销量之间的差距。如果销售计划进行的不顺利，那么公司会结合广告宣传，采取限期降级来促销；如果通过促销销量重回计划之内，那么商品价格将会恢复到原价。而对实际销量超出计划销量的那些商品，公司会追加生产；相反滞销商品就会叫停。

图25：优衣库按季销售情况及时调整销售策略

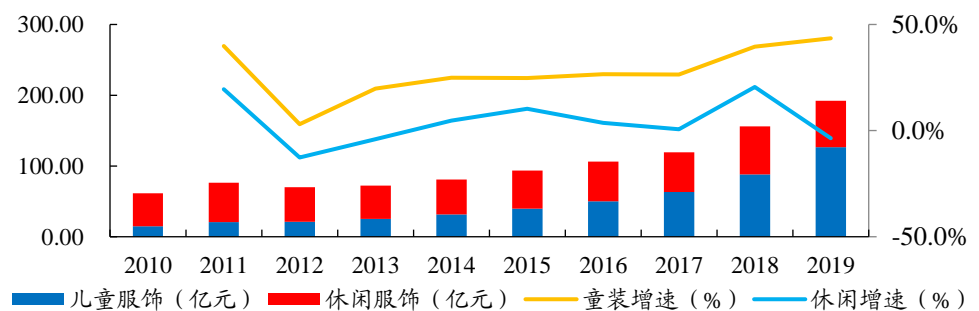


资料来源：优衣库公司公告、开源证券研究所

### 3、童装业务：龙头地位稳固，增长空间广阔

公司旗下童装业务近年来保持较快增长，2014-2019 年营收 CAGR 达 31.9%。2017 年童装业务营收占比超休闲服饰业务，成公司最大收入来源；2019 年实现营收 126.6 亿元，同比增长 43.5%，在高基数下维持高增长。其中巴拉巴拉等童装原有业务实现营收 96.94 亿元（+20.78%），法国 KIDILIZ 童装收入 29.69 亿元。

图26：童装业务持续快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

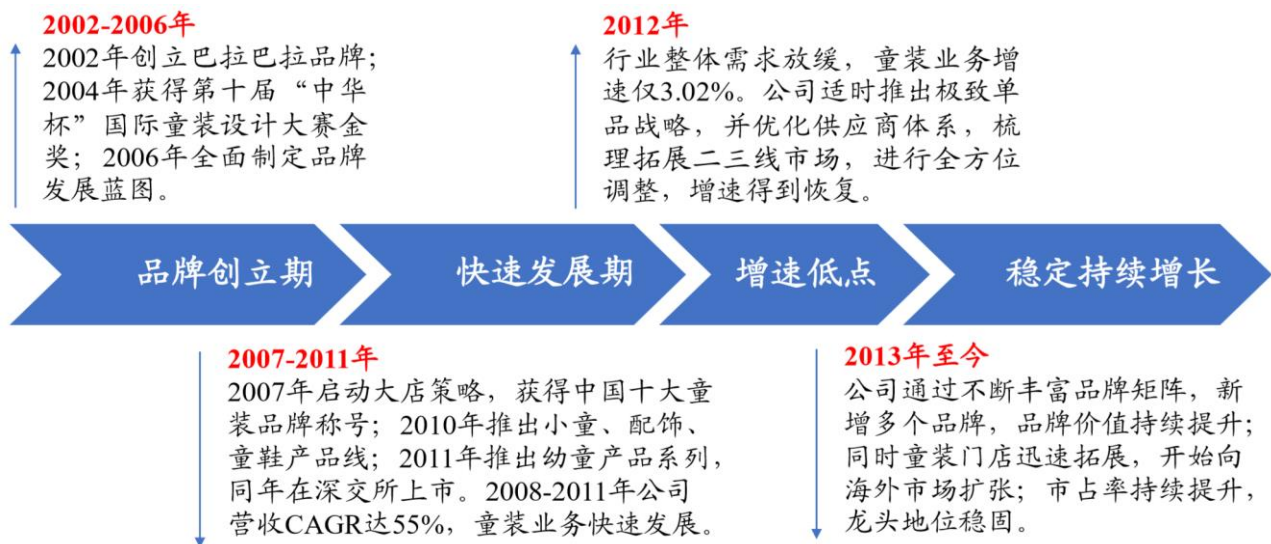
森马的童装业务发展经历了以下几个阶段：

- 1) **品牌创立期 (2002-2006)**: 2002 年森马服饰创立巴拉巴拉品牌，开始涉足儿童服饰领域，并于 2004 年获得第十届“中华杯”国际童装设计大赛金奖，后于 2006 年全面制定品牌发展蓝图，为后续发展提供了坚实基础；
- 2) **快速发展期 (2007-2011)**: 2007 年公司启动大店策略，并获得中国十大童装品牌称号；2010 年巴拉巴拉推出小童、配饰、童鞋产品线，打造一站式

购物平台；并于 2011 年推出幼童产品系列，实现儿童产品线的全年龄段化，同年公司在深交所上市。2008-2011 年公司营收 CAGR 达 55%，童装业务快速发展。

- 3) **增速低点（2012 年）**：2012 年行业整体需求放缓，市场景气度不高，公司童装业务营收为 21.15 亿元，增速仅为 3.02%。公司推出“极致单品”战略，积极优化品牌定位，进一步丰富产品线，并优化供应商体系，梳理拓展二三线市场，进行了全方位的调整，增速得到恢复。
- 4) **稳定持续增长（2013 至今）**：公司通过自主创立、外延收购、战略合作等方式不断丰富品牌矩阵，新增马卡乐、Mini Balabala、The Children's Place 等多个品牌，品牌价值持续提升；同时童装门店迅速拓展，并开始向海外市场扩张；市占率持续提升，龙头地位稳固。2017 年童装业务营收超休闲业务，2019 年巴拉巴拉荣获国家市场监督管理总局、工信部、发改委等八大部门联合发布的机织羽绒服、儿童服装、儿童凉鞋的企业标准“领跑者”荣誉。

**图27：童装业务 2013 年进入稳定持续增长期**



资料来源：公司公告、开源证券研究所

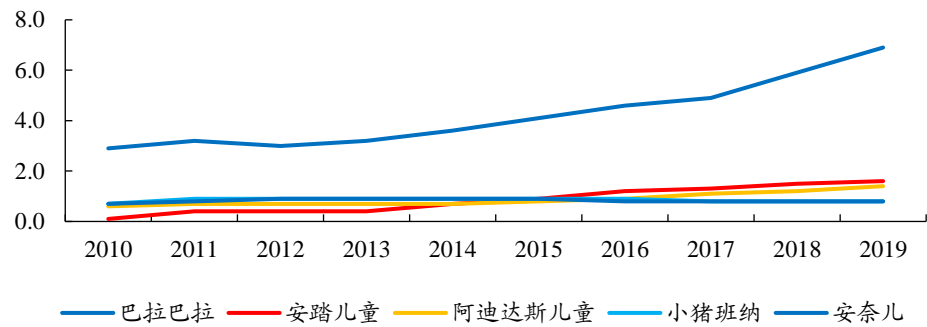
目前公司正处于稳定持续增长期，多品牌全面覆盖+渠道规模优势为童装业务打造了牢固的竞争壁垒，预计未来将在政策带动下持续增长，竞争优势进一步扩大，逐渐成长为国际童装龙头。

### 3.1、自有品牌表现亮眼，市占率持续提升

#### 3.1.1、品牌：主品牌巴拉巴拉根基深厚，孵化品牌表现亮眼

公司童装业务主打品牌巴拉巴拉市场占有率持续位居国内儿童服饰行业第一，龙头地位稳固。巴拉巴拉品牌创立于 2002 年，主要面向大众儿童市场，截至 2019 年底，巴拉巴拉品牌市占率达 6.9%，较 2018 年同期上升 1.0pct，相较第二名安踏童装领先 5.3pct，竞争优势进一步扩大，龙头地位稳固。



**图28: 巴拉巴拉品牌市占率领先优势持续扩大(%)**


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

公司多年来通过内生孵化、收购、品牌代理等方式打造了童装多品牌矩阵,已实现了全品类、全年龄段、各消费层次的全面覆盖。在大众儿童市场,除巴拉巴拉外,公司还打造了主打母婴产品的马卡乐、针对电商渠道的Mini Balabala,代理了北美领先童装The Children's Place等品牌;在高端细分市场,公司致力于培育2018年收购的KIDILIZ集团旗下以CATIMINI与ABSORBA品牌为主的全渠道零售业务的组合。

**表4: 森马旗下童装品牌矩阵丰富**

市场定位	品牌	创立/收购时间	运营方式	主要客群	主要渠道
大众	巴拉巴拉	2002	内生孵化	0-14岁	直营、零售、电商全渠道
	马卡乐	2015	内生孵化+合伙人模式	0-7岁	直营、零售、电商全渠道
	Mini Balabala	2013	内生孵化	0-4岁	线上为主
	The Children's Place (TCP)	2018	战略合作	0-14岁	直营、零售、电商全渠道
中高端	Kidiliz 旗下各品牌 (Catimini、Absorba等)	2018	外部收购	0-14岁	直营、零售、电商全渠道
	Cocotree 棵棵树	2018	合资运营	7-16岁	直营、零售、电商全渠道

资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

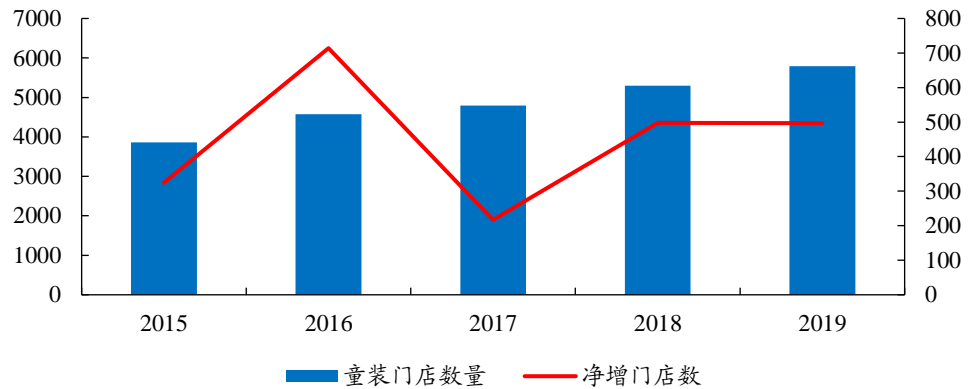
马卡乐、Mini Balabala等品牌孵化成功,发展持续向好。2019年,Mini Balabla品牌增速达68%,GMV突破10亿元;马卡乐品牌增速达59%,GMV达6亿元,已经实现盈利,业绩表现亮眼。其中,马卡乐品牌采用合伙人制度运营,在充分激励下保持良好发展态势;Mini Balabla专注线上销售,瞄准“重品牌背书,轻线下体验”的0-4岁母婴市场,品牌特性鲜明,电商渠道刺激消费作用明显,未来增长可期。

### 3.1.2、渠道: 享早期红利规模优势明显,线上线下融合构建全域通路

经过十余年的发展,目前公司童装业务渠道规模优势明显,未来有望持续强化领先地位。截至2019年年底巴拉巴拉品牌终端网点数量已发展到5,790家,年内净增497家,遍布全国31个省、市、区,成为了国内网点分布最广、数量最多、销售额最高的童装品牌。

2020年巴拉巴拉品牌预计将在此前较少覆盖的三四线城市新开600-800家门店,提高门店覆盖率,拓展下沉市场。由于在疫情期间中,三四线城市恢复速度较一二线城市更快,我们预计这一举措将加速童装业务的业绩复苏,并进一步夯实童装领导地位。

图29：森马童装渠道持续扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：不含 Kidiliz 集团门店）

巴拉巴拉较同类竞品更早布局中高端渠道，享受早期购物中心红利，已成为各大卖场必备童装品牌。2010-2015 年巴拉巴拉先于同类品牌快速进驻购物中心，持续推进本土渠道升级，优化渠道结构，形成了购物中心、专卖店、百货店、奥特莱斯及电子商务全渠道发展格局，成为了各大渠道卖场必备品牌，因此获取核心位置新门店成本较低，竞争优势预计将持续扩大。

2019 年，巴拉巴拉品牌与多家国际知名空间设计工作室合作，分别在北京大兴国际机场和武汉天河国际机场推出巴拉巴拉“云”概念店铺，在无锡推出第一家全新生活方式店铺，不断升级门店体验，带动品牌形象提升。

图30：巴拉巴拉推出北京大兴机场“云”概念店铺



资料来源：中国童装网

线上方面，公司童装电商业务保持快速发展的态势。电商品牌 Mini balabala 增长迅速，2017 年首次独立参加天猫双十一，进入年度童装 Top20 榜单；2019 年天猫双十一 Mini Balabala 跻身童装品牌 Top5。

同时，巴拉巴拉顺应消费趋势加速线上线下全渠道融合，进一步构建全域消费者触达通路。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，促进线上线下

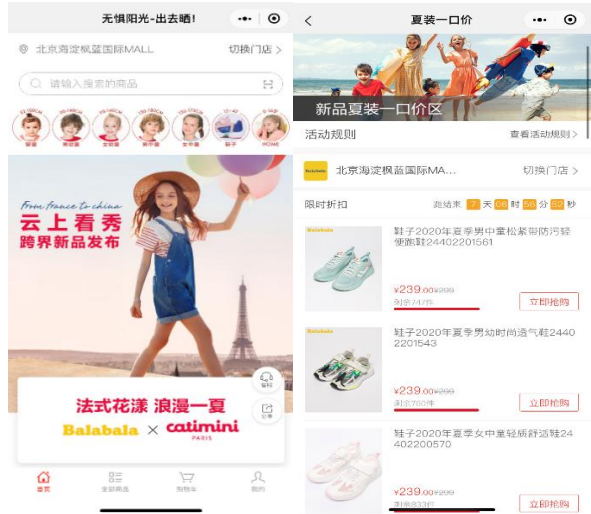
渠道融合，通过新零售为线下门店、经销商赋能，同时提升品牌形象。

图31：巴拉巴拉与知名主持人朱丹开启联动新直播形式



资料来源：巴拉巴拉官网

图32：巴拉巴拉微信小程序官方店上线



资料来源：巴拉巴拉微信小程序

### 3.1.3、产品：“爆品计划”打造业务基石

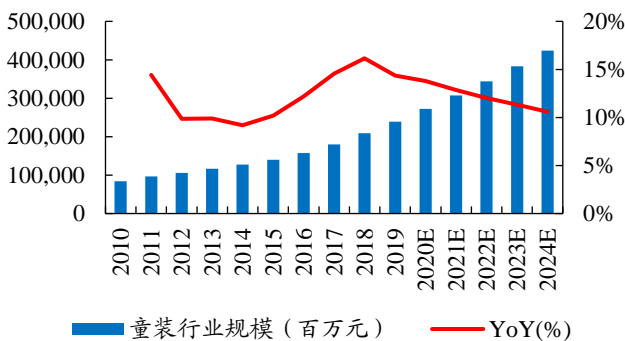
根据公司产品规划，未来公司童装主品牌巴拉巴拉将通过爆品计划来推动和电商业务的协同，带动整体销售增长。我们预计公司将在线上线下同时推行爆款策略，在不同的产品细分线找到爆品，在面料上不断的创新迭代，找到消费者的痛点，并与电商团队在品牌产品、定价上协同，推动线上的增长，利用好的商品企划和开发获取新客、留住旧顾客。据我们估计，爆品将成为公司童装业务的基石，产品占比达到约三分之一以上。

## 3.2、二胎政策带动行业规模提升，对标海外未来增长可期

### 3.2.1、行业：高景气童装赛道，对标海外集中度提升空间大

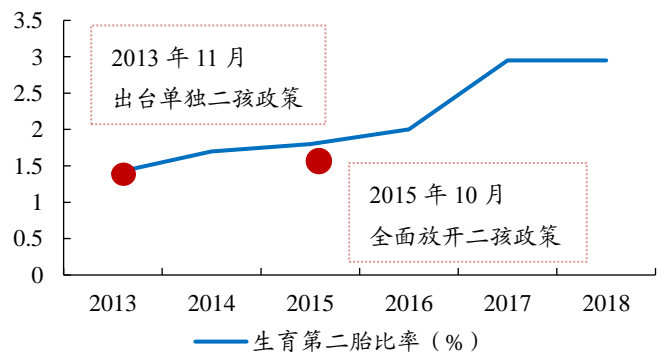
童装行业市场规模近年来持续快速提升，“二孩政策”+“优生优育”带动下未来发展潜力十足。Euromonitor 的数据显示，2019 年童装行业市场规模已达到 2,391.5 亿元，同比增加 14.4%，增长迅猛，2024 年预计将突破 4000 亿元。在国内二孩政策实施背景下，国内二胎生育率显著提升，且 80 后、90 后父母优生优育观念更强，中国儿童人均童装消费水平持续提升，行业增长潜力较大。

图33：童装行业规模持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：二胎生育率显著提升



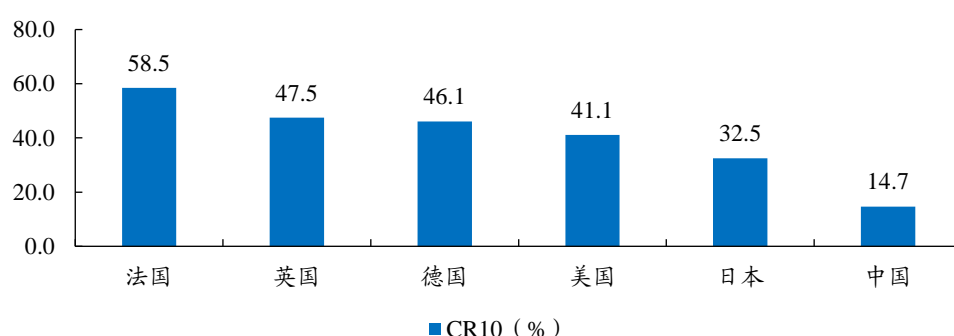
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

**表5：中国儿童人均童装消费水平（估计值）持续提升**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
童装行业市场规模（百万元）	84,250.2	96,413.6	105,930.6	116,393.8	127,086.5	140,049.3	157,135.3	180,018.3	209,095.5	239,147.0
中国儿童人口（百万人）	222.6	221.6	222.9	223.3	225.6	227.2	230.1	233.5	235.2	234.9
中国儿童人均童装消费（元）	378.5	435.0	475.3	521.3	563.4	616.5	683.0	771.0	888.9	1,018.0

数据来源：Euromonitor、国家统计局、开源证券研究所

与海外发达国家相比，我国童装市场集中度提升空间大，龙头市占率有望进一步提升。2019年我国童装行业排名前10公司的市场份额仅为14.7%，显著低于法国、英国、德国等发达国家，提升空间较大。随着行业集中度的提升，巴拉巴拉等龙头品牌的市场份额有望进一步提升。

**图35：我国童装行业集中度显著低于发达国家**


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

与女装、休闲服饰等细分行业对比，童装产品个性化较弱，功能性较强，与运动服饰行业特征更为相似。因此，我们认为，相比服装行业其他赛道，童装行业集中度提升潜力更大，近年来提升趋势明显，有望逐渐接近运动服饰行业集中度水平。

**表6：童装行业集中度提升空间较大（%）**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>运动服饰</b>										
CR5	44.7	47.3	48.7	47.2	47.5	49.5	51	54.2	57.3	57.3
CR10	65.2	67.2	66.5	62.5	63.3	65.2	67.3	69.8	71.6	74.3
<b>童装</b>										
CR5	6.8	7.8	6.5	6.6	7.1	7.6	8	8.4	9.1	11.5
CR10	9.2	10.5	9.3	9.3	10	10.6	10.7	11.1	12	14.3

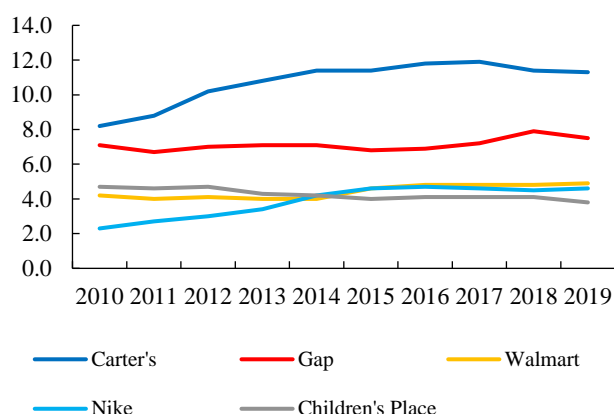
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

### 3.2.2、公司：对标北美童装龙头 Carter's，市占率有望持续提升

北美童装龙头 Carter's 多年来市占率稳居第一，业绩规模稳定。Carter's 公司创立于 1865 年，旗下拥有 Carter's、Oshkosh、Skip Hop 等多个品牌，是目前全球最大的童装企业。2019 年公司实现营收 245.9 亿元，净利润 18.4 亿元，市占率达 11.3%，龙头地位稳固。

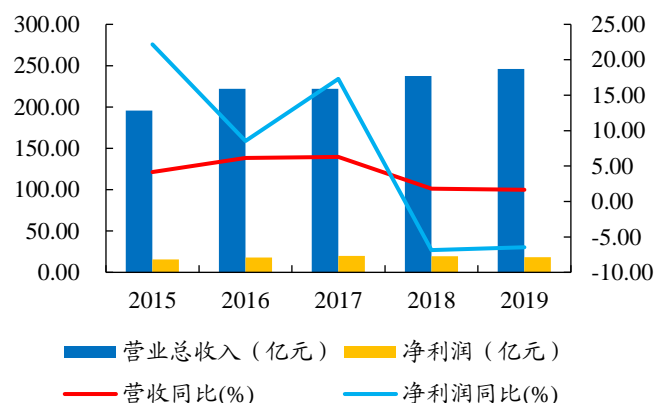


图36: Carter's 市占率稳居第一 (%)



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图37: Carter's 业绩规模稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

我们认为,从发展情况来看,森马服饰童装业务与 Carter's 具有可比性,未来市占率有望持续提升。

- **品牌端:** 森马童装旗下拥有多个品牌,目前已实现全品类、全年龄段、各消费层次的全面覆盖,与同样多品牌运营的北美龙头 Carter's 较为相似;并且森马旗下第一大童装品牌巴拉巴拉多年来市占率保持第一,与 Carter's 品牌市场地位相似,都具有龙头属性。
- **渠道端:** Carter's 采用多渠道运营模式,近年来线下渠道持续扩张,以零售+批发渠道覆盖美国及海外市场。森马童装旗下巴拉巴拉、马卡乐、The Children's Place 等品牌均与 Carter's 采用类似模式,实行直营+零售+电商全渠道运营。
- **市场端:** Carter's 品牌创立于美国,后通过收购拓展加拿大市场,并逐渐全球化。与此路径相似,森马早在 2014 年开始布局海外市场,拥有海外代理商,并收购了法国童装 Kidiliz 集团,与北美童装品牌 The Children's Place 达成了长期合作,具备国际视野。

### 3.3、法国 KIDILIZ 业务仍在调整期

公司于 2018 年完成了对法国童装集团 Kidiliz 的收购,2019 年 Kidiliz 业务并表收入约 30 亿元,净利润亏损 3 亿左右, Kidiliz 集团店铺由 782 家减少至 701 家,对公司整体业绩形成了拖累。根据公司披露 Kidiliz 业绩推算,剔除 Kidiliz 负面影响后,公司 2019 年归母净利润为 18.56 亿元,同比增长 2.43%,核心业务利润增长稳定。

表7: 剔除 Kidiliz 亏损影响,公司核心业务稳定增长

	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019A	2020Q1
<b>整体业绩 (含 Kidiliz)</b>							
营收 (亿元)	157.19	41.18	41.01	50.41	60.76	193.37	27.38
同比增速	30.71%	63.90%	35.80%	19.14%	2.02%	23.01%	-33.51%
归母净利润 (亿元)	16.94	3.47	3.75	5.85	2.42	15.49	0.17
同比增速	48.83%	11.06%	5.68%	-3.18%	-42.61%	-8.52%	-92.78%
<b>本部业务业绩 (剔除 Kidiliz)</b>							
营收 (亿元)	149.24	33.18	33.97	44.00	52.52	163.68	22.06



	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019A	2020Q1
同比增速	24.10%	32.06%	12.48%	3.98%	1.80%	9.68%	-33.51%
归母净利润（亿元）	18.12	3.77	4.58	6.45	3.75	18.56	1.17
同比增速	59.23%	20.67%	29.19%	6.75%	-30.50%	2.43%	-68.97%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：剔除 Kidiliz 业绩为估算值）

Kidiliz 业务发展不及预期主要原因包括：

- 1) 欧洲经济环境不佳，经济增速不高，且法国社会环境不稳定，阻碍业务发展。
- 2) Kidiliz 旗下各品牌发展参差不齐，部分品牌表现不佳拖累了主要品牌的业绩。
- 3) 欧洲疫情影响相较国内更为严重，门店尚未恢复。

未来公司将持续完善对 Kidiliz 业务的管理，对业务、人员进行分流，优化店铺结构，合理规划业务发展，减小对公司整体业绩的拖累。我们预计，法国业务经过有效调整后公司业绩将摆脱负面影响，盈利能力得到进一步提升。

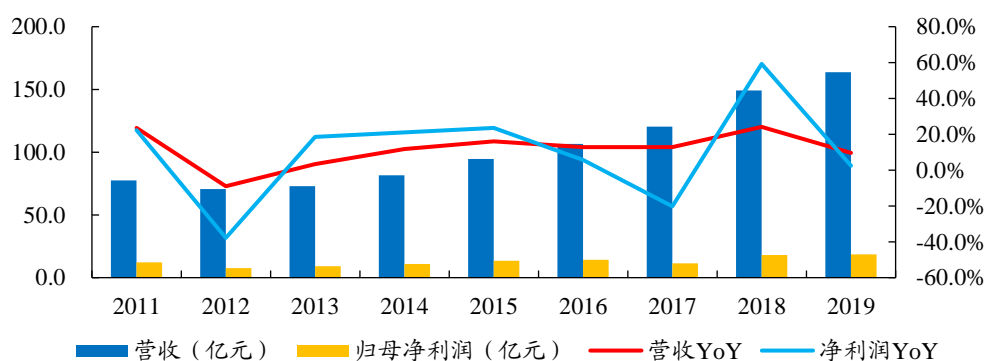
## 4、疫情影响短期业绩承压，看好优质龙头边际弹性

### 4.1、本部业绩持续稳健增长，童装原有业务韧性较强

公司自 2011 年上市以来，营业收入和净利润随着公司的休闲服饰和童装两大板块扩张而快速发展，2011-2019 年公司营业收入复合增速为 12.09%，归母净利润复合增速为 3.00%。

2019 年公司营业收入维持稳健增长，净利润受法国 KIDILIZ 集团亏损影响有所下滑。2019 年公司实现营业收入 193.37 亿元，同比增长 23.01%，归母净利润为 15.49 亿元，同比下降 8.52%。公司 2019 年净利润下降主要受并购法国 KIDILIZ 集团的影响。除去 KIDILIZ 集团亏损，2019 年公司本部业务实现营收 163.68 亿元（+9.68%），归母净利润 18.56 亿元（+2.43%），总体仍保持稳健增长趋势。

图38：公司本部业绩持续稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q1 受疫情短期影响公司营收净利润下降，童装业务韧性较强。2020Q1 公司本部业务营收同比下降 33.5%，净利润下滑 68.97%。其中童装业务巴拉巴拉品牌线上渠道在疫情影响下仍实现正增长，且线下渠道下滑幅度小于休闲服饰，表现出较强韧性。

预计疫情对全年业绩影响有限。由于公司往年一季度营收仅为 22%-23%左右，

且4月份开始公司整体流水情况恢复明显，我们预计疫情对公司全年业绩影响有限，疫情恢复后童装原有业务有望继续保持高速增长，休闲业务维持稳健增长。

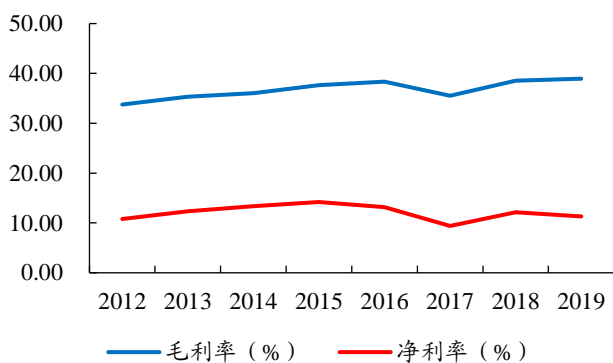
#### 4.2、本部业务盈利能力稳定，净利率受 KIDILIZ 亏损影响小幅下降

**公司整体毛利率稳定。**伴随着童装、休闲业务的稳步发展，公司近年来整体毛利率稳步提升。2017年由于公司加速处理存货使得毛利率有小幅下降（-2.85pct），2019年毛利率重新回到42.53%（+2.75pct）的高点，并于2020Q1继续维持41.11%（-0.57pct）的高位。

**净利率受 KIDILIZ 亏损及疫情影响有所下滑。**公司2019整体净利率由于并表 KIDILIZ 集团下降 2.77pct 至 7.93%，除去 KIDILIZ 集团亏损，2019年公司本部业务净利率达到 11.34%（-0.80pct），同比变动较小，本部业务盈利能力稳定。2020Q1 公司整体净利率下滑至 0.56%（-7.80pct），主要系疫情影响下收入端有所减少但费用较为刚性所致。

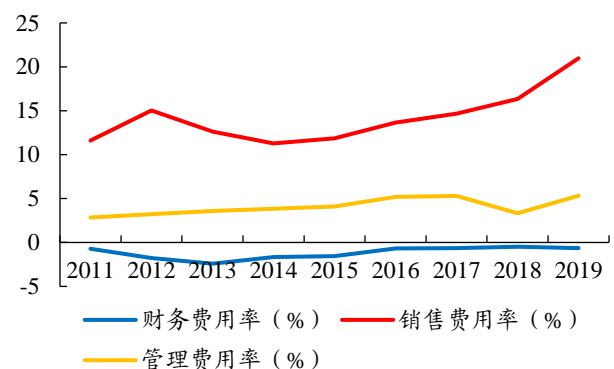
**公司2019年及2020Q1整体费用率有所提升。**费用增长主要来自公司加大广告投入、流量采购带来的销售费用率的增长以及管理人员的涨薪和“牛人策略”带来的管理费用水平提升。

图39：本部业务毛利率和净利率稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

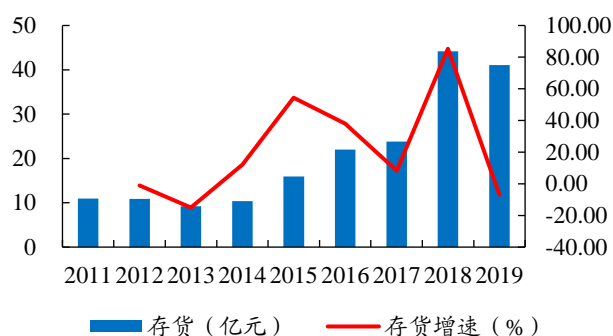
图40：公司费用率水平有所提升



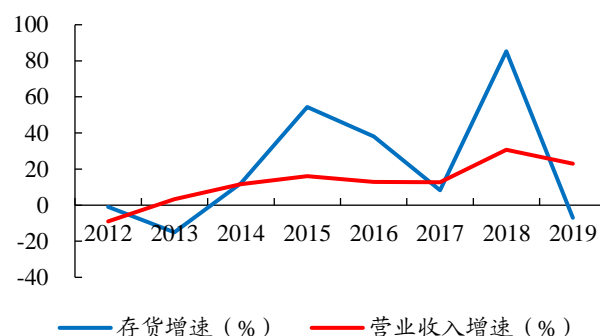
数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4.3、周转情况明显改善，良好营运状况为下半年复苏打下基础

**存货水平整体可控，为2020下半年业绩复苏打下良好基础。**公司通过线下促销以及线上渠道发力积极加强对库存的消化，2019年存货为41.09亿元，同比下降6.97%，增速明显低于营业收入增速（+23.0%），呈现边际改善的态势。2020Q1 公司存货金额进一步下降至 40.18 亿元，反应公司库存控制措施较为有效，整体运营状况保持健康水平，为公司 2020H2 逐渐恢复正常经营打下良好基础。

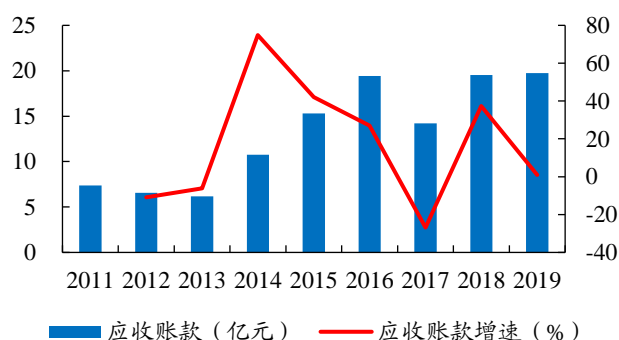
**图41: 存货水平增长边际改善**


数据来源: Wind、开源证券研究所

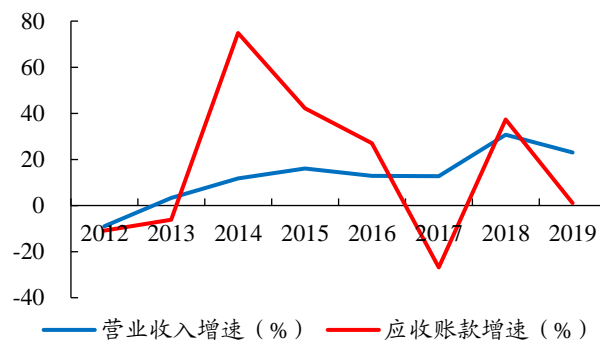
**图42: 存货增速低于营业收入增速**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**应收账款保持稳定。**由于公司加大对于加盟商回款的控制力度,2017年应收账款出现阶段性下滑,之后并表使得应收账款金额增加,并且在2019年回归稳定区间,同比增加23.0%至19.73亿元,明显低于营业收入增速(+23.0%)。2020Q1公司应收账款同比增加2.66%至18.11亿元,水平整体可控并呈现边际改善的趋势。

**图43: 应收账款规模保持稳定**


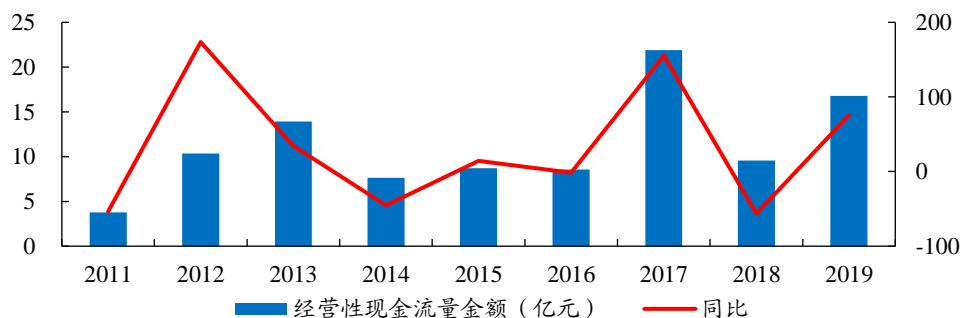
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图44: 应收账款增速低于营业收入增速**


数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4.4、现金流回暖资金充足，坚持长期稳定分红

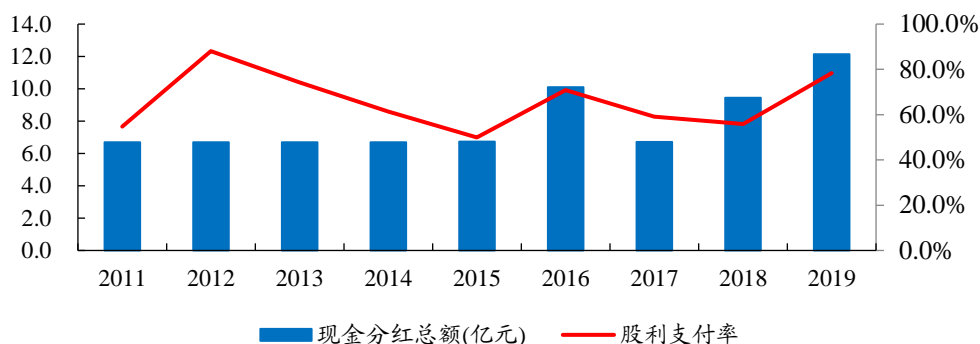
**经营性现金流有所改善。**2019年公司经营性现金流净额达到16.77亿元(+75.60%)。2018年经营性现金流净额受到去库存的影响有所下降,随着公司对营收质量的关注以及上游供应商议价能力的增强,经营性现金流改善效果明显,但是现金流绝对值还没有达到2017年高位,有明显的改善空间。

**图45: 经营性现金流有所改善**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司累计现金分红 71.96 亿元，分红率高达 64.52%，长期稳定分红。自 2011 年上市以来，公司坚持每年分红 6.7 亿元以上，其中 2016 年分红金额逾 10 亿元，2018 年分红金额约 9.5 亿元。2019 年公司现金分红总额为 12.14 亿元，股息支付率达 78.37%，在同行业公司中分红比例突出。

图46: 公司坚持长期稳定分红



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

森马服饰作为国内童装、休闲服行业双龙头，近年来本部业务发展稳健，旗下童装品牌巴拉巴拉始终保持市占率第一，领先地位稳固。我们选取了同处于休闲服饰行业的公司海澜之家、太平鸟，以及童装行业公司安奈儿，与三家可比公司相比，森马服饰目前具备估值优势。

基于 1) 公司本部业务增长稳健，且一季度收入占比较低，疫情对全年业绩影响有限，随着疫情得到控制公司业绩有望逐渐回弹；2) 童装业务自有品牌培育成功，巴拉巴拉竞争优势不断加强，叠加行业增长、集中度提升因素，未来有望维持较快增长，我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.6/15.3/18.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.57/0.68 元，当前股价对应 PE 为 15.5/12.7/10.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8: 森马服饰具备估值优势

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
海澜之家	5.92	-20.98	29.43	11.63	10.31	7.97	7.14
太平鸟	14.51	-7.01	17.11	11.56	13.55	11.57	10.37
安奈儿	13.56	-28.77	70.00	25.49	59.44	34.96	27.86
均值		-18.92	38.85	16.23	27.77	18.17	15.12
森马服饰	7.21	-19.00	22.00	20.60	15.50	12.70	10.50

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘截止日为 6/17, 除森马服饰外均采用 Wind 一致预期)

## 6、风险提示

疫情二次爆发影响销售恢复；存货及资产减值风险。

### 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	11241	11314	12801	14157	15112
现金	2435	2548	3456	3850	4254
应收票据及应收账款	1953	1973	2004	2428	2469
其他应收款	221	192	226	240	275
预付账款	203	247	209	299	262
存货	4417	4109	4662	5095	5607
其他流动资产	2013	2245	2245	2245	2245
<b>非流动资产</b>	5327	5307	5143	5235	5402
长期投资	4	0	-5	-10	-15
固定资产	1986	2237	2106	2197	2284
无形资产	787	723	795	874	919
其他非流动资产	2551	2347	2248	2174	2215
<b>资产总计</b>	16568	16621	17944	19391	20515
<b>流动负债</b>	4410	3997	5294	6184	6425
短期借款	175	267	1015	1701	1423
应付票据及应付账款	3058	2671	3222	3334	3858
其他流动负债	1177	1059	1057	1149	1144
<b>非流动负债</b>	965	829	828	828	830
长期借款	157	0	-1	-1	1
其他非流动负债	808	829	829	829	829
<b>负债合计</b>	5375	4826	6122	7013	7255
少数股东权益	47	30	17	4	-13
股本	2700	2699	2699	2699	2699
资本公积	2559	2600	2600	2600	2600
留存收益	5954	6561	6983	7517	8134
<b>归属母公司股东权益</b>	11146	11765	11805	12375	13272
负债和股东权益	16568	16621	17944	19391	20515

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	955	1677	2786	805	1672
净利润	1682	1534	1242	1518	1830
折旧摊销	244	373	346	386	300
财务费用	-76	-123	-51	-27	-27
投资损失	-127	-50	-84	-86	-96
营运资金变动	-1477	-875	-30	-758	-33
其他经营现金流	709	818	1363	-227	-303
<b>投资活动现金流</b>	791	-560	-1461	-164	-69
资本支出	497	344	-158	97	173
长期投资	1999	-250	5	6	5
其他投资现金流	3287	-466	-1615	-62	108
<b>筹资活动现金流</b>	-785	-849	-1165	-933	-920
短期借款	154	92	0	0	0
长期借款	157	-157	-1	1	2
普通股增加	10	-1	0	0	0
资本公积增加	59	41	0	0	0
其他筹资现金流	-1166	-825	-1163	-934	-921
<b>现金净增加额</b>	952	281	160	-292	683

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	15719	19337	19590	21829	24119
营业成本	9466	11113	11431	12716	13948
营业税金及附加	111	127	147	166	174
营业费用	2570	4055	4114	4693	5234
管理费用	522	1029	1058	1244	1399
研发费用	364	414	431	546	627
财务费用	-76	-123	-51	-27	-27
资产减值损失	867	-619	-500	800	800
其他收益	45	26	0	0	0
公允价值变动收益	9	11	-1363	227	303
投资净收益	127	50	84	86	96
资产处置收益	5	-20	0	0	0
<b>营业利润</b>	2080	2152	1682	2005	2363
营业外收入	201	6	20	76	153
营业外支出	12	30	21	21	24
<b>利润总额</b>	2268	2129	1681	2059	2492
所得税	587	595	439	542	662
<b>净利润</b>	1682	1534	1242	1518	1830
少数股东损益	-12	-16	-13	-13	-17
<b>归母净利润</b>	1694	1549	1255	1531	1846
EBITDA	2461	2442	1976	2418	2765
EPS(元)	0.63	0.57	0.47	0.57	0.68

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.7	23.0	1.3	11.4	10.5
营业利润(%)	37.6	3.5	-21.9	19.2	17.9
归属于母公司净利润(%)	48.8	-8.5	-19.0	22.0	20.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.8	42.5	41.6	41.8	42.2
净利率(%)	10.8	8.0	6.4	7.0	7.7
ROE(%)	15.0	13.0	10.5	12.3	13.8
ROIC(%)	14.2	12.3	9.4	10.6	12.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.4	29.0	34.1	36.2	35.4
净负债比率(%)	-18.3	-18.9	-20.2	-16.9	-20.9
流动比率	2.5	2.8	2.4	2.3	2.4
速动比率	1.0	1.7	1.5	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	9.3	9.9	9.9	9.9	9.9
应付账款周转率	3.5	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.57	0.47	0.57	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.62	1.03	0.30	0.62
每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.36	4.37	4.59	4.92
<b>估值比率</b>					
P/E	11.5	12.6	15.5	12.7	10.5
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.1	6.2	7.6	6.3	5.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835