

疫情下短期承压 ,Kidiliz 剥离后 期待业绩重新启航

森马服饰(002563.SZ)

推荐 (维持评级)

核心观点：

本报告特色及核心逻辑：

我们对公司休闲服饰和童装两大业务及其利润率和核心能力进行了深入的测算与分析。认为在高效的运营平台和体系引领下，在丰富产品系列配合下，公司作为两大行业龙头企业，预计将实现稳健增长。

增长点来自多方面：

一、休闲服饰呈持续复苏态势；二、童装行业发展空间依然广阔：在婴儿潮和消费升级背景下,我国童装市场仍处于成长期，市场规模高速增长,并呈现由低端转向高端的趋势。三、“品牌+产品+渠道”打造护城河。

股利支付率稳定，为投资者带来稳定的回报：

公司的利润分配政策将保持连续性和稳定性，17-19年公司每股股利分别为0.25/0.35/0.45元，股利支付率维持在50%以上；同期股息率分别为3.18%/3.92%/4.56%，为投资者带来稳定的回报。

投资建议：

公司拟向母公司出售法国童装品牌 Kidiliz，由于欧洲等地疫情的爆发以及经济的波动，短期较难看到明确的复苏趋势，因此此次剥离让公司在未来的业绩确定性大大增强。但考虑到此次剥离进程在价格、时间上仍有较大不确定性，我们仍按照 Kidiliz 仍在公司体内计算，在剥离海外童装品牌大大提升业务确定性后,我们认为目前估值已基本能反映疫情的影响,建议持续关注低估值位置和龙头溢价价值，我们给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,336.77	19,290.69	21,725.22	23,867.64
YOY	23.01%	-0.24%	12.62%	9.86%
净利润(百万元)	1,549.40	1,327.74	1,575.80	1,820.21
YOY	-8.52%	-14.31%	18.68%	15.51%
EPS(元)	0.58	0.49	0.58	0.67
P/E	12.81	15.10	12.72	11.02

分析师

林相宜

☎：8610-66568843

✉：linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050007

特此鸣谢实习生张萌、韩宇为报告提供帮助

市场数据 2020-07-31

A股收盘价(元)	7.43
A股一年内最高价(元)	12.13
A股一年内最低价(元)	5.95
上证指数	3,310.01
市盈率	16.44
总股本(万股)	269,853.61
实际流通A股(万股)	184,201.77
流通A股市值(亿元)	85,651.84

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺服】行业深度报告_纺织服装行业

P/B	1.70	1.60	1.50	1.39
P/S	1.04	1.04	0.93	0.84

资料来源：中国银河证券研究院

2020年中期投资策略：服装企业疫情影响下业绩承压，部分龙头长期配置价值凸显，202106
【银河纺织】行业动态报告_纺织服装行业_服装消费拐点显现，纺织制造出口回升-202006

风险提示 :存货跌价损失大幅增加的风险、新品牌推广销售不及预期的风险、终端消费回暖不及预期的风险等。

投资概要：

驱动因素：

休闲服饰行业呈持续复苏态势。我国服饰鞋履市场呈现大市场小公司的特点，行业龙头市占率均低于 2%。但市场份额存在向龙头公司集中趋势，CR10 连续多年持续提升。龙头公司大多拥有多个品牌，各品牌凭借自有特色在各个细分市场中更好地满足不同类型消费者的需求。

童装行业发展空间依然广阔。2019 年，我国童装市场规模约 2,391.47 亿元，同比增长 14.37%，且市场规模增速自 2011 年来几乎一直保持在 10%以上。随着成人服饰子版块陆续进入成熟期，行业增速缓慢下降。而童装在婴儿潮和消费升级背景下，成长空间大，并呈现由低端转向高端的趋势。近年来行业竞争格局逐渐明朗，森马服饰童装市占率稳居第一，第二梯队公司间市占率的差距也逐渐拉大。

延展全品类、增加研发投入，从而提升产品竞争性。丰富品类打造“一站式购物体验”，持续加大研发投入，推动产品迭代升级。

购物中心+电商，全渠道立体布局。森马服饰在线上和线下都建立起了强大的渠道网络，在全渠道融合的背景下拥有强大的竞争优势。森马电商旨在打造中国最大的时尚内容运营平台；线下渠道占先发优势，向购物中心转型升级。

供应链改革提升整体运转效率。14 年公司提出供应商改革，大幅削减供应商数量至原来的一半，转向优质供应商。借鉴国际快时尚供应链体系，不断推进快反供应链改革。

我们与市场不同的观点：

两大主力品牌+多品牌矩阵满足消费者多元化需求：单一品牌的风格、定价受人群喜好等原因导致市占率存在一定天花板，通过合理构筑产品、品牌矩阵，公司可以提升客单价、打开经营规模的空间。在深入发展森马、巴拉巴拉两大核心品牌的基础上，森马服饰通过自建品牌和收购合作的方式优化品牌业务组合，满足不同年龄段、购买力、消费场景下消费者的需求，从而扩大市场份额、降低经营风险。

存货风险相对可控：公司存货主要为报表存货+渠道存货，虽然森马服饰存货周转率远高于海澜之家和太平鸟，但这是由于公司有大量表外渠道存货，并不能直接说明公司具有行业领先的存货管理能力。公司通过快反供应链减少存货，多途径消化过季存货，所以我们认为公司的存货绝对值较高，但风险相对可控。

估值与投资建议：

公司拟向母公司出售法国童装品牌 Kidiliz，由于欧洲等地疫情的爆发以及经济的波动，短期较难看到明确的复苏趋势，因此此次剥离让公司在未来的业绩确定性大大增强。在剥离海外童装品牌大大提升业务确定性后，我们认为目前估值已基本能反映疫情的影响，由于此次剥离进程在价格、时间上仍有较大不确定性，我们仍按照 Kidiliz 仍在公司体内计算，预计公司 2020-2022 年收入为 192.91/217.25/238.68 亿元，同比增速-0.24/12.62/9.86%，归母净利润为 13.27/15.76/18.20 亿元，同比增速-14.31/18.68/15.51%，EPS 为 0.49/0.58/0.67 元，对应 PE 为 15.10/12.72/11.02 倍。建议持续关注低估值位置和龙头溢价价值，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

- 1.剥离法国童装品牌 Kidiliz，让公司在未来的业绩确定性大大增强；
- 2.随着国内疫情逐步稳定，各地积极发布各项促消费政策，服装消费稳步复苏，预计公司业绩逐季改善。

主要风险因素：

存货跌价损失大幅增加的风险、新品牌推广销售不及预期的风险、终端消费回暖不及预期的风险等。

目录

一、公司概况：大局意识+持续稳健经营奠定长期发展基础	1
（一）虚拟经营为特点，集中资源提升核心竞争力.....	2
（二）公司治理稳健.....	3
1、股权结构稳定，逐渐淡化家族色彩.....	3
2、阿米巴经营模式提升经营效率.....	5
3、员工激励和人才培养为公司长期发展奠定基础.....	5
4、企业文化：“小河有水大河满”.....	8
二、休闲服饰行业边界扩大、童装市场潜力巨大	12
（一）休闲服饰呈持续复苏态势.....	12
（二）童装行业发展空间依然广阔.....	14
1、童装市场规模潜力巨大.....	14
2、市场份额向行业龙头集中.....	16
3、专业童装品牌公司 or 集团延伸品牌公司各具不同优势.....	17
4、他山之石：美国童装巨头 Carter's.....	18
三、公司业务：休闲服饰复苏进行时，童装提升安全边际	19
（一）休闲服饰 vs 儿童服饰.....	19
（二）竞争力分析：“品牌+产品+渠道”打造护城河.....	21
1、两大主力品牌+多品牌矩阵满足消费者多元化需求.....	22
2、延展全品类、增加研发投入，从而提升产品竞争性.....	22
3、购物中心+电商，全渠道立体布局.....	24
4、供应链改革提升整体运转效率.....	29
（三）并表、疫情因素拖累净利表现，看好优质龙头边际改善.....	30
四、财务分析	31
（一）存货风险相对可控.....	31
1、存货情况逐渐好转，虽受疫情影响，但库存风险相对可控.....	33

2、库存问题的解决：快反供应链减少存货+多途径消化过季存货	35
(二) 上下游议价能力较强	39
(三) 偿债能力较强	40
(四) 盈利能力	41
1、营业收入持续稳健增长	41
2、毛利率稳中有升	42
3、期间费用率持续增加	43
4、营业利润/营业收入和净利润率水平受期间费用率影响，总体下降	44
5、利润质量较高	45
(五) ROE 水平低于国际快销龙头	46
五、公司估值及投资建议	47
(一) 盈利预测	48
(二) 公司估值	49
1、相对估值：内在价值区间 9.84-14.76 元	49
2、绝对估值：内在价值区间 14.39-17.64 元	50
(三) 投资建议“推荐”	51
六、风险提示	52
插图目录	54
表格目录	56

一、公司概况：大局意识+持续稳健经营奠定长期发展基础

森马服饰主要有两大业务：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。

森马品牌定位年轻、时尚、高性价比的大众休闲服饰，面向 16-30 岁追求时尚的年轻人。品牌产品线丰富、着力于打造一站式的购物体验空间，形成了包括男装、女装、家居服、箱包、鞋品在内的产品组合。品牌在质量上对标优衣库，在时尚度上学习 Zara。

图 1：森马品牌风格展示



资料来源：森马官方旗舰店，中国银河证券研究院

巴拉巴拉 (Balabala) 品牌定位于 0-14 岁儿童消费群体，为大众消费家庭提供丰富产品选择。其产品线涵盖婴幼儿童、中大童、童鞋、内衣、配饰配件等数十个品类，满足不同年龄段、活动场景下的儿童服饰需求。巴拉巴拉 (Balabala) 品牌的市场占有率和品牌知名度都居国内童装品牌之首。

图 2：巴拉巴拉品牌风格展示



请务必阅读

免责声明

1

资料来源：森马官方旗舰店，中国银河证券研究院

(一) 虚拟经营为特点，集中资源提升核心竞争力

森马的生产、销售两头在外，整合供应商、代理商以及设计研发、品牌传播等多方面国内外资源，集中力量进行品牌运作、产品设计开发、供应链管理和营销网络管理等工作，提升品牌核心竞争力。该模式的核心就是整合一切可以整合的资源，实现轻资产、高效益的运营。

在生产端，森马服饰主要通过外包进行产品设计和生产，库存商品占存货比例约为97.16%。公司与优质供应商深度合作，并深化内部商品企划、商品开发、生产计划、生产订单安排等业务链条的沟通串联，构建灵活的供应链反应体系。

表 1：存货分类（单位：百万元）

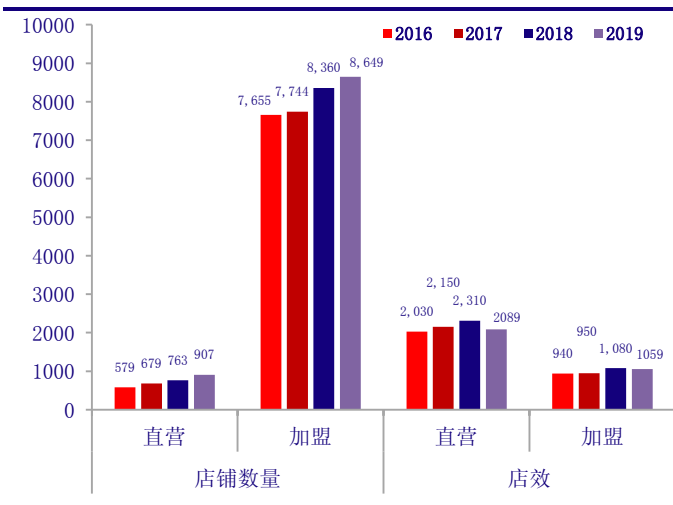
项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
原材料						39.20	40.72
库存商品	1,163.87	1,413.19	1,920.09	2,593.64	2,859.20	4,977.64	4,723.44
周转材料	1.62	2.72	1.31	3.75	4.56	5.04	6.15

在途物资						109.27	61.44
委托加工物资						27.69	29.63
合计	1,165.49	1,415.91	1,921.40	2,597.39	2,863.76	5,158.84	4,861.39
库存商品/存货	99.86%	99.81%	99.93%	99.86%	99.84%	96.49%	97.16%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

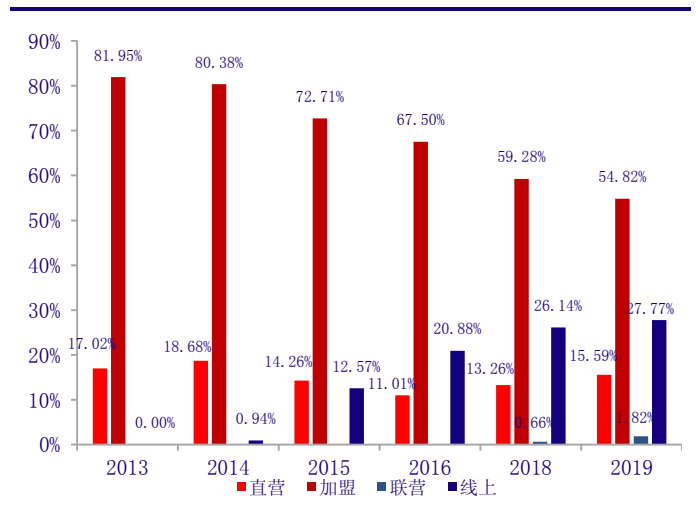
在销售端，公司以直营、加盟相结合的模式进行产品的销售。实体店方面，**加盟店数量占绝对主导**：加盟模式有利于公司快速高效地构建全国营销渠道；直营店主要位于一线城市重要商圈，店效和成本双高，旨在树立良好的品牌形象。近年来公司借鉴优衣库等国际快时尚品牌经验，**扩大直营模式占比**，直营店铺数量和收入的增速均高于加盟店。此外，**线上销售均为直营**，占比逐年增长，2019年约为30%，成为公司新的增长点。

图 3：公司店铺数量及店效（间，千元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：公司各渠道销售占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司治理稳健

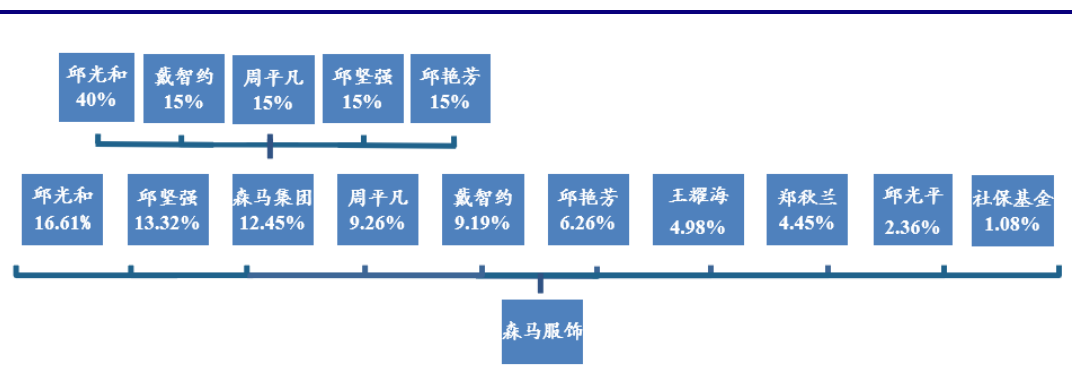
1、股权结构稳定，逐渐淡化家族色彩

森马服饰是典型的家族企业，公司的控制权一直由邱氏家族绝对掌控。邱光和与邱坚强、邱艳芳为父子、父女关系，周平凡、戴智约、郑秋兰分别为邱艳芳、邱坚强、邱光和的配偶，

邱光平和邱坚强为兄弟关系。公司实际控制人邱光和、周平凡、邱艳芳、邱坚强和戴智约共同持有森马集团有限公司 100% 股权。

邱坚强及邱光和对持有的部分公司股份进行质押作为自身资金需求担保。截至 2020 年 7 月 31 日，邱坚强所持有上市公司股份累计被质押（冻结、拍卖或设定信托）的数量占公司总股本的 4.69%，邱光和所持有上市公司股份累计被质押（冻结、拍卖或设定信托）的数量占公司总股本的 9.71%。

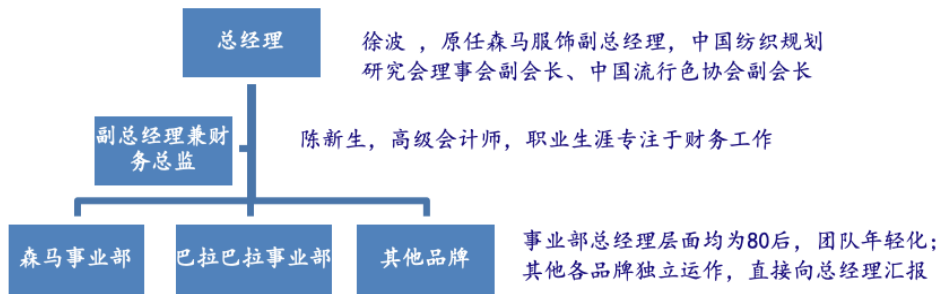
图 5：森马服饰股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2019 年，公司组建全职经理人的管理层队伍，大幅增加高管数量，持续完善法人治理结构，提升公司治理水平。副总经理新增四人，高管总数达到七人，邱氏家族成员不再担任高管；在人力资源方面聘任新首席人力资源官，其历任宝洁公司、阿斯利康、联合利华、世茂集团、摩拜等知名企业人力资源高管、副总裁；招聘联席总经理，其具有美国、新加坡、中国的工作经历，曾在耐克集团工作长达 22 年，品牌行销、品类管理经验丰富；新增具有计算机网络公司 CEO 背景的副总经理。

图 6：森马服饰管理层



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2、阿米巴经营模式提升经营效率

阿米巴经营模式将企业分成若干个能够独立核算的小型组织，即阿米巴组织。每个阿米巴组织都是一个独立的利润中心，可以及时计算自己的利润。阿米巴组织之间是客户与供应商之间的关系，通过内部协商和签订内部协议确定交易关系。目前，森马服饰已设立了 170 个阿米巴组织，公司与专业咨询公司合作开发完善了阿米巴长培养课程体系，为选拔出来的阿米巴长制定个人发展计划，帮助他们全面提升经营管理技能。

表 2：阿米巴模式优势

优点	说明
对外界快速反应	经营决策下放到阿米巴长及一线员工，有利于问题快速解决和机会有效识别
明确阿米巴组织间的交易、合作、竞争关系	促进内部资源合理分配，降低企业整体的单位时间核算
业绩标准明确	用统一指标“单位时间核算价值”衡量绩效，员工工作目标清晰易懂
全员参与经营	明确的业绩标准使员工对核算指标变得非常敏感，促使他们关注日常经营和改善

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

3、员工激励和人才培养为公司长期发展奠定基础

(1) 股票激励计划

公司于 2018 年 5 月 16 日开始为期 4 年的第二限制性股票激励计划，授予的股票占公告日公司股本总额的 0.54%，授予价格为 5.05 元/股（现已调整为 4.80 元/股）。激励对象共

计 513 人，均为公司核心骨干。

股票分三次解锁，解锁业绩考核要求包括公司层面、事业部层面和个人层面。其中，公司层面解锁比例=营业收入增长率考核系数×50%+归母净利润增长率考核系数×50%。其中考核系数再目标达成时是 100%，否则为 0。截至 2020 年 7 月 31 日，第二期限制性股票激励计划已经完成第一次、第二次解锁，共计解锁 2,254,920 股，占公司总股本 0.32%。

表 3：第二期限制性股票激励计划解锁安排

解锁安排	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例	业绩考核要求	实施进度
第一次解锁	授予日后 12-24 个月	40%	以 2017 年为基准, 归母净利润增长 25% ; 营业收入增长 15%	自 2019 年 8 月 20 日起, 第一个解锁期股份可解锁。本次达到可解锁条件的限制性股票数量为 5,102,400 股, 占公司总股本的 0.19%, 达到解锁条件达到可解锁条件激励对象人数为 447 人 ;公司对 46 名离职激励对象、8 名个人层面绩效考核未达到标准激励对象对应的限制性股票进行回购注销, 共计 1,311,600 股。本期解锁股票上市日为 2019 年 8 月 23 日。
第二次解锁	授予日后 24-36 个月	30%	以 2017 年为基准, 归母净利润增长 44% ; 营业收入增长 32%	自 2020 年 5 月 16 日起, 第二个解锁期股份可解锁。本次达到可解锁条件的限制性股票数量为 3,374,160 股, 占公司总股本的 0.13%, 本次拟申请解锁的达到可解锁条件激励对象人数为 405 人 ;公司对 39 名离职激励对象、11 名个人层面绩效考核未达到标准激励对象对应的限制性股票进行回购注销, 共计 943,320 股。
第三次解锁	授予日后 36-48 个月	30%	以 2017 年为基准, 归母净利润增长 65% ; 营业收入增长 52%	

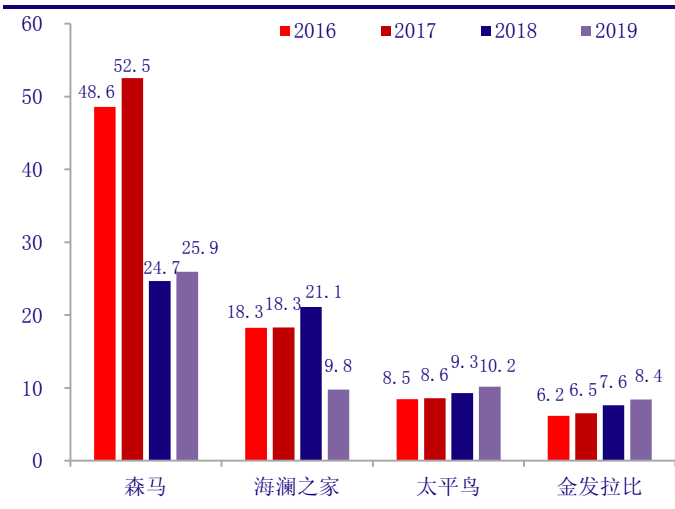
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(2) 有竞争力的薪酬水平

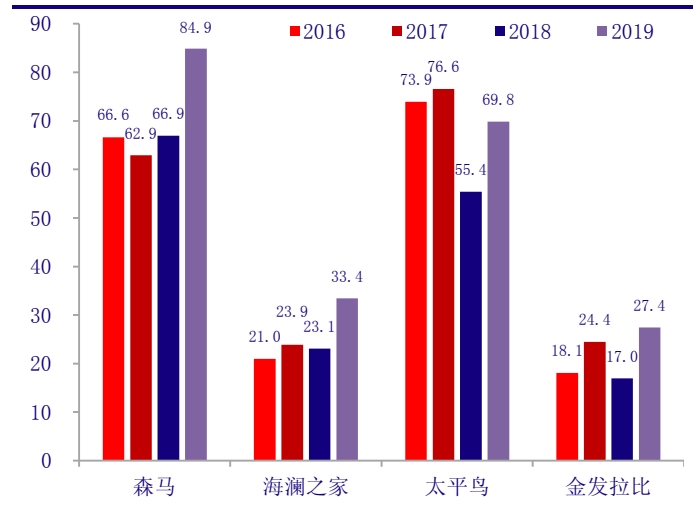
公司始终把维护员工合法权益放在工作首位，严格执行社会保障制度，并为员工购买意外伤害保险。公司以岗位标准及员工绩效确定薪酬水平，提供具有兼具内部公平性和外部竞争力的薪酬水平。

图 7：销售人员人均薪酬对比（万元）

图 8：管理人员人均薪酬对比（万元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院



资料来源：wind，中国银河证券研究院

(3) 全面的员工培训计划

公司注重内部培养，针对不同层级、不同岗位的员工开展多元化培训，在提升员工自我价值的同时，助力公司综合竞争力的提升。森马服饰将人才培养与发展提升至战略的高度，通过森马大学统筹规划全公司的员工培养与发展工作。森马大学根据公司发展战略制定了全方位、立体化的人才培养体系与培训管理体系，通过打造领导力培训体系、专业力培训体系、通用力培训体系、客户培训体系以及在线培训体系搭建“管理发展平台”、“技能提升平台”、“新人成长平台”与“伙伴支持平台”四大平台。

表 4：公司员工培训计划

培训体系	培训对象	培训名称
领导力培训体系	校招生	良驹项目
	高潜人员	龙驹项目
	科级管理人员	千里马项目
	部级管理人员	飞马项目
	总监级管理人员	天马项目
	总经理	金马项目
专业力培训体系	一线员工	商品企划、服装设计、到服装生产、再到服装销售、物流运输等全流程的服装专业流程规划培训项目
新人培训体系	新人员工	公司战略与业务、企业文化、基础人事、内部沟通与办公、岗位应知应会、主要工作流程培训
客户培训体系	加盟商	实地走访与调查问卷的形式了解加盟商的管理痛点，有针对性地开发培训课程，再通过客户高管项目为

加盟商进行赋能

在线培训体系

《森马云课堂》为线下培训项目进行内容补充

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

(4) 员工持股计划坚定公司员工共同发展信心

公司于 2020 年 3 月 5 日开始为期 4 年的第二期员工持股计划，拟筹集资金总额上限为 11,818 万元（含），以本次员工持股计划拟筹集资金总额上限 11,818 万元和公司股票 2020 年 3 月 2 日的收盘价 8.04 元/股测算，所能购买的标的股票数量上限约为 1,469.90 万股，占公司现有股本总额的 0.54%，资金来源为员工的合法薪酬、自筹资金及其他合法合规方式获得的资金等。

员工持股计划的锁定期为 12 个月，自公司公告最后一笔标的股票过户至该集合资金信托计划或资产管理计划名下之日起算。满 12 个月以后，分期赎回其所持有份额，其中锁定期满 12 个月以后，可赎回其所持份额的 40%；满 24 个月以后，可赎回其所持份额的 30%；满 36 个月以后，可赎回其所持份额的 30%。若赎回份额比例当年未赎回的，可以结转到下一年度赎回。

截至 2020 年 7 月 31 日，公司已完成第二期员工持股计划资金募集。公司正在办理第二期员工持股计划证券账户开户工作。

4、企业文化“小河有水大河满”

以“小河有水大河满”经营思想为核心的和谐共赢理念是森马企业的核心价值观。公司在经营中秉承“小河有水大河满”的经营哲学，强调与利益相关方的合作共赢。

(1) 注重股东和债权人利益的保护

公司坚持诚信经营，以稳定的经营业绩回报股东。上市以来，公司的股利支付率一直保持

在 50%以上。

表 5：公司股利支付情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
每股股利 (元)	1.00	1.00	1.00	1.00	0.25	0.38	0.25	0.35	0.45
EPS (元)	1.87	1.14	1.35	1.63	0.50	0.53	0.42	0.63	0.58
股利支付率 (%)	53.48	87.72	74.07	61.35	50.00	70.75	59.52	55.56	77.59
股息率 (%)	2.64	4.58	3.72	3.01	2.02	3.65	3.18	3.92	4.56

注：股息率以当年最后一个交易日为准。

资料来源：wind，中国银河证券研究院

公司财务稳健，偿债风险极低。截止 2020.3.31，森马服饰货币资金与有息负债情况如表

6 所示。纵向来看，森马服饰不受限制的货币资金呈逐年增加的趋势，而有息负债数额有较大波动。2018 年有息负债增加，是因为转入 Kidiliz 短期借款以及为收购 Kidiliz 集团新增长期借款。扣除受限的货币资金，森马服饰 20Q1 可自由使用的货币资金约 26.22 亿元。同期有息负债合计 2.34 亿元，因此不存在短期偿债风险，长期来看也尚不存在偿债风险。

表 6：森马服饰货币资金与有息负债情况 (单位：亿元)

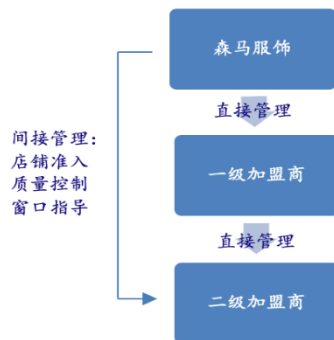
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
货币资金：	49.90	48.33	50.21	40.47	25.44	24.41	12.87	24.35	25.48	26.22
受限的货币资金	0.32	0.02	1.00	1.60	3.98	4.15	0.00	0.19	2.51	0.00
流动有息负债：	0.00	0.00	0.00	0.00	0.34	0.53	0.41	1.77	2.67	2.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.21	1.75	2.67	2.34
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.34	0.23	0.21	0.02	0.00	0.00
非流动有息负债：	0.00	0.13	0.29	0.00	0.52	0.23	0.00	1.57	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.57	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.13	0.29	0.00	0.52	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00
有息负债合计	0.00	0.13	0.29	0.00	0.86	0.76	0.41	3.34	2.67	2.34
自由流动现金	49.58	48.31	49.21	38.87	21.46	20.26	12.87	24.16	22.97	26.22
自由流动现金/流动有息负债	-	-	-	-	63.26	38.30	31.26	13.67	8.60	11.21
自由流动现金/有息负债	-	360.85	171.32	-	25.08	26.73	31.26	7.24	8.60	11.21

资料来源：wind，中国银河证券研究院

(2) 合理加盟商管理制度，与加盟商合作共赢

公司针对加盟商实行两级管理模式，这种模式有利于减轻公司管理成本，并提高沟通效率。

图 9：森马服饰加盟商管理模式



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

为确保加盟商开店的质量和效益，保持各品牌在全国各地的店铺形象，公司制定了一套完整的加盟商管理制度及流程，对加盟商的执行情况进行持续的监督和管理。同时，公司每个季度都认真听取销售一线的员工和有丰富经营经验的加盟商对品牌和产品的建议与反馈，以保证对市场一线的充分了解和及时反应。

表 7：公司加盟商管理政策

销售模式	<ul style="list-style-type: none"> · 一级加盟商向公司订货（或由公司配货） · 二级加盟商通过一级加盟商订货（或由一级加盟商配货） · 公司以批发的形式将货品销售给一级加盟商
------	--

产品定价	<ul style="list-style-type: none"> · 公司根据零售价格和一定的折扣比率确定对一级加盟商的批发价格 · 一级加盟商与二级加盟商自行约定一、二级之间的订货及配货的价格折率，公司会对该折率设定上限或给出建议折率 · 促销或者清仓的产品会根据具体情况确定批发价格
货款结算	发货前加盟商通过其银行帐户直接将货款发到公司的银行帐户，实行款到发货
信用政策	<ul style="list-style-type: none"> · 公司对年度授信额度实行总额管理 · 事业部根据加盟商具体情况进行评估，将授信额度分配给单个加盟商

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

公司对加盟商实行“款到发货”的经营方式，同时会为部分加盟商提供授信额度，以缓解加盟商资金压力。授信额度根据过往授信情况、资金状况和预计销售额、市场发展规划、行业应收账款周转率等来确定。公司对加盟商进行授信后，向加盟商收取一定的补偿，由此产生的收益作为“资金占用费”，13-19年公司收取的资金占用费总体上升，单位门店资金占用费和资金占用费/加盟商收入均呈上升趋势，说明资金占用费的上升主要来自单位资金占用费的增加，公司对加盟商的支持力度增加。

表 8：公司资金占用费收取情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
资金占用费 (万元)	1,723	1,981	2,684	3,099	3,700	3,503	4,448
店效 (万元/间)	91	92	93	94	95	111	121
加盟收入 (亿元)	59.77	65.49	68.75	72.00	73.72	93.18	105.29
加盟商门店数	6,568	7,118	7,392	7,655	7,744	8,407	8,677
单位门店资金占用费(万元)	0.2624	0.2783	0.3631	0.4048	0.4778	0.4167	0.5127
资金占用费/加盟商收入	0.29%	0.30%	0.39%	0.43%	0.50%	0.38%	0.42%

注：13-15 年公司未公布加盟商门店数

资料来源：wind，中国银河证券研究院

(3) 注重供应商、客户和消费者权益保护

公司建立了举报机制，接收供应商、客户及消费者的举报信息。公司管理层在供应商年度大会上对各级供应商提出明确的廉洁要求，坚决杜绝一切行贿行为，一经发现，将列入供应商

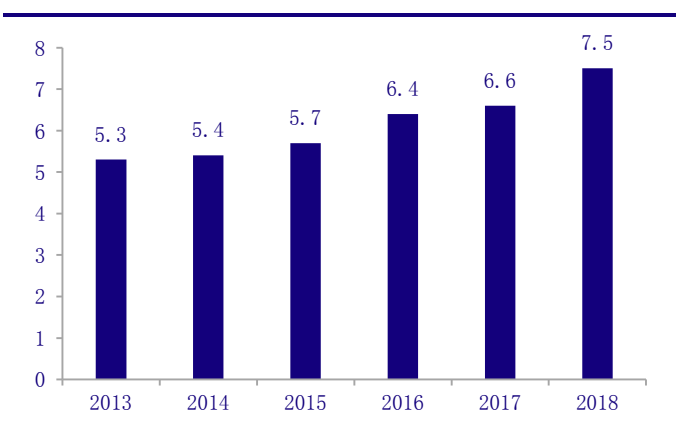
黑名单，不再合作。

二、休闲服饰行业边界扩大、童装市场潜力巨大

(一) 休闲服饰呈持续复苏态势

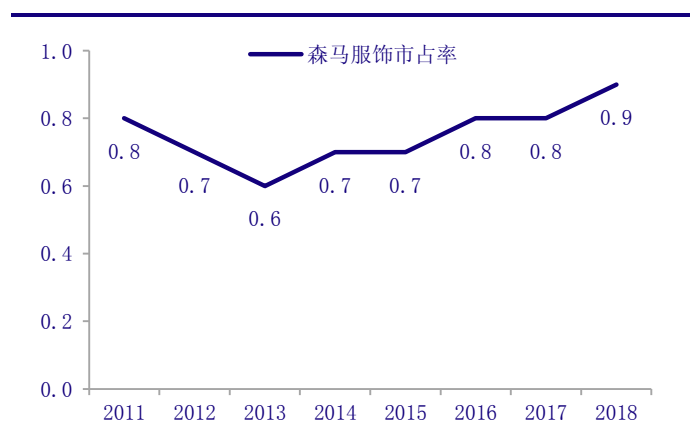
成人服装主要分为正装、休闲装和运动装三个品类。其中休闲服装涵盖的品类和适用场合最为广泛。2019年中国休闲服装市场规模约为8,000-10,000亿元，同比增长约4%。我国的休闲服饰市场具有如下特点：(1) **处于成熟期**。我国休闲服饰市场增速放缓，公司间竞争加剧。公司增长由外延式转为内生式，供应链管理、品牌形象成为核心竞争力。(2) **集中度提升趋势**。我国服饰鞋履市场呈现大市场小公司的特点，行业龙头市占率均低于2%。但市场份额存在向龙头公司集中趋势，CR10连续多年持续提升。

图 10：服装鞋履市场 CR10



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 11：服装鞋履市场中森马服饰市占率(%)



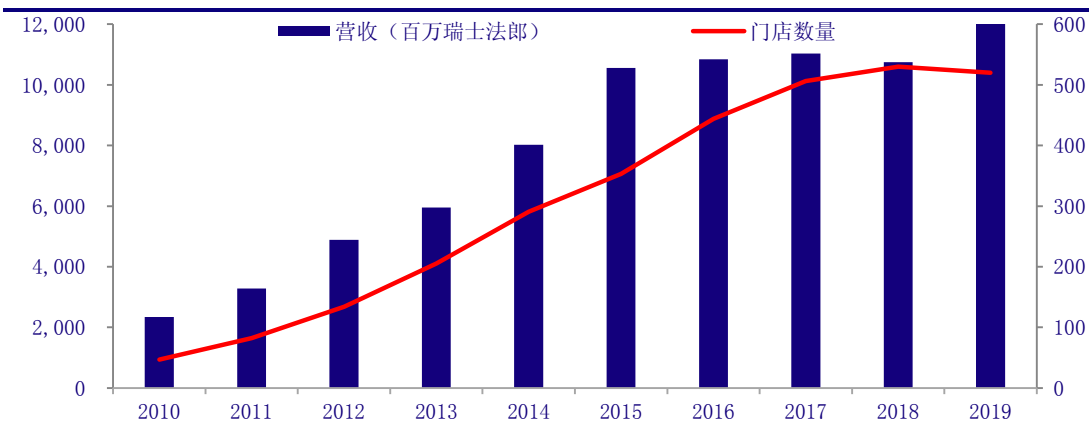
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

(3) **多品牌运营模式普遍**。龙头公司大多拥有多个品牌，各品牌凭借自有特色在各个细

分市场中更好地满足不同类型消费者的需求。

(4) **国外快时尚盛宴渐散。**国外快时尚品牌于 2010 年前后入驻中国市场并快速增长，抢占较大市场份额，但近几年代表性快时尚品牌在内地市场开店速度和销售增速放缓，甚至退出中国市场。快时尚衰落的原因在于：(1) 价格相对较高；(2) 抄袭大牌，同质化严重；(3) 质量较差。国外快时尚公司的衰落和退出为本土公司提供新的机遇。

图 12：H&M 中国区营业收入及门店数量



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 13：快时尚品牌神话在中国衰落



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(二) 童装行业发展空间依然广阔

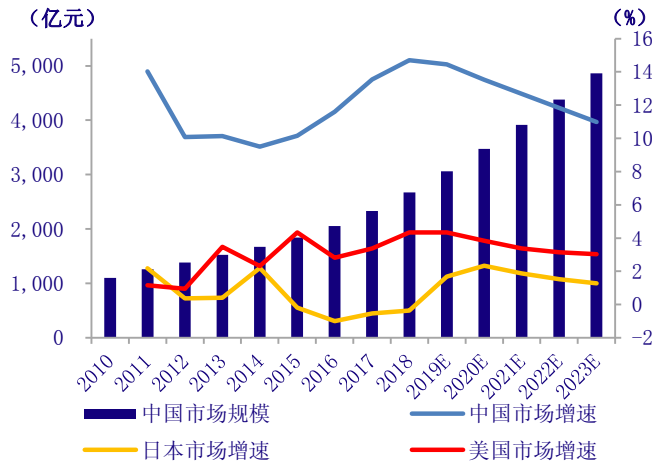
1、童装市场规模潜力巨大

我国童装市场仍处于成长期，市场规模高速增长。2019年，我国童装市场规模约2,391.47亿元，同比增长14.37%，且市场规模增速自2011年来几乎一直保持在10%以上，远高于美国、日本同期增速。收入端除起步股份外，其余代表性上市公司均有两位数以上增长，龙头巴拉巴拉品牌自2013年以来一直保持20%以上的高速稳定增长，市占率一直居首，马太效应明显。童装市场的高速成长得益于消费升级趋势以及2012开始的新一轮婴儿潮。

国家统计局数据显示，我国2019年末0-14岁的人口约为2.35亿人，占全国总人口的16.78%。自2013年以来，0-4岁人口比例持续提升，13年“单独二胎”和16年“全面二胎”的政策效果显现。据中国儿童产业研究中心调查，在优生优育理念的不断普及和强化的背景下，80%的家庭儿童支出占家庭总支出的30%-50%。目前中国家庭结构多为“4+2+1”式或“4+2+2”

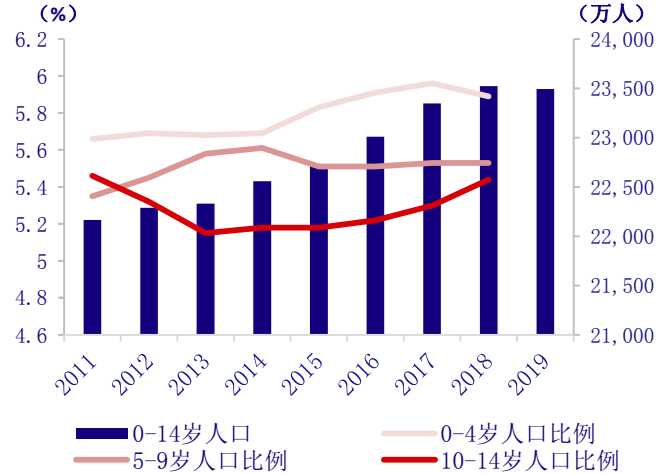
式,两代人的财富积累叠加“80后”、“90后”父母对生活品质的重视,使得儿童消费倾向品牌化、品质化。随着成人服饰子版块陆续进入成熟期,行业增速缓慢下降。而童装在婴儿潮和消费升级背景下,成长空间大,并呈现由低端转向高端的趋势。

图 14：童装行业市场规模及增速比较



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 15：婴童人口总数及比例



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

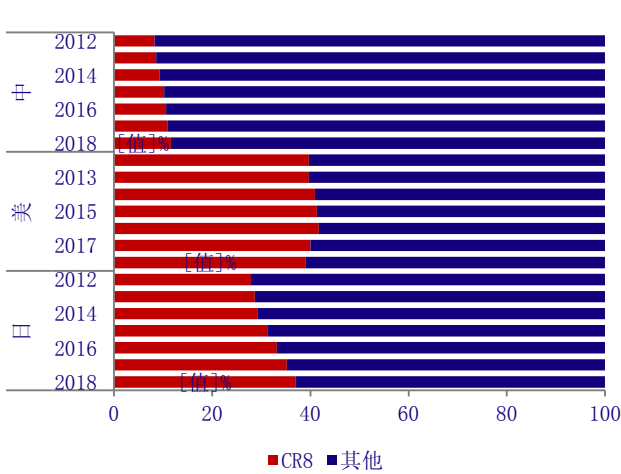
2、市场份额向行业龙头集中

目前我国童装市场集中度较低，但持续升高，竞争格局趋于明朗。我国童装超过半数均为无品牌状态，多以 ODM 模式生产，童装质量良莠不齐。国外品牌的进入及成人服饰品牌延伸产品类型至童装，导致行业竞争愈加激烈。2019 中国儿童服饰市场 CR5 为 11.65%。不过，未来市场份额将持续向龙头企业集中。其逻辑是：1) 童装注重安全舒适，品质、设计研发成为行业壁垒，更多消费者将选择值得信赖的大品牌；2) 童装对个性化的需求相对较小，市占率天花板天然高于成人服饰；3) 渠道成本企高，小企业被迫退出。

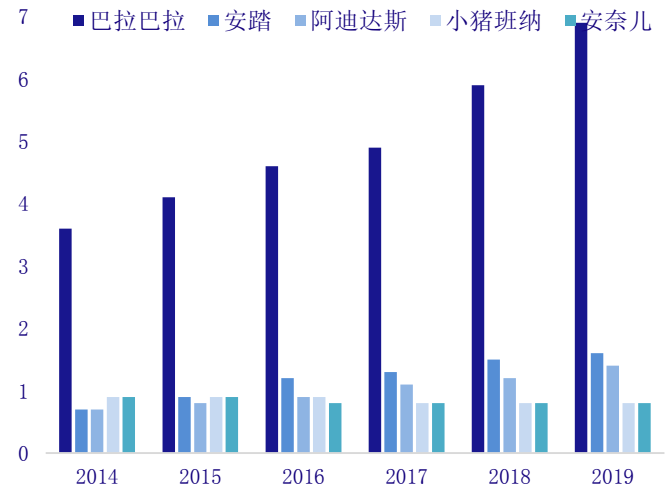
近年来行业竞争格局逐渐明朗，森马服饰童装市占率稳居第一，第二梯队公司间市占率的差距也逐渐拉大。2019 年，森马服饰、安踏体育、阿迪达斯分别以 6.9%、1.6%、1.4% 的市占率位居前三，其余公司市占率均未超过 1%。

图 16：中、美、日儿童服饰市场集中度对比

图 17：儿童服饰主要公司市占率变化



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

3、专业童装品牌公司 or 集团延伸品牌公司各具不同优势

行业中的玩家主要有两大类，专业童装品牌和成人装延伸品牌。专业童装品牌依靠其口碑、专业研究婴童消费特点，积累了重要的竞争优势。按照年龄童装市场可分为婴幼儿童（0-3岁）、小童（3-6岁）、中童（6-9岁）、大童（9-14岁），一般专业童装品牌会布局更加细分领域，因为不同年龄段在设计上要求不同，如婴幼儿童服饰更注重面料质量、舒适度，而大童服饰则更偏重颜色、时尚等搭配；成人装延伸品牌具有品牌效应和渠道优势，将父母的消费习惯延伸至婴童服饰，并且培养婴童消费审美，预期婴童长大成人后，继续购买该品牌服饰。

森马服饰既有以巴拉巴拉为代表的专业童装品牌，又有森马品牌下的童装产品线，同时拥有两类品牌的优势。

表 9：婴童装品牌类别

类型	来源	代表品牌	2018 年 市场份额	特点
专业童装品牌	国内	巴拉巴拉、安奈儿、小猪班纳、水孩儿、起步股份、派克兰帝、笛莎	9.6%	深耕童装、童鞋市场，具有较深的行业经验累积和专业度。渠道端以购物中心特定商圈、电商为主。
	国外	Pawn in Paw(韩国)、Nanos(西班牙)、minirodini(瑞典)、Bonpoint(法国)	-	
集团延伸	国内	红黄蓝、太平鸟、李宁、安踏、特步	3.0%	产品风格与集团内成人服饰一致，应用

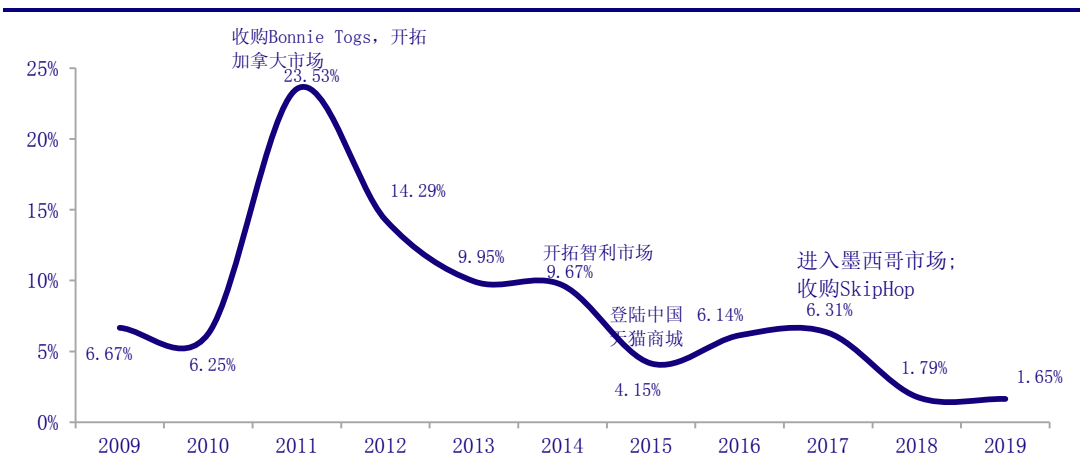
申品牌	Adidas、Nike、优衣库、Gap、金宝贝 Gymboree (美国)、Gucci、Dior、衣恋、H&M、迪士尼	5.1%	现有品牌优势和渠道进行推广、销售。渠道端以综合专卖店形式为主。
------------	---	------	---------------------------------

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

4、他山之石：美国童装巨头 Carter's

Carter's 创立于 1865 年，在 20 世纪初进入童装市场。2018 年，Carter's 以童装美国市占率 10.8% 居于首位，高于第二名 3.1%。Carter's 发展主要经历几个重要变化：(1) 2005 年收购另一美国童装龙头品牌 OshKosh，开始双品牌布局；(2) 2011 年起开始布局国际市场，先后进入加拿大、智利、中国、墨西哥，打开业绩天花板；(3) 2017 年收购 SkipHop，将产品由童装拓展至儿童玩具及其他儿童用品。

图 18：Carter's 发展路径



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

我们认为，Carter's 的成功主要源于：

(1) 分销策略有效触达消费者：Carter's 的渠道种类多于国内品牌，包括批发 (百货商场、专卖店)，零售 (奥特莱斯、购物中心)，大型连锁超市 Wal-Mart、Target，品牌授权 (海外扩张)，电商。此外，Carter's 根据不同渠道的特点售卖相应的品牌产品，如针对 Target 客户购买率高的特点，为其提供新颖度高的产品。合理的分销策略使得 Carter's 以较小的投入大范

围触及消费者。

(2) 全球化布局推动业绩增长：全球化布局为 Carter's 缓解了美国出生率逐年下降的压力，是 Carter's 业绩增速几乎持续高于美国童装市场增速的重要原因。

三、公司业务：休闲服饰复苏进行时，童装提升安全边际

(一) 休闲服饰 vs 儿童服饰

从收入构成来看，公司整体收入靠儿童服饰销售增长驱动：

(1) 儿童服饰业务收入增长迅速，2019 年同比增长 43.49%，占总收入比例 9 年来持续上升，2019 年占比已达 65.49%；

(2) 休闲服饰业务 2012-2017 年持续低增长后，在 2018 年增速回升至 20.55%。复苏原因在于，公司休闲服饰近三年在渠道、产品、品牌上大力改革（渠道转向购物中心、产品年轻化、刷新品牌形象）。但 2019 年收入增速转为负，受国内宏观经济整体形势的影响，增长放缓，服装零售行业面临转型升级压力。

图 19：公司儿童服饰和休闲服饰收入及增速

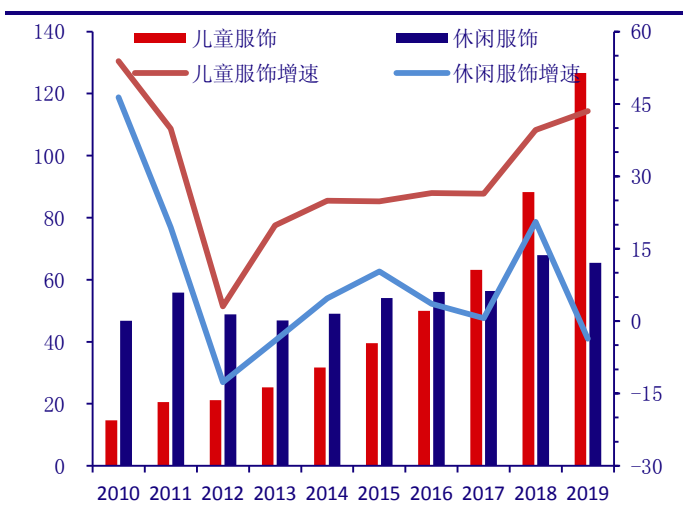
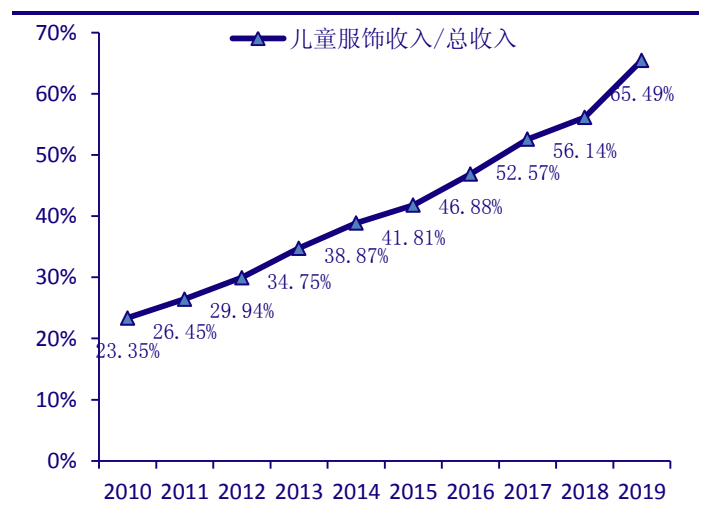


图 20：公司儿童服饰收入/总收入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

从经营效率方面看，儿童服饰业务的坪效和毛利率水平均高于休闲服饰，仅店效低于休闲服饰业务，是因为儿童服饰门店数量远高于休闲服饰门店，约为休闲服饰 1.6 倍，且近年来为扩大市场份额，新开店数量较多。近三年经营效率持续增长是公司的另一显著特征：16-19 年，公司儿童服饰业务的店效和坪效均呈上升趋势；休闲服饰 18 年店效效率较大提升后，19 年维持在较高水平，坪效近年来较为稳定。

表 10：公司儿童服饰和休闲服饰盈利情况对比

	2016	2017	2018	2019	
儿童服饰	收入 (亿元)	50.01	63.22	88.25	126.63
	占总收入比例	46.88%	52.57%	56.14%	65.49%
	门店数量 (个)	4,578	4,795	6,075	6,491
	店效 (万元/间)	109.24	131.84	145.26	195.09
	门店面积 (m ²)	613,534.46	698,430.95	917,727.10	1,010,598.31
	坪效 (万元/m ²)	0.82	0.91	0.96	1.25
	毛利率	42.87%	41.52%	42.23%	46.06%
	休闲服饰	收入 (亿元)	56.01	56.34	67.92
占总收入比例		52.51%	46.85%	43.21%	33.84%
门店数量 (个)		3,644	3,628	3,830	3,766
店效 (万元/间)		152.45	155.30	177.33	173.77
门店面积 (m ²)		778,947.30	803,758.02	896,533.78	906,626.01
坪效 (万元/m ²)		0.72	0.70	0.76	0.72
毛利率		34.80%	29.31%	36.98%	35.60%
总收入 (亿元)		106.67	120.26	157.19	192.08

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

通过与国际知名休闲服饰品牌和童装品牌对比，我们发现森马的店效远远低于 H&M、ZARA、Carter's 等品牌，其盈利能力的增长拥有较大空间。

表 11：公司休闲服饰业务与国际知名休闲服饰品牌店效对比 (单位：百万)

品牌名称	店铺数量	销售收入 (外币)	汇率	销售收入 (人民币)	店效 (百万/间)
H&M CHINA (SEK)	520	12059	100SEK=73.50RMB	8863.37	17.04

H&M Total (SEK)	5076	232755		171074.93	33.70
ZARA/ZARA HOME (EUR)	2866	19685	100EUR=769.81RMB	151537.10	52.87
Bershka (EUR)	1107	2385		18359.97	16.59
GAP ASIA (USD)	358	943	100USD=702.57RMB	6625.24	18.51
GAP (USD)	3919	16383		115102.04	29.37
UNIQLO Japan (Yen)	817	872957	100YEN=6.7129RMB	58600.73	71.73
UNIQLO International (Yen)	1379	1026032		68876.50	49.95
森马休闲服饰	3766	6544	1RMB=1RMB	6544	1.74

注：H&M 会计年度 11 月 30 日结束，ZARA 会计年度 1 月 31 日结束，GAP 会计年度 2 月 2 日结束，优衣库会计年度 8 月 31 日结束。汇率参考各公司会计年度结束当天牌价

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

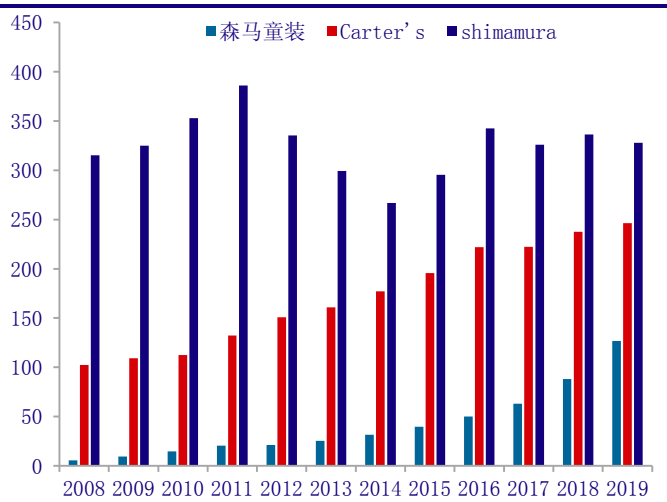
表 12：公司儿童服饰业务与国际童装品牌店效对比（单位：百万）

品牌名称	店铺数量	销售收入（外币）	汇率	销售收入（人民币）	店效（百万/间）
Carter's (USD)	1109	3519	100USD=699.92RMB	24231.23	21.85
shimamura (YEN)	2214	521982	100YEN=6.2845RMB	32803.96	14.82
森马童装	6491	12663	100RMB=100RMB	12663	1.95

注：汇率参考各公司会计年度结束当天牌价

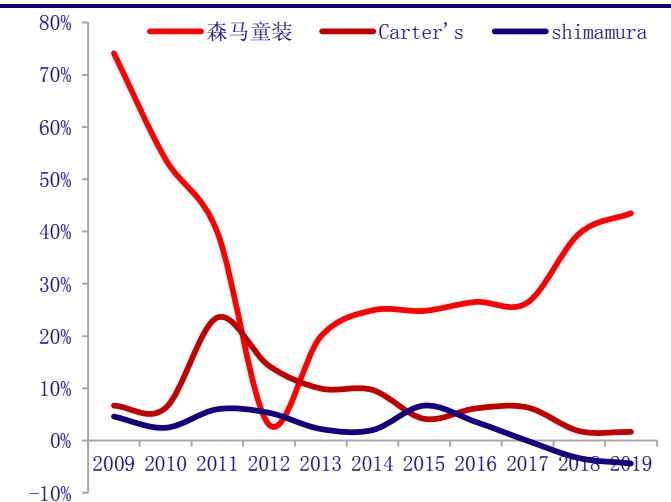
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 21：公司童装与国际品牌收入对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 22：公司童装与国际品牌收入增速比较



资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）竞争力分析：“品牌+产品+渠道”打造护城河

公司业绩在零售不景气的 2019 年好转，主要原因在于改革后公司的产品力、供应链和渠

道有了极大提升，并叠加多品牌矩阵充分开发细分市场。

1、两大主力品牌+多品牌矩阵满足消费者多元化需求

森马服饰实施多品牌发展战略。单一品牌的风格、定价受人群喜好等原因导致市占率存在一定天花板，通过合理构筑产品、品牌矩阵，公司可以提升客单价、打开经营规模的空间。在深入发展森马、巴拉巴拉两大核心品牌的基础上，森马服饰通过自建品牌和收购合作的方式优化品牌业务组合，满足不同年龄段、购买力、消费场景下消费者的需求，从而扩大市场份额、降低经营风险。

表 13：森马服饰品牌概况

品类	品牌	定位人群	产品特点	品牌获得方式	年份
成人装品牌	森马	16-25 岁	大众休闲	自创	1997
	IT MICHAA	25-40 岁	都市职场白领与时尚女性	代理中国市场	2013
	Marc O'Polo	职场人士	高端男装	自创	2013
	哥来买 (Glemall)	20-26 岁	基础商务休闲男装	与 PROMSLE 公司共建	2014
	GLM (Genio La Mode)	都市男性	都市休闲时尚品牌	代理中国市场	2018
	JASON WU	25-40 岁	美国设计师品牌	合资设立子公司	2018
	JWU,LLC.	25-40 岁	中高端品牌	参股 11%	2018
	Juicy Couture	25-40 岁	成人服饰中高端品牌	合作取得大中华区业务授权	2019
童装品牌	Balabala	0-14 岁	大众童装	自创	2002
	梦多多小镇	3-12 岁	儿童体验式玩育成长综合体	自创	2013
	Mini Balabala	0-4 岁	线上品牌	自创	2014
	马卡乐	0-7 岁	一站式服饰穿搭	自创	2015
	Hey Junior	全年龄段	品类一站式校服定制	自创	2015
	The Children's Place	全年龄段	北美第一大童装零售商	合作方式获得大中华区运营权	2018
	COCOTREE	7-16 岁	大众少年装	收购	2018

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2、延展全品类、增加研发投入，从而提升产品竞争性

(1) 丰富品类打造“一站式购物体验”

产品丰富度和“一站式购物体验”是影响消费者选择的重要因素。以童装为例，根据尼尔森市场调研，在影响母婴实体店选择的因素中，品类齐全最为重要，满足“一站式服务”的需求增

长最为明显。对于休闲服饰，公司大力扩张风格线和产品类别，森马品牌在 2019 年成立鞋品研发中心，增加在鞋品开发上的投入，聘请业内知名的鞋品设计总监，打造森马自身的鞋品 DNA，给消费者提供全品类、一站式购物体验；对于童装，公司围绕儿童生活方式展开品牌塑造，以年龄段为切入点进行全品类发展。拓展婴幼儿童品类成为当前公司的重要战略举措。

表 14：公司部分品牌拓展婴幼儿童品类

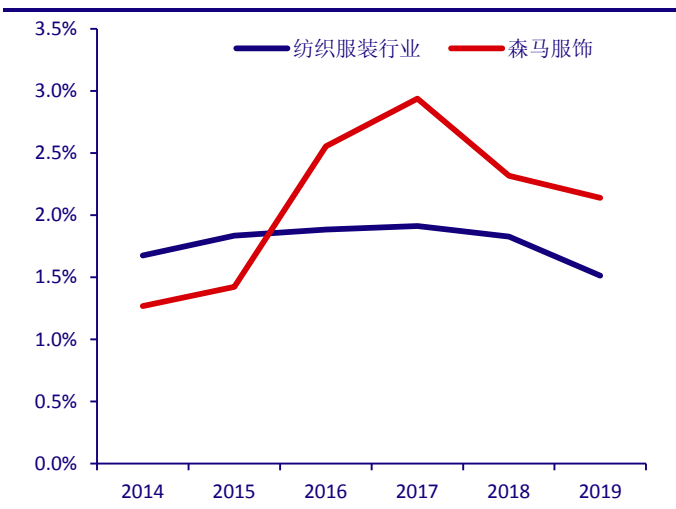
品牌	原有品类	发展方向	机遇
巴拉巴拉	集中在中童年年龄段	陆续增加婴幼儿童品类	市场上没有提供全品类的母婴品牌，且主要面向儿童需求，没
马卡乐	0-7 岁婴幼儿童外出服	母婴领域(喂养类、出行类)	有满足妈妈的需求 (妈妈包、湿纸巾等)

资料来源：公司调研，中国银河证券研究院

(2) 持续加大研发投入，推动产品迭代升级。

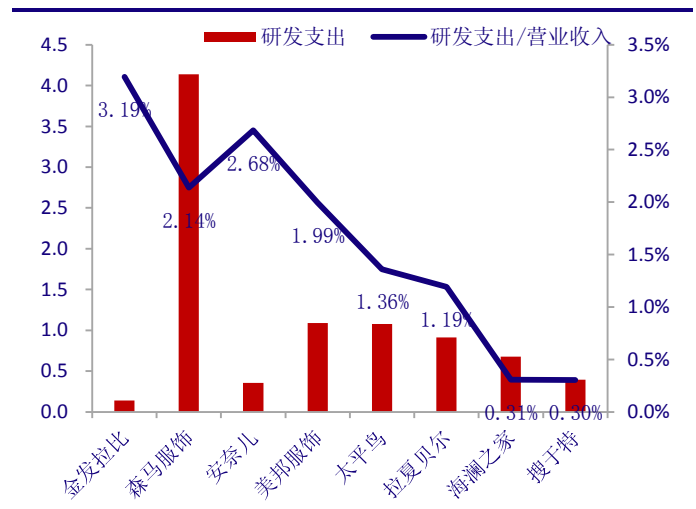
公司的研发投入属于行业上游。研发支出/营业收入比例几乎连续高于纺织服装行业平均水平；受益于规模效应，公司在研发支出占比合理的条件下实现远高于可比公司的研发支出。

图 23：2014-2019 研发支出/营业收入



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 24：2019 年同行业公司研发情况对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

研发是产品质量、时尚度、丰富度的保障。2019年，公司研发支出4.14亿元，占总收入2.14%，近五年研发支出的复合增速达32.33%，研发支出全部计入当期费用；研发人员数量为753，占总员工人数比例较大。

表 15：公司研发情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
研发支出(亿元)	0.48	0.54	0.66	1.03	1.35	2.72	3.53	3.64	4.14
研发支出费用化率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
研发支出占营业收入比例	0.62%	0.76%	0.90%	1.26%	1.43%	2.55%	2.94%	2.32%	2.14%
研发人员数量	226	317	449	447	510	501	753	896	912
研发人员数量占比	13%	14%	22%	22%	22%	18%	25%	14%	15%

注：2018年研发人员占比下降的原因是收购KIDILIZ集团后员工总人数增加。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

针对巴拉巴拉的产品策略：核心是推动线上线下爆款策略，在服装和鞋品层面做好爆款策略；其次是充分运用好天猫战略，运用好极致单品、超级新品及清库存等计划，与电商团队一起在定价方面做好商品企划与开发；此外，还是要借助好的产品，去吸引新客并维持老客的稳定。在销售端，推动订货的一致性和深度，以推动品牌的发展。希望从研发、商品企划、供应链及推广等各维度找到好的爆品。

3、购物中心+电商，全渠道立体布局

森马服饰在线上和线下都建立起了强大的渠道网络，在全渠道融合的背景下拥有强大的竞争优势。消费者购买便捷性提高导致流量分散，不会集中于某一渠道，渠道多元化特征突出。因此品牌需要拓展全渠道，多点触达消费者，打造以消费者为中心的全渠道销售闭环，核心在于全面建立以用户为中心的数字化运营能力。

表 16：服装行业渠道发展阶段

时间	阶段	特点
----	----	----

1980-2000	批发零售	以产定销、广铺渠道，渠道为品牌核心竞争力
2000-2010	初级零售	加盟代理和分级渠道建设走向成熟，供应链管理和商品管理规范
2010-2014	电商崛起	线上零售快速发展；本土品牌开始借鉴优秀国外品牌的直营模式
2014-2016	传统品牌调整	线上渠道持续发展，但流量成本快速增长；传统线下品牌经历历史低潮，行业洗牌
2017 至今	全渠道融合	线上增速逐渐放缓，品牌重新认识线下门店的重要性；全渠道融合理念盛行，品牌寻求数字化转型

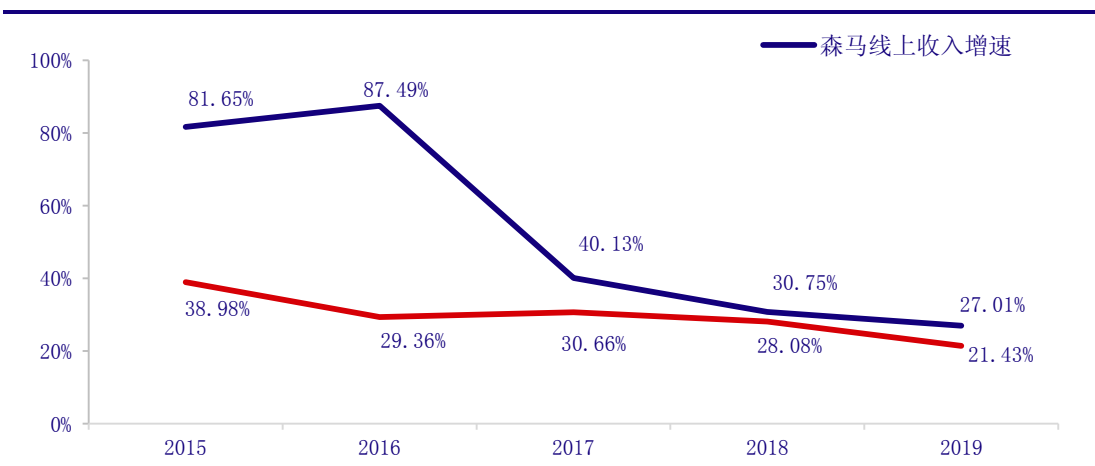
资料来源：中国银河证券研究院整理

(1) 新零售与电商：协同与增量

电商已经成为支撑公司增长的重要部分，营收占比 30%左右。区别于大多业内公司仅设立电商部门，森马服饰在 2012 年设立了专业电商子公司，专门发展线上业务。在流量增长放缓的大背景下，森马电商也依然保持相对高速的增长。未来，公司仍会继续加大对电商渠道的培育。

电商业务的迅速发展也为丰富产品品类提供了基础。线下门店存在空间限制，很难形成丰富的产品线。而线上的货架是无限的。森马电商逐渐增加鞋、箱包、内衣、家纺等品类，从穿到用，形成品类矩阵。

图 25：森马服饰线上销售和线上零售总额增速对比



资料来源：公司年报，电子商务研究中心，中国银河证券研究院

电商渠道的优势在于不受代理体系和铺货面积的局限，方便与消费者保持良好沟通，更高

效地满足消费者需求。森马电商的定位经历三个阶段的变化，目前已经进入向时尚内容运营平台转型的第三个阶段，森马电商通过高质量持续内容输出向消费者传达品牌形象，提升品牌力，反哺线下渠道。此外，线上的大量数据帮助洞察消费者需求、捕捉关键流行元素、更精准和敏锐地定位品牌，驱动品牌创新和研发创新。

表 17：森马电商定位变化

阶段	定位	说明
2012-2013	消化库存	以略高于成本的价格销售过季产品，在清理库存的同时在第三方电商平台吸引新的消费者
2014-2017	线上专供款	在第三方平台销售当季新品，并在年龄段、品类上进行扩展，与品牌线下业务形成互补
2018 至今	时尚内容平台	电商业务多是公域流量，主要在天猫、淘宝、唯品会等平台开展，这些平台不能转移流量到其他渠道；线下和线上消费场景各有特征和需求，互相不可替代。森马电商将继续保持健康高速发展的目标，重点建设消费者运营、全员运营、高科技运营三大能力。围绕以消费者需求为导向，强化现有品牌，大力发展直播和视频电商、社交电商，构建多平台、多品类的消费生态链；加速从“搜索存量时代”到“直播增量时代”的生态化调整。
2019 至今	新零售	线下的新零售更注重私域流量，通过腾讯体系的社交属性来抓住增量消费部分，且不会跟原有电商渠道有冲突，两种业务是协同和增量的关系。

资料来源：森马电商总经理部飞睿演讲、投资者关系活动记录表，中国银河证券研究院

新零售业务：将从以下四个方面展开：

第一，为线下门店进行新赋能，打破时间、空间的阻隔。由于线下门店空间有限，只能有限的覆盖部分当季产品。小程序的运用可将门店的物理空间打破，提升当季产品的覆盖面。同时，森马线下门店在观察消费者行为后发现，顾客平均一个季度到店次数有限，即对顾客的产品展示时间有限，而小程序可以打破时间上的限制，可以让消费者更灵活自由地接触到产品；

第二，对资源及流量分配模式的思考和探索。现在，直播模式能有效触达消费者，传递品牌价值，其存在的特性是头部主播拥有资源和大部分的流量，但通过店铺店员去做直播，整体的情况不及预期。阿里、京东等电商平台的定位是流量分发。新零售的核心是，流量更多的是通过内容运营内生的，这给予线下门店新的机会。所以在新零售层面，如果门店流量运营好，优势会非常明显；

第三，线上作为营销场所。森马服饰希望线上通过内容产生的方式达到品牌宣传的目的。目前，直播更多的是通过价格策略去引导消费者购买，这对品牌来说是双刃剑，短期促进商品的销售，长期低价营销会对品牌产生不利影响。实现品牌健康持续发展，要通过品牌内容、品牌文化来获得消费者的认同感，增加消费者粘性；

第四，大数据赋能。森马服饰运营线上店铺已获取大量的消费数据。森马服饰目前在搭建数字化平台，通过数据化的运用，提升品牌的数字化能力，支撑产品开发、渠道优化等方面。

(2) 线下渠道占先发优势，向购物中心转型升级

森马服饰持续优化渠道结构，增加泛购物中心（购物中心、体验店、奥莱店）渠道比例。

截至 2019 年年报，森马休闲服饰和童装品牌（不含 Kidiliz）在国内分别拥有 3,766 和 5,790 家门店，在全国一二三四线城市内与长期合作者的经销商合作，渠道影响力高于国内外童装竞争对手。目前有 1000 多家店分布于购物中心，预计未来将继续扩大购物中心布局。

目前，森马服饰已形成多种成熟有效的单店模型。年销售 150 万、200 万、400 万、500 万等级别都有比较好的模型，具体指标包括面积、租金水平、货品、配置人员、店长等。搭建好这些模型有利于再执行的顺利进行。同时，公司门店形象不断升级，被赋予“高颜值”标签，并增添特色休闲区提升店铺体验感，更加迎合年轻人的喜好。

海外渠道方面，森马服饰在黎巴嫩、蒙古、尼泊尔、沙特和香港经营童装业务，持续探索和布局其它新兴高速增长市场，寻找新的增长点。

表 18：休闲服饰公司门店数量对比

公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
休闲服 森马（休闲服饰）	4,420	4,029	3,542	3,477	3,674	3,628	3,830	3,766

饰	太平鸟	-	-	-	-	3,644	3,490	3,672	3,643
	海澜之家	-	-	3,348	3,990	5,243	5,792	7,545	7,254
	H&M CHINA	134	205	291	353	444	506	530	520
童装	森马(童装)	3308	3471	3540	3864	4578	4795	6075	6491
	安奈儿	-	-	1628	1545	1458	1435	1433	1505
	金发拉比	833	1005	1120	1190	1267	1394	1368	1144
	起步股份	-	-	1885	2058	2273	2396	2397	2456

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

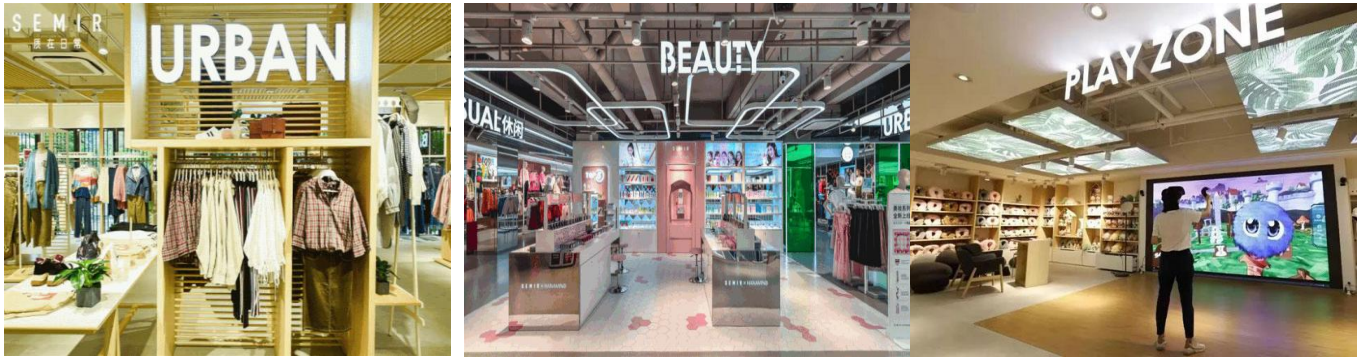
(3) 门店类型多样化

多种门店类型满足不同消费需求，包括全品类门店、单一品类门店、品类组合店、鞋品店及大卖场里的用品门店。同时，**未来产品销售通路不会局限在传统的代理商、加盟商，而是根据产品特征，考虑消费者会去哪些渠道购买产品，以此进行渠道安排。**例如，公司可以成为连锁便利店的水杯、纸巾等产品的供应商，实现外部合作。

2019年，森马分别于深圳、杭州推出全新生活方式旗舰店，贴近消费者的生活方式，以产品质量、设计、门店体验等打造生活的质感。门店引入咖啡、茶饮、美妆、艺术展等不同形式的产品和体验内容，设置明星IP专区、创意快闪平台、专属定制、互动体验等，增加滞客时间与消费机会。

森马深圳东门店和杭州工联CC店，在产品品类、产品陈列、门店设计、跨界合作、互动体验等方面都做了创新，并根据城市的不同气质，赋予不同的主题。深圳东门店结合城市的科技感与现代感，以“趣生活”为主题，打造有趣的工作、旅行、运动、玩乐等场景；杭州工联CC店，则主要是迎合西湖的特点，带入“湖光山色”的主题，营造日常休闲氛围。两家新店均按照生活场景分类，提供休闲、通勤、运动、基本、家居、鞋品等多品类产品，并依据不同生活场景划分区域，进行主题陈列。

图 26：深圳、杭州生活方式旗舰店风格展示



资料来源：森马，中国银河证券研究院

2020 年森活之家在温州落地。森活之家是森马倾力打造的品质社区综合体，它集合了新型菜市场、社区商业配套和儿童玩育成长体验三大主营业务。

图 27：温州森活之家概念图展示



资料来源：森马，中国银河证券研究院

4、供应链改革提升整体运转效率

14 年公司提出供应商改革，大幅削减供应商数量至原来的一半，转向优质供应商。前五名供应商采购额占比略有下降，说明改革后非前 5 名的中等规模优质供应商的采购占比较原先提升，供应商间差距缩小，结构得到优化。

表 19：2011-2019 公司前 5 大供应商采购金额（单位：亿）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------

第一名	1.31	1.67	1.56	1.45	1.46	2.38	2.32	2.62	2.44
第二名	1.21	1.22	1.32	1.34	1.44	2.06	2.06	2.44	2.04
第三名	1.06	1.16	1	1.31	1.27	1.54	1.79	2.14	1.96
第四名	0.98	1.11	0.85	1.13	1.16	1.26	1.77	1.97	1.95
第五名	0.96	0.85	0.72	1.11	1.05	1.26	1.61	1.56	1.86
合计	5.53	6.01	5.45	6.34	6.39	8.5	9.56	10.72	10.25
总采购额	42.41	49.23	45.91	57.55	62.8	71.05	78.78	108.5	113.27
占总采购额比例	13.03%	12.20%	11.87	11.02%	10.17%	11.96%	12.13%	9.88%	9.05%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

借鉴国际快时尚供应链体系，不断推进快反供应链改革。目前，供应链改革已初见成效：

1) 设计研发结合长周期商品开发和快反商品模式，增加快反产品占比，目前快反产品占比约30%。2) 积累了良好的供应链资源：公司形成了以几十家上市公司为核心、几百家稳定合作关系的供应商的供应链体系，且大多供应商为国际品牌商的代工厂。3) 增加订货次数：订货制度的改革提升了产品对于市场的反应速度。小批量、多频次的订货模式促进长周期尾货的减少，对于公司库存管理有重大意义。

表 20：森马服饰订货制度改革

	改革之前	改革之后
订货会次数	4 次/年	8 次/年 (未来将发展为 12 次/年)
订货会形式	隔一季提前预定	长订货：1、4、7、10 月，隔一季提前订货 短订货：根据当季产品销售情况推出快反产品进行补货
加盟商采购方式	在产品销售季当季初和提前一季末开始提取此前预定的货品，并支付货款	长订货：加盟商采购方式不变 短订货/补货：当季采购
公司当季报表收入	加盟商提取部分当季货品及部分下一季货品总额	加盟商长订货取货额+当季短订货取货额+当季补货取货额

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

(三) 并表、疫情因素拖累净利表现，看好优质龙头边际改善

20Q1 公司业绩受疫情影响较大。20Q1 营业收入 27.38 亿元，同比下降 33.51%；归属于上市公司股东的净利润 1,748.25 万元，同比下降 94.96%；扣非归母净利润-2,591.31 万元。毛利率 41.11%，同比下降 0.57PCT，净利率 0.56%，同比下降 7.8PCT。受疫情影响，预计

20 年上半年营业收入较去年同期减少，境内业务利润下降，境外业务亏损增加，预计 20 年上半年净利润为正，同比下降 90-100%。

应对疫情的措施：第一，疫情发生后，森马服饰积极推动数字化建设：疫情前数字化聚焦线下门店会员的运营、线上门店业务，疫情期间线下门店提高了对数字化建设的关注程度，更重视客户拉新、关系维护及复购率提升；第二，过去线上线下业务的割裂较为明显，通过此次的业务创新与变革及消费者消费习惯的改变，线上线下产生了更多互动，基于场景差异化的提供、未来价格的协同、品牌维护的打造、供应链的改革，会更加促进线上线下消费的融合，为消费者提供更好的消费体验；第三，森马服饰重新审视费用投入及用人策略，节省不必要的开支，构建新的能力来适应未来发展。（2018 年已经开展了相关工作）4 月份零售数据逐渐恢复，5 月份零售情况良好，凸显行业头部效应。

Kidiliz 并表贡献收入，整合过程拖累净利。公司于 2018 年 10 月 1 日收购了法国 Kidiliz 集团（经营儿童服饰），自 2018 年 4 季度起将其纳入公司合并报表。2019 年 Kidiliz 收入 29.69 亿元，同比增长 282%，其中线下/线上收入分别为 28.2/1.5 亿元，同比增长 276/444%，年末门店总数 701 家，毛利率 61.4%，剔除 Kidiliz 并表 3.1 亿元亏损影响后，公司收入/净利增长约 10%。根据公司 7.20 公告，拟向母公司出售法国 Kidiliz，Kidiliz 业务由于欧洲等地疫情的爆发以及经济的波动短期较难看到明确的复苏趋势，因此此次剥离让公司在未来的业绩确定性大大增强。

四、财务分析

（一）存货风险相对可控

森马服饰的存货主要为报表存货+渠道存货。报表存货即森马自营体系下的存货，包括线

下直营店及线上电商业务的存货；渠道存货即加盟商体系内的存货，在会计上已经出表，但在商业层面上仍然可以理解为森马的存货（因渠道存货对后期公司的发货、收入利润增长有显著影响，且存在渠道退货问题，不是完全的风险报酬转移）。

因此，虽然森马服饰存货周转率远高于海澜之家和太平鸟，**但是由于公司有大量表外渠道存货，并不能直接说明公司具有行业领先的存货管理能力。**森马服饰的直营门店仅占约 13%，太平鸟直营门店占比 37%；而海澜之家采用“类直营模式”，报表存货包含渠道存货，反映了公司实际存货水平。考虑到太平鸟应用行业领先的 TOC 库存管理系统，森马服饰存货周转率应低于太平鸟，接近海澜之家。

表 21：2011-2019 存货结构（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
库存商品	1200.00	1232.58	1163.87	1413.19	1920.09	2593.64	285.92	4977.64	4723.44
委托加工物资	-	-	-	-	-	-	-	27.69	29.63
原材料	-	-	-	-	-	-	-	39.20	40.70
在途物资	-	-	-	-	-	-	-	109.27	61.44
周转材料	4.16	4.72	1.62	2.72	1.31	3.75	4.56	5.04	6.15
存货总额	1204.16	1237.29	1165.49	1415.91	1921.40	2597.38	2863.77	5158.84	4861.36
存货/流动资产	15.90%	18.18%	16.56%	18.46%	23.44%	28.74%	32.00%	45.89%	42.97%
存货周转率	4.56	4.29	4.70	5.33	4.48	3.46	3.38	2.78	2.61
可比公司存货周转率情况									
海澜之家	-	-	-	2.24	1.21	1.14	1.30	1.26	1.44
太平鸟	1.38	1.84	2.29	2.41	2.10	1.82	1.95	1.96	2.01

注：海澜之家 14 年借壳上市

资料来源：wind，中国银河证券研究院

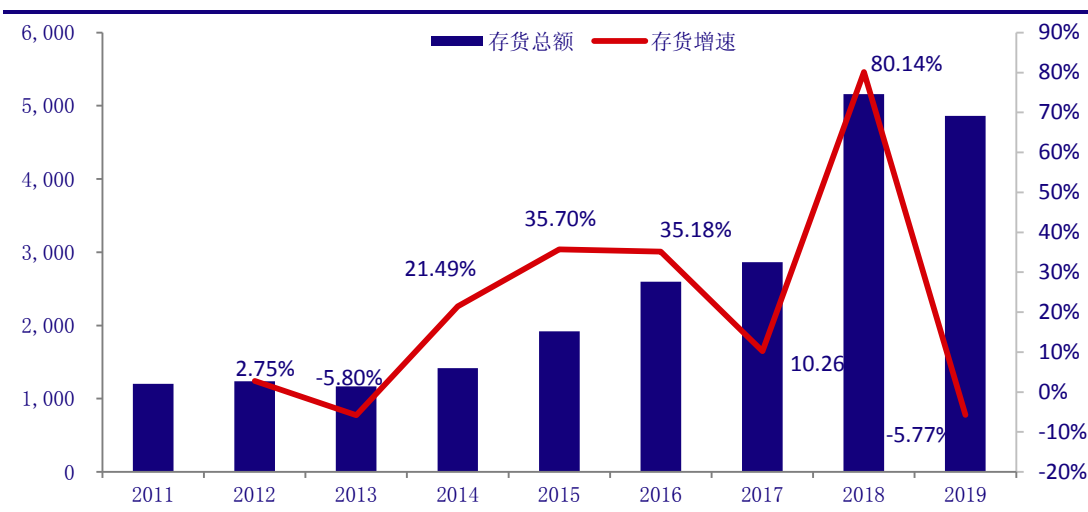
由于品牌服饰公司普遍存在的渠道存货会对存货周转率等指标造成扭曲，存货情况的横向比较没有太大价值，纵比分析是更为合理的方法。

1、存货情况逐渐好转，虽受疫情影响，但库存风险相对可控

(1) 15-16 经历存货危机

森马的报表存货自 15Q4 以来一直呈增长趋势。15、16 年存货增速高达 54.29%、38.06%，其原因在于：1) 多品牌战略致使备货增加；2) 15 年暖冬和终端需求疲软造成的冬装滞销。

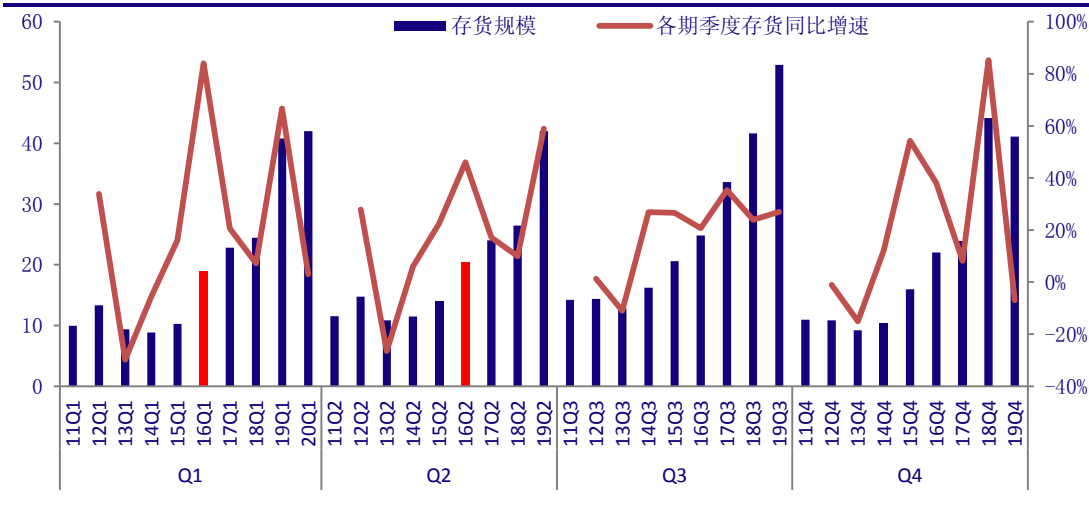
图 28：森马服饰存货情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

由于冬季服饰单价高、双十一等活动增加销售量，公司通常在三季度为四季度备货，导致三季度存货较高，四季度存货一般会恢复到平均水平。由于 13-15 上半年服装零售较好，很多公司积极备货，但 15 年暖冬、股灾、购物中心渠道兴起冲击原有渠道，导致 15 年四季度服装大量滞销、存货规模剧增。

图 29：公司分季度存货规模及同比增速（亿元）



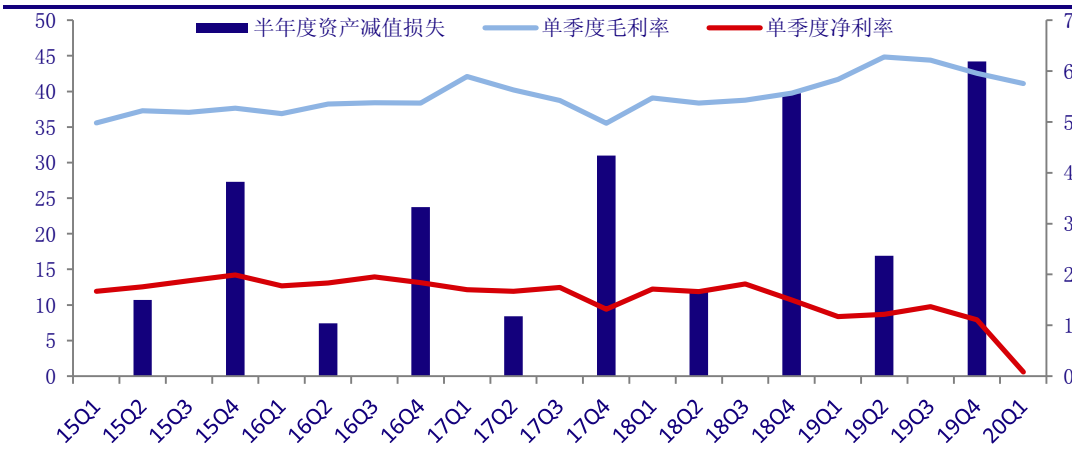
资料来源：wind，中国银河证券研究院

(2) 17 年起存货情况逐渐好转，虽受疫情影响，但库存风险相对可控

17 年公司回购了部分存货，并一次性计提大量存货减值以处理过期存货，影响了 17 年业绩水平，但也为之后存货健康状况预备了空间。存货增速降至 8.22%，存货得到一定改善。

受疫情影响，冬装、春装销售量下滑较严重，但库存风险相对可控。线下消费受疫情影响较大，线上消费则因物流快递复工较慢、运输因素等问题影响，公司冬装、春装销售同比显著下降。但公司 19Q4、20Q1 存货同比变化-6.99%、3.03%，变化幅度较小，库存风险相对可控。

图 30：公司 17 年大幅处理过季库存 (单位：%，亿元)



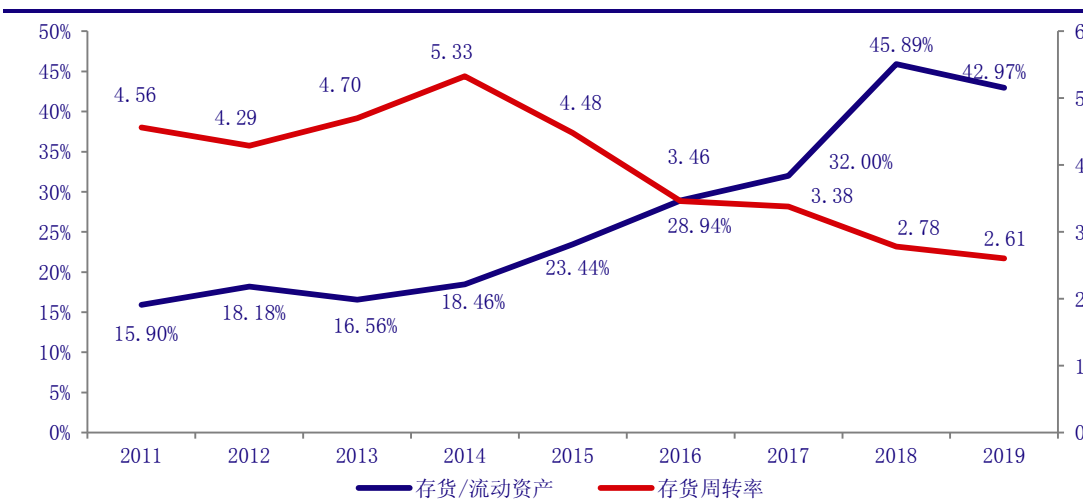
注：18Q4 存货规模大幅增长系因 Kidiliz 并表

资料来源：wind，中国银河证券研究院

(3) 存货周转率有望回调

存货周转率整体呈下降态势，公司营运能力略有下滑。随着公司休闲业务的逐步调整和库存的逐渐好转，库存周转率有望回调，公司能否妥善处理收购 Kidiliz 集团带来的大量库存是关键因素。

图 31：森马服饰存货管理情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

2、库存问题的解决：快反供应链减少存货+多途径消化过季存货

森马服饰能够逐渐走出库存问题主要有两方面原因：一方面，公司自 16 年起开始搭建快

反供应链，力求实现快速多批次订货、缩短销售周期、减少库存；另一方面，公司通过打折促销、电商等方式处理滞销商品。

(1) 快反供应链减少存货

公司加盟商在一定条件下可将积压库存退回森马服饰，退货率在一定程度上反应了库存积压情况。预计负债/营业收入的比例大概可理解为公司预计的退货率（11-14 年森马服饰预计负债是预计客户的退货金额，15 年预计退货形成的跌价开始也计入预计负债）。

由表 22 可知，加盟商退货率近两年逐渐下降。我们认为，这一变化部分源于公司通过供应链改革提高产品更新速度，减少库存积压，从源头缓解库存问题，反映了森马服饰库存问题的改善。

表 22：公司预计负债情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
预计负债 (亿)	0.62	0.77	1.32	2.32	4.79	5.64	5.95	6.55	6.95
营业收入 (亿)	77.60	70.63	72.94	81.47	94.54	106.67	120.26	157.19	193.37
预计负债/营业收入	0.80%	1.08%	1.81%	2.85%	5.07%	5.29%	4.95%	4.17%	3.59%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

(2) 多途径消化过季存货

目前森马服饰主要去库存的方法包括降价促销、电商、计提存货跌价准备。

表 23：服装企业一般去库存的方法

方法	优点	缺点
降价促销	增加产品性价比、吸引价格敏感的人群	处理速度较慢，影响公司毛利率，甚至损害品牌形象
打包销售给尾货处理平台（专门回购尾货的贸易商、唯品会等）	处理速度较快，对品牌形象无损害	处理价格低，影响毛利率程度高
电商	对品牌形象影响较小，有利于电商平台	电商存货即为报表存货的一部分，降低

	引流，盈利能力较强	存货周转率，延长存货的处理时间
计提存货跌价准备	处理速度快	直接影响净利润（对于服装企业，每年都会有一部分常规性计提，大规模跌价准备将直接冲击利润水平）
捐赠	可避税、提高企业社会形象	影响公司利润水平

注：粗体字为森马服饰目前采用的主要处理方式

资料来源：中国银河研究院整理

公司计提存货跌价政策为：超过 2 年的存货基本会全部计提，1-2 年的部分根据可变现净值和账面价值比价计算，存货拨备比较充分。**公司本期转销/上期计提普遍高于 80%，说明森马服饰的去库存状况很好，减少了存货跌价带来的利润损失。**（本期转销是上期计提存货跌价准备的库存商品在本期实现销售所致）

表 24：公司存货跌价准备

存货跌价准备	期初（亿）	计提（亿）	转销（亿）	期末余额（亿）	本期转销/上期计提
2014	2.44	3.47	2.09	3.82	84%
2015	3.82	2.19	2.75	3.26	79%
2016	3.26	3.51	2.83	3.94	129%
2017	3.94	4.15	3.30	4.79	94%
2018	4.79	6.22	4.64	7.41	112%
2019	7.41	6.40	6.29	7.53	101%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

随着森马电商的迅猛发展，电商渠道成为消化库存的重要方法，目前电商收入中一半来源于消化库存。分析电商渠道对报表存货的消化量，关键需要分析电商渠道的收入、成本。需要说明的是，不能简单的使用电商毛利率来测算，因为电商部门会从线下部门进货，其销售毛利率是管理会计口径，没有真实穿透成本。如线下产品成本是 100，卖给线上部门 120，线上部门按 150 价格出售，则毛利率 = $(150 - 120) / 150$ ，但 120 并不是森马的真实成本。同时不建议过分关注线上的盈利能力，线上的利润是基于公司整体考虑，利润多少更多基于公司的税务筹划。我们的测算方法如下；

表 25：基本假设

加倍率	休闲服饰约 3.5 倍、巴拉巴拉 4 倍
价格	根据天猫旗舰店与线下吊牌价对比，线上零售价为吊牌价的 5-6 折
报表收入/线上 GMV	16 年 GMV 约 32 亿元，对应报表收入 22.23 亿元，报表收入/线上 GMV =69.6%； 17 年 GMV 约 50 亿元，对应报表收入 31.24 亿元，报表收入/线上 GMV=62.4%； 18 年 GMV 约 70 亿元，对应报表收入 40.81 亿元，报表收入/线上 GMV=58.8%； 19 年 GMV 约 84 亿元，对应报表收入 51.83 亿元，报表收入/线上 GMV=61.7%

注：1) 18 年起，线上报表收入不含 Kidiliz；2) GMV 数据根据淘数据估算，因公司在京东、当当、小红书、唯品会等平台均有销售，所以数据未必精准。

资料来源：公司公告、淘数据，中国银河研究院整理

我们按照报表收入/线上 GMV 57.5%、60%、62.5%、65%、67.5%比例测算，得出如下表电商渠道成本收入结构，以 19 年 62.5%比例来看，森马休闲服饰线上销售 1.20 亿元，则能消化 1 亿元库存，巴拉巴拉线上销售 1.38 亿元，能消化 1 亿元库存。若线上森马休闲服饰和巴拉巴拉比例为 1:1，则电商每销售 1 单位成本的存货，则可以共享 1.29 单位的报表线上收入。按如上比例假设来计算，19 年公司电商收入规模 51.83 亿元（剔除 Kidiliz），对应消化线下存货约 40.21 亿元，其中过季存货消化量约 26.14 亿元。（按线上老品比例约 65%）

表 26：电商渠道成本收入结构

报表收入/线上 GMV	品牌	存货	吊牌价 A	线上 GMV B=A*0.55	线上收入 (报表) C=B* (报表收入/线上 GMV)
67.50%	森马休闲	1	3.5	1.93	1.30
	巴拉巴拉	1	4	2.20	1.49
	平均	1	3.75	2.06	1.39
65%	森马休闲	1	3.5	1.93	1.25
	巴拉巴拉	1	4	2.20	1.43
	平均	1	3.75	2.06	1.34
62.50%	森马休闲	1	3.5	1.93	1.20
	巴拉巴拉	1	4	2.20	1.38
	平均	1	3.75	2.06	1.29
60%	森马休闲	1	3.5	1.93	1.16
	巴拉巴拉	1	4	2.20	1.32
	平均	1	3.75	2.06	1.24

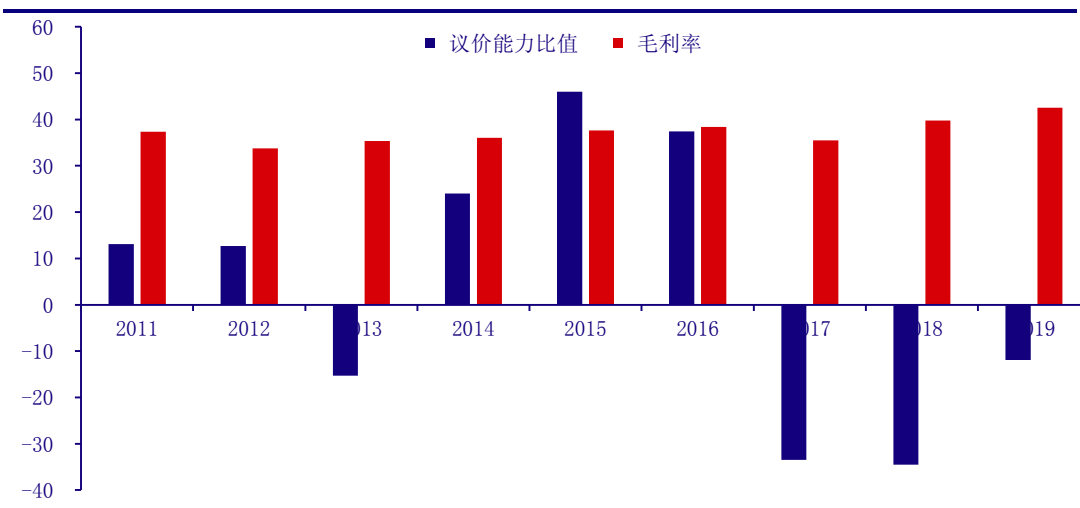
	森马休闲	1	3.5	1.93	1.11
57.50%	巴拉巴拉	1	4	2.20	1.27
	平均	1	3.75	2.06	1.19

资料来源：中国银河研究院整理

(二) 上下游议价能力较强

公司议价能力处于较高水平。应付账款反映公司对上游企业的议价能力，应收账款反映公司对下游企业的议价能力。我们通过“议价能力比值”来判断公司的议价能力：议价能力比值=（应收账款-应付账款）/应收账款。因为应收账款对应待计入营业收入、应付账款对应待支付的营业成本，所以我们对比“议价能力比值”与毛利率，来判断公司整体的议价水平。我们对比了2011-2019年公司“议价能力比值”和销售毛利率，发现公司大多数年份议价能力比值低于销售毛利率，且差距较大，仅2015年议价能力比值略高于毛利率。这说明公司整体议价能力较强。

图 32：森马服饰议价能力（%）

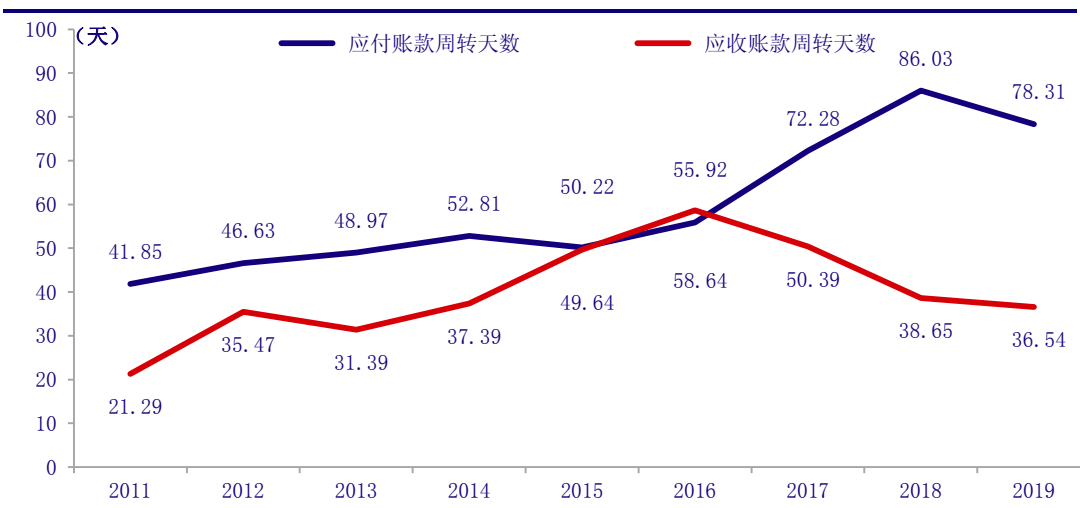


资料来源：wind，中国银河证券研究院

值得注意的是，17-19年公司议价能力比值为负，反映出议价能力增强。具体来看，应收、

应付两端都向有利方向发展。应付端，公司应付账款账龄变长，其背后原因在于：14 年供应商改革，公司将供应商数量减半，转向优质供应商。这虽然导致了 14、15 年上游议价能力的下降，但随着与大供应商合作时间的延长，公司的议价能力逐渐提高甚至超过原有水平。应收端，公司应收账款天数减小，其背后原因在于：(1) 加盟商占比减小；(2) 近两年公司业务转暖，加盟商对资金支持的需求减弱。

图 33：森马服饰应付、应收账款周转天数（天）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

(三) 偿债能力较强

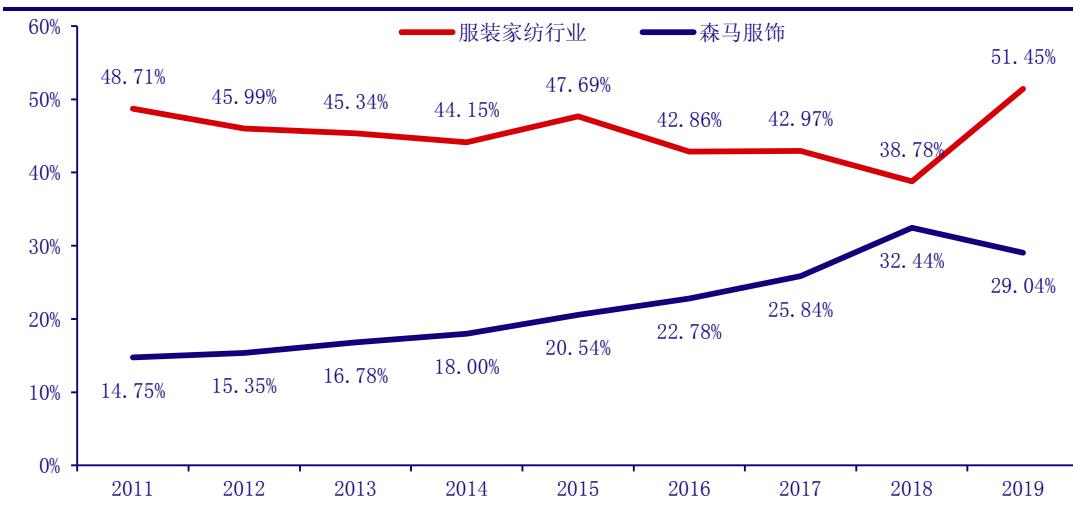
2012 年起，公司的资产负债率持续上升，2018 年达到 32%，2019 年资产负债率改善，回落至 29%，但与服装家纺行业相比，公司资产负债率依然较低，处于合理水平。2018 年短期借款大幅增加是合并转入 18 年收购的法国 KIDILIZ 集团借款所致；长期借款为保证金借款，是收购 KIDILIZ 集团形成长期借款所致。闲置资金主要用于低风险银行理财，不进行高风险投资。正如上文表 6 及下文表 27 所示，公司高管表示，在国家经济周期下行阶段持有足够现金是重要策略，公司现金流会维持在充裕状态。

表 27：公司财务杠杆情况

财务数据	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
负债 (亿)	13.42	14.23	16.30	18.67	23.94	29.49	35.26	53.75	48.26
总资产 (亿)	91.00	92.71	97.14	103.73	116.55	129.48	136.43	165.68	166.21
资产负债率	15%	15%	17%	18%	21%	23%	26%	32%	29%
短期借款 (亿)	-	-	-	-	-	0.30	0.21	1.75	2.67
长期借款 (亿)	-	-	-	-	-	-	-	1.57	
财务费用 (亿)	-0.56	-1.26	-1.76	-1.36	-1.47	-0.73	-0.79	-0.76	-1.23

资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 34：森马服饰与申万服装家纺行业资产负债率对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

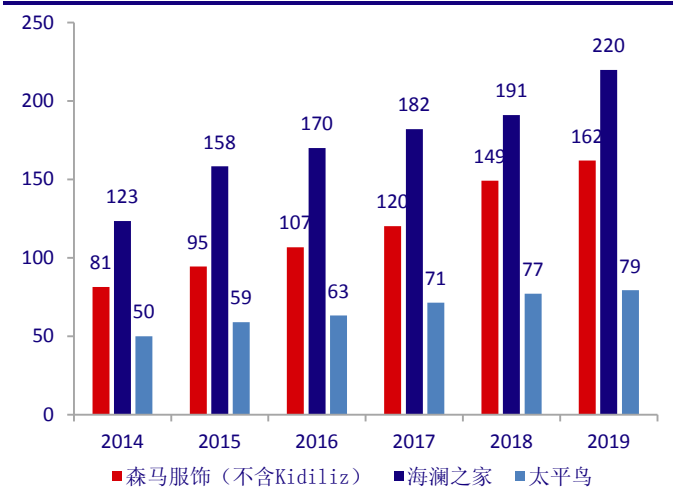
(四) 盈利能力

1、营业收入持续稳健增长

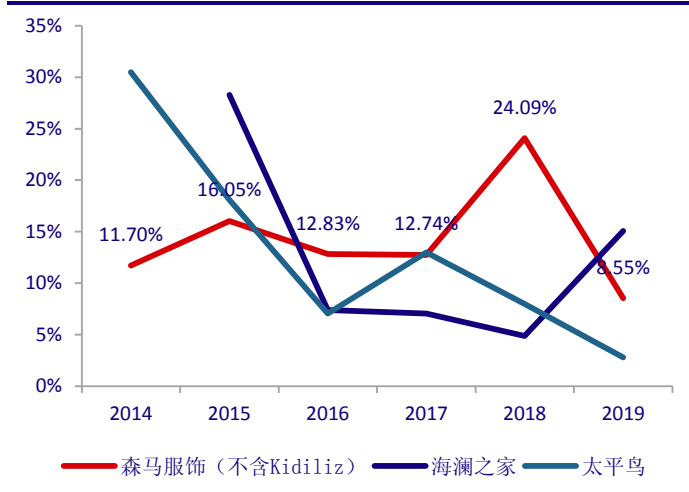
公司营业收入持续上升，并且通过一系列改革，营收增速逆势上升，2019 年达 29.57%。

图 35：2014-2019 营业收入 (亿元)

图 36：2014-2019 营收增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院

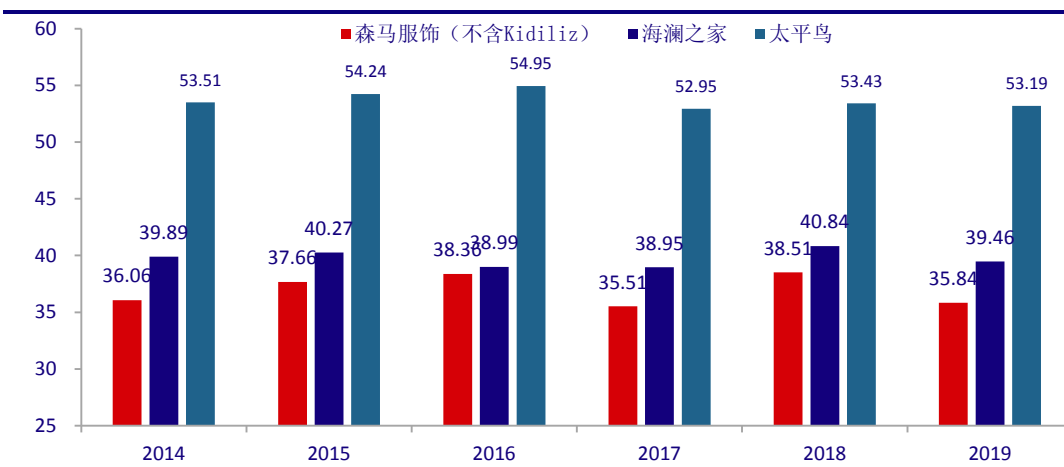


资料来源：wind，中国银河证券研究院

2、毛利率稳中有升

2017 年受促销活动力度较大等因素影响，毛利率降低，2018 年重回上升通道，2019 年毛利率水平再度提升。公司毛利率略低于海澜之家，而太平鸟毛利率远高于前两家。毛利率情况与品牌的市场定位吻合：品牌定位越是大众化，市场规模就越大，但产品同一性导致低溢价，反映为较低的毛利率。

图 37：2014-2019 毛利率（%）



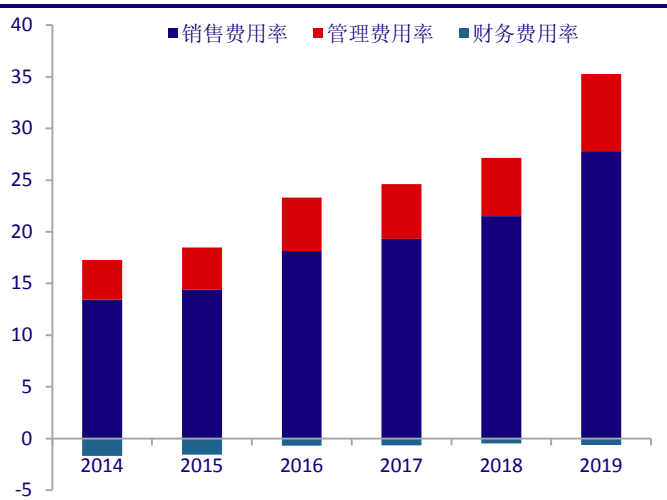
资料来源：wind，中国银河证券研究院

3、期间费用率持续增加

14-19年,森马服饰期间费用率持续上升,主要是受到销售费用率上升的影响。横向来看,

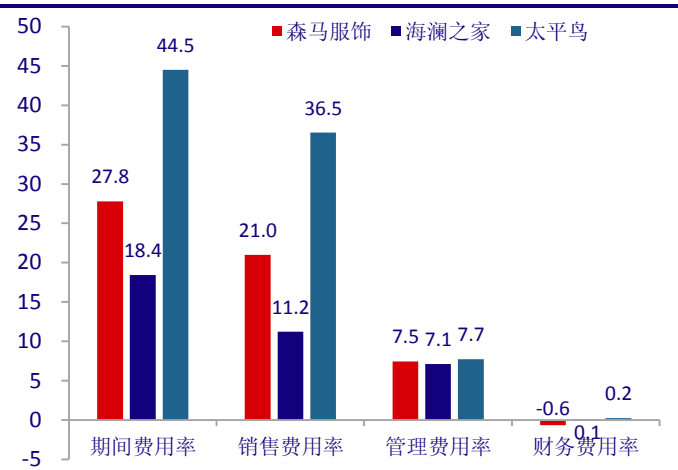
公司期间费用率略高于海澜之家,远低于太平鸟,主要差别也是在于销售费用率。

图 38 : 2014-2019 森马服饰期间费用率 (%)



资料来源:wind, 中国银河证券研究院

图 39 : 2019 年可比公司期间费用率 (%)



资料来源:wind, 中国银河证券研究院

森马服饰的销售费用中,租赁费和广告费是除去工资外占比最高的两大费用。一方面,租赁费快速增长,反映了公司在购物中心增加直营店铺的战略。另一方面,广告宣传费持续上升。

2018年公司登上纽约时装周,强化品牌传播;推进数字化营销,通过微博、抖音等社交平台进行时尚内容输出,提高在年轻人中的品牌认可度。

表 28 : 公司销售费用明细

销售费用明细(亿)	2016年	比例	2017年	比例	2018年	比例	2019年	比例
工资	4.71	32.37%	5.41	30.69%	7.81	30.39%	9.60	23.67%
租赁费	2.77	19.04%	3.36	19.08%	4.63	18.02%	6.46	15.92%
广告宣传费	1.74	11.98%	2.22	12.59%	3.30	12.84%	4.98	12.29%
运杂费	1.25	8.59%	1.67	9.47%	2.20	8.56%	2.97	7.32%
折旧费	0.48	3.30%	0.47	2.65%	0.43	1.67%	0.43	1.05%
社会保险费	0.72	4.95%	0.84	4.76%	1.28	4.98%	2.18	5.38%
装潢修理费	0.40	2.75%	0.54	3.06%	0.74	2.88%	1.15	2.84%
服务费	0.79	5.43%	1.39	7.88%	1.90	7.39%	3.08	7.59%

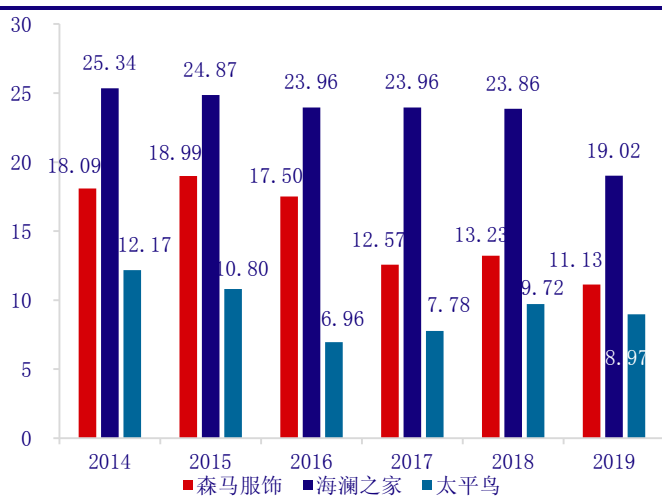
差旅费	0.27	1.86%	0.29	1.64%	0.43	1.67%	0.66	1.64%
水电费	0.23	1.58%	0.26	1.47%	0.34	1.32%	0.39	0.96%
办公费	0.27	1.86%	0.21	1.19%	0.32	1.25%	0.36	0.88%
会务费	0.09	0.62%	0.11	0.62%	0.13	0.51%	0.17	0.43%
联营店铺分成费用					0.45	1.75%	1.65	4.08%
服务外包费					0.31	1.21%	1.39	3.43%
代理品牌商标使用费					0.24	0.93%	0.93	2.28%
劳务费							2.12	5.22%
其他	0.81	5.57%	0.86	4.88%	1.18	4.59%	2.03	5.01%
合计	14.55	100.00%	17.63	100.00%	25.70	100.00%	40.55	100.00%
销售收入 (亿)	106.6717		120.2630		157.1913		193.3677	
销售费用/营业收入	13.64%		14.66%		16.35%		20.97%	

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

4、营业利润/营业收入和净利润率水平受期间费用率影响，总体下降

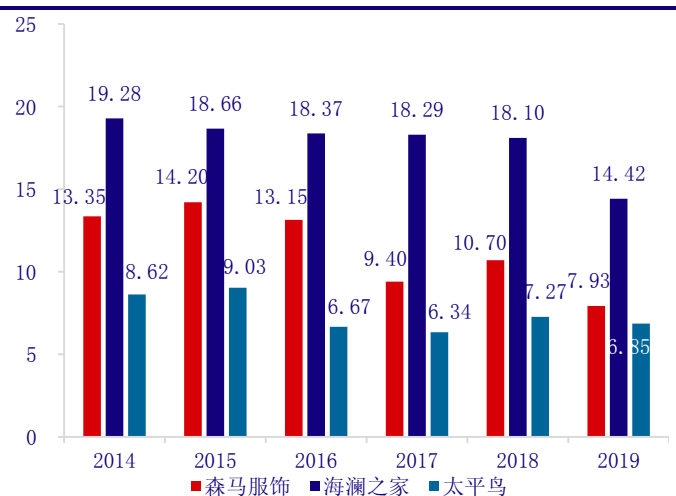
营业利润/营业收入反映了一家公司创造利润的核心能力，净利润率则反映了公司总体盈利能力。2014-19年，森马、海澜之家、太平鸟的上述两个指标都总体下降，主要原因是期间费用率的升高。经历行业危机后，服装龙头公司普遍加强供应链建设和渠道更新，虽然会导致暂时的盈利能力下降，但未来上升可能性很大。

图 40：2014-2019 可比公司营业利润/营业收入 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 41：2014-2019 可比公司净利润率 (%)



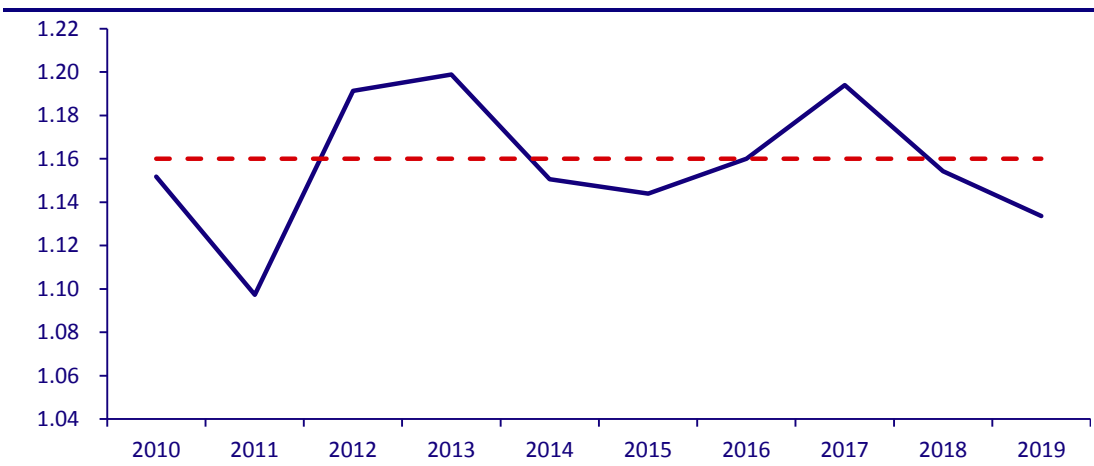
资料来源：wind，中国银河证券研究院

5、利润质量较高

(1)收入现金比率=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

由于营业收入不包含增值税，所以经营活动的现金流入会大于营业收入。对于正常缴纳增值税的企业（假设税率为16%），正常的收入现金比率为116%。由于森马服饰拥有部分境外子公司，其实际增值税率应略高于16%。2010-2019，森马服饰收入现金比率保持在大于1的水平，在1.16附近波动，说明公司的现金流入和营业收入较为匹配，当期收入的绝大部分都收到了现金，收入质量较好。

图 42：2010-2019 森马服饰收入现金比率



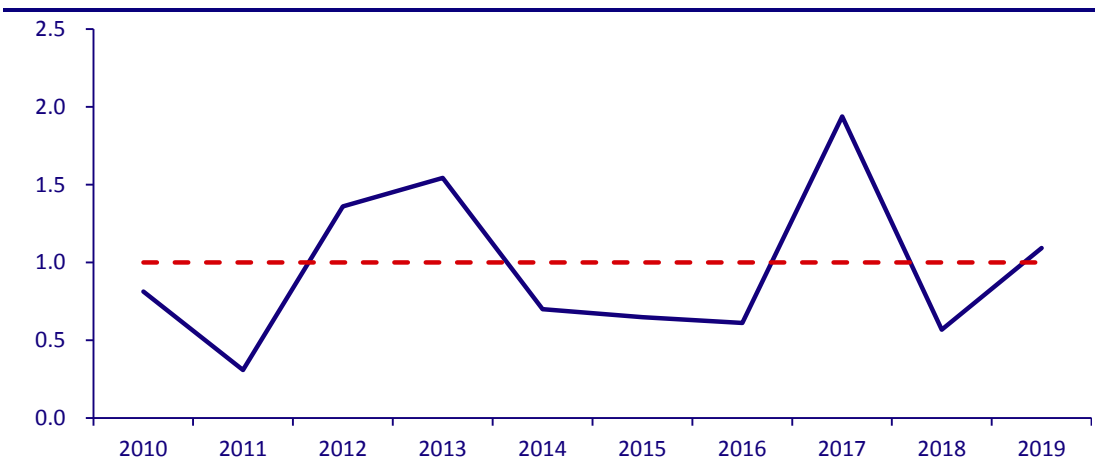
资料来源：wind，中国银河证券研究院

(2)净利润现金比率=经营活动现金净流量/净利润

净利润现金比率反映了公司每产生1元净利润有多少经营活动现金净流量，该比率越大，说明企业产生现金能力越强，企业的净利润质量越高。如果该比例变小，则需要分析原因，企业可能时表面盈利但实际经营困难，则需结合其他科目如公允价值变动损益、投资收益、存货、应收账款、应收票据、预付款项、应付账款、应付票据、预收账款等综合分析。

森马服饰的净利润现金比率波动较大。12-13 年休闲服饰增长较快、市场预期良好，净利润质量升高；14-16 年，服装行业进入调整阶段，下游加盟商因库存压力而出现经营困难，导致公司应收账款增加，公司现金净流量相对减少；18 年主要因公司购买存货增多，净利润现金比率下降，19 年净利润现金比率出现回升趋势。

图 43：森马服饰净利润现金比率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

(五) ROE 水平低于国际快销龙头

2018 年，森马服饰 ROE 为 15.94%，较过去两年有所提升，2019 年该项指标有所回落，主要是由于净利率下滑，而总资产周转率和权益乘数提高。总资产周转率提高的原因在于：(1) 公司通过供应链改革有效提高存货周转率；(2) 加盟商销售情况转好使得应收账款周转率提高。此外，公司近年来逐渐增加财务杠杆，提高了股东的回报率。

横向对比，森马服饰 ROE 在 16-19 年均低于海澜之家和太平鸟。除了由于森马的权益乘数远低于另外两家外，森马的净利率低于海澜之家，主要是因为公司投入大量销售费用，销售费用率远高于海澜之家。国际快销龙头公司 ROE 普遍高于国内公司，主要得益于更高的总资产周转率。这也间接证明了森马服饰改革供应链，提升营运能力策略的合理性。

表 29：可比公司杜邦分析

证券代码	证券名称	ROE (%)				净利率 (%)				总资产周转率 (%)				权益乘数			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
002563.SZ	森马服饰	14.84	11.33	15.94	13.53	13.15	9.40	10.70	7.93	0.87	0.90	1.04	1.17	1.28	1.32	1.42	1.45
603877.SH	太平鸟	22.65	17.17	16.67	15.64	6.67	6.34	7.27	6.85	1.43	1.31	1.20	1.16	2.34	2.05	1.87	1.94
600398.SH	海澜之家	34.07	31.37	28.63	24.18	18.37	18.29	18.10	14.42	0.71	0.74	0.70	0.75	2.61	2.33	2.27	2.20
平均值 1		28.36	24.27	22.65	19.91	12.52	12.32	12.68	10.63	1.07	1.02	0.95	0.96	2.47	2.19	2.07	2.07
9983 JT	迅销	7.30	18.30	19.40	18.00	3.03	6.92	7.95	7.77	1.03	1.06	1.17	1.16	2.07	1.82	2.16	2.04
ITX SM	Inditex	24.86	24.98	23.53	24.40	13.56	13.31	13.19	12.89	1.31	1.31	1.27	1.00	1.48	1.47	1.46	1.90
HMB SS	H&M	30.43	27.10	21.61	23.56	8.36	8.09	6.01	5.78	2.42	1.95	1.87	1.93	1.61	1.78	2.03	2.11
GPS US	GAP	23.28	26.97	28.23	10.59	4.36	5.35	6.05	2.14	2.06	2.03	2.07	1.20	2.62	2.54	2.27	4.13
平均值 2		21.47	24.34	23.19	19.13	7.33	8.42	8.30	7.15	1.71	1.59	1.60	1.32	1.95	1.90	1.98	2.54
002563.SZ	森马服饰	14.84	11.33	15.94	13.53	13.15	9.40	10.70	7.93	0.87	0.90	1.04	1.17	1.28	1.32	1.42	1.45

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

五、公司估值及投资建议

(一) 盈利预测

由于休闲服饰行业目前已处于较为成熟阶段，19 年随着低线城市消费升级，进驻购物中心，店面及净拓店速度将继续提升。品牌毛利率保持稳定，18 年以来随着行业复苏，森马休闲服饰复苏迹象较为明显，但随着休闲服饰竞争越发激烈，国外品牌如优衣库、Zara 等在国内市占率逐渐提高，森马休闲服饰销售有所下滑；考虑到疫情因素，预计 20-22 森马休闲服饰增速较低。

童装行业尚处于成长期，巴拉巴拉做为持续多年市占率第一品牌，龙头效应凸显。公司童装实施多品牌策略，基本覆盖 0-14 岁各年龄段童装。

拟向母公司出售法国童装品牌 Kidiliz，由于欧洲等地疫情的爆发以及经济的波动，短期较难看到明确的复苏趋势，因此此次剥离让公司在未来的业绩确定性大大增强。但考虑到此次剥离进程在价格、时间上仍有较大不确定性，我们仍按照 Kidiliz 仍在公司体内计算，在剥离海外童装品牌大大提升业务确定性后，我们认为目前估值已基本能反映疫情的影响，建议持续关注低估值位置和龙头溢价价值，我们给予“推荐”评级。我们预计 2020-2022 年公司整体营收分别为 192.91/217.25/238.68 亿元，同比增长 -0.24/12.62/9.86%。归母净利润分别为 13.28/15.76/18.20 亿元，对应增速 -14.31/18.68/15.51%。

表 30：各业务收入毛利预测（万元、%）

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
休闲服饰									
收入	490,320	540,620	560,091	563,427	679,161	654,434	646,475	704,800	767,341
YOY	4.69%	10.26%	3.60%	0.60%	20.54%	-3.64%	-1.22%	9.02%	8.87%
毛利率	32.80%	35.64%	34.80%	29.31%	36.98%	35.60%	31.00%	33.00%	33.00%
总店数	3,542	3,477	3,674	3,628	3,830	3,766	3,916	4,066	4,216
单店收入	138.43	155.48	152.45	155.30	177.33	173.77	165.09	173.34	182.01
YOY		12.32%	-1.95%	1.87%	14.18%	-2.00%	-5.00%	5.00%	5.00%

儿童服饰									
收入	316,711	395,282	500,110	632,154	882,470	1,266,339	1,269,691	1,454,173	1,605,197
YOY	24.91%	24.81%	26.52%	26.40%	39.60%	43.50%	0.26%	14.53%	10.39%
毛利率	42.01%	41.09%	42.87%	41.52%	42.23%	46.06%	44.00%	45.00%	45.00%
总店数	3,542	3,477	4,578	4,795	6,075	6,491	6,641	6,791	6,941
单店收入	89.42	113.68	109.24	131.84	145.26	195.09	191.19	214.13	231.26
YOY		27.14%	-3.91%	20.68%	10.18%	34.30%	-2.00%	12.00%	8.00%
其他收入									
收入	7,683	9,543	6,516	7,049	10,282	12,904	12,904	13,549	14,226
YOY	2.61%	24.21%	-31.72%	8.18%	208.75%	25.50%	0.00%	5.00%	5.00%
总收入									
收入	814,713	945,445	1,066,717	1,202,630	1,571,913	1,933,677	1,929,069	2,172,522	2,386,764
YOY	11.70%	16.05%	12.83%	12.74%	30.71%	23.01%	-0.24%	12.62%	9.86%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 公司估值

1、相对估值：内在价值区间 9.84-14.76 元

我们选取国内外童装、休闲服饰行业的可比公司进行市盈率对比分析。公司目前的股价（7.43 元，7 月 31 日）对应 PE（TTM）16.44 倍，而国内休闲服饰可比公司均值为 12.57 倍、童装可比公司均值为 57.74 倍，国外休闲服饰可比公司均值 21.52 倍。我们认为以 2020 年 20-30 倍 PE 计算，公司内在价值区间为 9.84-14.76 元的理由有：1）公司童装品牌巴拉巴拉稳坐国内童装市占率多年（2019 年 6.9%），且超过第二名安踏（1.6%）5.3PCT，在童装市场增速较高、母婴童消费景气度较高的背景下，公司童装板块业绩十分值得期待；2）公司休闲服饰板块经过多年品牌经营、升级供应链管理、丰富渠道运营，已形成成熟的经营模式，预计业绩将稳中有升；3）公司拥有成熟的品牌运营经验，近年来代理国际知名童装、休闲装品牌，丰富公司品牌矩阵，拓宽品牌适应人群，不断满足消费者精细化的消费需求。

表 31：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	TTM	2020E	2021E	2022E
603877.SH	太平鸟	13.26	14.12	12.09	10.82
600398.SH	海澜之家	10.57	11.01	8.43	7.40
	平均值 1	11.92	12.57	10.26	9.11

002875.SZ	安奈儿	49.07	66.04	38.85	30.96
002762.SZ	金发拉比	42.54	49.43	46.29	40.88
	平均值 2	45.80	57.74	42.57	35.92
9983.JT	迅销	63.53	64.22	36.62	30.47
ITX.SM	Inditex	28.21	40.64	21.86	19.13
HMB.SS	H&M	45.7	415.24	21.24	16.99
GPS.US	GAP	8.03	-117.48	13.15	12.2
CRL.N	Carter's	17.73	27.51	14.13	14.47
8227.T	shimamura	34.66	21.56	18.67	18.45
	平均值 2	32.98	75.28	20.95	18.62
002563.SZ	森马服饰	12.81	15.10	12.72	11.02

资料来源：Wind、Bloomberg，中国银河证券研究院

2、绝对估值：内在价值区间 14.39-17.64 元

我们采用三节阶段自由现金流折现模型对公司进行估值：

1) 自由现金流 (FCF) = 经营现金流量 - 营运资本增加 - 资本性支出增加

2) 股权成本 = $R_f + \beta(R_m - R_f)$

3) WACC = 债权成本 * (1 - 税率) * D / (D + E) + 股权成本 * E / (D + E)

4) 采用三阶段模型。第一阶段清晰预测期为 2020-2022 年；第二阶段过渡期为 2023-2032 年；第三阶段为永续期。

5) 自由现金流折现公式：
$$PV = \frac{FCF_1}{1+K} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \frac{FCF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{TCF}{(K-g)(1+K)^{(n-1)}}$$

表 32：自由现金流折现模型假设

过渡期增长率	7%-0%
永续增长率	0%
无风险收益率	2.25% (1 年期国债到期收益率)
市场要求收益率	9.05% (过去 10 年全部 A 股平均 ROE)
债权成本	7.38%
β 值	0.91

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们按照上述假设，用三阶段自由现金流折现模型对公司进行了绝对估值，并对公司股票

价值与资金加权成本和永续增长率进行了敏感性分析。我们预测第三阶段公司自由现金流现值

为 17,421.81 亿元，企业价值是 41,252.18 亿元。按当前总股本计算，公司每股内在价值为 15.93 元。考虑敏感性分析的永续增长率和 WACC 的变动，公司股票内在价值区间为 14.39-17.64 元。

表 33：敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
5.20%	26.41	26.41	26.41	26.41	26.41	26.41	26.41	26.41	26.41	26.41	26.41
5.71%	23.88	23.88	23.88	23.88	23.88	23.88	23.88	23.88	23.88	23.88	23.88
6.29%	21.59	21.59	21.59	21.59	21.59	21.59	21.59	21.59	21.59	21.59	21.59
6.91%	19.52	19.52	19.52	19.52	19.52	19.52	19.52	19.52	19.52	19.52	19.52
7.61%	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64	17.64
8.37%	15.93	15.93	15.93	15.93	15.93	15.93	15.93	15.93	15.93	15.93	15.93
9.20%	14.39	14.39	14.39	14.39	14.39	14.39	14.39	14.39	14.39	14.39	14.39
10.12%	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00
11.14%	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75
12.25%	10.61	10.61	10.61	10.61	10.61	10.61	10.61	10.61	10.61	10.61	10.61
13.47%	9.59	9.59	9.59	9.59	9.59	9.59	9.59	9.59	9.59	9.59	9.59

资料来源：中国银河证券研究院

(三) 投资建议：“推荐”

20Q1 营业收入 27.38 亿元，同比下降 33.51%；归属于上市公司股东的净利润 1,748.25 万元，同比下降 94.96%；扣非归母净利润-2,591.31 万元。毛利率 41.11%，同比下降 0.57PCT，净利率 0.56%，同比下降 7.8PCT。受疫情影响，预计 20 年上半年营业收入较去年同期减少，境内业务利润下降，境外业务亏损增加，预计 20 年上半年净利润为正，同比下降 70-90%。

目前公司线上渠道零售情况恢复良好，线下渠道 3 月份随着国内疫情情况得到有效控制，线下门店的流量明显恢复，门店终端零售好转，预期 4 月份会取得更好的恢复，随着疫情得到控制和好转，各地的复工复学后，会产生消费需求的释放。公司拟向母公司出售法国童装品牌 Kidiliz，由于欧洲等地疫情的爆发以及经济的波动，短期较难看到明确的复苏趋势，因此此

次剥离让公司在未来的业绩确定性大大增强。

在剥离海外童装品牌大大提升业务确定性后,我们认为目前估值已基本能反映疫情的影响,由于此次剥离进程在价格、时间上仍有较大不确定性,我们仍按照 Kidliz 仍在公司体内计算,预计公司 2020-2022 年收入为 192.91/217.25/238.68 亿元,同比增速-0.24/12.62/9.86%,归母净利润为 13.27/15.76 亿元,同比增速-14.31/18.68/15.51%,EPS 为 0.49/0.58/0.67 元,对应 PE 为 15.10/12.72/11.02 倍。建议持续关注低估值位置和龙头溢价价值,给予“推荐”评级。

六、风险提示

存货跌价损失大幅增加的风险、新品牌推广销售不及预期的风险、终端消费回暖不及预期的风险等。

七、附录

附表 1：公司财务报表 (单位：百万元)

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产					营业收入	19,336.77	19,290.69	21,725.22	23,867.64
现金	2,179.66	3,045.19	1,640.06	3,067.45	营业成本	11,112.73	11,638.21	12,790.74	14,043.93
应收账款	1,952.68	1,973.22	1,943.32	2,467.49	营业税金及附加	127.48	127.18	143.23	157.35
其它应收款	220.58	191.75	219.60	243.67	营业费用	4,055.34	4,051.05	4,562.30	5,012.20
预付账款	202.76	247.09	184.27	289.81	管理费用	1,029.29	964.53	1,042.81	1,145.65
存货	4,417.49	4,108.85	3,852.26	4,897.23	财务费用	-122.73	-32.85	-33.87	-34.12
其他	2,012.72	200.84	200.84	200.84	资产减值损失	-619.22	700.00	600.00	600.00
非流动资产					公允价值变动收益	10.84	10.00	10.00	10.00
长期投资	3.62	-	50.00	100.00	投资净收益	49.92	50.00	50.00	50.00
固定资产	1,985.68	2,237.01	2,955.57	3,553.51	营业利润	2,152.45	1,752.57	2,080.01	2,402.63
无形资产	786.68	723.36	723.36	723.36	营业外收入	6.34	-	-	-
其他	2,137.59	1,494.08	1,353.96	1,234.46	营业外支出	29.53	-	-	-
资产总计	15,637.77	15,400.02	16,572.53	17,394.59	利润总额	2,129.26	1,732.57	2,060.01	2,382.63
流动负债					所得税	595.36	418.14	500.00	580.66
短期借款	174.57	266.92	-	-	净利润	1,533.90	1,314.43	1,560.01	1,801.97
应付账款	3,058.45	2,671.24	3,398.01	3,272.28	少数股东损益	-15.50	-13.31	-15.79	-18.24
其他	382.34	402.04	375.34	445.62	归属母公司净利润	1,549.40	1,327.74	1,575.80	1,820.21
非流动负债					EBITDA	2,350.87	1,802.44	2,128.86	2,331.73
长期借款	156.95	-	-	-	-EPS (元)	0.58	0.49	0.58	0.67
其他	655.32	695.32	695.32	695.32					
负债合计	4,427.63	4,035.53	4,468.67	4,413.23	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	46.90	29.66	16.35	0.56	营业收入	19,336.77	19,290.69	21,725.22	23,867.64
归属母公司股东	11,145.83	11,764.75	12,517.42	13,410.71	营业利润	2,152.45	1,752.57	2,080.01	2,402.63
负债和股东权益	15,620.36	15,829.93	17,002.44	17,824.50	归属母公司净利润	1,549.40	1,327.74	1,575.80	1,820.21
现金流量表					毛利率	42.53%	39.67%	41.12%	41.16%
经营活动现金流					净利率	7.92%	6.81%	7.18%	7.55%
净利润	1,503.35	1,269.43	1,515.01	1,756.97	ROE	13.15%	10.61%	11.75%	12.60%
折旧摊销	372.92	121.56	121.56	2.06	ROIC	15.32%	15.95%	19.97%	17.77%
财务费用	11.53	-51.69	-52.71	-52.96	资产负债率	26.20%	26.96%	25.37%	26.94%
投资损失	635.61	-700.00	-600.00	-600.00	净负债比率	34.22%	35.65%	32.91%	35.78%
营运资金变动	-875.23	1,021.52	-1,754.19	1,061.73	流动比率	3.28	3.04	3.17	2.89
其它	28.66	-	-	-	速动比率	1.99	1.97	1.80	1.79
投资活动现金流					总资产周转率	1.26	1.16	1.25	1.25
资本支出					应收帐款周转率	9.80	9.93	8.80	10.04
长期投资	2.29	-	-	-	应付帐款周转率				
其他	1.76	-15.00	-15.00	-15.00	每股收益	0.57	0.49	0.58	0.67
筹资活动现金流					每股经营现金	0.63	0.62	-0.29	0.80
短期借款	-	-266.92	-0.00	-0.00	每股净资产	4.37	4.64	4.97	5.35
长期借款	-	-	-	-	P/E	12.96	15.10	12.72	11.02
其他	5.24	-	-	-	P/B	1.70	1.60	1.50	1.39
现金净增加额	303.26	865.53	-1,405.13	1,427.40	P/S	1.04	1.04	0.92	0.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

插图目录

图 1：森马品牌风格展示.....	1
图 2：巴拉巴拉品牌风格展示.....	1
图 3：公司店铺数量及店效（间，千元）.....	3
图 4：公司各渠道销售占比.....	3
图 5：森马服饰股权结构.....	4
图 6：森马服饰管理层.....	4
图 7：销售人员人均薪酬对比（万元）.....	6
图 8：管理人员人均薪酬对比（万元）.....	6
图 9：森马服饰加盟商管理模式.....	10
图 10：服装鞋履市场 CR10.....	12
图 11：服装鞋履市场中森马服饰市占率(%).....	12
图 12：H&M 中国区营业收入及门店数量.....	13
图 13：快时尚品牌神话在中国衰落.....	13
图 14：童装行业市场规模及增速比较.....	16
图 15：婴童人口总数及比例.....	16
图 16：中、美、日儿童服饰市场集中度对比.....	16
图 17：儿童服饰主要公司市占率变化.....	16

图 18 : Carter's 发展路径.....	18
图 19 : 公司儿童服饰和休闲服饰收入及增速.....	19
图 20 : 公司儿童服饰收入/总收入情况.....	19
图 21 : 公司童装与国际品牌收入对比.....	21
图 22 : 公司童装与国际品牌收入增速比较.....	21
图 23 : 2014-2019 研发支出/营业收入	23
图 24 : 2019 年同行业公司研发情况对比.....	23
图 25 : 森马服饰线上销售和线上零售总额增速对比.....	25
图 26 : 深圳、杭州生活方式旗舰店风格展示.....	28
图 27 : 温州森活之家概念图展示.....	29
图 28 : 森马服饰存货情况.....	33
图 29 : 公司分季度存货规模及同比增速 (亿元)	33
图 30 : 公司 17 年大幅处理过季库存 (单位 : % , 亿元)	34
图 31 : 森马服饰存货管理情况.....	35
图 32 : 森马服饰议价能力 (%)	39
图 33 : 森马服饰应付、应收账款周转天数 (天)	40
图 34 : 森马服饰与申万服装家纺行业资产负债率对比.....	41
图 35 : 2014-2019 营业收入 (亿元)	41
图 36 : 2014-2019 营收增速	41
图 37 : 2014-2019 毛利率 (%)	42
图 38 : 2014-2019 森马服饰期间费用率 (%)	43

图 39 : 2019 年可比公司期间费用率 (%)	43
图 40 : 2014-2019 可比公司营业利润/营业收入 (%)	44
图 41 : 2014-2019 可比公司净利润率 (%)	44
图 42 : 2010-2019 森马服饰收入现金比率.....	45
图 43 : 森马服饰净利润现金比率.....	46

表格目录

表 1 : 存货分类 (单位 : 百万元)	2
表 2 : 阿米巴模式优势.....	5
表 3 : 第二期限制性股票激励计划解锁安排.....	6
表 4 : 公司员工培训计划.....	7
表 5 : 公司股利支付情况.....	9
表 6 : 森马服饰货币资金与有息负债情况 (单位 : 亿元)	9
表 7 : 公司加盟商管理政策.....	10
表 8 : 公司资金占用费收取情况.....	11
表 9 : 婴童装品牌类别.....	17
表 10 : 公司儿童服饰和休闲服饰盈利情况对比.....	20
表 11 : 公司休闲服饰业务与国际知名休闲服饰品牌店效对比 (单位 : 百万)	20
表 12 : 公司儿童服饰业务与国际童装品牌店效对比 (单位 : 百万)	21

表 13：森马服饰品牌概况.....	22
表 14：公司部分品牌拓展婴幼儿童品类.....	23
表 15：公司研发情况	24
表 16：服装行业渠道发展阶段.....	24
表 17：森马电商定位变化.....	26
表 18：休闲服饰公司门店数量对比.....	27
表 19：2011-2019 公司前 5 大供应商采购金额（单位：亿）.....	29
表 20：森马服饰订货制度改革.....	30
表 21：2011-2019 存货结构（单位：百万元）.....	32
表 22：公司预计负债情况.....	36
表 23：服装企业一般去库存的方法.....	36
表 24：公司存货跌价准备.....	37
表 25：基本假设	38
表 26：电商渠道成本收入结构.....	38
表 27：公司财务杠杆情况.....	41
表 28：公司销售费用明细.....	43
表 29：可比公司杜邦分析.....	47
表 30：各业务收入毛利预测（万元、%）.....	48
表 31：可比公司估值情况.....	49
表 32：自由现金流折现模型假设.....	50
表 33：敏感性分析	51

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由

分析师给出。

林相宜，纺织服装行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层 深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn