

森马服饰 (002563.SZ)

童装正当时，休闲装改革显成效

童装+休闲装双龙头公司。森马服饰立足休闲服饰主业，将业务向童装、电商业务拓展。旗下拥有休闲装“森马”和童装“巴拉巴拉”两大核心品牌(2018年H1收入占比分别为47%/52%)。经营模式以加盟为主，线上线下全渠道布局，线下拥有门店直营/加盟门店766/8098家，2018H1收入占比为16%/55%/29%。童装业务持续快速增长，休闲装业务历经改革后当前成效初显，2018年公司营业收入/归母净利润分别为157.2/16.9亿元，同比增长30.7%/48.7%。

童装业务：作为最早涉足童装领域的企业之一，森马童装业务的核心优势在于：1)产品端，持续研发投入保证产品创新，公司研发投入不断增加，研发费用率维持在2%-3%之间；2)供应链端。加强与大型优质供应商(申洲、溢达等)合作，保证产品质量；3)渠道端，巴拉巴拉品牌具备先发优势，入驻大部分购物中心，形成线上线下全渠道运营，终端网点数量已发展到4981家(购物中心店1500家左右)4)品牌端，通过获取TCP旗下品牌在中国(包括港澳台地区)的经营权、收购Kidiliz集团完善品牌矩阵，打开市场空间。我们预计童装业务2018-2020年实现营业收入80.4/94.4/110.7亿元，同比增速为27%/17%/17%。

休闲装业务：优化供应商，打造快反供应链，实现了长周期的4次订货转变成短周期的8次订货，由期货转为期货+现货的制度，现货占比达20%+；调整渠道结构，形成专卖店、百货店、购物中心、奥特莱斯及电子商务全渠道发展格局，2018H1门店数量为3883个(购物中心门店500家左右)。我们预计2018年森马品牌同店实现高个位数增长，2018-2020年休闲装实现收入67.3/73.4/79.8亿元，同增19%/9%/8%。

电商业务：在流量红利趋缓的大背景下森马借助其品牌优势能够获取流量支持保持快速增长。当前电商业务收入占比达30%，我们预计2018年公司电商业务收入增速在30%左右，达40亿+。电商平台已从库存清理的功能转化为线下库存清理+线上专供品(占比50%)模式，此外配套推进的电商产业园、物流项目推进线上线下业务融合。

盈利预测与投资建议：作为休闲装和童装的双龙头公司，森马服饰童装业务国际化布局持续推进，品类矩阵得到完善，巴拉巴拉品牌龙头优势基础上维持高速增长。休闲装业务经历产品、供应链升级恢复增长。预计公司2018-2020年实现净利润16.9/19.5/22.5亿元，对应19年PE16倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：终端零售景气度下滑风险；童装TCP品牌开展不及预期风险；渠道扩张速度不及预期风险；海外业务发展不顺风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,667	12,026	15,716	19,970	22,557
增长率 yoy (%)	12.8	12.7	30.7	27.1	13.0
归母净利润(百万元)	1,427	1,138	1,693	1,951	2,249
增长率 yoy (%)	5.7	-20.2	48.8	15.2	15.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.53	0.42	0.63	0.72	0.83
净资产收益率(%)	14.0	11.2	15.1	16.4	17.0
P/E(倍)	21.9	27.4	18.4	16.0	13.9
P/B(倍)	3.12	3.09	2.80	2.64	2.37

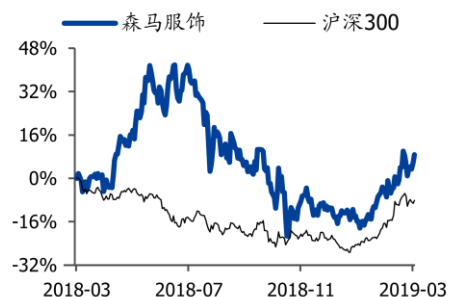
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	服装家纺
最新收盘价	11.56
总市值(百万元)	29,644.33
总股本(百万股)	2,699.85
其中自由流通股(%)	68.11
30日日均成交量(百万股)	9.03

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	8976	8948	12491	14526	15959	营业收入	10667	12026	15716	19970	22557
现金	2441	1287	2983	4095	4834	营业成本	6575	7756	9943	12512	14097
应收账款	1944	1422	2507	2818	3197	营业税金及附加	88	83	118	148	170
其他应收款	96	81	142	146	176	营业费用	1455	1763	2224	2889	3260
预付账款	142	134	229	232	288	管理费用	552	639	834	1058	1184
存货	2203	2384	2991	3595	3824	财务费用	-73	-79	-10	40	54
其他流动资产	2149	3640	3640	3640	3640	资产减值损失	290	466	582	719	812
非流动资产	3972	4695	4906	5422	5647	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	12	10	-4	-86	-138	投资净收益	87	79	58	19	36
固定投资	1186	1115	1771	2376	2665	营业利润	1866	1511	2085	2623	3018
无形资产	468	447	480	521	574	营业外收入	22	11	195	0	0
其他非流动资产	2306	3123	2659	2611	2546	营业外支出	13	9	11	25	28
资产总计	12948	13643	17396	19949	21606	利润总额	1876	1514	2269	2598	2990
流动负债	2307	2878	5704	7628	7968	所得税	473	383	590	664	763
短期借款	30	21	1747	3084	3105	净利润	1402	1130	1679	1933	2226
应付账款	1216	1898	2425	3136	3129	少数股东收益	-24	-7	-14	-18	-23
其他流动负债	1061	960	1531	1408	1734	归属母公司净利润	1427	1138	1693	1951	2249
非流动负债	642	647	558	519	516	EBITDA	1992	1660	2439	2822	3273
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.53	0.42	0.63	0.72	0.83
其他非流动负债	642	647	558	519	516	主要财务比率					
负债合计	2949	3526	6262	8147	8485	会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	6	16	2	-16	-39	成长能力					
股本	2694	2689	2700	2700	2700	营业收入 (%)	12.8	12.7	30.7	27.1	13.0
资本公积	2544	2500	2500	2500	2500	营业利润 (%)	3.9	-19.0	38.0	25.8	15.1
留存收益	4800	4932	5599	6372	7205	归属母公司净利润 (%)	5.7	-20.2	48.8	15.2	15.3
归属母公司股东收益	9993	10101	11132	11818	13160	盈利能力					
负债和股东权益	12948	13643	17396	19949	21606	毛利率 (%)	38.4	35.5	36.7	37.3	37.5
现金流量表 (百万元)						净利率 (%)	13.4	9.5	10.8	9.8	10.0
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	14.0	11.2	15.1	16.4	17.0
经营活动现金流	857	2191	1071	1795	2101	ROIC	13.4	10.8	12.9	13.1	13.9
净利润	1402	1130	1679	1933	2226	偿债能力					
折旧摊销	187	183	181	184	229	资产负债率 (%)	22.8	25.8	36.0	40.8	39.3
财务费用	-73	-79	-10	40	54	净负债比率 (%)	-23.9	-12.3	-11.1	-8.6	-13.2
投资损失	-87	-79	-58	-19	-36	流动比率	3.9	3.1	2.2	1.9	2.0
营运资金变动	-888	-490	-727	-336	-375	速动比率	2.9	2.3	1.7	1.4	1.5
其他经营现金流	315	545	8	-8	2	营运能力					
投资活动现金流	-338	-1859	-341	-674	-420	总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
资本支出	492	816	607	616	267	应收账款周转率	6.1	7.1	8.0	7.5	7.5
长期投资	153	-1058	14	9	52	应付账款周转率	6.4	5.0	4.6	4.5	4.5
其他投资现金流	307	-2101	280	-49	-100	每股指标 (元/股)					
筹资活动现金流	-640	-1043	-782	-1345	-963	每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.42	0.63	0.72	0.83
短期借款	30	-10	-21	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.37	0.23	0.40	0.66	0.78
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.70	3.74	4.12	4.38	4.87
普通股增加	-1	-4	10	0	0	估值指标 (倍)					
资本公积增加	-12	-44	0	0	0	P/E	21.9	27.4	18.4	16.0	13.9
其他筹资现金流	-657	-985	-771	-1345	-963	P/B	3.12	3.09	2.80	2.64	2.37
现金净增加额	-120	-712	-51	-225	718	EV/EBITDA	14.50	18.1	12.3	10.7	9.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

公司概况：休闲装+童装双龙头企业	5
休闲装+童装双核心品牌驱动业绩增长	5
股权结构稳定，激励充足	7
公司亮点：童装+电商高增长，休闲装改革红利释放	8
童装：国内龙头，稳定高增长	8
童装市场空间足，竞争格局有望优化	8
巴拉巴拉：童装地位稳固，优化增长	9
并购扩张：完善童装品牌矩阵，打开业务空间	12
休闲服饰：改革成效逐渐显现	14
电商业务：优势明显，高速增长	16
财务分析：存货负担减轻，现金流大幅改善	18
运营情况：三大角度看库存好转	18
盈利水平：毛利率有提升空间	19
盈利预测与投资建议	20
盈利预测	20
估值与投资建议	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：森马服饰品牌矩阵	5
图表 2：森马服饰品牌简介	5
图表 3：森马服饰门店数量（家）	6
图表 4：森马服饰渠道管理模式	6
图表 5：2013-2018 年森马服饰营业收入及增长率（亿元，%）	6
图表 6：2013-2018 年森马服饰归母净利润及增长率（亿元，%）	6
图表 7：森马和巴拉收入占比（%）	7
图表 8：森马品牌及巴拉巴拉毛利率（%）	7
图表 9：森马服饰股权结构	7
图表 10：我国童装市场规模及增速（亿元，%）	8
图表 11：我国 2002 年-2017 年 0-14 岁人口占比及出生率	8
图表 12：2007 年-2017 年我国童装 CR5 市占率	9
图表 13：2017 年各国童装 CR10 市占率	9
图表 14：“巴拉巴拉”品牌	10
图表 15：2017 年我国童装市场 CR5 品牌及市占率（%）	10
图表 16：巴拉巴拉品牌门店数量及单店面积（家）	10
图表 17：“巴拉巴拉”品牌营业收入及增速（百万元，%）	10
图表 18：森马服饰 2013-2018H1 年研发支出情况	11
图表 19：各童装公司 2017 年研发支出/总营收	11
图表 20：巴拉巴拉品牌平效（元/平）	11
图表 21：巴拉巴拉购物中心门店	12
图表 22：TCP 天猫旗舰店产品	13
图表 23：Kidiliz 旗下品牌门店	13

图表 24: 森马休闲服饰.....	14
图表 25: 森马品牌门店数量及单店面积 (家)	14
图表 26: 森马品牌营业收入及增速 (百万元, %)	14
图表 27: 森马品牌品牌平效 (元/平)	15
图表 28: 森马购物中心门店	16
图表 29: 森马服饰电商收入及增速 (百万元, %)	16
图表 30: 森马服饰电商收入增速及行业平均水平对比 (%)	16
图表 31: 森马天猫旗舰店首页	17
图表 32: 森马物流项目	17
图表 33: 森马服饰存货及应收账款 (亿元)	18
图表 34: 森马服饰单季度资产减值损失及增长率 (亿元, %)	18
图表 35: 森马服饰应收账款周转天数 (天)	19
图表 36: 森马服饰经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	19
图表 37: 2013-2018Q3 年各大众服饰公司毛利率 (%)	19
图表 38: 森马服饰单季度毛利率 (%)	19
图表 39: 森马服饰销售/管理费用率及净利率水平 (%)	20
图表 40: 各服饰公司管理+费用率水平 (%)	20
图表 41: 公司收入拆分和预测 (百万元, %)	21
图表 42: 绝对估值敏感性分析	21
图表 43: 可比公司估值表	22

公司概况：休闲装+童装双龙头企业

休闲装+童装双核心品牌驱动业绩增长

森马服饰是以系列成人休闲服饰和儿童服饰为主导产品的品牌服饰公司，公司立足主业，大力推动主营业务向儿童产业、电商产业和投资性产业的延伸，未来将逐步创造四大产业集群共同发展的新格局。目前公司旗下拥有“森马”和“巴拉巴拉”两大核心品牌，同时，公司通过内部培育及外部引入多元新兴品牌，打造和完善现有品牌矩阵。

图表 1：森马服饰品牌矩阵



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

通过长期投入和精心培育，两大品牌已成为休闲服饰及童装行业的领先品牌。公司核心品牌“森马”创立于1996年，以16-30岁追求时尚和潮流的年轻人作为目标消费人群。“巴拉巴拉”品牌创立于2002年，定位为专业、时尚童装，主要面向0~14岁中产阶级及小康家庭的童装消费群体，目前童装品牌已在全国成为市占率第一的龙头品牌。

图表 2：森马服饰品牌简介



品牌名称：森马
风格：年轻、时尚、活力、高性价比的大众休闲服饰
定位人群：16-30岁追求时尚、潮流的年轻人。
加价倍率：3-3.5



品牌名称：巴拉巴拉
风格：专业、时尚、活力的儿童服饰面向
定位人群：0-14岁儿童消费群体，产品定位在中等收入小康之家。
加价倍率：3-4

资料来源：森马服饰官网，国盛证券研究所

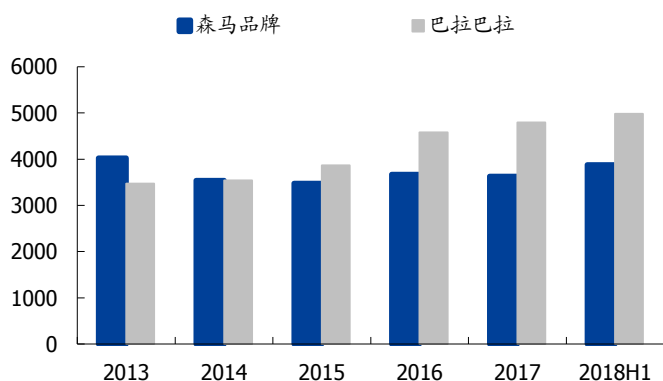
公司采用自主研发设计+生产外包的轻资产经营模式，专注各品牌的设计研发环节和终端销售与推广。在生产环节，通过与供应商的长期合作配套严格的供应商甄选、考核和

淘汰制度，建立起了一套与自身经营模式相适应的供应链体系，保证产出产品的质量。

在销售模式上，公司线下以特许加盟渠道为主，直营为辅，线上采用电商直营模式。截止2018年H1，公司拥有直营/加盟门店766/8098家，公司2018H1线下直营渠道和加盟渠道分别实现收入8.2/30.7亿元，电商实现收入16.0亿元，三者分别占公司收入比例为16%/55%/29%。

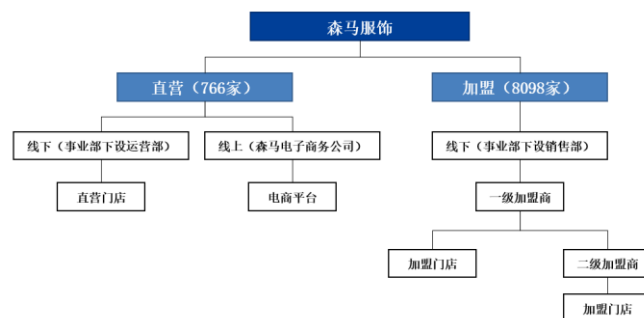
两大品牌的加盟店由两大事业部下属销售部门进行管理，公司通过森马与巴拉巴拉两个事业部的销售部对一级加盟商实行直接管理，一级加盟商对二级加盟商进行直接管理，公司对二级加盟商则是实行以店铺准入、质量控制和窗口指导为主的间接管理，直营渠道则由各自品牌事业部下属运营部进行直接管理。

图表3：森马服饰门店数量（家）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

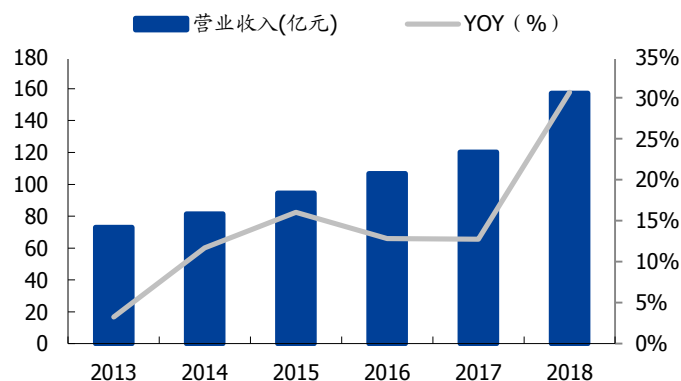
图表4：森马服饰渠道管理模式



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

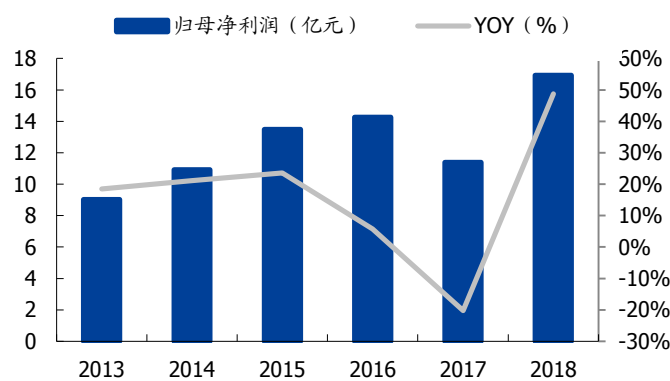
公司2012年以来营业收入维持较为稳定增长，2012-2018年营业收入CAGR为12.1%。2016-2017年公司适应时尚潮流变化趋势，对供应链进行改革，同时处理经销渠道库存营销业绩增速。2017年改革接近尾声，成效逐渐显现，公司业绩迎来拐点。2018年公司营业收入/归母净利润分别为157.2/16.9亿元，同比增长30.7%/48.7%。

图表5：2013-2018年森马服饰营业收入及增长率（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：2013-2018年森马服饰归母净利润及增长率（亿元，%）

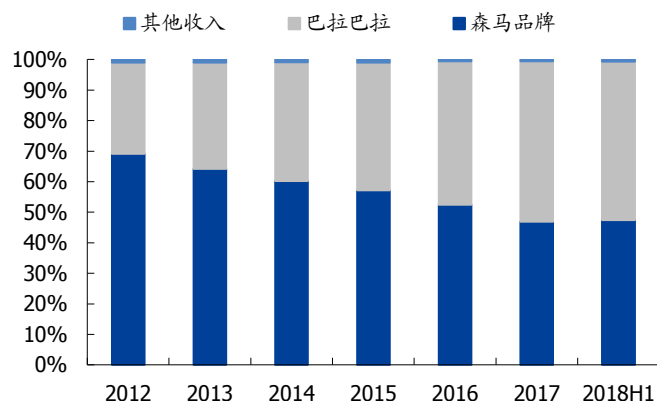


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

从收入构成上看，童装和休闲装收入是公司营收核心构成部分。童装收入占比提升明显，2018年公司童装业务占总收入比例已超过50%。从毛利率水平来看，公司整体毛利率在2017年和2018年Q1-Q3分别为35.5%/38.8%，公司童装业务毛利率基本维持稳定，休闲装业务毛利率水平近三年有所下滑，与公司折扣力度波动有关，随着休闲装业务调

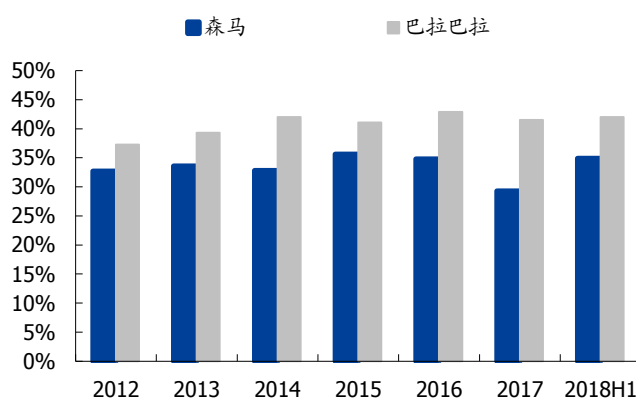
整，2018年H1森马品牌毛利率回升至34.9%。

图表7：森马和巴拉收入占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表8：森马品牌及巴拉巴拉毛利率（%）

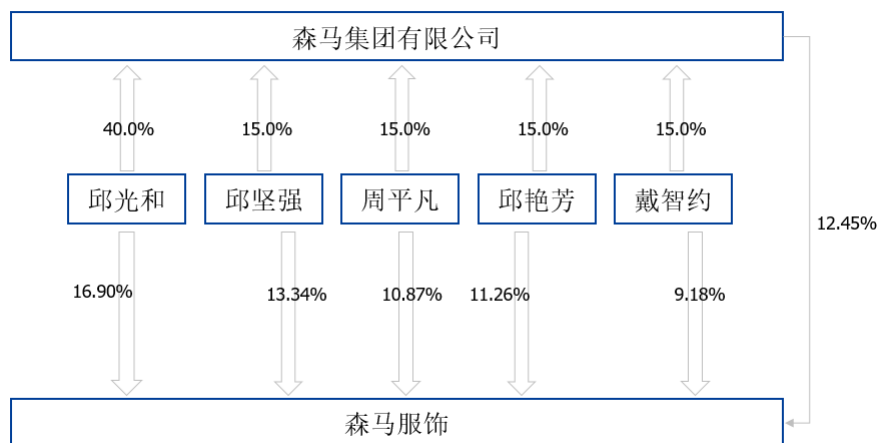


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股权结构稳定，激励充足

公司股权结构稳定，股权相对集中，主要为邱氏家族控股。截止2019年2月，公司前五大股东通过直接持有公司股份64.82%，通过持有森马集团有限公司100%股份进而间接持有公司股份12.45%，公司控股股东为邱光和，直接和间接持有公司21.88%的股权。

图表9：森马服饰股权结构



资料来源：公司年报，国盛证券研究所绘制

公司激励机制完善，一方面推进“阿米巴”经营管理，完善合伙人制度；另一方面，持续推出股权激励计划。充分调动员工积极性，持续提升公司整体管理水平与运营效率。

- 森马近年来推行阿米巴经营管理，通过阿米巴的推行对组织进行变革，在机制优化、提升效率、强化赏罚、调动员工积极性、培养经营型人才方面取得良好的成绩，为公司近年来的战略改革和发展做出了突出的贡献。
- 公司利用股权激励，充分调动公司董事、高管及关键员工的积极性，彰显公司对长

远发展的信心。公司于2018年4月公布第二期限限制性股票激励计划，根据计划，公司拟以5.05元/股的价格将公司1447.38万股股票授予激励对象。本次激励计划对象共计513人，均为公司核心骨干。该计划业绩考核目标是公司2018-2020年营业收入增速为15.0%/14.7%/15.2%，净利润增速为25.0%/15.2%/14.6%。

公司亮点：童装+电商高增长，休闲装改革红利释放

童装：国内龙头，稳定高增长

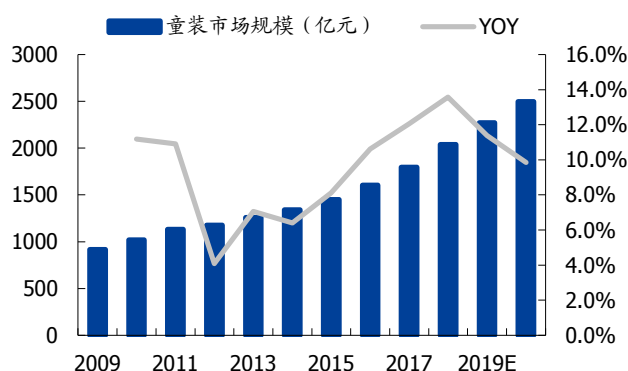
作为最早涉足童装领域的企业之一，公司旗下童装巴拉巴拉品牌已成为公司目前营业收入最大来源。未来随着行业市场规模的扩大及竞争格局的优化，巴拉巴拉品牌收入有望保持较高速度的增长。

童装市场空间足，竞争格局有望优化

2009年以来，我国童装行业市场规模稳定增长，随着二胎政策在全国范围内放开，未来市场空间有望扩大同时增速有望提升。Euromonitor数据显示，我国2010-2017年童装市场规模CAGR为8.4%。预计2018-2020年童装市场规模CAGR为10.6%，增速有所提升。至2020年，童装市场规模预计达到2496亿元。

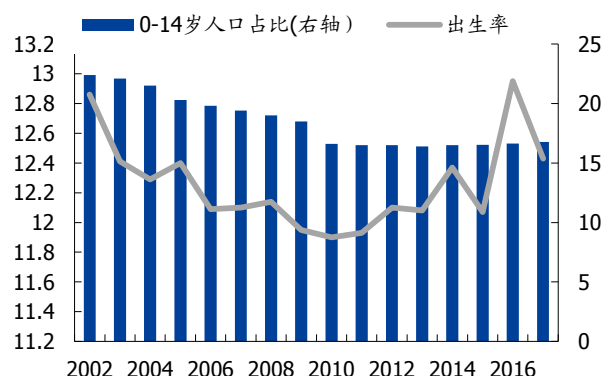
- 童装市场规模的扩大从量上来说主要来自于产品目标人群的扩大，我国0-14岁人口数量在“二胎”政策施行后恢复增长。
- 从价格角度来看，童装产品属性不同于成人装，“值得信赖的品牌”、“面料舒适、健康”将是家长购买童装的主要考虑的因素。随着80后、90后进入生育高峰期，其消费的品牌意识已有所积累，年轻一代父母更愿意为有品质保证的品牌付出溢价。除此之外，80后、90后多为独生子女，6+1或6+2成为多数家庭的模式，每个家庭两代人共同为儿童消费，支付能力较高。

图表10：我国童装市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：Euromonitor，国盛证券研究所绘制

图表11：我国2002年-2017年0-14岁人口占比及出生率



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所绘制

童装行业竞争格局处于逐步优化过程中，相较于海外市场，我国童装市场集中度有进一步提升空间。

童装市场格局相较于成人装更为集中，这主要是童装产品属性造成。

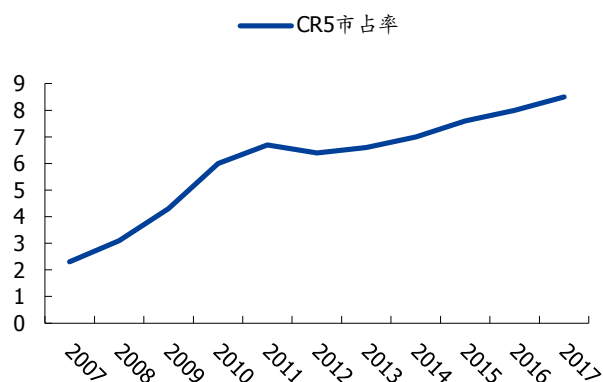
- 一方面，消费者对于童装产品的首要需求主要是安全性、舒适性，因此对品牌的忠

诚度较高，为相较成人装更高的市场集中度打下基础。经历长期的积淀与发展，龙头企业在供应链端具备规模优势的同时其产品品质能够得到消费者的认可。消费者建立起的对品牌的忠诚度使得龙头企业的市场份额得到提升。

- 另一方面，儿童消费有趋同趋势，不同于成人装的消费者追求个性化，避免撞衫，儿童及家长对于童装的选择受其他消费者影响明显，因此具备先发优势的龙头企业在品牌效应上优势明显。

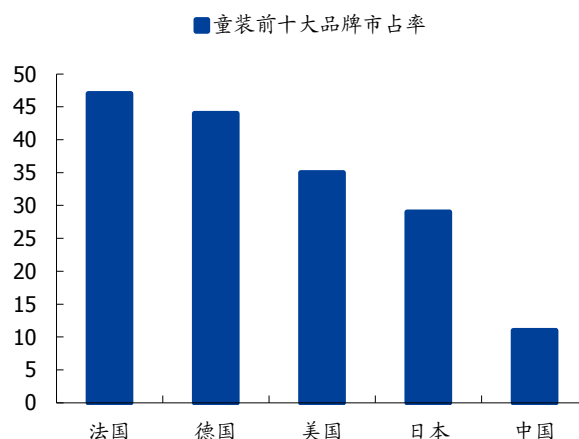
我国童装 CR5 市占率从 2007 年的 2.7% 增长至 2017 年的 8.5%。但我国童装市场市场集中度相较海外市场较低，仍有一定提升空间。截止 2017 年我国童装市场 CR10 市占率为 11%，低于法国、德国、美国、日本等国家 CR10 市场占有率。

图表 12: 2007 年-2017 年我国童装 CR5 市占率



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所绘制

图表 13: 2017 年各国童装 CR10 市占率



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所绘制

巴拉巴拉: 童装地位稳固, 优化增长

公司较早涉足童装领域, 旗下的童装品牌巴拉巴拉成立于 2002 年, 定位于 0-14 岁儿童消费群体, 致力于打造儿童生活方式品牌, 专心、专注为所有孩子的成长提供舒适的穿着、时尚的设计、优越的品质和更好的选择, 带给新生代家庭一站式购物体验。

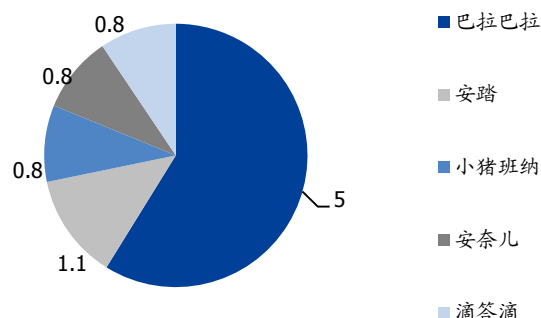
巴拉巴拉品牌目前已经发展为国内童装绝对龙头, 品牌持续扩张, 门店数量及面积不断增加, 目前成为公司营收主要来源。截止 2018 年底, 巴拉巴拉在国内市占率为 6% 左右, 市场份额领先同类品牌。从 2013 年起, 巴拉巴拉营收保持较高增速, 基本维持在 20% 以上。

图表 14: “巴拉巴拉”品牌



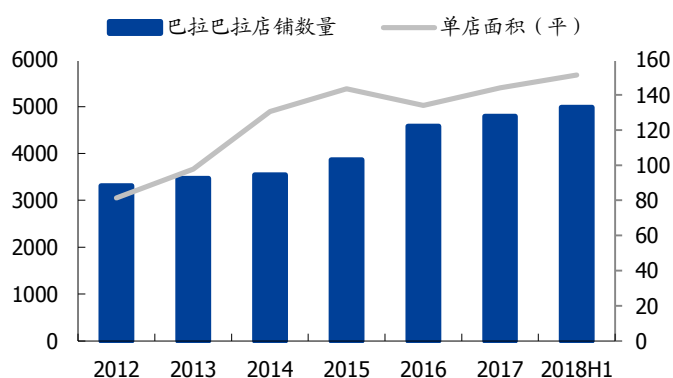
资料来源: 巴拉巴拉天猫旗舰店, 国盛证券研究所绘制

图表 15: 2017 年我国童装市场 CR5 品牌及市占率 (%)



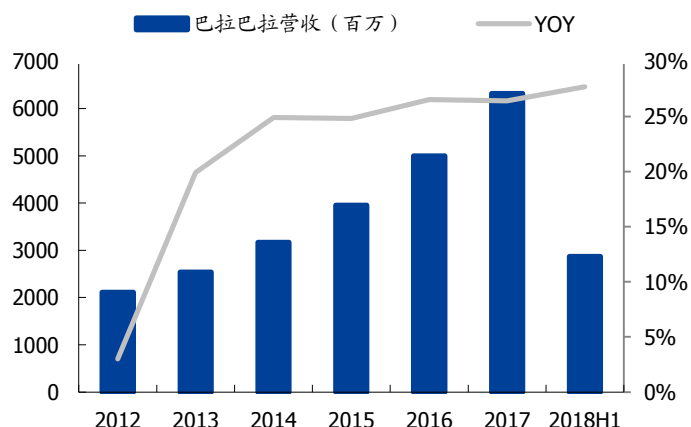
资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所绘制

图表 16: 巴拉巴拉品牌门店数量及单店面积 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: “巴拉巴拉”品牌营业收入及增速 (百万元, %)



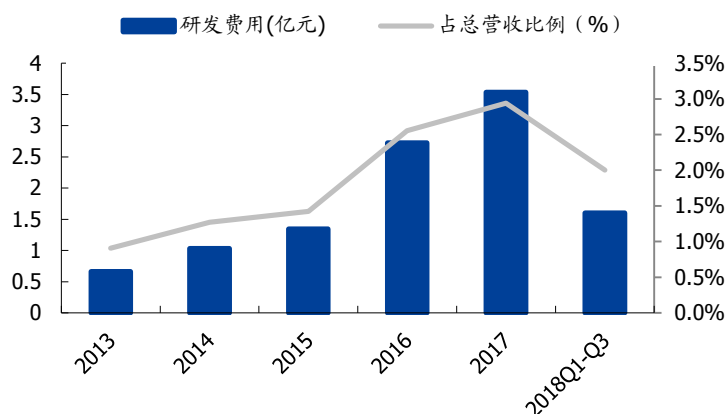
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所绘制

公司巴拉巴拉品牌在产品端、供应链端和渠道端进行全方位优化, 以此来巩固童装品牌的龙头地位。未来贡献收入有望持续增长。

1) 产品端: 公司加大研发力度, 通过产品迭代升级以及专业化、科技化提升, 持续进行产品创新。

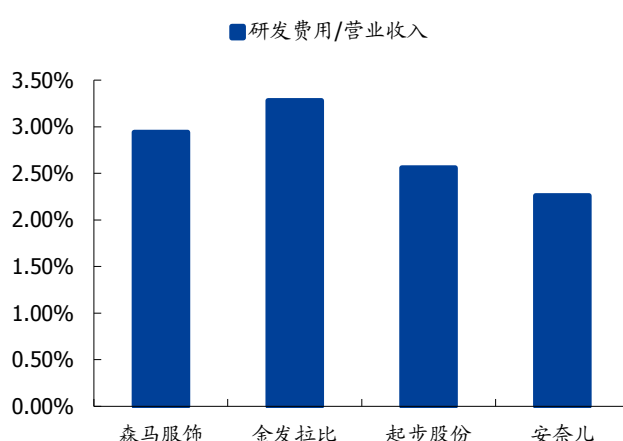
- 公司拥有长期的童装研发经验, 针对儿童成长快、好动等特点公司的产品拥有更适合儿童活动的袖口、关节等细节设计, 同时, 公司产品拥有较多细分尺码满足儿童在成长的各个阶段服装需求。
- 从研发费用上看, 公司研发费用占总营收比例逐渐上升, 维持在 2%-3% 左右 (2018 年 H1 受收购及收入增速加快的影响研发费用率稍有较低) 相较于同行业公司研发支出也处于较高水平。公司通过研发投入开发设计, 提升产品的安全度、舒适度, 针对我国南北不同地区儿童特点, 公司有针对性的设计不同版型、款式以适当地消费者需求, 提升消费者对产品的认可度。

图表 18: 森马服饰 2013-2018H1 年研发支出情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 各童装公司 2017 年研发支出/总营收

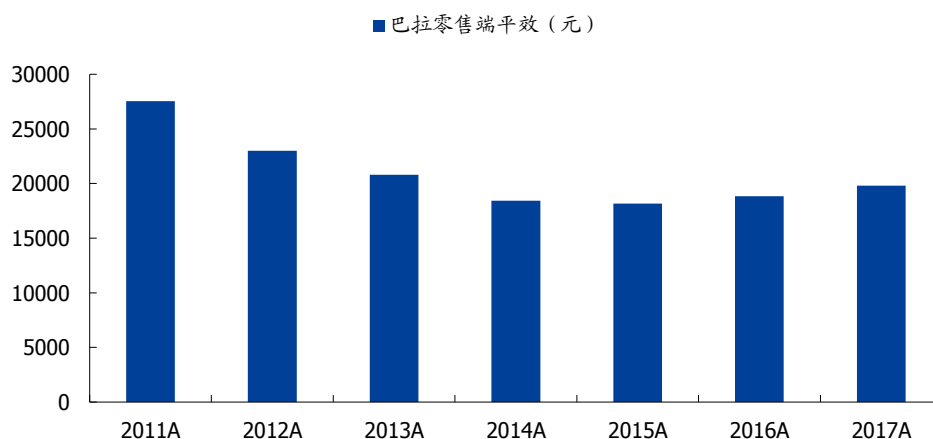


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2) 供应链端: 公司通过与优质供应商深度合作、推行集成采购和反季下单, 不断优化供应链体系, 保证品质和效率。与成人休闲装不同, 童装更追求面料舒适度及安全性而是时尚性需求相对偏弱, 与优质供应商合作成为质量的重要保证。巴拉巴拉品牌拥有先发优势, 长期发展相较于同行具备更明显的规模优势, 与包括溢达、申洲国际等在内的大型优质供应商拥有稳定合作, 进而保证了产品品质。同时作为行业龙头, 公司大规模的订单使其产品更具性价比。

3) 渠道端: 公司利用其品牌品质优势及丰富产品线优势推动渠道升级, 同时针对不同等级城市采用不同渠道优化策略, 以此期望实现门店扩张及平效提升的效果。

图表 20: 巴拉巴拉品牌平效 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

➤ 公司继续推进渠道升级, 积极与知名连锁购物中心开展战略合作, 打造奥特莱斯等新型购物渠道。推动购物中心渠道和奥特莱斯渠道的发展。目前巴拉巴拉品牌已拥有 1000 余家购物中心店, 未来有望持续扩张。巴拉巴拉品牌能够快速进入购物中心渠道的核心优势在于: 童装作为购物中心引流品类之一, 购物中心通常会选择 1-2 家品质口碑好、品牌效应强的品牌进驻。巴拉巴拉经过长期发展积淀, 其优质产品+高性价比已经为品牌积累下较好口碑, 仅为成为各大购物中心标配。

- **巴拉巴拉品牌公司针对不同城市进行不同的布局战略：**一二线市场聚焦购物中心和奥特莱斯，三线市场关注百货，四线市场聚焦核心街区。形成专卖店、百货店、购物中心、奥特莱斯及电子商务全渠道发展格局。全渠道发展主要得益于巴拉巴拉产品线丰富多样，涵盖婴幼儿童、中大童、童鞋、内衣、配饰配件等数十个品类，同时价格水平覆盖范围广，这是公司针对不同消费水平城市进行布局的基础。**截止 2018 年 6 月底，终端网点数量已发展到 4981 家，遍布全国 31 个省、市、区，成为国内网点分布最广、数量最多、销售额最高、增长速度最快的童装品牌。**

图表 21: 巴拉巴拉购物中心门店



资料来源：巴拉巴拉官方微博，国盛证券研究所

并购扩张：完善童装品牌矩阵，打开业务空间

公司通过外延并购，携手世界领先品牌，在设计、生产、采购等方面形成更强的协同效应，以实现能力互补。同时，公司童装矩阵得到完善，进一步打开儿童业务的成长空间。

公司于 18 年 3 月与北美第一大全年龄段专业童装零售商 THE CHILDREN' S PLACE 牵手，获取 TCP 旗下品牌在中国（包括港澳台地区）的经营权。TCP 在品牌运营、设计研发、供应链管理、销售管理等方面具有世界领先水平。

图表 22: TCP 天猫旗舰店产品



资料来源: TCP 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

公司于 18 年 5 月公告拟以 1.1 亿欧元收购 Kidiliz 集团 100% 股权及债权, 公司于 2018 年 10 月 1 日完成收购 Inchiostro SA 持有的 Sofiza SAS100% 股权及债权工作, 间接持有 Kidiliz 集团全部资产。

Kidiliz 的中高端品牌定位与巴拉巴拉及 TCP 的高性价比定位形成互补, 完善公司品牌矩阵。Kidiliz 集团由 Josette 和 Roger Zannier 于 1962 年在法国南部城市 Saint-Chamond 创立, 经过半个多世纪的发展, Kidiliz 集团已成为欧洲中高端童装行业的领军企业。旗下拥有 10 个具有悠久历史和鲜明特点的自有童装品牌以及反映当下时尚潮流的 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选择。Kidiliz 集团总部设在法国巴黎, 全球共有 8 家子公司, 拥有 11000 个销售网点和 829 家门店。

通过技术转移和经营活动共享获得协同效应。森马和 KIDiliz 可以在研发上加强合作, 吸取全球化采购经验, 加强供应链管理, 以降低成本; 而对于 KIDiliz 旗下品牌打入不断发展的国内童装市场, 森马可以为其提供优质的渠道以及本土化的管理经验。

图表 23: Kidiliz 旗下品牌门店



资料来源: Kidiliz 官方网站, 国盛证券研究所

2017 年 Kidiliz 集团实现营业收入 4.27 亿欧元, 净利润为-0.27 亿欧元。2018Q4 并表后, 森马服饰 2018 年 Q4 单季度营业收入 59.5 亿元, 同比增长 49.4%, 归母净利润 4.2 亿

元，同比增长 234.3%。预计 Kidiliz 贡献并表收入 10~13 亿元之间。2017 年 Kidiliz 净利润为 0.27 亿欧元，估计 2018 年 Q4 并表净利润亏损 0.07 亿欧元。公司以净资产折价价格 1.1 亿元收购 Kidiliz 全部资产，估算公司已于 2018 年确认了 1.8 亿元的营业外收入，对当期损益产生影响。

休闲服饰：改革成效逐渐显现

“森马”创立于 1996 年，面向 16~30 岁追求时尚的年轻人，产品线丰富，品类齐全，风格多样，旨在满足年轻人各种场合的穿着需求。

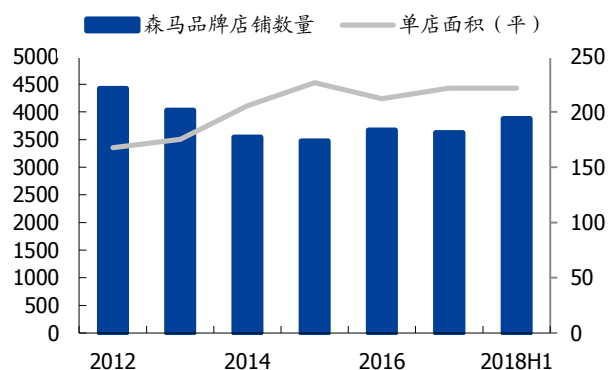
图表 24：森马休闲服饰



资料来源：森马官方微博，国盛证券研究所

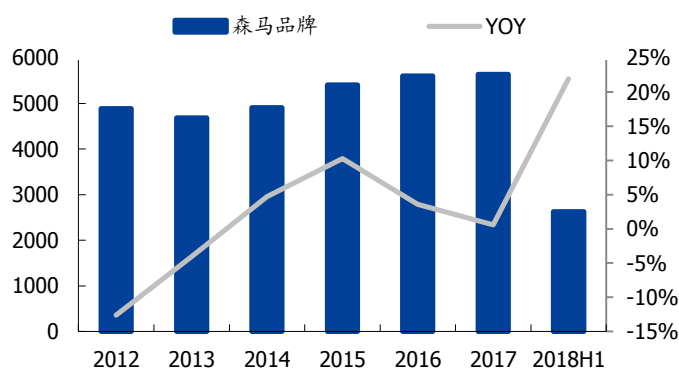
森马品牌在经历了前期的粗放式扩张后，于 2014 年精选供应商，并对门店进行调整，关闭低效店铺，截止 2018 年 6 月底，公司森马品牌拥有门店 3883 个。2018H1 实现收入 26.2 亿元，同增 21.9%。

图表 25：森马品牌门店数量及单店面积（家）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 26：森马品牌营业收入及增速（百万元，%）

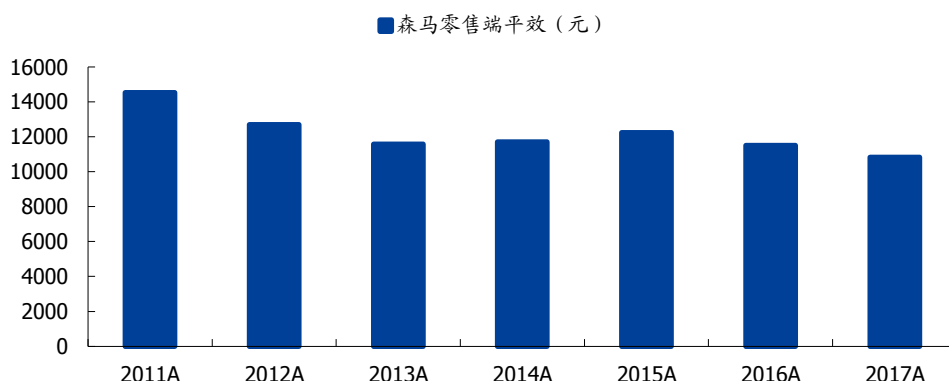


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

消费者个性化需求日益明显的趋势对森马休闲装收入造成一定冲击，公司森马品牌平效有所下滑。2016-2017 年公司对于休闲装业务进行了供应链及渠道管理的优化改革，公

司进行订货会改革以提升供应链反应速度。从 2018 年 Q1-Q3 表现来看，改革效果逐渐显现，我们预计 2018 年森马品牌同店实现高个位数增长。未来休闲装业务有望持续增长。

图表 27: 森马品牌品牌平效 (元/平)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

1) 供应链端：公司继续优化现有供应链体系，推进传统供应链转型。加强与核心供应商的合作，打造柔性供应链体系，问供应链要效率。

- 在与供应商合作上，公司首先通过精简供应商从而达到提升订单规模进而提升生产效率的效果。供应商从原来的 600 余家减少到了 300 家左右，并且 300 家中有 30-40 家是境内外上市公司。与之相对应的是 SKU 数量的减少，从而单款 SKU 的订货量放大实现了规模效应，也极大地提高了品质。每个订单的数量增大，使得大规模规范化的优秀供应商愿意跟公司开展合作，订单也趋于集中，2017 年公司前 5 大供应商采购金额占比为 12.13%，相较 2015 年提升 2PCTs。
- 公司施行期货制转期货+现货制的发货方式，提升品牌产品时尚度，缩短产品销售周期，提高商品售罄率。公司实现了长周期的 4 次订货转变成短周期的 8 次订货，在直营和购物中心等渠道实施 12 批次配货。其中 4 次为传统订货，4 次为网上订货（包括新品配发和老品补单），发货分批。同时在购物中心、直营店尝试 12 批次的发货。公司配货主导权在加强，弱化订货商的自由订货。目前公司传统订货会发货占比为 70%+，补货占比 20%+。

2) 渠道端：公司结合近年渠道发展新趋势，重点拓展购物中心渠道，加大电商投入，调整渠道结构，形成专卖店、百货店、购物中心、奥特莱斯及电子商务全渠道发展格局。森马作为线下强势品牌，能够为购物中心起到引流作用，而同时购物中心也会给与相应的租金优惠，进驻购物中心成为森马以较低成本达到品牌宣传作用的方式之一。森马目前拥有购物中心门店 500 家左右，未来有望加速扩张。

图表 28: 森马购物中心门店

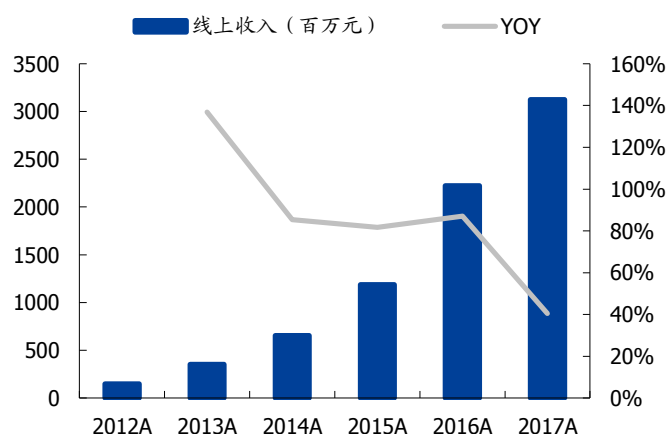


资料来源: 森马服饰官方网站, 国盛证券研究所

电商业务: 优势明显, 高速增长

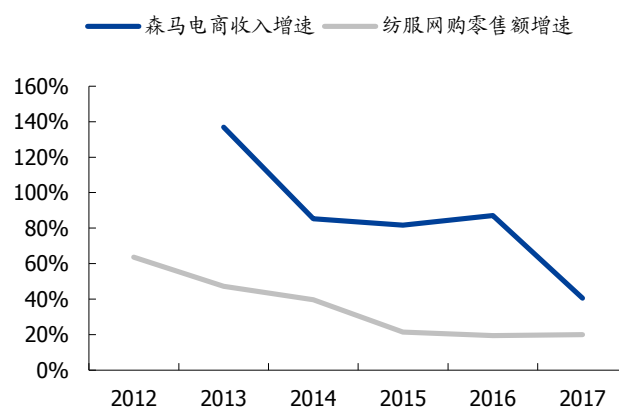
公司于 2012 年开启电商业务, 电商采取多品牌、多渠道、多模式经营战略, 在天猫、京东、唯品会等多个电商平台进行布局为公司业绩做出了突出贡献。自 2012 年以来公司电商业务保持快速发展的态势, 2012 年-2017 年公司线上营业收入从 1.49 亿元增长到 31.21 亿元, CAGR 为 83%。尽管随着线上收入体量的增加, 增速有所放缓但森马电商收入增速仍然高于行业平均水平, 保持在 25%+。2018H1 森马线上收入 16.05 亿元, 同比增速 30%以上。

图表 29: 森马服饰电商收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 森马服饰电商收入增速及行业平均水平对比 (%)

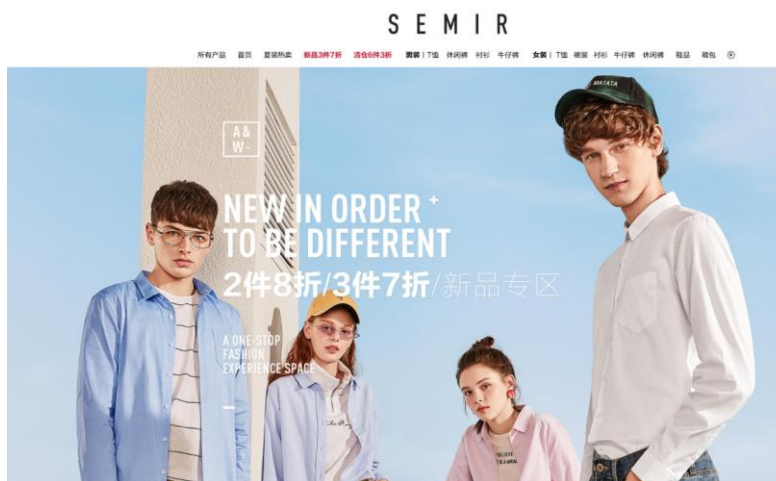


资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司电商业务之所以能够保持较快速度增长, 其优势主要在于: 作为线下传统龙头企业, 森马在供应链端具备优势使其能够提供高性价比产品, 同时流量红利趋缓的大背景下, 龙头企业借助其品牌优势能够获取流量支持, 提升市场份额。

- 供应链端：随着电商销售规模的扩大，中小淘品牌供应链反应速度、产品质量均受到挑战，而森马与优质供应商长期而稳定的合作使其能够及时提供质量稳定的产品。因此强供应链能力为森马电商业务的扩展保驾护航。
- 作为线下传统品牌，凭借其品牌口碑，公司线上业务得到电商平台的流量支持。在阿里等电商平台的流量倾斜下，森马能够扩大马太效应，以最低的推广费用实现销售的大规模增长。

图表 31: 森马天猫旗舰店首页



资料来源：森马天猫旗舰店，国盛证券研究所

展望未来，公司电商业务维持稳定增长的同时，线上线下业务有望进一步融合。

- 公司按计划持续推进浙江森马电子商务产业园项目、森马嘉兴物流仓储基地项目、温州森马园区二期等项目的建设。构建完善物流系统，满足森马电商发展的物流同时支持探索实施森马 O2O 业务模式，实现线上线下协同发展。
- 目前，公司电商平台已从库存清理的功能转化为线下库存清理+线上专供品模式，我们预计公司线上专供品占比约为 50%，新品销售形成的大量销售信息有望通过加强线上线下信息共享平台建设实现线上信息为线下的精准营销服务。

图表 32: 森马物流项目



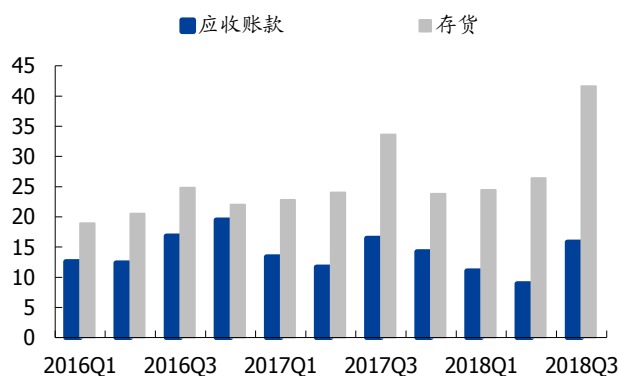
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

财务分析：运营好转，盈利水平仍有提升空间

运营情况：周转好转，减值压力减轻

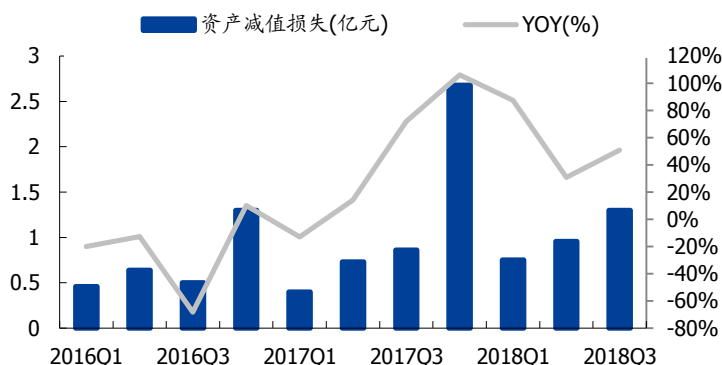
2016-2017 受终端销售增长放缓的影响，为缓解下游压力，公司一方面回购经销商库存进行库存处理，同时随着电商直营业务的增长形成一定的库存，公司存货规模有所提升。此外公司回购渠道库存并进行计提减值使得 2017 年公司资产减值损失同比大幅提升 60.9%至 4.7 亿元。在库存清理过程中，公司给予下游经销商有一定授信支持，造成公司应收账款存量提升。

图表 33：森马服饰存货及应收账款（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34：森马服饰单季度资产减值损失及增长率（亿元，%）

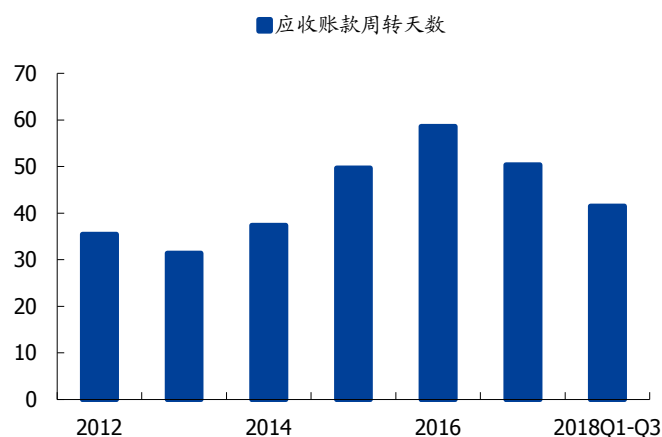


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

随着终端销售的复苏及公司自身改革红利的释放，我们从三个角度观察公司的运营情况，判断公司 **2018 包袱减轻，有望实现轻装上阵。**

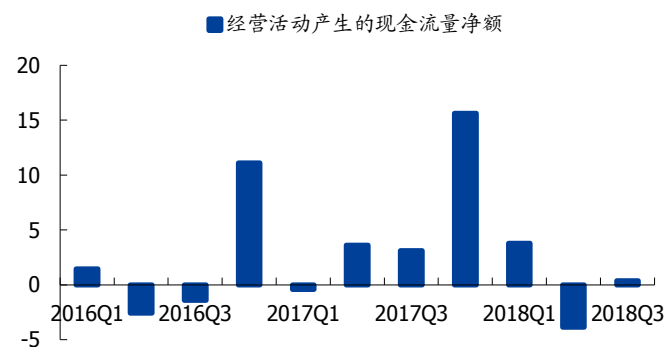
- 1) 2017 年下半年营收增速超过存货增速，库存持续改善，2018 年 Q3 存货周转天数为 148 天，同比下降 4 天，根据我们判断，公司渠道库存压力相较前几年有所减轻。
- 2) 公司应收账款周转及公司现金流状况均得到大幅改善，2018 前三季度公司应收账款周转天数同降 19 天至 42 天；17 年 Q4 公司经营活动现金流净额同增 40.8% 至 15.6 亿元，18 年 Q1 经营活动现金流净额由去年同期 -4208 万元改善至 3.8 亿元。Q2 由于冬季备货导致现金流有所下滑，Q3 现金流转正。应收账款及现金流的改善反映了公司经销商销售改善，回款能力强，公司运营健康化发展。

图表 35: 森马服饰应收账款周转天数 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 森马服饰经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

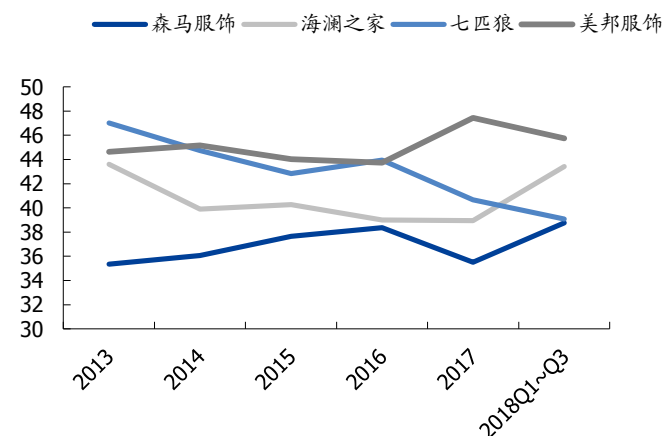
- 3) 从电商销售职能来看, 公司电商从最初的库存处理渠道向库存处理+线上专供品销售职能转化, 我们预计公司电商渠道能够覆盖库存处理需求, 同时随着线下销售回暖, 电商线上专供品占比会进一步扩大 (目前为 50%+)。

盈利水平: 毛利率有提升空间

公司毛利率水平基本维持稳定, 2017 年公司为清理库存给与一定折扣及电商业务占比提升, 导致毛利率同期下滑。2018 年 Q3 公司动销情况回复, 整体毛利率水平回升至 38.8%, 相较其他大众服饰公司毛利率水平仍有提升空间:

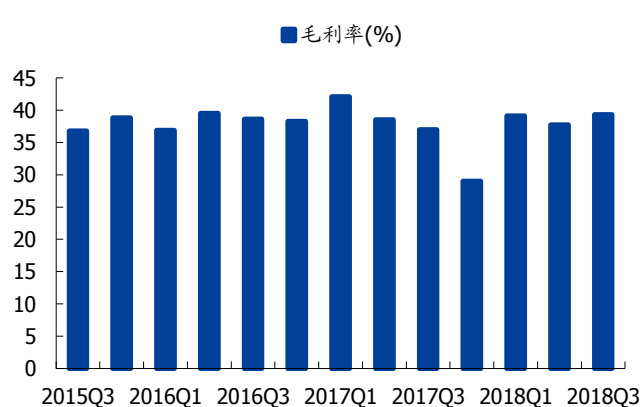
- 目前公司童装业务占比逐渐增加, 童装业务毛利率水平相较休闲装更高, 未来公司产品结构的变化有望带来毛利率水平的提升。
- 随着公司线下销售情况的恢复, 折扣力度的降低, 电商专供品销售比例的增加, 公司休闲装的毛利率会有持续提升。

图表 37: 2013-2018Q3 年各大众服饰公司毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 森马服饰单季度毛利率 (%)



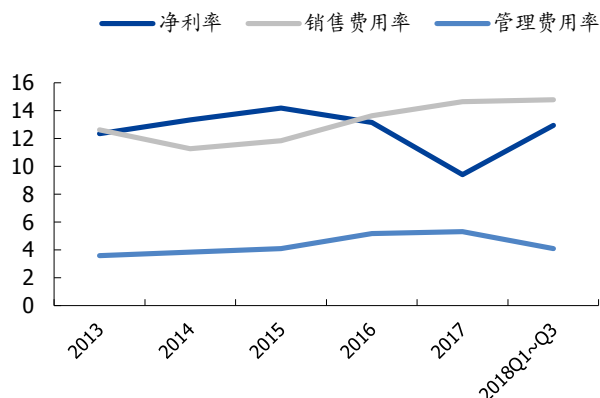
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从费用率水平看, 公司 2013-16 年销售及管理费用率水平稳中有升, 在同类公司中处于

中游水平。2017年公司受销售收入增速放缓影响，销售费用率上升明显，叠加毛利率下滑及资产减值损失提升的因素，公司净利率水平下滑4.2PCTs至9.4%。经过2017年供应链、渠道及库存优化，2018前三季度净利率水平有所回升。

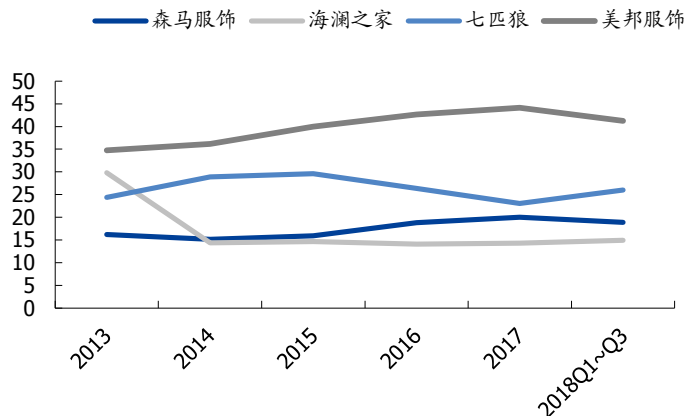
我们判断公司2018年费用率水平将有所下降，此后将保持在相对稳定的状态，而净利率水平将保持回升的状态。

图表 39: 森马服饰销售/管理费用率及净利率水平 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 各服饰公司管理+费用率水平 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

收入预测:

1) 童装业务: 公司巴拉巴拉品牌在产品端、供应链端和渠道端进行全方位优化, 以此来巩固童装品牌的龙头地位。未来贡献收入有望持续增长。我们预计童装业务2018-2020年实现营业收入80.4/94.4/110.7亿元, 同比增速为27%/17%/17%。

2) 休闲装业务: 随着公司现货制发货的展开及购物中心渠道的加速布局, 我们认为休闲装的复苏增长有望持续, 预计2018-2020年, 森马休闲服装业务实现收入67.3/73.4/79.8亿元, 同增19%/9%/9%。

3) 并购业务: 预计并购项目2019年为公司带来30亿+收入增量, 2020年团队磨合成熟后开始实现增长。

综上, 我们预计公司2018-2020年实现营业收入157.2/199.7/225.6亿元, 同增31%/27%/13%。

图表 41: 公司收入拆分和预测 (百万元, %)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
按品类分					
休闲装	5,600.91	5,634.27	6,734.75	7,338.66	7,980.19
YOY	3.60%	0.60%	19.53%	8.97%	8.74%
童装	5,001.10	6,321.54	8,042.97	9,442.35	11,069.71
YOY	26.52%	26.40%	27.23%	17.40%	17.23%
其他 (含并购)	65.16	70.49	938.54	3,188.54	3,507.39
YOY	-31.72%	8.19%	1231.45%	239.73%	10.00%
按渠道分					
线上收入	2,227.38	3,121.21	4,149.06	5,173.14	6,464.74
YOY	87.49%	40.13%	32.93%	24.68%	24.97%
线下收入	8,374.63	8,834.60	11,567.20	14,796.40	16,092.56
YOY	2.49%	5.49%	30.93%	27.92%	8.76%
营业收入	10,667.17	12,026.30	15,716.26	19,969.55	22,557.30
YOY	12.8%	12.7%	30.7%	27.1%	13.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

业绩预测:

1) 未来公司童装业务占比提升有望带来毛利率水平的提升, 我们预计公司 2018-2020 年毛利率水平为 36.7%/37.3%/37.5%。

2) 随着公司终端销售的复苏, 我们判断公司 2018 年费用率水平将略有下降, 此后将保持在相对稳定的状态, 而净利率水平将保持回升的状态。预计公司 2018-2020 年实现净利润 16.9/19.5/22.5 亿元, 同增 43.0%/20.7%/18.1%。

估值与投资建议

绝对估值法: 根据 DCF 估值法, 假设永续增长率 3.5%、WACC 为 10%, 结合敏感度分析, 得出公司绝对估值区间 12.69-18.30 元, 对应 2019 年 PE18-25 倍。

图表 42: 绝对估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率 g	永续增长率 g						
	2.63%	2.89%	3.18%	3.50%	3.85%	4.24%	4.66%
7.60%	20.83	21.74	22.87	24.29	26.14	28.63	32.13
8.36%	18.04	18.69	19.48	20.46	21.70	23.32	25.49
9.19%	15.73	16.20	16.76	17.45	18.30	19.38	20.78
10.11%	13.79	14.13	14.54	15.02	15.62	16.35	17.28
11.12%	12.15	12.40	12.69	13.04	13.46	13.97	14.60
12.23%	10.75	10.93	11.14	11.40	11.69	12.05	12.49
13.46%	9.55	9.68	9.84	10.02	10.23	10.49	10.80

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

相对估值法: 可比公司的平均市场估值 2019 年 PE 为 17 倍, 预计公司 2018-2020 年实现净利润 16.9/19.5/22.5 亿元, 对应 19 年 PE16 倍, 考虑公司在童装的龙头地位及休闲

装业务的持续恢复，估值仍有提升空间。

图表 43: 可比公司估值表

股票 代码	股票 名称	股价	EPS (元)				PE			
		3 月 18 日	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603877.SH	太平鸟	20.50	0.97	1.29	1.65	1.96	21	16	12	10
002029.SZ	七匹狼	7.52	0.42	0.46	0.51	0.56	18	16	15	13
600398.SH	海澜之家	9.97	0.74	0.78	0.85	0.92	13	13	12	11
002875.SZ	安奈儿	21.13	0.77	0.64	0.76	0.91	27	33	28	23
	平均 PE						20	20	17	14

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 盈利预测采用 wind 一致预期

投资建议: 作为休闲装和童装的双龙头公司，森马服饰童装业务国际化布局持续推进，品类矩阵得到完善，巴拉巴拉品牌龙头优势基础上维持高速增长。休闲装业务经历产品、供应链升级恢复增长。预计公司 2018-2020 年实现净利润 16.9/19.5/22.5 亿元，对应 19 年 PE16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

终端零售景气度下滑风险: 服装作为传统消费品，受到经济景气度影响明显，终端零售不景气会对公司销售造成直接影响。

童装 TCP 品牌开展不及预期风险: 公司收购的 TCP 童装品牌运营效果有待考察，投后管理及团队融合效果较差会造成童装业务不及预期。

渠道扩张速度不及预期风险: 公司进驻购物中心渠道会面临租金成本较高，运营效率低等问题导致渠道扩张不顺。

海外业务发展不顺风险: 公司收购海外 Kidiliz 集团，该集团业务发展受海外经济环境影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com