



森马服饰 (002563.SZ): 内生外延进一步巩固童装龙头地位, 供应链升级休闲服装恢复增长

2019.4.11

强烈推荐

(首次覆盖)

现价: 11.73
目标价: 13.74
股价空间: 17.14%

黄莞 (分析师) 史玲林 (研究助理)
电话: 020-88832319
邮箱: huanguan@gzgzhs.com.cn shi.linglin@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001 A1310118080004

投资摘要:

森马服饰是国内休闲服饰、儿童服饰的龙头企业。目前形成了以森马品为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉为代表的儿童服饰两大品牌集群。森马市占率位列休闲装第五, 巴拉巴拉市占率位居童装第一。公司共有门店 8864 家, 深入全国一二三四线城市。2018 年实现营收 157 亿元、同比增长 30.68%, 归母净利润 16.93 亿元、同比增长 48.79%。

● 市场概况: 纺服行业稳健增长, 童装增速领先, 巴拉巴拉稳居行业龙头。

经济下行压力下, 纺织服装行业发展较缓, 2018 年纺服零售额约 10985.8 亿元, 同比增长 6.08%。其中, 童装是中国近五年纺织服装领域增长最快的赛道之一, 2014-2018CAGR 达 13.26%, 2018 市场规模 2090.96 亿。但市场集中度较低, 2018 年 CR5 仅 9.10%, 对标海外仍有较大增长空间, 其中森马旗下的巴拉巴拉市占率 5.6%, 具有绝对的龙头优势。

● 核心竞争力: 多品牌战略深度布局渠道网络, 童装龙头地位稳固

(1) 多品牌战略分散业务风险, 注重研发与供应链、加速产品迭代。公司以休闲装和童装为支点, 已实现了高中低端全层次、0-17 岁全年龄段覆盖的多品牌矩阵。公司重视研发, 并新建快反柔性供应链, 通过期货+现货模式提升供应链效率, 休闲装从 4 批次订货提升至 4+4 批次, 童装从 4 批次提升至 6 批次。

(2) 专卖店网络构建多层次渠道体系, 进军海外拓宽主业天花板。一方面, 公司深入三四线城市, 打通了包括专卖店、百货、购物中心等渠道, 截至 2018 年 H1, 共有 8,864 家线下门店, 并结合电商打造产品、内容、品牌高度融合的 O2O 新零售生态; 另一方面, 布局海外寻求业绩突破口。以跨境电商与海外实体门店为途径打入中东及香港市场。截至 2018 年底, 公司共有海外门店 16 家, 2018Q4 收购的 Kidiliz 集团在全球拥有 829 家门店。

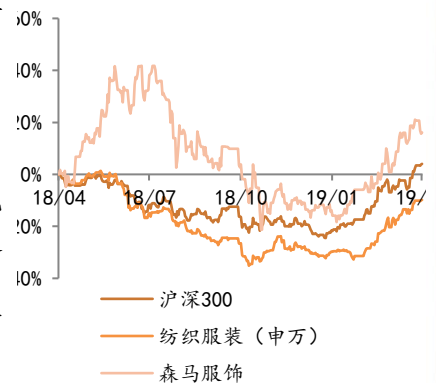
(3) 加码儿童市场延伸业态高度, “产品+服务”强化品牌影响力。森马集团计划利用童装领域的渠道、客户、资本等优势切入母婴童服务, 公司旗下拥有天才宝贝、小小地球两个早教品牌及儿童综合体梦多多小镇。未来, 公司将继续加码儿童产业, 以“产品+服务”形成高黏性用户群体。

● 盈利预测: 不考虑未披露的并购及非经常性损益, 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 157.16/204.90/224.93 亿元, 同比增长 30.68%/30.38%/9.78%; 归母净利润分别为 16.93/19.53/21.29 亿元, 同比增长 48.74%/15.40%/9.02%; 考虑其童装龙头属性, 我们给予其 2019 年 19 倍 PE, 对应目标价 13.74 元, 相对当前股价有 17.14% 的增长空间, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

财务指标	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	106.67	120.26	157.16	204.90	224.93
同比(%)	12.83	12.74	30.68	30.38	9.78
归母净利润 (亿元)	14.27	11.38	16.93	19.53	21.29
同比(%)	5.73	-20.23	48.74	15.40	9.02

● 风险提示: 新生儿增长不及预期; 经济下行, 消费承压; 公司其余业务发展不达预期

行业指数走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
森马服饰	15.11	34.83	12.14
纺织服装	13.18	28.11	22.72
沪深 300	11.71	32.72	24.16

基本资料

总市值 (亿元)	316.69
总股本 (亿股)	27.00
流通股比例	68.11%
资产负债率	25.84%
大股东	邱光和
大股东持股比例	16.90%

相关报告

- 1、母婴 2018 投融资专题: 爱婴室、宝宝树相继上市, 母婴渠道马太效应初显—20190201
- 2、“极致化”垂直服务发力, 释放母婴渠道消费红利—20180318



目录

图表目录.....	3
1、公司概况：童装龙头企业及休闲服饰领军企业.....	4
1.1 股权结构：邱氏家族绝对控股，结构稳定.....	5
1.2 主营业务：深度布局休闲装与童装的大众服饰头部企业.....	5
2、行业概况：纺服行业稳健增长，童装增速领先，巴拉巴拉稳居行业龙头.....	7
2.1 纺服市场增速放缓，童装是增长较快的细分领域之一，2014-2018CAGR 达 13.26%.....	7
2.2 巴拉巴拉为童装第一品牌，2018 年市占率 5.6%.....	8
2.3 成人服装更加关注高性价比、童装更加关注质量与品牌.....	10
4、核心竞争力：多品牌战略深度布局渠道网络，童装龙头地位稳固.....	11
4.1 多品牌战略分散业务风险，注重研发与供应链、加速产品迭代.....	11
4.2 专卖店网络构建多层次渠道体系，进军海外拓宽主业天花板.....	12
4.3 加码儿童市场延伸业态高度，“产品+服务”强化品牌影响力.....	14
5、财务分析与盈利预测.....	15
5.1 财务分析.....	15
5.2 盈利预测与估值.....	16
6、风险提示.....	18



图表目录

图表 1 森马集团形成了以森马与巴拉巴拉为核心的 14 个品牌.....	4
图表 2 森马历史沿革.....	4
图表 3 邱氏家族控股，股权结构稳定（截止 2018H1）.....	5
图表 4 公司童装业务占比逐年提升.....	6
图表 5 童装业务较休闲服饰增速明显.....	6
图表 6 公司童装业务门店扩张迅速，逐步关闭休闲业务低效门店.....	6
图表 7 巴拉巴拉产品全品类全年龄段覆盖.....	7
图表 8 巴拉巴拉香港门店.....	7
图表 9 巴拉巴拉打造“闪亮星童”大赛.....	7
图表 10 纺服市场营业总收入稳定增长，但增速放缓.....	8
图表 11 童装是中国近五年纺织服装领域增长最快的赛道之一，2014-2018CAGR 达 13.26%.....	8
图表 12 中国童装市场 2018 年销售规模 2090.96 亿元，同比增长 16.15%.....	8
图表 13 我国童装 2018 年 CR5 为 9.10%、显著低于发达国家.....	9
图表 14 我国童装行业 CR5 市占率稳步提升，但集中度仍依旧分散.....	9
图表 15 国内童装领域 CR5 基本情况（截止 2017 年底）.....	9
图表 16 巴拉巴拉稳居童装龙头.....	9
图表 17 新中产对购买商品时越来越关注性价比.....	10
图表 18 13-17 年我国各档次服装消费呈现凹型结构.....	10
图表 19 中国童装市占率低于 0.01 的其他品牌的市占率总和逐年减少.....	10
图表 20 以童装为例介绍公司建立的多个盈利点.....	11
图表 21 森马公司研发费用支出增速高（单位：万元）.....	12
图表 22 内容、产品、智能共同赋能森马新零售.....	13
图表 23 森马公司线上销售占比保持稳健增长.....	13
图表 24 公司电商业务收入保持较高速增长.....	13
图表 25 森马海外市场推广计划.....	14
图表 26 梦多多儿童体验公园，提供 40 多个场馆，70 余种社会职业体验.....	15
图表 27 天才宝贝荣获“2017 年度知名儿童教育品牌”.....	15
图表 28 公司近五年营收稳定增长.....	15
图表 29 归母净利润 2017 年下滑，2018 年上升.....	15
图表 30 2018Q4 营收稳定增幅明显.....	16
图表 31 2018Q4 利润总额增速大于营业利润增速.....	16
图表 32 森马三费率.....	16
图表 33 森马销售毛利率和净利率.....	16
图表 34 盈利预测假设.....	17
图表 35 可比公司估值.....	18

1、公司概况：童装龙头企业及休闲服饰领军企业

森马品牌知名度及市场占有率位列中国休闲装前列，巴拉巴拉品牌知名度及市场占有率位居中国童装行业第一。森马服饰创建于2002年，是一家以休闲服饰、儿童服饰为主导产品的企业集团，2018年集团在服装行业市占率达1.0%，为国内第五。森马集团旗下拥有以森马为代表的6个成人休闲服饰品牌、以巴拉巴拉为代表的7个儿童服饰品牌和儿童成长综合体梦多多小镇。森马品牌创立于1996年，定位高性价比的大众休闲服饰，产品主要面向16-30岁追求时尚、潮流的年轻人。森马品牌已位居本土休闲装品牌龙头地位。巴拉巴拉品牌于2002年创立，面向0-14岁儿童消费群体，产品定位在中等收入小康之家。巴拉巴拉品牌占据童装市场绝对优势，连续多年国内市场份额第一，2018年市占率达5.6%。

图表1 森马集团形成了以森马与巴拉巴拉为核心的14个品牌



资料来源：公司资料、广证恒生

森马深耕服装行业二十余年，逐步在渠道、品牌等方面打造坚实壁垒。“森马”休闲服饰品牌、“巴拉巴拉”童装品牌分别成立于1996、2002年。2008年更名为浙江森马服饰有限公司，公司于2011年登陆深交所上市，此后公司于2012年设立电商子公司，打开线上线全渠道发展的先河，上市以后，一方面加速了品牌代理收购进程、建设电商子公司，加快了外延脚步，一方面增加了供应链、物流、研发投入及加速了管理模式改革，提升了内在核心竞争力。

图表2 森马历史沿革

年份	事件
1996年	森马品牌成立。
2002年	巴拉巴拉品牌成立、公司前身温州森马童装成立。
2007年	改制为巴拉巴拉童装股份有限公司。
2008年	更名为浙江森马服饰有限公司
2011年	登陆深交所上市
2012年	设立电商子公司、创立时尚女装品牌 minette、婴童品牌 miniBalabala。
2014年	电商品牌哥来买上线。

2015 年	设立童装品牌 MAColor、代理韩国设计师集合品牌 wconcept。
2016 年	创立高性价比男装 GSON； 开始建设嘉兴物流仓储基地、温州 see 你们园区二期项目、浙江森马电子商务产业园。
2018 年	代理美国童装龙头品牌 TCP； 全资收购 Kidiliz 集团。

资料来源：公司公告、广证恒生

1.1 股权结构：邱氏家族绝对控股，结构稳定

创始人家族绝对控股，股权集中，结构稳定。公司实际控制人为邱光和、邱坚强、周平凡、邱艳芳、戴智约，持股比例达 74.87%。各股东中，邱光和、邱坚强、邱艳芳、周平凡、戴智约、郑秋兰、邱光平均属邱式家族，为一致行动人，分别持有公司 17.27%、13.39%、11.30%、11.30%、9.22%、4.46%、2.36% 股份，邱式家族共计持有公司 81.68% 股份。

图表 3 邱氏家族控股，股权结构稳定（截止 2018H1）

股东名称	股东性质	持股比例
邱光和	境内自然人	17.27%
邱坚强	境内自然人	13.39%
森马集团有限公司	境内非国有法人	12.49%
邱艳芳	境内自然人	11.30%
周平凡	境内自然人	11.30%
戴智约	境内自然人	9.22%
郑秋兰	境内自然人	4.46%
邱光平	境内自然人	2.36%
全国社保基金一零五组合	其他	0.93%
TEMASEKFULLERTONALPHAPTELTD	境外法人	0.90%

资料来源：公司公告、广证恒生

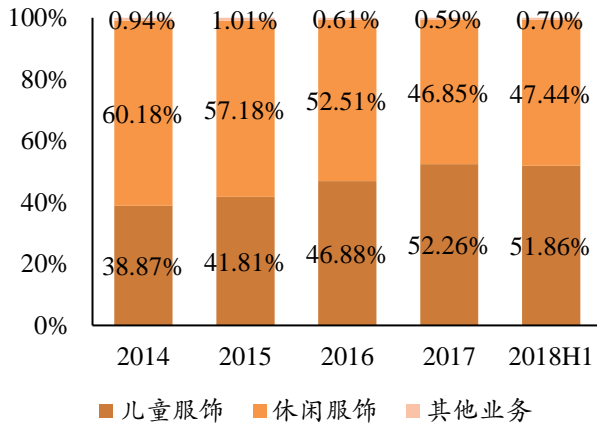
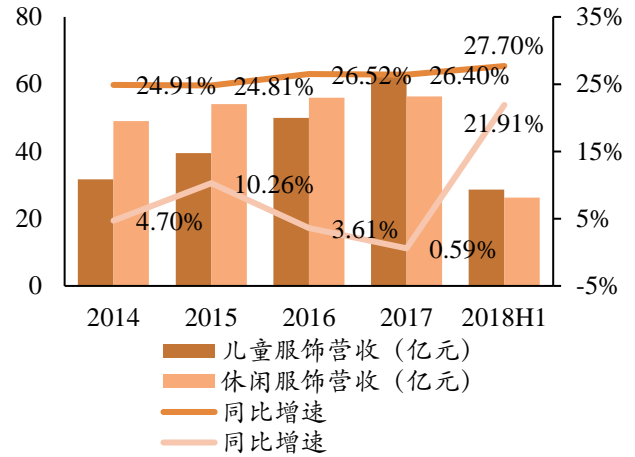
注：1、本公司实际控制人邱光和、周平凡、邱艳芳、邱坚强和戴智约共同持有森马集团有限公司 100% 股权。2、前 10 名股东中，邱光和与邱坚强为父子关系，邱光和与邱艳芳为父女关系，周平凡与邱艳芳为夫妻关系，邱坚强与戴智约为夫妻关系，郑秋兰与邱光和为夫妻关系，邱光平与邱光和为兄弟关系。

1.2 主营业务：深度布局休闲装与童装的大众服饰头部企业

森马集团旗下拥有以森马品牌为代表的 6 个成人休闲服饰品牌、以巴拉巴拉为代表的 7 个儿童服饰品牌。休闲服装森马定位于大众消费市场，创立于 1996 年，是年轻、时尚、活力、高性价比的大众休闲服饰，产品主要面向 16-30 岁追求时尚、潮流的年轻人。儿童服饰以巴拉巴拉为代表，巴拉巴拉品牌于 2002 年创立，面向 0-14 岁儿童消费群体，处于行业第一梯队，市占率常年第一，2018 年市占率 5.6%。

童装业务带动公司业绩增长，休闲服装实现恢复性增长。童装业务 2018 年上半年实现营收 28.69 亿元，同比增长 27.70%，收入占比 51.86%。森马童装业务 2017 年开始销售占比超过休闲业务，达到 52.26%，已经成为森马服饰重要的收入来源，整体业绩保持稳定增长。休闲服饰业务在 2015 年开始业绩

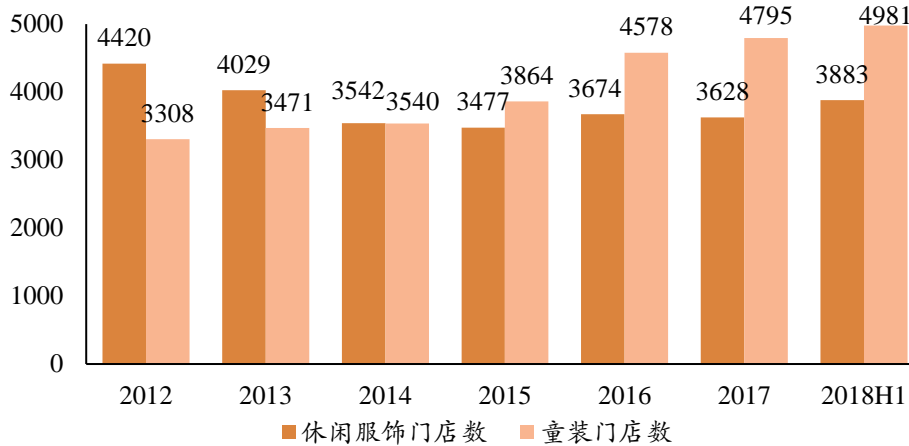
不断下滑，在 2017 年迎来业绩拐点，复苏态势显现。一方面得益于服饰大环境逐渐复苏，另一方面公司积极进行供应链整改，在产品、设计方面进行了调整，2018H1 公司的休闲服饰实现营收 26.25 亿元，同比增长 21.91%，收入占比 47.44%。

图表 4 公司童装业务占比逐年提升

图表 5 童装业务较休闲服饰增速明显


数据来源：公司年报、广证恒生

数据来源：公司年报、广证恒生

近年来，公司业务发展上渠道端构建专卖店、百货店、购物中心、奥特莱斯及电子商务发展格局。童装业务是森马服饰重点经营布局业务，到 2018H1 童装门店数达 4981 家，渠道规模在行业中处于领先地位。在休闲服饰业务上，对渠道端积极调整，开店同时逐步关闭低效门店，截至 2018H1 休闲服饰门店有 3883 家。

图表 6 公司童装业务门店扩张迅速，逐步关闭休闲业务低效门店


数据来源：公司年报、广证恒生

巴拉巴拉在童装行业龙头地位稳固，其在品牌运营、产品研发、营销策略方面存在一定的优势，童装增速发展得益于外部环境和内部战略联合作用。2018 年童装市场销售规模 2090.96 亿元，同比增长 16.15%。此外公司在产品端不断扩充品类和品牌，过内部培育和收购战略实现全品类、全年龄段、各消费层的全面覆盖。在渠道端，大力发展国内市场的同时，开拓海外业务，2018 年度已有 1000 多家购物中

心门店，并在香港开设 2 家门店。在品牌端，为迎合新一代消费者，展开数字化营销、推进主题快闪店、与知名 IP 的合作、打造自有时尚活动“闪亮星童”、独家冠名 2018IKMC 国际少儿模特大赛以及参与各类时尚活动等方式，持续扩大品牌曝光率和影响力。

图表 7 巴拉巴拉产品全品类全年龄段覆盖



资料来源：天猫旗舰店、广证恒生

图表 8 巴拉巴拉香港门店



数据来源：搜狐新闻、广证恒生

图表 9 巴拉巴拉打造“闪亮星童”大赛

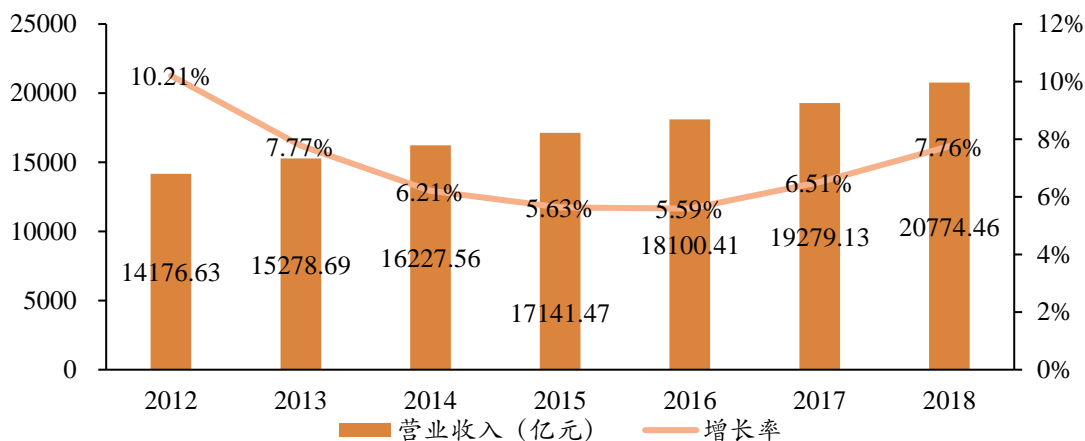


数据来源：搜狐网、广证恒生

2、行业概况：纺服行业稳健增长，童装增速领先，巴拉巴拉稳居行业龙头

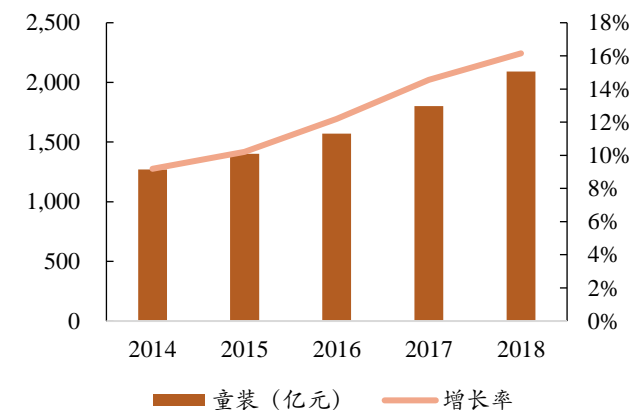
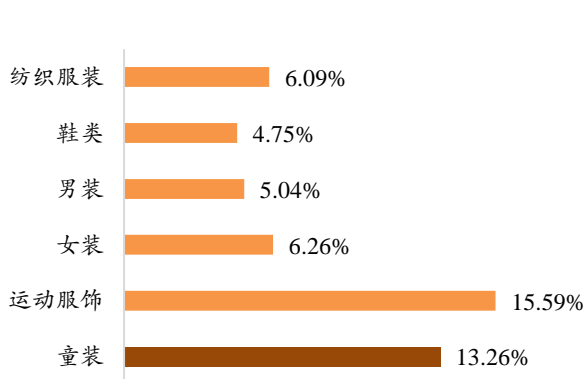
2.1 纺服市场增速放缓，童装是增长较快的细分领域之一，2014-2018CAGR 达 13.26%

纺织服装行业近年来一直保持稳定增长，2018 年度销售规模达 20774.46 亿元，同比增长 7.76%。纺服市场在经历了 2013-2015 年的行业库存危机后，从 2016 年底开始，行业出现了复苏迹象，从最初的体育用品行业到家纺行业，再逐步扩展到高端男女装以及大众休闲服饰，并于 2018 年开始有了复苏态势。预计纺服市场 2019-2021 年 CAGR 可达 5.76%，市场规模 24572.18 亿元。

图表 10 纺服市场营业总收入稳定增长，但增速放缓


资料来源：Euromonitor、广证恒生

童装和运动装是纺织服装领域中景气度较高的板块。随着童装领域消费升级，市场也逐渐精细化发展，产品功能、人群不断细分。童装行业市场规模近年快速提升，根据 Euromonitor 统计，2018 年我国童装行业的销售规模达到 2090.96 亿元，同比增长 16.15%，2014-2018CAGR 达 13.26%，童装和运动服饰一齐成为国际服装市场增长最快的两个板块。预测 2019-2021 年，童装市场 CAGR 可达 14.05%，市场规模 3101.54 亿元。童装将成为复合增长率最高的细分领域，CAGR 达 14.05%，增长显著。

图表 11 童装是中国近五年纺织服装领域增长最快的赛道之一，2014-2018CAGR 达 13.26%


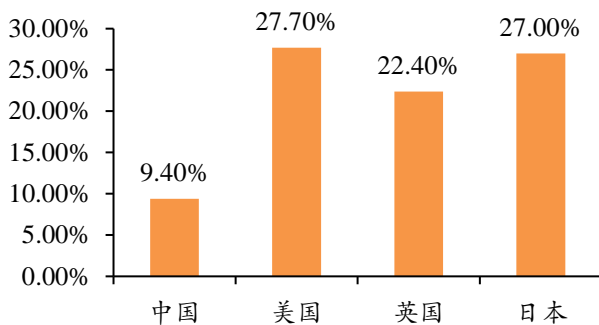
数据来源：Euromonitor、广证恒生

数据来源：Euromonitor、广证恒生

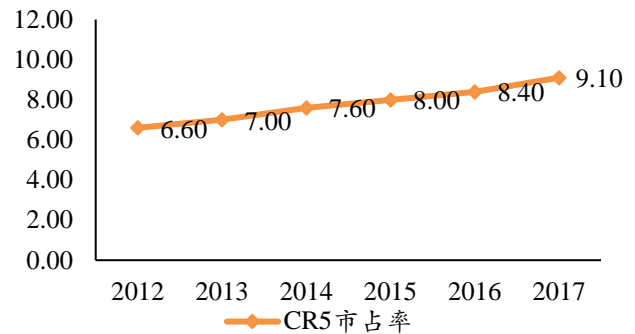
2.2 巴拉巴拉为童装第一品牌，2018 年市占率 5.6%

2018 年我国儿童服装市场规模突破 2000 亿元，同比增长 16.15%，但市场高度分散，CR5 仅 9.1%，巴拉巴拉位列第一，市占率达 5.6%。据 Euromonitor 统计，2018 年我国童装行业前五位企业的市场占有率之和(CR5)仅为 9.10%，远低于美国 (27.70%)、英国 (22.40%)、日本 (27.00%) 等发达国家，未来行业龙头份额仍有较大提升空间。童装行业 CR5 市占率近年来稳步增加，行业集中度持续提升。

图表 13 我国童装 2018 年 CR5 为 9.10%、显著低于发达国家



图表 14 我国童装行业 CR5 市占率稳步提升，但集中度仍依旧分散



数据来源：Euromonitor、广证恒生

数据来源：Euromonitor、广证恒生

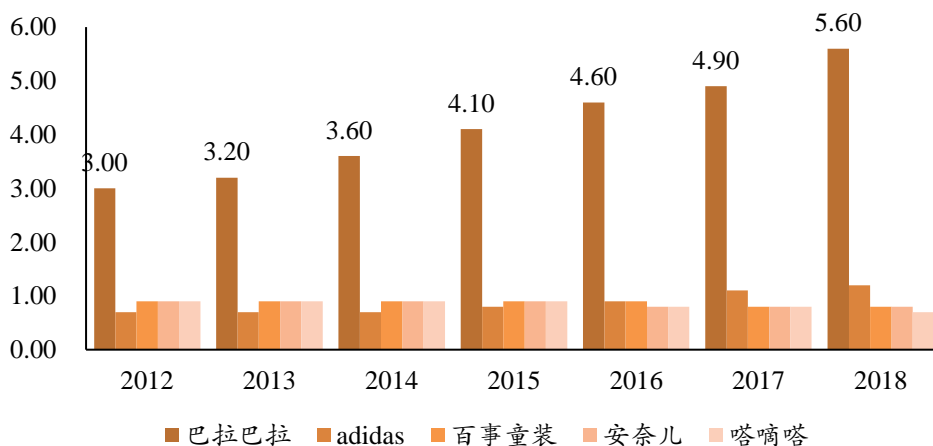
与竞争者相比，巴拉巴拉有着绝对的门店优势，稳居行业龙头。截止 2017 年年底，我国童装行业市场占有率前五名是巴拉巴拉、AdidasKids、小猪班纳、安奈儿、嗒嘀嗒。这五家企业在品牌定位和价格水平上差别不大，但在门店数上巴拉巴拉有着绝对的优势，为巴拉巴拉龙头地位奠定基础。在近七年的统计数据来看，巴拉巴拉一直是行业龙头地位，市占率远远超过第二名，而后面四家企业在这七年内，市占率占比相差不大，竞争力不相上下。

图表 15 国内童装领域 CR5 基本情况（截止 2017 年底）

项目	品牌				
	巴拉巴拉	AdidasKids	百事童装	安奈儿	嗒嘀嗒
品牌定位	中档	高档	中高档	高档	中档
门店数	4981	1500+	1500+	1435	2000+

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 16 巴拉巴拉稳居童装龙头

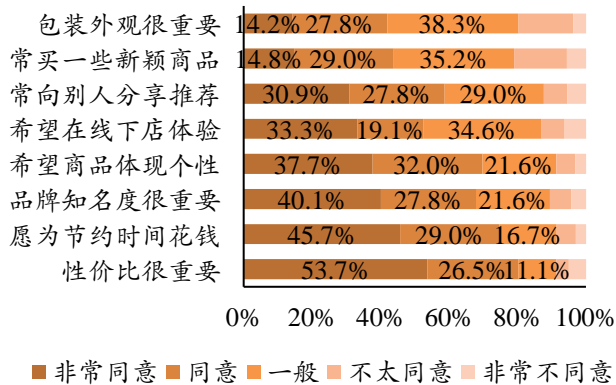


资料来源：wind、广证恒生

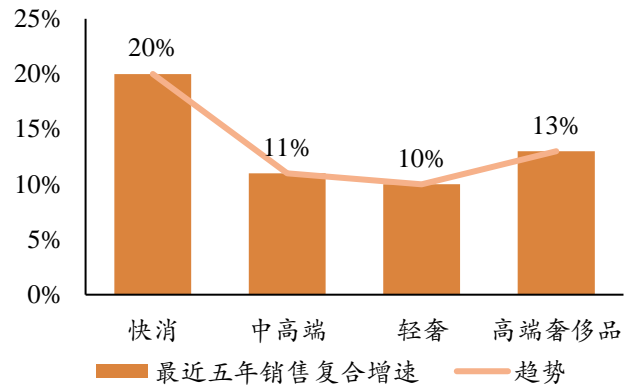
2.3 成人服装更加关注高性价比、童装更加关注质量与品牌

消费升级推动成人休闲服饰快消品化。消费持续升级的背景下，人们更加倾向于高品质、品牌化消费，高端需求亦会随之增长。服装消费近年来快消商品占比最高，2013-2017年CAGR达20%。这与人们对性价比、差异化消费趋势相关。当人们更加重视性价比、愿为节约时间花钱、重视品牌时，去LOGO化、极简风格、注重时尚感的快消品牌将是新中产的最佳选择。

图表 17 新中产对购买商品时越来越关注性价比



图表 18 13-17 年我国各档次服装消费呈现凹型结构

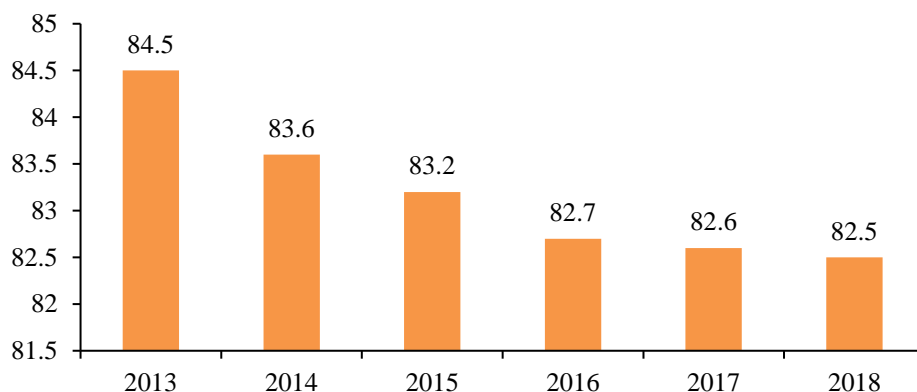


数据来源：《2018 新中产白皮书》、广证恒生

数据来源：中国商业研究院、广证恒生

高品质需求推高童装领域品牌化发展。据 Euromonitor 统计，中国童装中市占率低于 0.01 的其他品牌的市占率总和逐年减少，童装市场品牌度在提升。当前处于婚育主流的 80、90 后人群更加注重优生优育的育儿观念，具有较高的品牌关注度和较低的价格敏感度，婴童产业已成为了现代城市家庭的消费决策主体，童装领域能够形成较强的品牌溢价，促使童装消费更趋于高附加值的品牌化发展。

图表 19 中国童装市占率低于 0.01 的其他品牌的市占率总和逐年减少



资料来源：Euromonitor、广证恒生

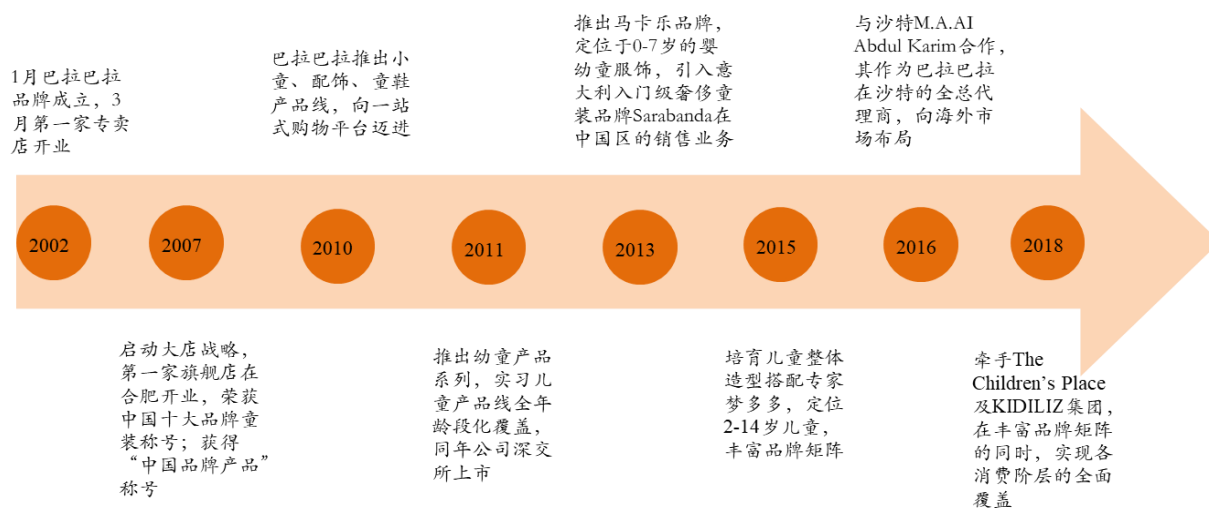
4、核心竞争力：多品牌战略深度布局渠道网络，童装龙头地位稳固

森马服饰成立于2002年，进军服饰市场较早，在发展过程中逐渐具备品牌影响力、供应链、渠道规模等多方面的先发优势。具体体现在：**第一，业务布局广泛。**森马服饰通过自建品牌或者投资收购其他品牌或者与其他服装企业合作成立合资公司取得品牌代理权等多种形式，为公司建立多个盈利点。**第二，多层次渠道优势。**表现在在线下线上相配合，打造产品、内容、品牌高度融合的新零售生态，同时森马集团加速国际化发展寻求业绩突破口。**第三，童装龙头地位优势。**一方面加码童装布局，另一方面延伸产业链，布局早幼教，打造婴幼童一体化服务集团，用“产品+服务”打造极致消费体验。

4.1 多品牌战略分散业务风险，注重研发与供应链、加速产品迭代

森马服饰多品牌战略，为公司建立多个盈利点。公司以森马品牌和巴拉巴拉品牌为主要业务，坚持围绕服饰主业，通过投资收购其他品牌或者与其他服装企业合作成立合资公司取得品牌代理权等多种形式，建立多个赢利点，为公司给予增长支持，形成了以森马和巴拉巴拉为核心的多品牌共同发展的格局。以森马童装业务为例，森马童装自2002年以来，通过自建品牌以及收购合作战略不断扩展业务领域，为公司建立多个赢利点，实现童装业务全品类、全年龄段、各消费层的全面覆盖。

图表 20 以童装为例介绍公司建立的多个盈利点

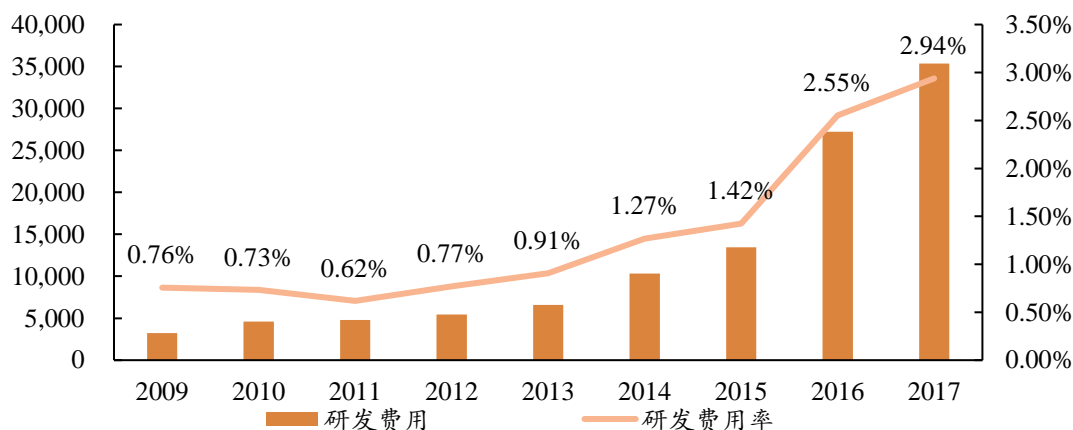


资料来源：公司公告、广证恒生

公司注重研发，2017年公司研发投入3.53亿元，较上年同期增长29.71%，超过公司营收增速。研发费用率逐年增长，2017年研发投入营收占比达2.94%，近三年每年平均增长43.89%；2017年拥有研究人员753人，占比25.46%，无论是研发费用还是研发人员占比，远远超过行业平均水平，高研发投入是公司产品质量的有效保证。

新建快反柔性供应链，期货+现货模式加速产品迭代。从2016年四季度开始，公司开始提升供应体系的反应速度，由期货制向期货+现货制转型，休闲业务实现了长周期4次订货转变成短周期的4+4次8批次的订货模式，2018年直营系统和购物中心等渠道试行12批次配货（每月上新）；巴拉巴拉品牌2018年起4次订货改为6次订货。同时，森马新建快反柔性供应链，与核心供应商达成协商，利用淡季生产基本款，将旺季的产能预留给需要翻单的产品，进而提升供应链的反应速度，再加上物流基地的建设，有助于促进销售并降低库存，大大提升了整体供应链的效率。期货+现货模式加上快反柔性供应链的建设，使快反产品占比提升，加速产品迭代。

图表 21 森马公司研发费用支出增速高（单位：万元）

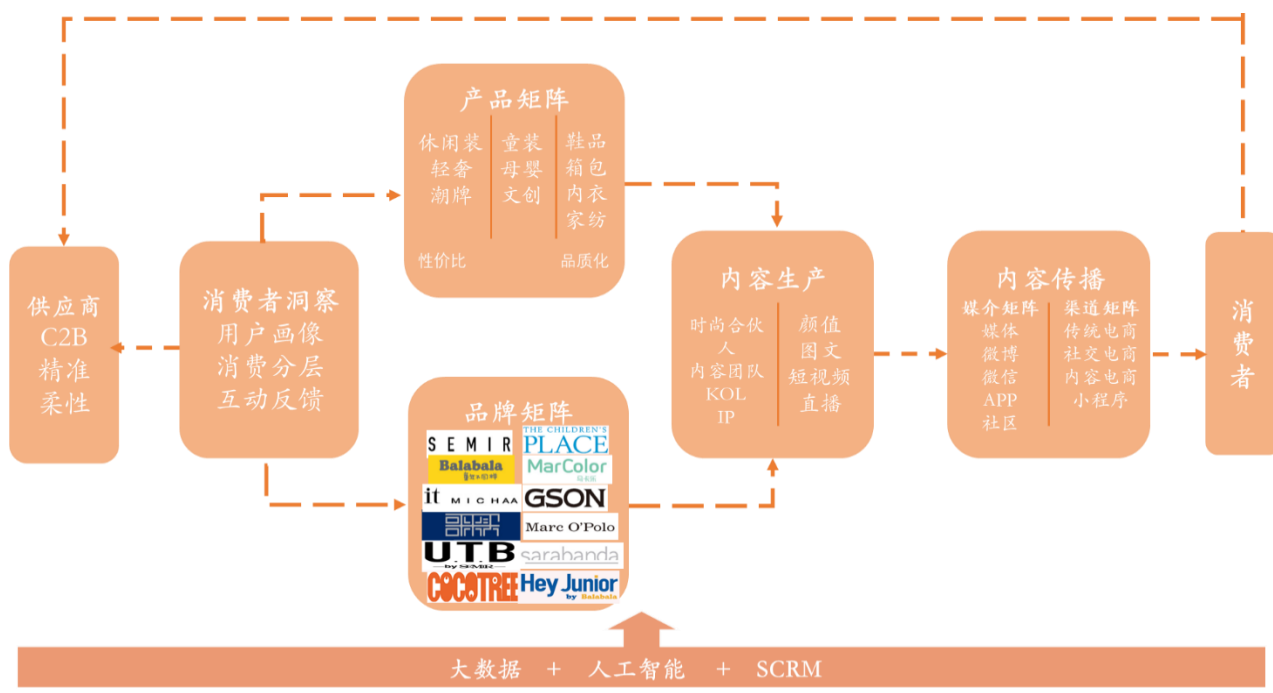


资料来源：公司公告、广证恒生

4.2 专卖店网络构建多层次渠道体系，进军海外拓宽主业天花板

国内市场入驻大型购物中心，线上线下渠道联动发展。在线下，公司采取购物中心战略，门店转型升级成果初显。公司逐渐调整线下扩张战略，逐渐关闭低效门店，与包括万达集团、印力集团、华润集团等在内的国内知名连锁商业地产公司达成了合作，深入三四线城市，初步形成了包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯及电子商务等全渠道的零售格局。截至2018年6月30日，公司已在全国各省、自治区及直辖市建立了8,864家线下门店，其中直营店766家，加盟店8,098家。在线上，森马电商经历了清库存、拓展全渠道以及发展O2O三阶段，打造产品、内容、品牌高度融合的新零售生态。

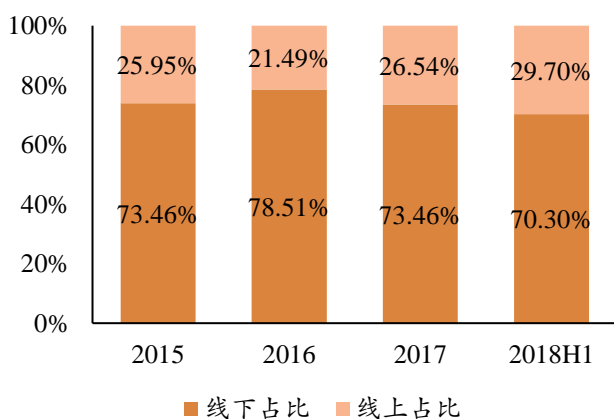
图表 22 内容、产品、智能共同赋能森马新零售



资料来源：广证恒生

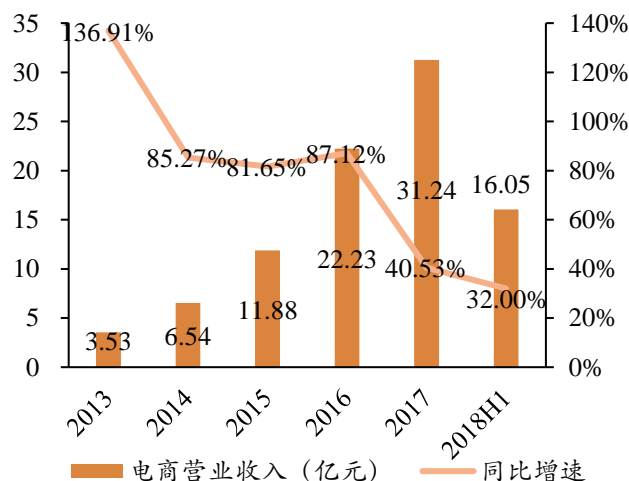
积极拓展海外渠道，线上渠道等，通过跨境电商、实体门店等扩大品牌影响力。国内市场增长趋缓，森马集团加速国际化发展寻求业绩突破口。2014年起，公司开始海外推广计划。至今，海外布局已初显规模。截至2018年底，公司共有海外门店16家。2017年公司成立森马跨境电商项目，2019年与阿里巴巴旗下跨境电商平台全球速卖通签署合作协定。截至2018年H1，公司电商收入为16.05亿元，增长率32%、占营收比29.7%。

图表 23 森马公司线上销售占比保持稳健增长



资料来源：公开信息、广证恒生

图表 24 公司电商业务收入保持较高速增长



数据来源：公司公告、广证恒生

图表 25 森马海外市场推广计划

年份	事件
2014 年	开始海外推广计划。
2017 年	9 月，森马在 Jollychic 上开了第一家海外网店； 成立森马跨境电商项目。
2018 年	代理北美 TCP 品牌以及收购法国童装品牌 Kidiliz； 8 月，森马在沙特阿拉伯首都利雅得开出了首家海外实体店铺； 上半年巴拉巴拉在香港成立子公司并开设 2 家门店； 截至 12 月，Jollychic 上网店日均订单量已上百，促销季甚至高达上千单； 截至 2018 年底，公司共有海外门店 16 家。
2019 年	2 月份，森马电商与阿里巴巴旗下跨境电商平台全球速卖通签署合作协定

资料来源：公司公告、广证恒生

4.3 加码儿童市场延伸业态高度，“产品+服务”强化品牌影响力

巴拉巴拉童装龙头地位稳固下，公司延伸产业链，布局早幼教，打造婴幼儿童一体化服务集团强化品牌影响力。2014 年 7 月，森马服饰斥资约 1 亿元收购育翰信息技术有限公司 70% 股权，通过育翰上海及育翰上海的子公司在中国大陆从事儿童教育业务。育翰上海为睿稚集团的全资子公司，旗下有 FasTracKids（天才宝贝），FasTracEnglish（小小地球）两个教育品牌及相关儿童教育业务。幼教品牌 FasTracKids“天才宝贝”及小小地球。其中天才宝贝荣获 2017 年“新浪五星金牌儿童教育机构”称号；小小地球少儿英语由精锐教育协助运营，截至 2018 年，在全国各地有 24 家教学中心，服务会员超 2 万。

扎根江浙、辐射全国，做国内综合儿童体验业态的先行者。2015 年，公司在温州投资约 2.5 亿打造了首座集文化创意、早教、培训、休闲、娱乐、购物为一体的儿童成长综合体梦多多小镇。2019 年秋天，嘉兴梦多多小镇也将正式开始运营。未来，公司计划联手万象城、万达等商业综合体推广梦多多模式，5-8 年内在国内二、三线城市复制 35 座梦多多小镇，开设 500 家儿童细分业态集合店，打造地区性儿童玩育成长综合体标杆，并用产业链生态圈为商户和消费者赋能。

相比于以商品为核心的儿童零售业态，综合型儿童业态具备强大的用户黏性和抗冲击能力。儿童服务业态包括亲子娱乐、早教、艺术培训、儿童职业体验等儿童体验服务。儿童零售面临电商冲击、商品同质化竞争，整体上升空间有限。而儿童娱乐服务具备独特体验感，则基本不会受到电商影响。目前，森马集团已经成功将业务拓展至儿童教育及儿童娱乐服务综合体，计划利用童装领域的渠道、客户、资本等优势切入母婴服务，实现儿童消费对家庭消费的“1+2”、“1+4”的虹吸效应，带动循环性消费。

图表 26 梦多多儿童体验公园，提供 40 多个场馆，70 余种社会职业体验



数据来源：公开信息、广证恒生

图表 27 天才宝贝荣获“2017 年度知名儿童教育品牌”



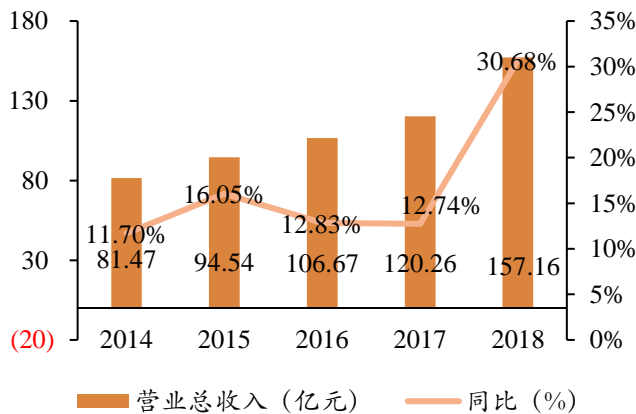
数据来源：公开信息、广证恒生

5、财务分析与盈利预测

5.1 财务分析

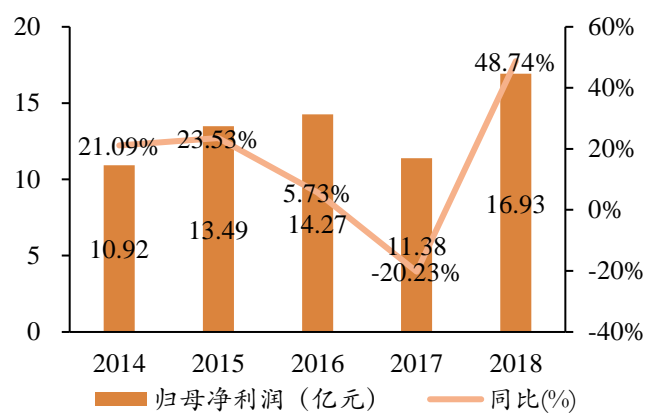
童装业务快速发展，休闲服饰业务调整初见呈现。2017 年度因公司处理存货，研发费用投入增加及线上业务的发展使公司费用率提升，归母净利润同比下降 20.23%。根据 2018 年业绩预告，2018 年度公司营业收入为 157.16 亿元，同比增长 30.68%，归母净利润 16.93 万元，同比增长 48.74%，主要受益于休闲服饰行业复苏，休闲业务调整逐步到位，童装业务的稳定发展。

图表 28 公司近五年营收稳定增长



数据来源：Wind、广证恒生

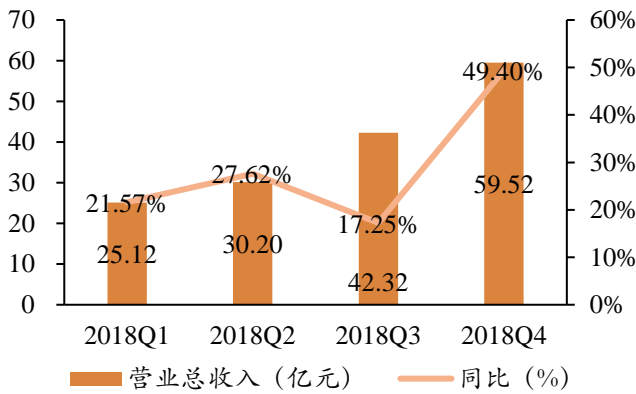
图表 29 归母净利润 2017 年下滑，2018 年上升



数据来源：Wind、广证恒生

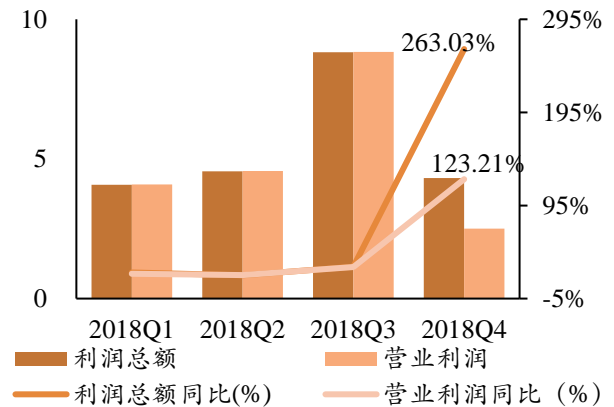
2018Q4 收购的 Kidiliz 集团并表增厚收入，2019 年将进一步体现。2018 年 Q4 营收 59.52 亿元，同比增长 49.40%，增幅明显，除休闲装业务恢复增长、儿童业务保持稳增、电商保持快增原因外，主要得益于收购 Kidiliz 集团，将其 2018 年第四季度营业收入纳入合并导致了收入的增长。由于收购法国公司 Kidiliz 产生负商誉使得营业外收入增加，提升了利润总额，2018Q4 利润总额增速明显高于营业利润总额增速。Kidiliz 集团利润为负，短期对公司利润有一定影响。

图表 30 2018Q4 营收稳定增幅明显



数据来源: Wind、广证恒生

图表 31 2018Q4 利润总额增速大于营业利润增速

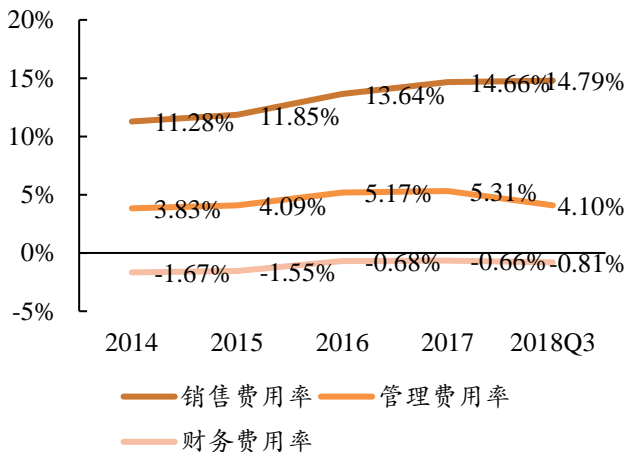


数据来源: Wind、广证恒生

三费率率稳定, 费用管控优化。2018 前三季度销售费用率为 14.79% (+0.13pct), 主要系渠道拓展加速, 公司提高了销售人员的工资、租赁费及宣传费用; 管理费用率为 2.46% (-2.85%pct), 下降的主要原因是受研发费用单列的影响, 将研发费用并入管理费用后, 管理费用仍下降 1.21%, 费用管控进一步优化。

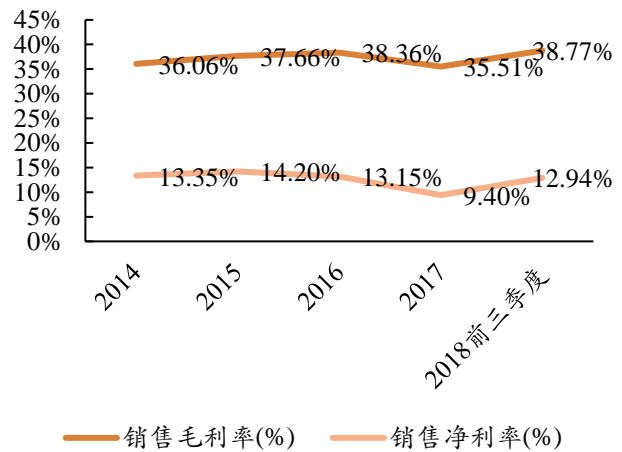
2017 年处理存货影响, 盈利能力不佳, 2018 年逐步回归常态。2014 年至 2016 年童装业务迅速发展, 公司毛利率有所提高, 但因公司处理存货力度较大及费用率提升, 公司毛利率 2017 年下滑 2.85pct, 净利率下滑 4.75pct。2018 年得益于国内服装市场回暖, 及公司库存清理结束, 公司 2018Q3 毛利率回升至 38.77% (+3.26pct), 净利率为 12.94% (+3.54pct)。

图表 32 森马三费率率



数据来源: Wind、广证恒生

图表 33 森马销售毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、广证恒生

5.2 盈利预测与估值

为有效预测森马服饰的财务数据, 我们做了如下假设:

假设 1: 主营业务方面——公司童装与休闲服饰 2018 年维持前三季度的发展情况, 2019-2020 分别保

持行业平均增速，即童装 2018-2020 年营收增速 26%、15%、13%；休闲服饰 2018-2020 年营收增速 15%、6%、6%。

假设 2：并购业务方面——公司 2018 年四季度并购 Kidiliz 集团，预计 2018 年并表贡献 12-13 亿元营收。2019 年考虑 Kidiliz 集团刚并入森马集团，业绩维持 2017 年水平，预计贡献 30 亿元营收；2020 年考虑协同作用发挥和进一步资源整合，Kidiliz 集团营收保持国内纺服行业一般增速，预计贡献 32 亿元营收。

假设 3：毛利率方面——公司并购 Kidiliz 集团后，童装板块与原有品牌巴拉巴拉形成协同互补优势，童装的营收占比进一步提高，考虑童装毛利率约 42%，高于休闲服饰 29%的毛利率，预计 2018-2020 年公司综合毛利率为 35.9%、37.3%、37.6%。

假设 4：费用率方面——随着公司品牌宣传、营销推广、渠道扩张等经营策略落地，销售费用率将逐步提升，预计公司 2018-2020 年销售费率为 15.00%、16.50%、17.00%；公司并购 Kidiliz 集团后，预期短期资源整合需要增加一定的管理费用，2020 年随着公司整合完毕，管理费有望回落，预计公司 2018-2020 年管理费率为 5.25%、5.35%、5.25%。

图表 34 盈利预测假设

项目(亿元)	2018	2019E	2020E
营业收入	157.16	204.90	224.93
——主营业务（童装）	-	106.22	120.02
——主营业务（休闲装）	-	68.68	72.80
——并购业务	-	30	32
营业成本	100.79	128.45	140.32
——童装	-	79.69	88.99
——休闲装	-	48.76	51.33
销售费率	15.00%	16.50%	17.00%
管理费	5.25%	5.35%	5.25%

数据来源：wind、广证恒生

根据以上假设，对森马服饰 2018-2020 年营业收入与净利润做出如下预测：

(1) 营业收入：预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 157.16 亿元、204.90 亿元、224.93 亿元，同比增长 30.68%、30.38%、9.78%；

(2) 归母净利润：预计公司 2018-2020 年实现归母净利润分别为 16.92 亿元、19.53 亿元、21.29 亿元，同比增长 48.69%、15.40%、9.02%；

森马服饰包含休闲服饰业务与童装业务两个，上市纺织服装企业 2019 参考预测 PE 均值为 16.60。以下企业除安奈儿外，均为休闲男装或女装品牌，由于童装业务成长性高于普通休闲服饰，安奈儿预测 PE 高于行业水平。考虑森马服饰的童装业务市占率 5.6%位居行业第一，可比公司安奈儿以 0.8%市场份额位居第四，结合行业平均水平，给予森马服饰 2019 年 19 倍 PE，对应当前股价 13.74 元，对应当前股价上涨空间 17.14%。

图表 35 可比公司估值

股票代码	公司简称	归母净利润 (亿元)			PE		
		2017	2018	2019E	2017	2018	2019E
002029.SZ	七匹狼	3.17	34.56	38.50	21.29	13.93	14.53
002832.SZ	比音勒芬	1.80	14.35	18.51	38.99	24.33	20.69
600398.SH	海澜之家	33.29	192.65	207.35	13.53	11.06	11.19
601566.SH	九牧王	4.94	26.81	29.41	17.99	15.21	14.26
603877.SH	太平鸟	4.56	81.30	93.73	36.32	15.89	11.70
002875.SZ	安奈儿	0.69	12.25	15.08	33.33	23.48	27.23
	平均				26.91	17.32	16.60

数据来源: wind、广证恒生

6、风险提示

(1) 新生人口增长不及预期

2016 年, 我国正式放开二胎, 而新生人口仍保持下滑态势。每年的出生人口还在以几十万的速度减少。预计未来 10 年, 处于育龄高峰期的女性将减少 40% 左右, 如果生育政策效果仍不乐观, 中国的年出生人口将以每年减少 30 万到 80 万的速度降低, 公司童装业务增长也将趋缓。

(2) 经济下行, 消费承压

2019 年, 预计经济下行压力将开始通过就业、收入渠道对消费产生滞后影响。从总体上看, 市场缺乏新供给、居民就业数量减少、就业质量转差、收入增长困难增多成为当前制约消费潜力释放的主要因素, 而服装零售势必受到宏观经济影响。

(3) 公司其余业务发展不达预期

从营收结构来看, 童装是公司业绩主要支撑力。而公司当前仍在拓展新业务与转型中, 其余业务发展存在较大不确定性, 近年休闲装增速也逐渐降低。若公司无法发掘新经济增长点, 则总体业绩将受一定影响。



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8948	10485	12567	14299	营业收入	12026	15716	20490	22493
现金	1287	1973	2168	3298	营业成本	7756	10079	12845	14032
应收账款	1422	2422	3105	3179	营业税金及附加	83	79	83	82
其它应收款	81	110	155	160	营业费用	1763	2357	3381	3824
预付账款	134	191	247	259	管理费用	639	825	1096	1181
存货	2384	3068	4054	4338	财务费用	-79	-23	-30	-40
其他	3640	2720	2836	3065	资产减值损失	466	475	621	682
非流动资产	4695	4474	4594	4715	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	34	19	21	投资净收益	79	77	81	79
固定资产	1115	1446	1633	1814	营业利润	1511	2000	2574	2811
无形资产	447	413	395	377	营业外收入	11	185	17	14
其他	3123	2581	2547	2503	营业外支出	9	7	11	10
资产总计	13643	14959	17161	19015	利润总额	1514	2178	2580	2816
流动负债	2878	3199	4137	4560	所得税	383	512	653	713
短期借款	21	0	0	0	净利润	1130	1666	1927	2103
应付账款	1898	1915	2653	2999	少数股东损益	-7	-26	-26	-26
其他	960	1284	1483	1561	归属母公司净利润	1138	1692	1953	2129
非流动负债	647	628	639	638	EBITDA	1679	2315	2744	2993
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.42	0.63	0.73	0.79
其他	647	628	639	638					
负债合计	3526	3827	4776	5199	主要财务比率				
少数股东权益	16	-10	-36	-62	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	2689	2689	2689	2689	成长能力				
资本公积	2500	2500	2500	2500	营业收入增长率	12.7%	30.7%	30.4%	9.8%
留存收益	4932	5952	7232	8688	营业利润增长率	-19.0%	32.3%	28.7%	9.2%
归属母公司股东权益	10100	11141	12421	13878	归属于母公司净利润增长率	-20.2%	48.7%	15.4%	9.0%
负债和股东权益	13643	14959	17161	19015	获利能力				
					毛利率	35.5%	35.9%	37.3%	37.6%
					净利率	9.4%	10.6%	9.4%	9.3%
现金流量表					ROE	11.3%	15.9%	16.6%	16.2%
					ROIC	11.0%	14.7%	15.3%	14.9%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	偿债能力				
经营活动现金流	2191	1236	1128	2045	资产负债率	25.8%	25.6%	27.8%	27.3%
净利润	1130	1692	1953	2129	净负债比率	1.17%	0.67%	0.48%	0.45%
折旧摊销	183	161	194	218	流动比率	3.11	3.28	3.04	3.14
财务费用	-79	-23	-30	-40	速动比率	2.28	2.32	2.06	2.18
投资损失	-79	-77	-81	-79	营运能力				
营运资金变动	490	-523	-887	-142	总资产周转率	0.90	1.10	1.28	1.24
其它	546	6	-21	-41	应收账款周转率	7.14	8.18	7.41	7.16
投资活动现金流	-1859	94	-288	-282	应付账款周转率	4.98	5.29	5.62	4.96
资本支出	-816	-146	-221	-318	每股指标 (元)				
长期投资	1058	194	-101	2	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.63	0.73	0.79
其他	-2101	46	34	33	每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.46	0.42	0.76
筹资活动现金流	-1043	-643	-645	-633	每股净资产(最新摊薄)	3.76	4.14	4.62	5.16
短期借款	-10	-21	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	26.85	18.06	15.65	14.35
普通股增加	-4	0	0	0	P/B	3.02	2.74	2.46	2.20
资本公积金增加	-44	0	0	0	EV/EBITDA	3.00	12.36	10.35	9.10
其他	-985	-622	-645	-633					
现金净增加额	-711	687	195	1130					

数据支持：陈双



新三板团队介绍:

在财富管理 and 创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员:

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

陆彬彬（新三板主题策略分析师）：美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策、私募机构、投后管理等领域研究，擅长数据挖掘和政策分析。

魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐（新三板医药行业高级研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的一二级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。