

短期库存上涨需谨慎，长期童装业务可期

——森马服饰（002563）首次覆盖报告

观望（首次）

日期：2020年03月05日

报告关键要素：

公司创建于2002年，是一家以虚拟经营为特色的服装企业。目前已形成线上线下全渠道零售格局，旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。公司股权集中，控股股东为公司创始人邱光和先生，邱氏家族共计持股69.45%。

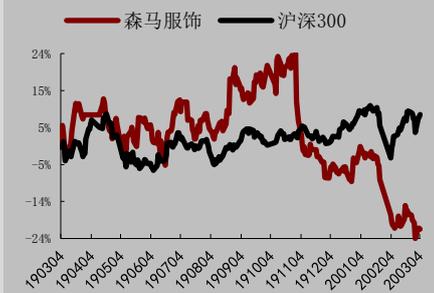
投资要点：

- **行业分析：**休闲服装市场增速低，体育服饰与童装赛道表现亮眼。中国服装市场规模庞大，但增速近年来一路放缓至5%。分品类：体育服饰和童装的增速最高；分渠道：线下份额大幅往线上转移。得益于优生优育意识觉醒，两千亿童装市场飞快发展，预计2024年将突破4000亿大关。
- **公司分析：**长期童装业务有望拉动利润水平，短期疫情影响较大。**长期：**由于近年来受休闲服装行业增长放缓的影响，预计未来公司的休闲服饰业务仍将受到冲击。但童装业务板块得益于行业发展，以及公司通过“自建+并购+代理”丰富品牌矩阵，发展迅速，未来业绩可期。**短期：**疫情催生“宅经济”利空服装行业，公司Q1线下收入腰斩、线上业务受损，我们预计，2020年全年营收预计将减少15%，滞销的冬装使得存货突增，带来存货减值损失恐将为业绩“埋雷”。另外，公司过去两年遭高管大笔减持，也为公司未来业绩增添了几分不确定性。
- **公司未来看点：“业务+渠道+营销”三方面发力优化。**(1) **童装业务：**从产品延伸至服务，收购Kidiliz集团+代理北美品牌The Children's Place拓展童装中高端市场；(2) **休闲服饰业务：**加大研发投入，优化产品结构；(3) **渠道：**线下积极优化门店，线上大力发展电商渠道；(4) **营销：**加大线上线下的营销力度，提升品牌影响力。
- **盈利预测与投资建议：**尽管我们看好公司童装与线上业务的快速发展，但2020年由于受到疫情影响，叠加休闲服装行业增速放缓、近年高管大幅减持、公司存货高涨等不利因素影响，预计公司2019-2021年的EPS为0.58/0.50/0.73，参考可比公司估值，给予公司2020年15-20倍PE，对应目标价为7.57-10.09元，给予“观望”评级。
- **风险因素：**1、中高端市场发展不达预期风险；2、品牌拓展不达预期风险；3、童装市场竞争加剧风险；4、存货跌价损失风险。

基础数据

行业	纺织服装
公司网址	
大股东/持股	邱光和/17.27%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,698.54
流通A股(百万股)	1,848.51
收盘价(元)	8.02
总市值(亿元)	216.42
流通A股市值(亿元)	148.25

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年03月04日

相关研究

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	157.19	193.59	212.78	260.48
增长比率(%)	30.71	23.15	9.92	22.41
净利润(亿元)	16.82	15.39	13.52	19.58
增长比率(%)	48.83	-8.49	-12.28	44.88
每股收益(元)	0.63	0.58	0.50	0.73
市盈率(倍)	14.21	17.15	19.56	13.51

数据来源：WIND，万联证券研究所

目录

1、渠道整合，格局清晰，童装休闲服两开花	4
1.1 发展 20 余年，确立主导产品与销售格局.....	4
1.2 公司股权集中，邱氏家族控股共计 69.45%.....	4
1.3 旗下品牌众多，覆盖着装场景丰富.....	5
1.4 主营业务：儿童服饰与休闲服饰，线下与线上.....	6
1.4.1 儿童服饰与休闲服饰.....	6
1.4.2 线下与线上.....	8
1.5 营收增长稳健，净利润波动较大.....	9
1.6 公司存货周转率在可比公司中占优，但存货周转率逐年下降.....	10
2、行业分析：休闲服装增速低迷，体育服饰与童装赛道表现亮眼	11
2.1 总体：服装行业体量大但增速逐年下滑，体育服饰与童装赛道表现亮眼.....	11
2.2 成人服装：休闲服装市场增速低，女装市场竞争激烈且行业相当分散.....	12
2.2 童装：得益于优生优育意识觉醒，中国千亿童装市场加速发展.....	14
3、公司分析：长期童装业务有望拉动利润水平，短期疫情影响较大	17
3.1 长期：公司休闲服装板块受冲击较大，但童装业务板块未来可期.....	17
3.1.1 休闲服饰板块：受到较大的的冲击，收入起伏不断.....	17
3.1.2 童装板块：公司重视童装业务发展，未来有望拉动盈利水平.....	17
3.2 短期：疫情催生“宅经济”利空服装行业，存货突增恐将为业绩“埋雷”.....	18
3.3 短期：公司高管减持和股票解禁减持风险.....	20
4. 公司未来看点：“业务+渠道+营销”三方面发力优化	21
4.1 童装业务：从产品延伸至服务，收购+代理品牌扩充品牌矩阵.....	21
4.2 休闲服饰业务：加大研发投入，优化产品结构.....	22
4.3 渠道：线下积极优化门店，线上大力发展电商渠道.....	23
4.4 营销：加大线上线下的营销力度，提升品牌影响力.....	24
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测.....	26
5.2 投资建议.....	27
6. 风险提示	28
图表 1：森马服饰发展历程.....	4
图表 2：森马服饰股权结构.....	5
图表 3：森马服饰旗下品牌梳理.....	6
图表 4：公司业务收入占比情况.....	6
图表 5：儿童服饰板块收入及增速.....	7
图表 6：休闲服饰板块收入及增速.....	7
图表 7：公司线下销售收入及增速.....	8
图表 8：公司线下门店数量.....	8
图表 9：公司线下销售各模式收入占比.....	8
图表 10：公司线上销售收入与增速.....	9
图表 11：公司线下、线上收入占比.....	9
图表 12：公司营收（亿元）及营收增速.....	9
图表 13：公司归母净利润（亿元）及增速.....	9
图表 14：公司线下销售收入及增速.....	10
图表 15：公司与竞争对手存货周转率情况（次）.....	10

图表 16: 公司存货/收入 vs 海澜之家	10
图表 17: 公司加盟模式 vs 海澜之家	10
图表 18: 公司直营、加盟、联营门店数	11
图表 19: 2005-2024 年中国服装市场规模及总比增速	11
图表 20: 中国服装市场各细分品类 2014-2019 年 CAGR	11
图表 21: 2010-2019 年中国服装市场线上线下份额占比 (%)	12
图表 22: 2005-2024 年中国成人服装市场规模及总比增速	12
图表 23: 成人服装中三大细分品类的交叉关系	12
图表 24: 2005-2024 年中国男装市场规模及总比增速	13
图表 25: 2005-2024 年中国女装市场规模及总比增速	13
图表 26: 2010-2019 年中国女装市占率前十的品牌	14
图表 27: 2010-2019 年中国男装市占率前十的品牌	14
图表 28: 2014-2024 年世界主要国家童装市场规模同比增速	14
图表 29: 2005-2024 年中国童装市场规模及同比增速	15
图表 30: 2000-2019 年中国出生率及出生人数	15
图表 31: 2005-2018 年中国儿童人数及人均童装花销	15
图表 32: 2010-2019 年中国童装市占率前十的品牌	16
图表 33: 2019 年童装、女装、男装市场 CR5、CR10 对比	16
图表 34: 休闲服装行业可比公司存货周转天数 (天)	17
图表 35: 公司历年来休闲服饰业务收入及同比增速	17
图表 36: 公司历年来主营收入分业务占比情况	18
图表 37: 公司历年来童装业务收入及同比增速	18
图表 38: 公司历年来分业务毛利率情况	18
图表 39: 公司历年来 Q1 收入占全年比例情况	19
图表 40: 公司历年来收入分渠道情况	19
图表 41: 公司历年来分季度存货 (亿元)	19
图表 42: 公司历年存货及存货跌价准备情况	19
图表 43: 公司历年存货跌价准备及其占净利润比例情况	19
图表 44: 公司近年来高管减持行为统计	20
图表 45: 公司限售流通股变化情况	21
图表 46: 公司童装店铺数量 (家)	22
图表 47: 公司童装品牌矩阵情况	22
图表 48: 休闲服饰行业中可比公司研发费用率对比 (%)	23
图表 49: 公司门店数量分业务情况	23
图表 50: 公司门店坪效 (元/m ²)	23
图表 51: 公司历年来线上销售额、线下销售额、线上收入占主营收入比例	24
图表 52: 公司历年来线上销售额及同比增速	24
图表 53: 2013-2018 年公司销售费用率 (%)	24
图表 54: 公司分业务盈利预测	26
图表 55: 公司盈利预测和估值	27
图表 56: 休闲服装行业可比公司业绩增速与估值对比	27
图表 57: 童装行业可比公司业绩增速与估值对比	27

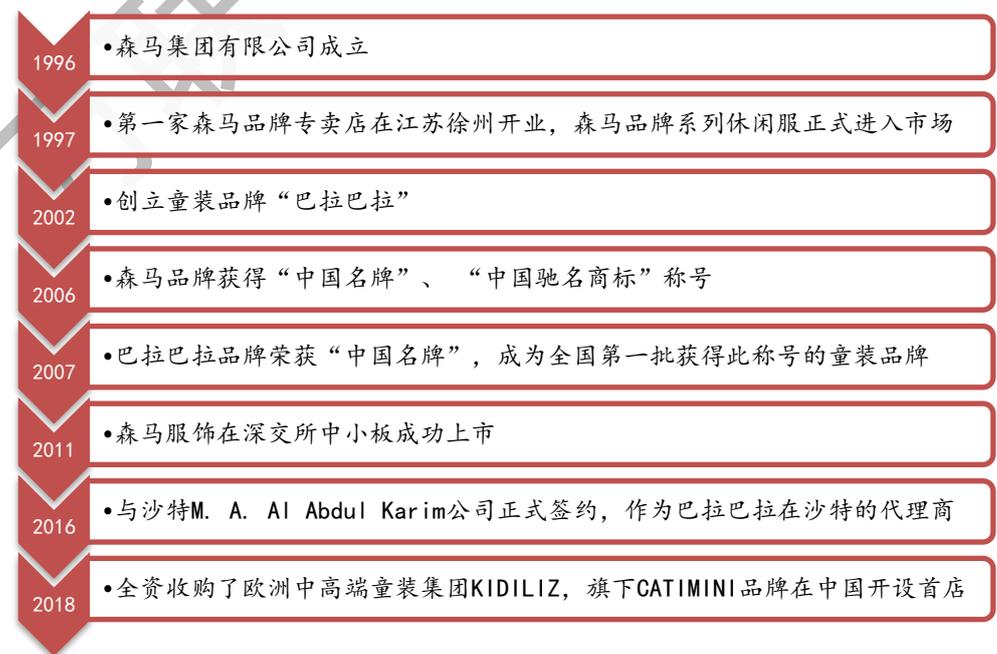
1、渠道整合，格局清晰，童装休闲服两开花

1.1 发展20余年，确立主导产品与销售格局

浙江森马服饰股份有限公司创建于2002年，是一家以虚拟经营为特色，以休闲服饰、儿童服饰为主导产品的企业集团。发展至今，公司已形成线上线下相结合，直营、加盟、联营三种开店模式并行的全渠道零售格局：公司森马休闲装和巴拉巴拉童装两大品牌服饰业务成功布局中国一二三四线市场，零售终端遍布国内，不仅为现有品牌经营提供重要保证，也为未来多品类、多品牌业务的发展提供良好基础；公司下属电子商务公司，成功在国内知名电子商务平台建立了线上销售渠道，电商业务收入连续多年快速增长。

森马服饰旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。目前两大代表已成为休闲服饰及童装行业的领先品牌。森马品牌市场占有率、品牌知名度在国内休闲服市场名列前茅，巴拉巴拉品牌在品牌知名度、市场占有率、渠道规模等多项指标遥遥领先其他品牌，在国内童装市场位居第一。

图表1：森马服饰发展历程

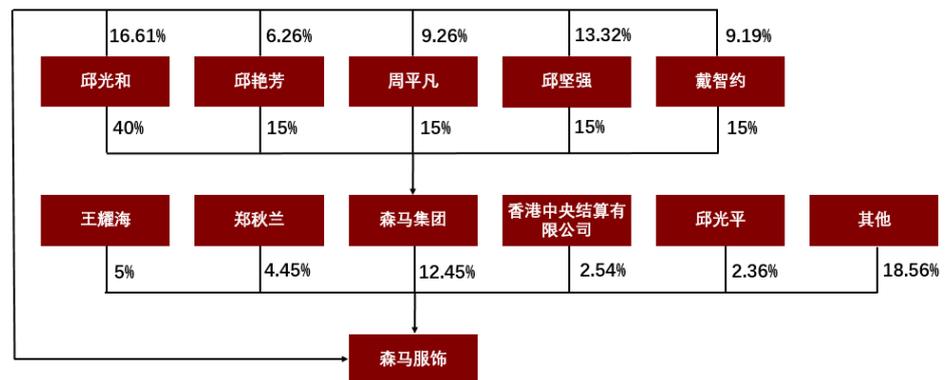


资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.2 公司股权集中，邱氏家族控股共计69.45%

公司控股股东为公司创始人邱光和先生，邱氏家族共计持股 69.45%。在前 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。

图表2：森马服饰股权结构



资料来源：wind，万联证券研究所

公司虽然为家族控股，但是经营管理理念较为先进。近年来公司在组织架构上推行扁平化管理，通过实行“牛人战略”，增强团队战斗力；通过设立森马大学，培训公司各层级员工，赋能公司产业链上下游合作伙伴；通过实施员工持股计划、限制性股票激励计划、合伙人机制，加大员工激励，鼓励组织创新。如公司现任总经理徐波 90 年代末大学毕业就进入森马，从市场专员做起，2002 年成为巴拉巴拉事业部的总经理，与创业团队一起快速发展森马的童装业务。此外，公司通过合伙人的形式创立了童装马卡乐品牌（MARCOLOR），股权结构为公司控股，总经理吴总持股 10%，管理团队持股 10%，另外一些业务干部持股近 20%，目前马卡乐品牌也取得了高速增长。

从激励来看，公司成立至今共实施过两次限制性股票激励计划，2018 年 4 月公司推出的限制性股票激励计划扩大了激励对象范围，计划对象供给 513 人，均为公司核心业务骨干，考核目标为 2018-2020 年营收增速 15.0%/14.7%/15.2%，净利润增速为 25.0%/15.2%/14.6%。

另外，公司还推出两次员工持股计划。2018 年 7 月 3 日，公司第一期员工持股计划累计购入公司股票 8,321,710 股，占公司现有股本的 0.31%，成交均价约为 14.10 元/股；2020 年 3 月 5 日，公司推出第二期员工持股计划（草案），拟筹集资金总额上限为 11,818 万元（含），按照公司股票 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%。

1.3 旗下品牌众多，覆盖着装场景丰富

公司拥有两个主要品牌，即大众休闲装品牌“森马”和中等价位的“巴拉巴拉”童装品牌。森马品牌创立于1996年，定位年轻、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；巴拉巴拉品牌于2002年创立，倡导专业、时尚、活力，面向0-14岁儿童消费群体，产品定位在中等收入小康之家。

除此之外，公司还通过自创、收购、代理、签约设计师等手段获得了其他13个品牌或支线，丰富了旗下品牌线、产品风格，以此覆盖了更多消费人群及其相关的着装场景。目前公司旗下品牌基本实现儿童服饰全品类全年龄（0-14岁）段覆盖，休闲服饰多年龄梯度多场景覆盖。

图表3: 森马服饰旗下品牌梳理

业务类型	品牌线	主要业务	消费人群
服装	森马 (Semir)	休闲服饰	16-30 岁
	巴拉巴拉	品质童装	0-14 岁
	马卡乐	母婴服饰	0-7 岁婴幼儿及母亲
	kidiliz 集团	欧洲中高端童装	新生儿至青年
	绮童堡 (TCP)	美国童装	0-14 岁
	Hey Junior (by BALABALA)	全品类一站式校服定制	学龄期青少年等
	棵棵树	少年潮流服饰	7-16 岁
	Marc O' Polo	德国高端时尚品牌	成年人
	GSON	都市新潮男装品牌	25-35 岁都市青年男性
	GLM	意大利高端男装	都市男性
	AIKEN	复古潮流男装	成年男性
	Jason Wu	高端设计师女装品牌	全球有影响力的女性
	主题公园	梦多多小镇	儿童体验式小镇儿童

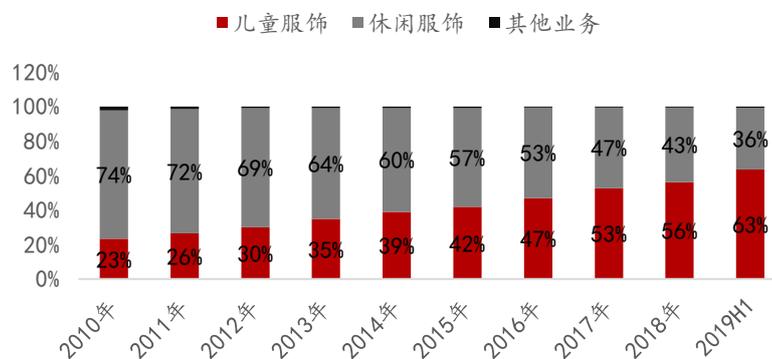
资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

1.4 主营业务: 儿童服饰与休闲服饰, 线下与线上

1.4.1 儿童服饰与休闲服饰

公司目前主营业务主要可以分为两大块, 为儿童服饰业务和休闲服饰业务。两大业务的代表品牌分别为“巴拉巴拉 (BALABALA)”和“森马 (Semir)”, 根据儿童服饰和休闲服饰两大细分市场的特点和目标消费者的需求, 以品牌经营为核心, 以事业部制的形式独立运营。近年来, 儿童服饰业务收入占比不断提高, 休闲服饰占比不断减小, 2017 年儿童服饰业务收入占比首次超过休闲服饰业务, 成为公司第一大业务板块。截至 2019 年上半年, 儿童服饰占比总收入 63%, 休闲服饰业务占比 36%。

图表4: 公司业务收入占比情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

儿童服饰: 2013 年起稳健高成长, 占据童装市场绝对优势。巴拉巴拉创立于 2002 年,

到目前公司已基本实现儿童服饰全品类、全年龄段（0-14岁）覆盖。2012年，受服装市场整体增速大幅下降与库存积压影响，童装营收与增速双双触底；2013年起，公司的童装业务开始保持稳健成长；2018年公司不考虑Kidlizz并表的原儿童服饰业务营收为80.47（88.25-7.78）亿元，同比增长27.29%；2019年上半年公司童装业务实现营收52.12亿元，较去年同期增长29.54%，增速持续走高。

图表5：儿童服饰板块收入及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

休闲装：2018年复苏强劲，提效初具成效。森马（SEMIR）品牌创立于1996年，森马休闲装主要定位于16-25岁的消费群体，在国内服装消费高增长以及服装消费年轻化和时尚化变革的背景下，森马品牌快速发展。2012年，行业竞争加剧，渠道变革且供应链管理较为落后，公司的休闲装库存积压较为严重，营收下滑较大。其后随着公司的改革，逐步回归正增长，2018年公司休闲服饰实现营收67.92亿元，同比增长20.54%，达到自2011年以来的最高。2019年上半年公司休闲装实现营收29.44亿元，同比增长12.15%，有所回落但表现仍稳健。

图表6：休闲服饰板块收入及增速

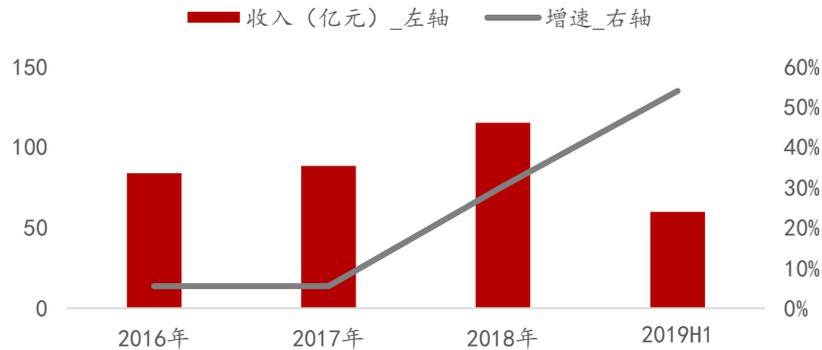


资料来源：wind，万联证券研究所

1.4.2 线下与线上

公司采用以经销模式为主，直营模式为辅的销售模式，同时近年来大力发电商渠道。
线下：收入增速持续走高，门店快速扩张，加盟店收入占比高。根据公司年报数据，公司线下渠道销售收入连年走高，且增速增长幅度较大，2019年上半年已达到53.98%。

图表7：公司线下销售收入及增速



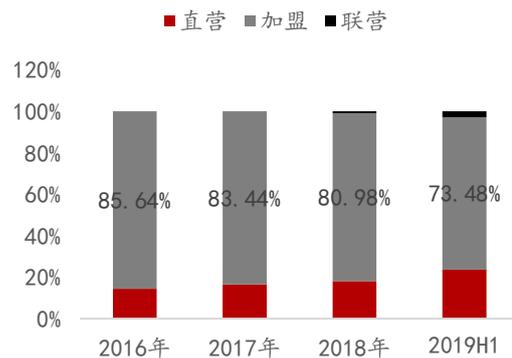
资料来源：公司官网，万联证券研究所

此增长得益于线下门店的不断扩张。截至2019年上半年，公司共拥有9123家门店，其中童装5536家，休闲装3858家。公司的童装门店数量自2014年超过了休闲装的门店数量后，扩张较快，一方面是巴拉巴拉品牌门店不断扩张，另一方面是公司旗下的其他童装品牌（如马卡乐等）的快速成长。除此之外，公司的线下门店开设模式共有直营、加盟、联营三种，加盟店可以有效下沉市场，贡献收入最多，近年来比例虽有所下降但维持在70%以上。

图表8：公司线下门店数量



图表9：公司线下销售各模式收入占比



资料来源：公司年报，万联证券研究所

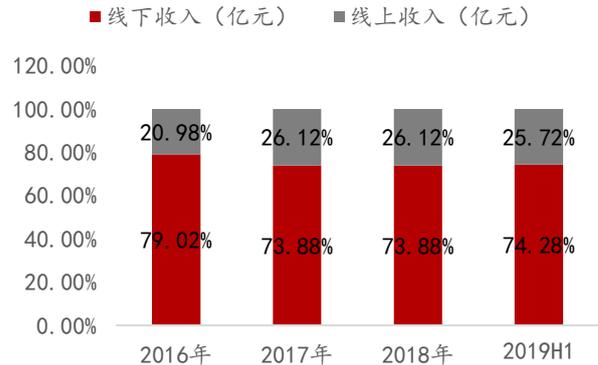
资料来源：公司年报，万联证券研究所

线上：电商高速增长。公司全资子公司浙江森马电子商务有限公司于2012年起开展电商业务，电商业务可以分为直营和经销，其中直营主要是天猫平台，经销则主要是唯品会和京东等平台。公司电商渠道保持较高速增长的趋势，2018年，公司电商渠道收入40.69亿元（+30.25%），2019年上半年收入增速虽有所放缓，但29.01%的增速仍处于较高水平。近年来公司电商渠道收入占比稳中有增，2018年占比26.12%，已成为拉动公司收入的重要部分。

图表10: 公司线上销售收入与增速



图表11: 公司线下、线上收入占比



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

1.5 营收增长稳健, 净利润波动较大

公司自从2012年营收增速触底后, 逐步开始回升, 从业绩增速来看, 公司归母净利润增速波动较大, 主要受到存货跌价损失、并表 Kidiliz 等带来的影响。公司2019年全年营收193.59亿元, 同比增长23.16%, 主要得益于儿童及线上业务快速发展, 以及合并了法国 Sofiza SAS 公司2019年营业收入; 归母净利润15.46亿元, 同比下跌8.7%, 主要原因是受到收购并表法国 Sofiza SAS 公司影响, 该公司去年收购时产生合并成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额导致净利润基数较高, 以及该公司本报告期亏损影响了本期净利润。

图表12: 公司营收 (亿元) 及营收增速



图表13: 公司归母净利润 (亿元) 及增速

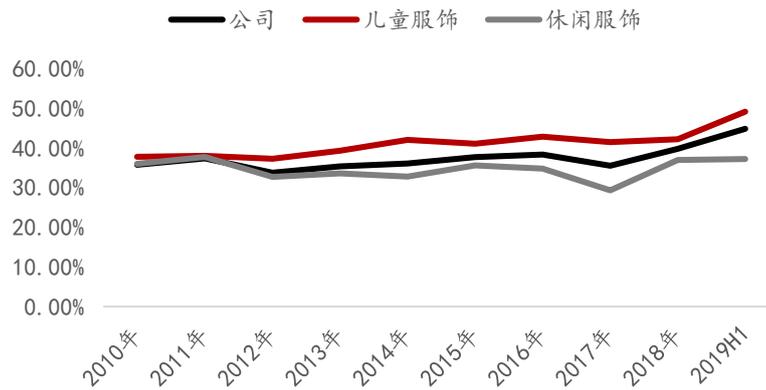


资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

受儿童服饰毛利率正面作用, 公司毛利率提升。2019年H1公司毛利率为44.84%, 同比提升6.49%, 其中休闲装毛利率同比提升2.25%, 童装毛利率同比提升7.14%, 给予正面作用较大。整体来看, 公司童装业务的毛利率呈现不断提升的趋势, 这主要是受益于其规模优势, 随着采购规模的扩大, 降低采购边际成本, 推升了公司的毛利率, 而休闲服饰业务的毛利率受快时尚行业去库存的影响, 波动较大。

图表14：公司线下销售收入及增速



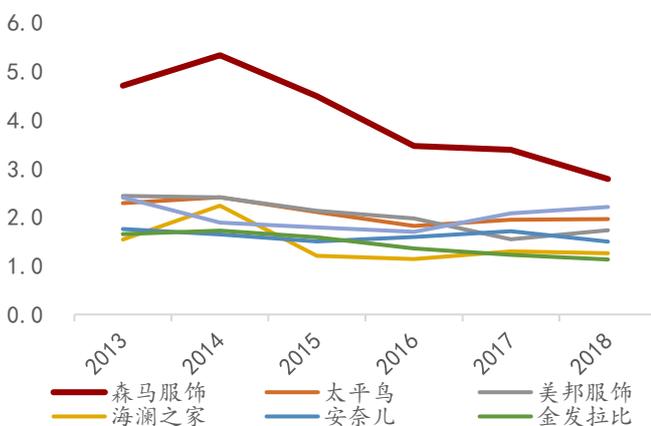
资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.6 公司存货周转率在可比公司中占优，但存货周转率逐年下降

我们观察到，森马的存货周转率在可比公司中最优，主要原因是加盟模式不同，以及销售的品类不同。以海澜之家为例来与公司对比，公司采取的是加盟分销模式，先把存货卖给加盟商，等到季末加盟商卖不出去时再退货，退货后进行重新归类，第二年相应季节再以折扣价卖给加盟商，此举相当于将公司的存货转移给了加盟商，因此存货减少了；而海澜之家则采用加盟代销模式，加盟商不需要承担存货滞销风险。另外，公司产品以流行性服装为主，而海澜之家的产品中还包含有西服、衬衫等流行性没那么强的商务服装，因此海澜之家的存货周转率比公司的较低。

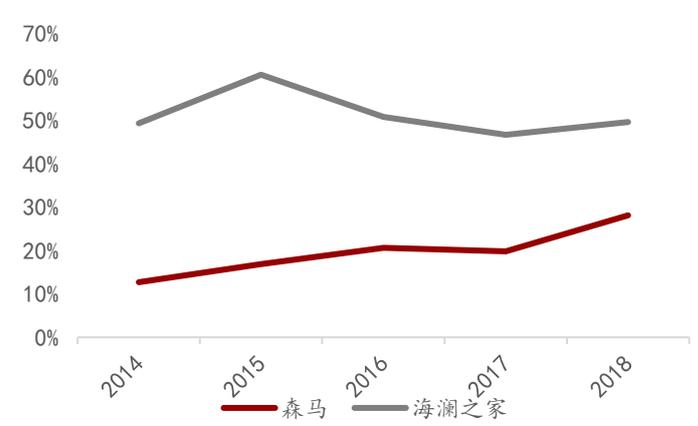
但公司至2015年开始存货周转率逐年下降，存货/收入逐年上升。公司2014年存货周转率5.33次，但此后逐年下降，2018年存货周转率降至2.78次，与可比公司相比优势逐渐减弱。且公司存货占收入比例逐年上升，从2014年的12.70%上升到2018年的28.10%。

图表15：公司与竞争对手存货周转率情况（次）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表16：公司存货/收入vs海澜之家



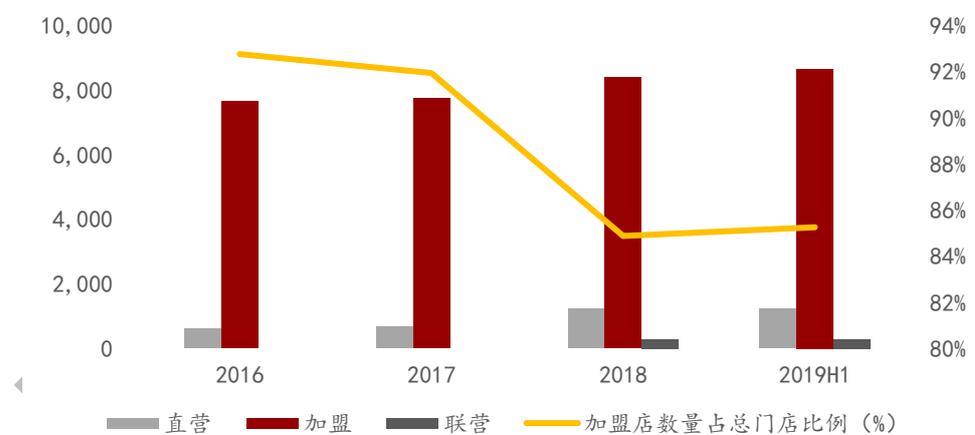
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表17：公司加盟模式vs海澜之家

	森马 直销模式	海澜之家 代销模式
加盟模式		
收入确认	于商品发出时按照从购货方已收或应收的合同或协议价确认收入。	商品实现最终销售后，加盟店与公司根据协议约定结算公司的营业收入。
存货处理	存货先发给加盟商，卖不出去时再退回，在第二年的相应季节到来前将重新归类好的产品对各地加盟商以一个合理的折扣进行买断和清仓处理	加盟商不需要承担存货滞销风险
加盟费	对一级加盟商收取一次性费用，省级：5-10万；地级：1-3万；县级：不收	不收取

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表18：公司直营、加盟、联营门店数



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

2、行业分析：休闲服装增速低迷，体育服饰与童装赛道表现亮眼

2.1 总体：服装行业体量大但增速逐年下滑，体育服饰与童装赛道表现亮眼

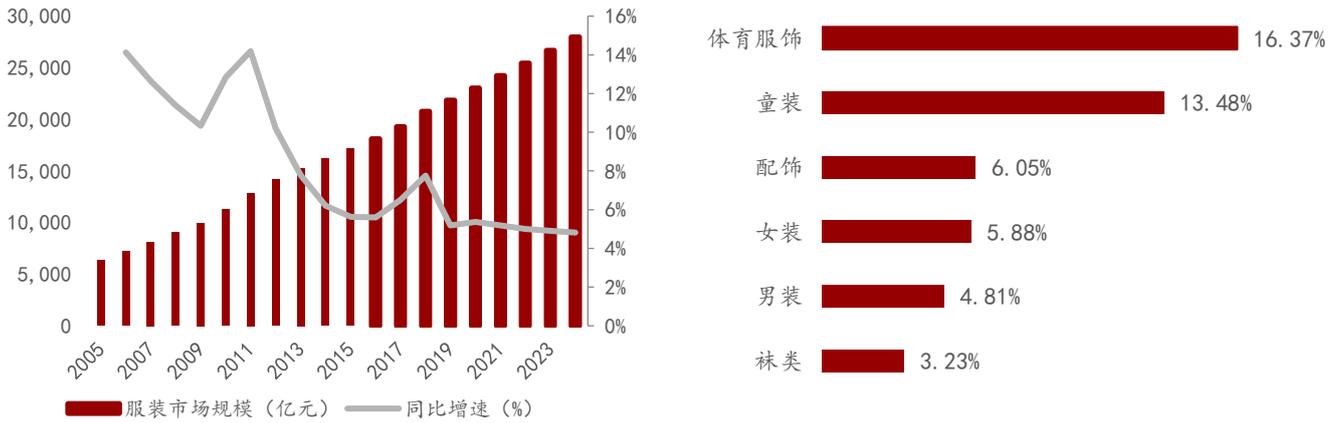
中国服装市场规模庞大，但增速近年来一路放缓至5%。根据Euromonitor的数据，2019年中国服装（包括童装、成人装、配饰、袜类等）市场规模达到2.19万亿元，2014-2019年CAGR达到6.13%。

分品类来看，体育服饰和童装的增速最高，分别达到16.37%和13.48%。而男装与女装双双录得低增速。

分渠道来看，线下份额大幅往线上转移。近年来受到电商平台的冲击，许多线下售卖的服饰转移到线上售卖，导致线下占比从2010年的99.6%大幅下滑至2019年的64.9%，而线上渠道的占比则相应地从0.4%猛涨到35.1%。

图表19：2005-2024年中国服装市场规模及总比增速

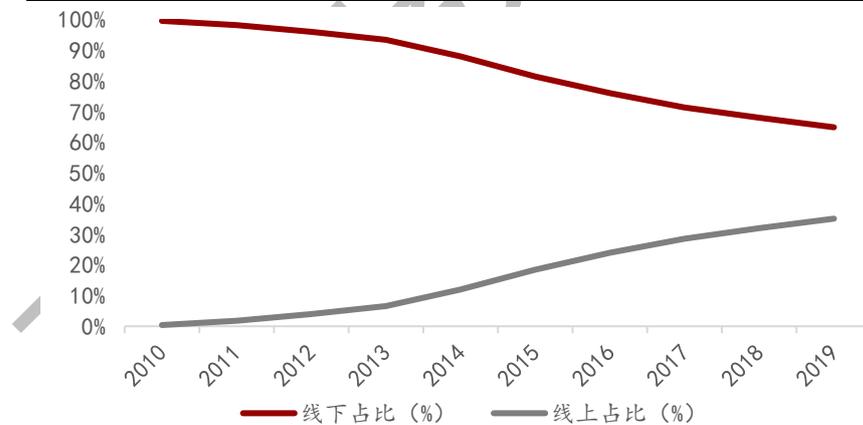
图表20：中国服装市场各细分品类2014-2019年CAGR



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

图表21: 2010-2019年中国服装市场线上线下份额占比 (%)



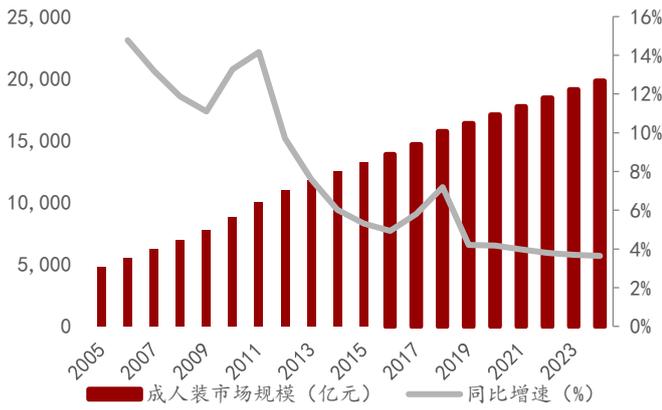
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

2.2 成人服装: 休闲服装市场增速低, 女装市场竞争激烈且行业相当分散

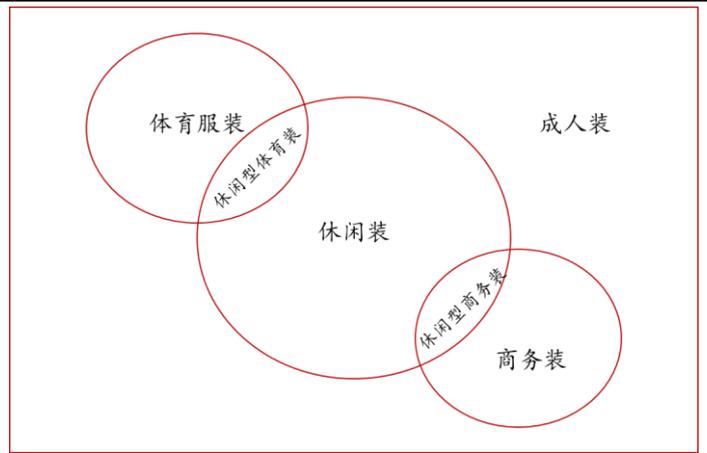
我国成人服装按照功能主要分为休闲服装、商务装、运动服装, 而这三个品类之间又没有明显的界限, 相互渗透。根据Euromonitor的数据, 2019年中国成人服装市场规模达到1.64万亿元, 2014-2019年CAGR达到5.48%, 未来增速将继续保持4%左右。我们粗略估算, 2019年, 中国休闲服装市场规模有8000-10000亿元, 同比增速约为4%。

图表22: 2005-2024年中国成人服装市场规模及总增速

图表23: 成人服装中三大细分品类的交叉关系



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

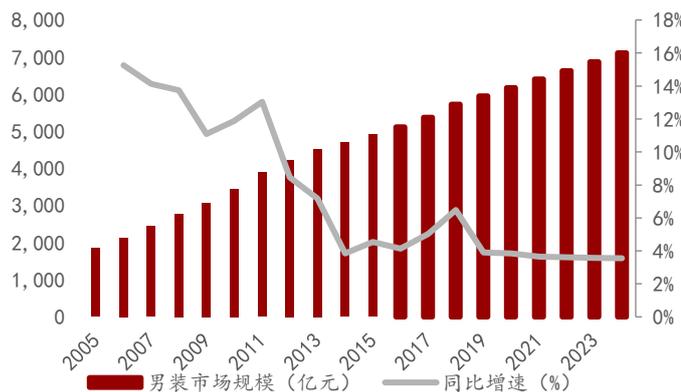


资料来源: 万联证券研究所整理

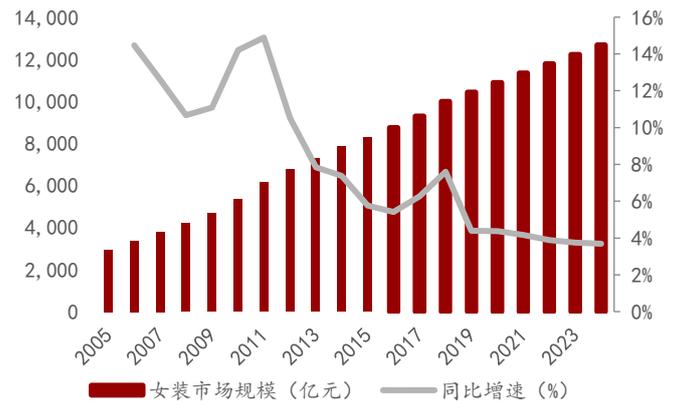
成人服装按人群又可分为男装和女装。2019年中国女装市场规模达到1.04万亿元，2014-2019年CAGR达到5.88%；男装市场规模达到5949.24亿元，2014-2019年CAGR达到4.81%，男装市场规模与增速均小于女装市场。

图表24: 2005-2024年中国男装市场规模及总比增速

图表25: 2005-2024年中国女装市场规模及总比增速



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

成人装尤其是女装市场集中度低，行业竞争激烈。随着当代女性潮流意识的觉醒，越来越多时尚款式的衣服走进人们的生活，而多样化的设计、不同品味的追求、代购和网购的兴起使得传统的服装企业面临很大的压力，也令女装行业的竞争比男装竞争更激烈，因而女装行业的集中度也远低于男性。根据Euromonitor的数据，2019年，我国女装的CR5、CR10分别为5.1%、8.5%，远低于男装的13.1%、19.1%。这一结果的产生也源于男性对品牌的忠诚度较女性更高。

- 女装行业中，市占率前三的品牌分别为优衣库、Adidas、拉夏贝尔，2019年市占率分别为1.5%/1.1%/0.9%，森马排名第8，市占率为0.7%，与2010年市占率持平。随着外资大品牌如优衣库、Adidas、Zara等的涌入，以及他们自身的高性价比、款式多样、高周转率等优势倒逼着国内品牌改革。
- 男装行业中，市占率前三的品牌分别为海澜之家、Adidas、优衣库，2019年市占率分别为4.7%/2.4%/2.3%，森马排名第10，市占率为1.0%，与2010年市占率

持平。

图表26：2010-2019年中国女装市占率前十的品牌

序号	市场份额	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	优衣库	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%
2	Adidas	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%
3	拉夏贝尔	0.2%	0.3%	0.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	0.9%
4	Vero Moda	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
5	波司登	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
6	Only	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
7	Zara	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
8	森马	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
9	都市丽人	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
10	Ochirly	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
	GR5	2.5%	2.9%	3.4%	4.1%	4.2%	4.3%	4.6%	4.7%	5.0%	5.1%
	GR10	5.3%	6.0%	6.5%	7.4%	7.6%	8.0%	8.2%	8.2%	8.4%	8.5%

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表27：2010-2019年中国男装市占率前十的品牌

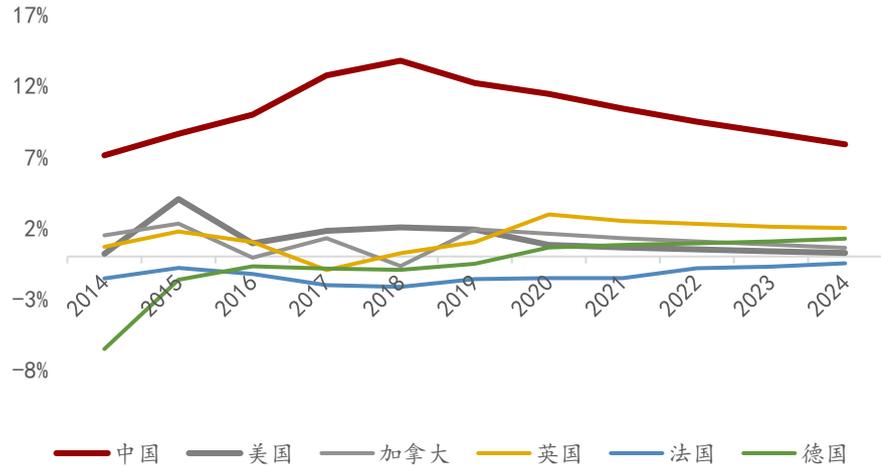
序号	市场份额	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	海澜之家	-	-	-	-	-	-	-	4.7%	4.4%	4.7%
2	Adidas	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%
3	优衣库	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%
4	Jack & Jones	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%
5	Nike	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%
6	安踏	1.0%	1.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.4%	1.6%
7	波司登	1.0%	1.1%	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%
8	Mark Fairwhale	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%
9	罗蒙	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
10	森马	1.0%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
	GR5	4.5%	4.9%	5.3%	5.5%	5.8%	6.2%	6.6%	12.0%	12.1%	13.1%
	GR10	9.2%	10.0%	9.9%	9.6%	9.9%	10.2%	10.9%	16.6%	17.5%	19.1%

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

2.2 童装：得益于优生优育意识觉醒，中国千亿童装市场加速发展

世界：经济下滑以及生育率持续降低，欧美童装市场前景不容乐观。放眼世界童装市场，由于欧美生育率一路下滑，以及原本市场较成熟，近年来美国、加拿大、英国的童装市场规模均出现低增长，法国、德国童装市场甚至出现下滑现象。

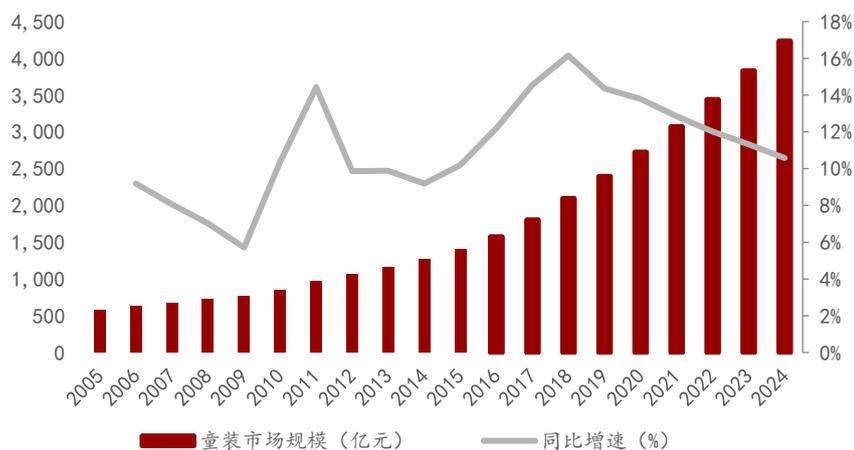
图表28：2014-2024年世界主要国家童装市场规模同比增速



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

中国: 优生优育意识觉醒, 两千亿童装市场飞快发展。根据Euromonitor的数据, 2019年, 中国童装市场规模达到 2391.47亿元, 2014-2019CAGR高达13.48%, 预计2024年将突破4000亿大关。尽管中国近年来出生率一路在下滑, 但年轻一辈父母优生优育的意识逐渐觉醒, 儿童人均童装花销金额猛涨。年轻一辈父母在孩子身上倾注的精力与金钱越来越多, 往往都希望给孩子最好的, 因而这类父母通常对于孩子身上的衣食住行花费是价格不太敏感的。通过统计局给出的儿童人数(0-14岁)以及Euromonitor的童装市场规模, 我们可以测算出中国儿童人均在童装上的花销, 这个数字从2005年的240.52元/人, 一路上涨至2018年的888.90元/人。**因此, 我们认为, 随着优生优育意识的觉醒, 中国童装市场未来发展潜力巨大。**

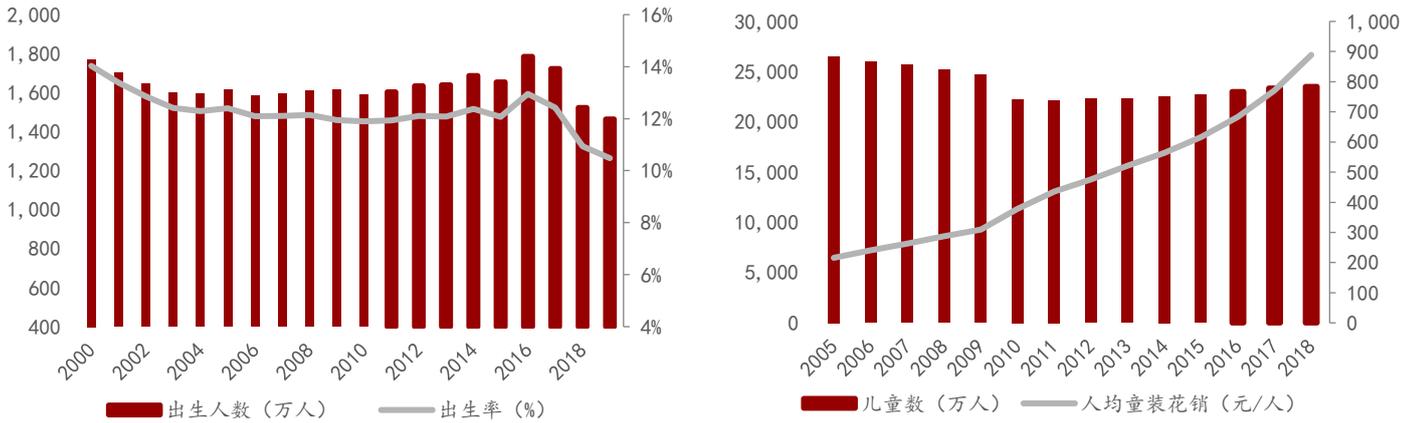
图表29: 2005-2024年中国童装市场规模及同比增速



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

图表30: 2000-2019年中国出生率及出生人数

图表31: 2005-2018年中国儿童人数及人均童装花销



资料来源：国家统计局、万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

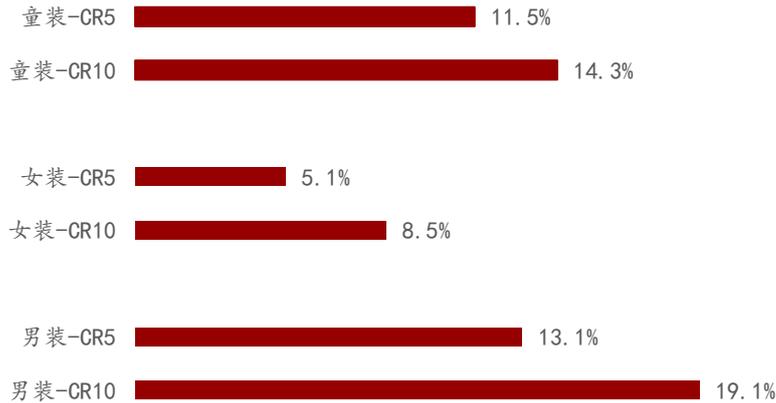
童装市场集中度高于女装，公司旗下品牌巴拉巴拉为绝对的童装龙头。根据Euromonitor的数据，2019年中国童装市场CR5、CR10分别为11.5%、14.3%，市占率第一的品牌是森马旗下的巴拉巴拉，市占率达到6.9%，远超第二名安踏童装的1.6%，为童装市场绝对的龙头，并且市占率在过去十年中一路提升。从行业集中度方面来看，由于年轻一辈父母选择童装时会更注重质量与品牌，而女性在为自己挑选衣物时则更在意时尚，因而女装市场的集中度低于童装市场。

图表32：2010-2019年中国童装市占率前十的品牌

序号	市场份额	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	巴拉巴拉	2.9%	3.2%	3.0%	3.2%	3.6%	4.1%	4.6%	4.9%	5.9%	6.9%
2	安踏童装	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%
3	Adidas	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%
4	小猪班纳	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
5	安奈儿	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
6	Disney	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
7	Nike	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
8	太平鸟	-	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
9	嗒嘀嗒	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.5%
10	GXG	-	-	-	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
	CR5	5.0%	6.0%	5.9%	6.1%	6.8%	7.6%	8.4%	8.9%	10.2%	11.5%
	CR10	-	-	-	8.3%	9.3%	10.4%	11.3%	11.9%	13.2%	14.3%

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

图表33：2019年童装、女装、男装市场CR5、CR10对比



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

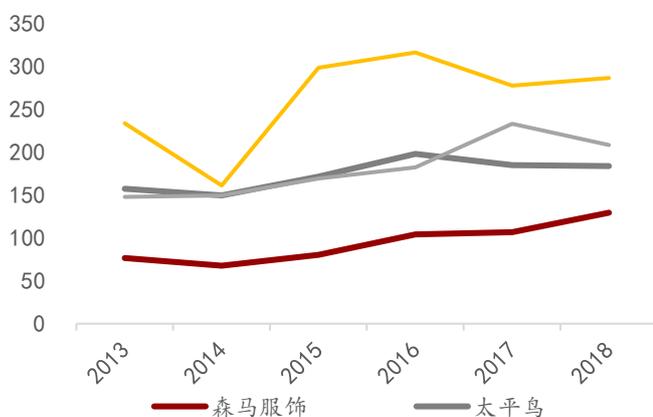
3、公司分析：长期童装业务有望拉动利润水平，短期疫情影响较大

3.1 长期：公司休闲服装板块受冲击较大，但童装业务板块未来可期

3.1.1 休闲服饰板块：受到较大的的冲击，收入起伏不断

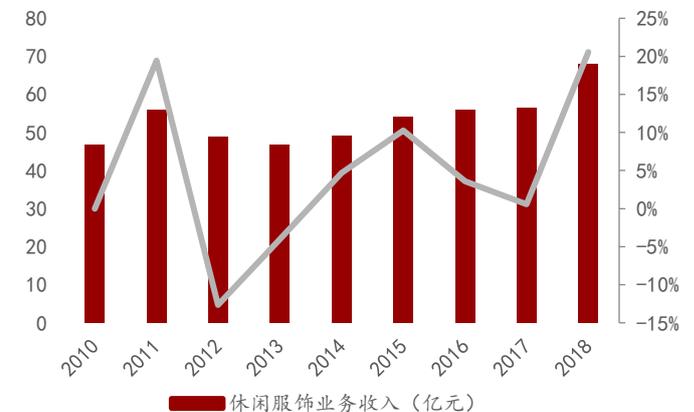
近年来休闲服饰市场增速不断放缓，加之外资竞争者不断涌入、电商渠道的兴起、行业进入门槛低竞争愈发激烈、休闲服饰款式设计更替要求高等因素，中国传统品牌商面临着品牌老化、发展停滞、库存周转天数持续升高等不利影响。尽管公司由于经营的产品特性（流行性的服装产品周转较快）、自身运营能力、加盟模式不同等原因，使得存货周转天数较同行业其他公司的要低，但还是难逃近年来天数急剧上涨的命运，公司存货周转天数从2013年的76.6天上升到2018年的129.34天。而公司休闲服饰业务的收入也起伏不断，同比增速偶尔出现负数。我们认为，休闲服饰行业前景不明朗、竞争者众多且进入门槛低，传统品牌受冲击较大，未来公司在该业务板块的业绩不确定因素较多。

图表34：休闲服装行业可比公司存货周转天数（天）



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

图表35：公司历年来休闲服饰业务收入及同比增速

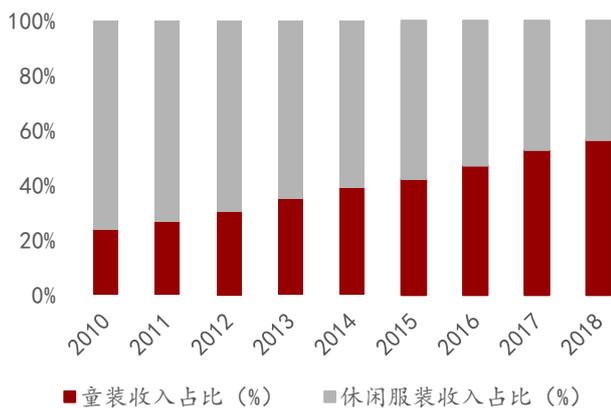


资料来源: Wind、万联证券研究所整理

3.1.2 童装板块：公司重视童装业务发展，未来有望拉动盈利水平

童装行业在中国发展前景较广阔，并且增速高，近年来公司越来越重视童装业务板块的发展。公司旗下童装主品牌巴拉巴拉知名度高，在行业中处于龙头地位，加上公司通过并购和代理国外童装品牌丰富了公司的品牌矩阵，补全了公司在童装中高端市场的空白。公司2018年童装业务收入达到88.25亿元，2010-2018年CAGR高达25.13%。另外，近年来公司童装的毛利率在40%-45%之间，高于休闲服饰的毛利率。我们认为，该业务板块发展的确定性较高，并且童装的毛利率较休闲服的高，公司未来主业务往童装业务靠拢有助于提升盈利水平。

图表36：公司历年来主营收入分业务占比情况



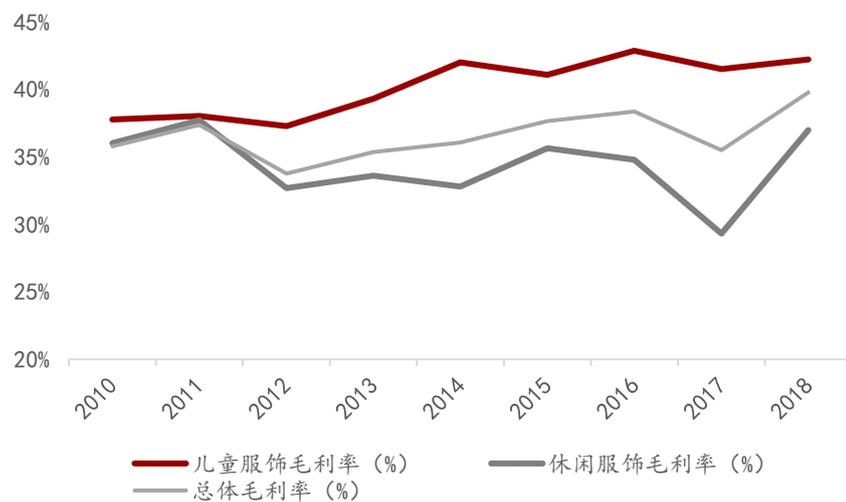
图表37：公司历年来童装业务收入及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表38：公司历年来分业务毛利率情况



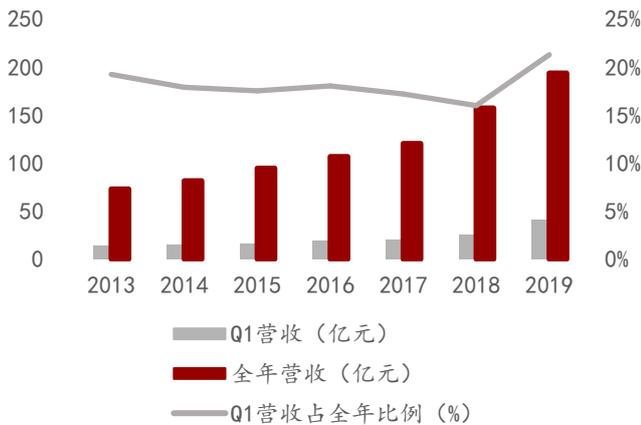
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

3.2 短期：疫情催生“宅经济”利空服装行业，存货突增恐将为业绩“埋雷”

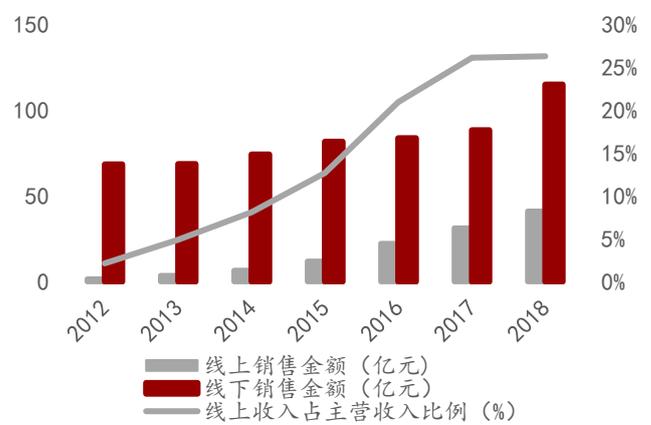
由于近期受到疫情影响，许多人都响应政府号召不出门，“宅经济”应运而生，外出服装的需求总量大幅下降。疫情期间，线下消费场景大受冲击，大量的商铺、购物中心在2020年第一季度暂停营业，因而服装的线下销售几乎停滞；而由于快递复工晚、复工率低，线上销售预计也有较大幅度下降。公司历年来第一季度的销售收入占全年

比重为15-20%，而线下收入占比近年来约为75%，因此，在疫情带来Q1线下收入几乎腰斩、线上业务受损的条件下，我们预计，2020年全年营收预计将减少15%。

图表39：公司历年来Q1收入占全年比例情况



图表40：公司历年来收入分渠道情况

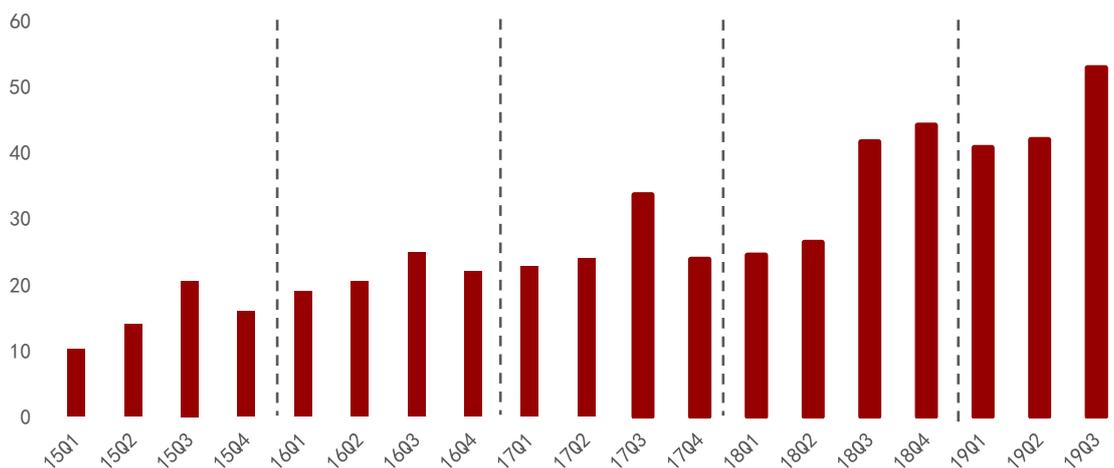


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

服装公司年终清货时期遇上疫情影响，存货高涨面临的减值损失或大力度清货恐将影响2020年业绩。通过分析公司历年来分季度存货情况可知，一季度的存货水平最低，说明一季度正是服装公司清库存时期。而今年的清库存时期正巧遇上了疫情，外出服装需求总量急剧下降，我们预计，今年公司一季度存货水平将高涨，并且由于错过了服装换季时期，后续公司若要清理春冬季衣服库存，势必会比以往加大打折力度，这将对公司的毛利润产生较大影响。若公司选择不加大打折力度清理库存，则大量滞销的春冬季衣物将致使公司全年库存水平上升，而当计提存货跌价准备时，恐将对2020年全年利润带来较大的损害。

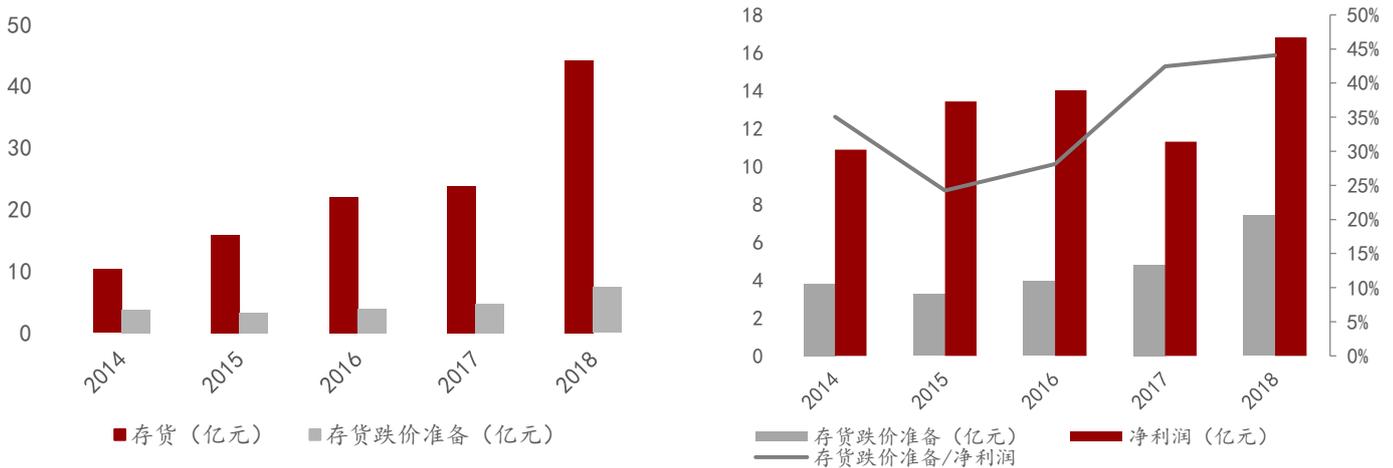
图表41：公司历年来分季度存货（亿元）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表42：公司历年存货及存货跌价准备情况

图表43：公司历年存货跌价准备及其占净利润比例情况



资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所整理

资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

3.3 短期: 公司高管减持和股票解禁减持风险

公司近两年来的股票遭实控人的女儿与女婿(曾任总经理)大笔减持,当时正处业绩亮眼时期。其中,减持占比最大的两笔发生在2018年11月-2019年7月,分别是公司实控人邱光和先生的女婿、前总经理(2018.08卸任)、董事周平凡先生减持5398.98万股,占公司总股本的2%,以及邱光和先生的女儿(周平凡的妻子)邱艳芳减持1.3499亿股,占公司总股本的5%。另外的几笔是邱光和先生转让给新任总经理(2018.08)兼董事的徐波先生、董事邵飞春先生;邱坚强先生出让给新任副总经理的陈新生先生与张伟先生,但这几笔的数量占比都不大。我们注意到,周平凡与其妻邱艳芳的大幅减持是在2018年8月周平凡卸任总经理不久之后,而当年森马无论中报还是年报都业绩亮眼,股价也在2018H1从7元短时间内翻倍,但在2018年公司经营风生水起的时候,存货也跟着翻倍,猛涨的库存埋藏着巨大的跌价风险。

图表44: 公司近年来高管减持行为统计

与公司关系	股东名称	减持方式	减持时间	减持均价	减持股数(万股)	减持占比(%)	变动后持股占总股本比例(%)
王耀海: 公司股东、欧普照明股份有限公司 董事长	王耀海	集中竞价	2020年1月9日	9.96	6.56	0.00243%	4.99999981%
邱光和: 董事长、董事、实控人 徐波: 总经理(2018.08起任)、董事 邵飞春: 副总经理(2020.01起任)、董事	邱光和	大宗交易, 出让给徐波	2019年9月11日	10.45	537.13	0.20%	徐波0.4031%
		大宗交易, 出让给董事邵飞春	2019年9月11日	10.45	268.56	0.10%	邵飞春0.2287%
		合计	2019年9月11日	10.45	805.69	0.30%	邱光和16.61%
邱坚强: 执行董事长(2020.01起任)、副董事长(2020.01以前)、董事、邱光的儿子 陈新生: 副总经理(2018.03起任)、董事(2018.08起任) 张伟: 副总经理(2019.04起任)	邱坚强	大宗交易, 出让给陈新生	2019年9月2日	10.83	30.00	0.01%	陈新生0.0111%
		大宗交易, 出让给张伟	2019年9月2日	10.83	30.00	0.01%	张伟0.0111%
		合计	2019年9月2日	10.83	60.00	0.02%	邱坚强13.32%
邱艳芳: 邱光的女儿 王耀海: 欧普照明股份有限公司 董事长	邱艳芳	协议转让给王耀海	2019年5月27日-7月2日	9.69	13499.24	5.00%	6.26%
周平凡: 总经理(2018.08以前)、董事、邱光的女婿(邱艳芳的丈夫)	周平凡	集中竞价	2018年11月21日-2019年5月20日	8.98	1061.83	0.39%	-
		大宗交易	2018年11月2日-2019年5月1日	9.52	4337.15	1.61%	-
		合计	2018年11月2日-2019年5月20日	-	5398.98	2.00%	9.26%
邱光和: 董事长、董事、实控人 徐波: 总经理(2018.08起任)、董事 邵飞春: 副总经理(2020.01起任)、董事	邱光和	大宗交易, 出让给徐波	2018年11月29日	8.04	537.13	0.20%	徐波0.20%
		大宗交易, 出让给邵飞春	2018年11月29日	8.04	268.57	0.10%	邵飞春0.13%
		合计	2018年11月29日	8.04	805.70	0.30%	邱光和16.90%

资料来源: Wind、万联证券研究所整理

截止2019年8月23日，公司共有限售流通股8.50亿股，大部分是源于公司高管限售股，有少部分是股权激励计划授予的限售股。根据《公司法》规定，公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%（因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等导致股份变动的除外），离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份。由于公司高管持股集中，这就构成了大量的公司高管限售股。另外，公司2018年5月实施第二期股权激励计划，为公司核心骨干（不包括独立董事、监事）共计513人分配共计1,447.38万股限制性股票，占公告日公司总股本的0.54%。2019年8月已完成第一个解锁期解锁了40%的股权激励限售股。而根据2019年业绩快报显示，2019年的归母净利润相较于2017年增长只有35.85%，不符合公司股权激励计划中要求的44%的目标，因此我们预计，第二个解锁期（2020年8月）并不能解锁限售股，因此在可预计的范围内，公司的股票暂时没有限售股解禁的风险。

图表45：公司限售流通股变化情况

时间	限售流通股（亿股）	限售期满时间	变动原因	备注
2014/3/12	0.00000	-	首发原股东限售上市	
2014/4/16	6.00000	2015/3/11	追加承诺限售股份	基于对公司未来发展的信心，公司实际控制人邱光和、邱坚强、周平凡、邱艳芳、戴智约自愿将其持有的于2014年3月12日限售期满的公司股份延长限售期限至2015年3月11日。
2015/3/12	0.00000	-	追加承诺限售股上市	
2015/4/23	2.11583	-	高管股份变动	为有利于公司未来的资本运作，森马集团已于2015年3月30日与境内自然人邱光和、周平凡、邱艳芳、邱坚强、戴智约、金克军、郑秋兰等7人共同签署了《股份转让协议》，以协议方式转让其持有的部分森马服饰股票，森马投资已于2015年3月30日与境内自然人邱光和、邱光平、潘秀兰等3人共同签署了《股份转让协议》，以协议方式转让其持有的部分森马服饰股票。
2015/4/30	4.23166	-	转增	本公司2014年年度权益分派方案为：每10股派10.00元人民币现金（含税）；转增10股。
2015/9/25	8.46332	-	转增	公司2015年半年度权益分配方案为：每10股转增10股。
2015/10/26	8.60872	2016/10、2017/10、2018/10	股权激励	
2016/10/28	8.55259	-	股权激励限售股上市	2015年业绩目标达成，第一个解锁期解锁40%。后续第二、三个解锁期均未达成条件
~	~	~		
2018/8/20	8.61003	2019/8、2020/8、2021/8	股权激励	第二期股权激励计划股票授予完成
2019/8/23	8.50026	-	股权激励限售股份上市	2018年业绩目标达成，第一个解锁期解锁40%。

资料来源：Wind、万联证券研究所整理

4. 公司未来看点：“业务+渠道+营销”三方面发力优化

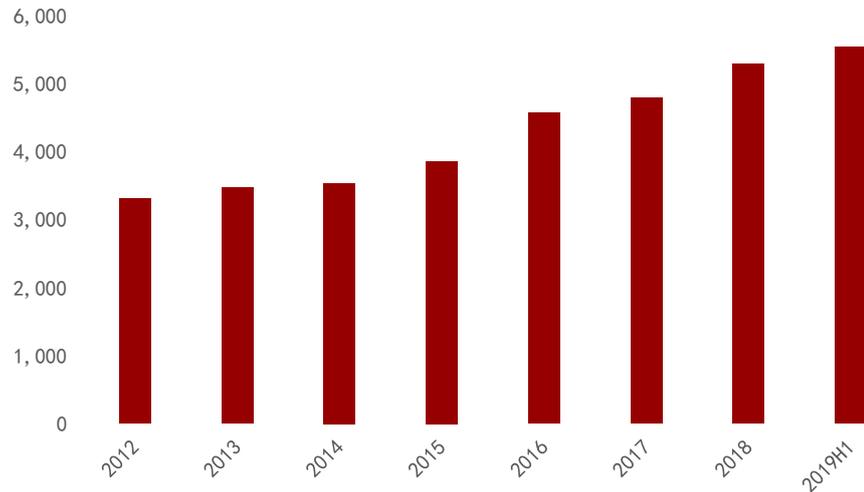
4.1 童装业务：从产品延伸至服务，收购+代理品牌扩充品牌矩阵

公司聚焦产品创新研发，并大力推动主营业务向儿童产业延伸。公司旗下主品牌巴拉巴拉与世界领先趋势机构深入合作，为提升品牌的颜值、新鲜度以及时尚感，公司与迪士尼、独立艺术家等进行跨界合作，扩大创新产品比例。巴拉巴拉品牌在聚焦构建单一品类产品力的同时，不断探究消费者生活方式的变化，在2018年开设儿童生活方式购物空间Balabala Town，满足消费者追求品质并日趋多元化的生活方式需求。

收购Kidiliz集团+代理北美品牌The Children's Place，拓展童装中高端市场以及海外业务。2018年10月，公司全资收购欧洲领先的中高端童装集团——KIDILIZ集团，并在中国推进经营KIDILIZ集团的多品牌业务。Kidiliz集团旗下拥有Z品牌（1983年

创立)、Absorba品牌(1949年创立)、Gatimini品牌(1972年创立)等自有童装品牌,以及Kenzo Kids、Levi's Kids、Paul Smith Junior等5个授权品牌,产品覆盖人群从新生儿到青少年。截止公告日,Kidiliz集团全球共有8家子公司,11000个销售网点和829家门店。目前,旗下Gatimini品牌已经在中国开设首店。另外,公司还代理引入了北美领先童装品牌The Children's Place。目前公司童装业务已实现全品类、全年龄段、各消费层次的全面覆盖,形成了完整的儿童服饰板块多品牌矩阵。

图表46: 公司童装店铺数量(家)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

图表47: 公司童装品牌矩阵情况

定位	品牌	创立时间	持股比例/%	规模	客群	渠道
	巴拉巴拉	2002	100%	稳健成长阶段 (0-30%)	2-14岁	线下线上
大众	Minibalabla	2013	100%	高速成长阶段 (100%+)	0-4岁	线上为主, 线上与balabala独立分开的店铺
	马卡乐	2015.05	合伙人项目, 公司控股, 高管参股	高速成长阶段 (50%左右)	0-7岁	线上+线下(近700家门店), 具体从线下来看, 母婴渠道数量占比15%左右。
中高端	Kidiliz	2018 (收购)	收购, 持100%	收购整合阶段	0-14岁	线下线上

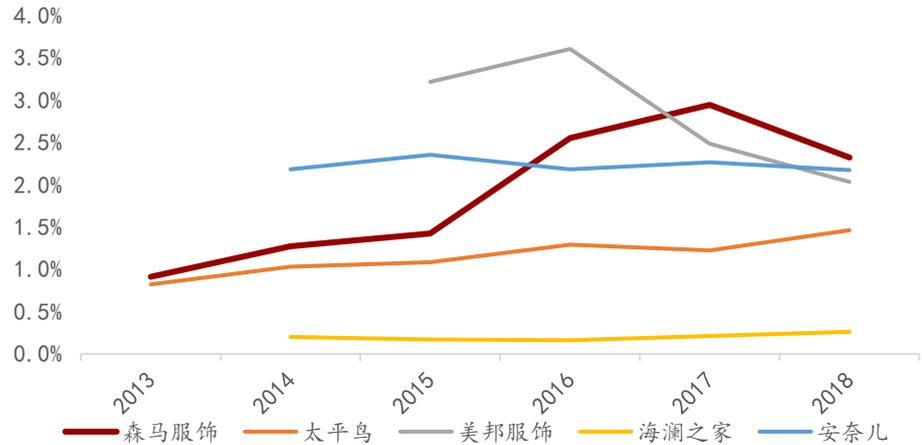
资料来源: 公司公告、万联证券研究所整理

4.2 休闲服饰业务: 加大研发投入, 优化产品结构

公司引进国内外行业专家, 强化商品自主研发设计能力, 扩张产品风格线, 提高商品丰富度, 满足消费者多场景的生活搭配需求。与国际知名设计研发趋势机构合作, 提

升内部买手、设计师专业能力，及时捕捉市场流行趋势资讯，以长周期商品开发和快反商品模式相结合，满足消费者快速变化的时尚服饰需求。2018年，公司研发费用率达到了2.38%，为休闲服饰行业里可比公司最高，并且近年来有所提升。

图表48：休闲服饰行业中可比公司研发费用率对比（%）

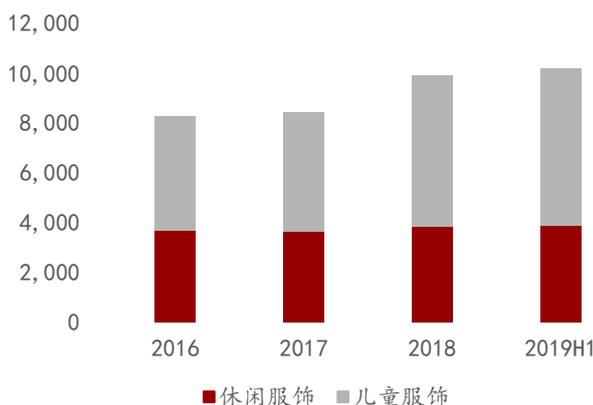


资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

4.3 渠道：线下积极优化门店，线上大力发展电商渠道

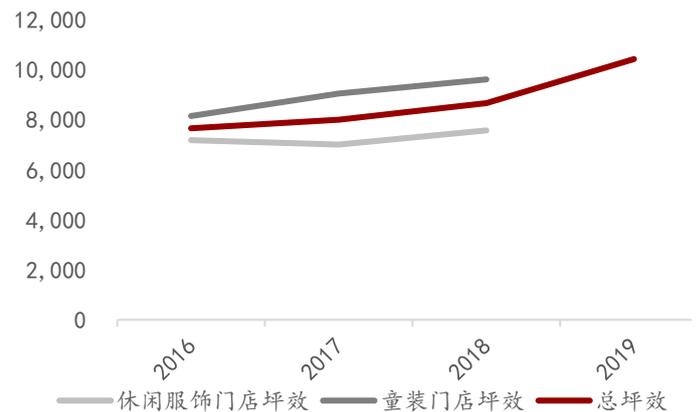
线下：积极展开渠道店铺调整计划，一方面关闭低效店铺，关小店开大店，优化店铺效益；另一方面重点拓展购物中心等新兴渠道，目前预计公司购物中心店铺已超过500家（总门店数量），并逐步形成了专卖、百货、购物中心、奥莱及电商的全渠道模式。在一系列结构不断优化措施下，公司不仅店铺数量恢复稳定增长，同时也有效提升了单店效率。

图表49：公司门店数量分业务情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表50：公司门店坪效（元/m²）



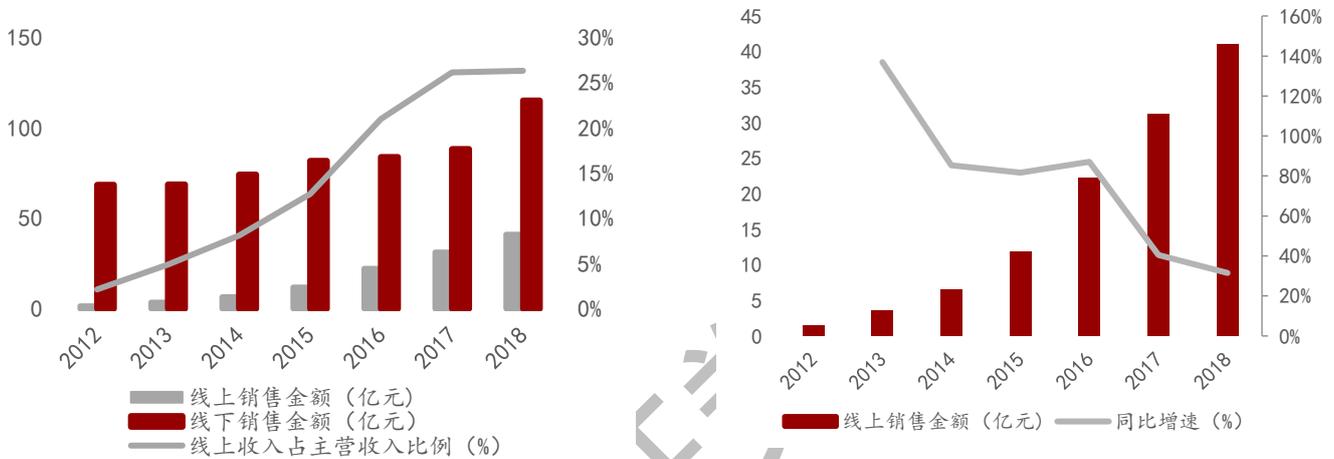
资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

线上：设立子公司森马电商发展线上业务。森马电商通过品牌驱动、内容驱动、产品驱动和体验驱动的四轮驱动，取得业绩快速增长。近年来线上销售额2012年的1.49亿元上升至2018年的41.09亿元，2012-2018年CAGR高达73.82%，占主营业务比例也从2012年的2.13%大幅提升至2018年的26.31%。

2018年，浙江森马电子商务有限公司全年实现营业收入40.69亿元，双十一当天零售业绩11.4亿元。电商品牌Minibalabala增长迅速，天猫双十一进入童装Top10榜单。

图表51：公司历年来线上销售额、线下销售额、线上收入占主营收入比例

图表52：公司历年来线上销售额及同比增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

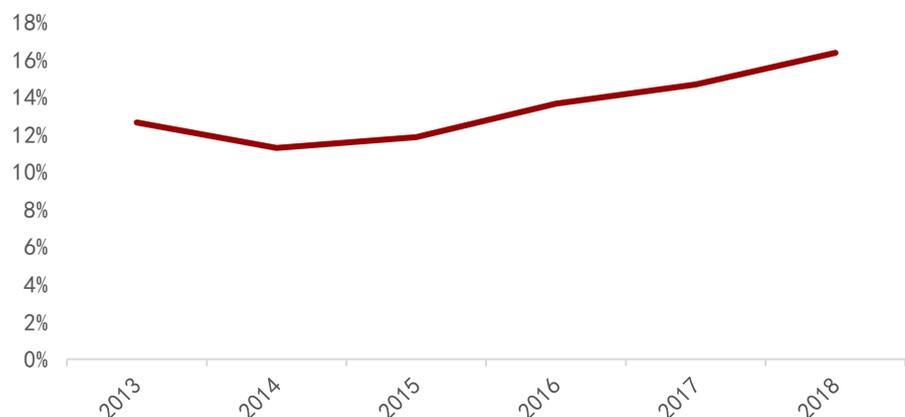
4.4 营销：加大线上线下的营销力度，提升品牌影响力

公司近年来不断加大营销力度，通过在线上和线下渠道投放广告、进行跨界合作、与时尚杂志合作、时装周走秀等等手段进一步提升品牌的影响力。

线上：推进数字化营销，进一步提升品牌影响力。2018年公司打造森马超级粉丝节，刷新单日零售新记录。加强会员粘性，开展了“城市棉麻主义”、“什么TEE抖音挑战赛”、“凛冬正当燃”等一系列品牌传播活动，通过微博、微信、抖音等多平台，持续强化品牌传播与推广，进一步铺开数字化营销，提高品牌认可度。

线下：聚焦新生代消费者，跨界合作提升品牌曝光率。公司童装主品牌巴拉巴拉品牌通过上海时装周走秀、巴黎时装周街头潮拍、时尚杂志合作、经典IP孙悟空国潮时尚跨界合作等一系列时尚界露出，快速提升品牌质感和国际影响力，受到年轻消费者欢迎。另外，品牌在还加大了一线城市的地铁广告宣传投放，打造品牌自有时尚活动“闪亮星童”，有效提升品牌曝光率。

图表53：2013-2018年公司销售费用率 (%)



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

万联证券

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们将公司的主营收入拆分为森马业务收入与KIDILIZ业务收入，森马业务收入包括休闲服饰收入、童装收入（不含KIDILIZ）。由于2020年第一季度受疫情的影响，服装行业受到冲击，总需求量下降，尤其是线下受到的影响巨大，而由于快递复工晚、复工率低，线上销售预计也有较大幅度下降。我们预计，公司在2020年会大力打折促销以清除此前积累的存货，这将会使得毛利率下降。另外，公司在2018年收购了法国KIDILIZ集团，我们预计，凭借童装市场长期的景气度，以及公司本身在童装市场的话语权，未来公司童装业务将会继续发力。

图表 54：公司分业务盈利预测

项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,026.30	15,719.13	19358.52	21278.33	26047.52
yoy	12.74%	30.71%	23.15%	9.92%	22.41%
净利润（百万元）	1130.47	1681.55	1540.95	1351.76	1958.36
yoy	-19.38%	48.75%	-8.36%	-12.28%	44.88%
森马业务：					
森马童装（不含KIDILIZ）收入（百万元）	6,321.54	8,075.18	10336.23	11886.67	15452.67
yoy	26.40%	27.74%	28.00%	15%	30%
占主营收入比例（%）	52.87%	51.62%	53.54%	56.05%	59.48%
毛利率（%）	41.52%	40.16%	43.00%	38%	40%
森马休闲装收入（百万元）	5,634.27	6,791.61	6791.61	6927.44	7412.36
yoy	0.60%	20.54%	0.00%	2.00%	7.00%
占主营收入比例（%）	47.13%	43.41%	35.18%	32.66%	28.53%
毛利率（%）	29.31%	36.98%	38%	32%	35%
KIDILIZ 业务：					
KIDILIZ 童装收入（百万元）	-	777.34	2176.56	2394.22	3112.48
yoy	-	-	180.00%	10.00%	30.00%
占比	-	4.97%	11.27%	11.29%	11.98%
毛利率（%）	-	63.74%	68.00%	61.00%	64.00%
毛利率（%）	35.51%	39.78%	44.06%	38.64%	41.45%
-童装毛利率（%）	41.52%	42.23%	47.35%	41.86%	44.02%
-休闲装毛利率（%）	29.31%	36.98%	38.00%	32.00%	35.00%
销售费用率	14.66%	16.35%	20.00%	23.50%	23.50%
管理费用率	5.31%	5.64%	6.40%	6.50%	6.60%
财务费用率	-0.66%	-0.48%	-0.13%	-0.21%	-0.28%
研发费用率	0.00%	2.32%	2.00%	2.10%	2.20%

净利率 (%)	9.40%	10.70%	7.96%	6.35%	7.52%
---------	-------	--------	-------	-------	-------

资料来源: Wind、万联证券研究所整理预测

5.2 投资建议

公司是童装和休闲服饰的双龙头, 尽管我们看好公司在童装与线上业务的快速发展, 但2020年公司由于受到疫情影响, 叠加近两年来高管大幅减持、公司存货高涨、休闲服装行业增长放缓等诸多不利与不明朗因素影响, 我们认为, 公司目前的形势尚不明朗, 仍需进一步观望。预计公司2019-2021年的营收为193.52/212.78/260.48亿元, 对应增速分别为23.15%/9.92%/22.41%; 2019-2021年的净利润为15.39/13.52/19.58亿元, 对应增速分别为-8.59%/-12.28%/44.88%; EPS为0.58/0.50/0.73。参考可比公司估值, 给予公司2020年15-20倍PE, 对应目标价为7.57-10.09元, 给予“观望”评级。

图表 55: 公司盈利预测和估值

项目	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,719.13	19358.52	21278.33	26047.52
yoy	30.71%	23.15%	9.92%	22.41%
净利润 (百万元)	1681.55	1540.95	1351.76	1958.36
yoy	48.75%	-8.36%	-12.28%	44.88%
毛利率 (%)	39.78%	44.06%	38.64%	41.45%
净利率 (%)	10.70%	7.96%	6.35%	7.52%
ROE (%)	15.20%	13.00%	11.15%	15.31%
EPS (元)	0.63	0.58	0.50	0.73
P/E (倍)	14.21	17.15	19.56	13.51
P/B (倍)	2.16	2.23	2.18	2.07

资料来源: Wind、万联证券研究所整理

图表 56: 休闲服装行业可比公司业绩增速与估值对比

证券代码	公司简称	归母净利润增速 (%)			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603877	太平鸟	27.51	2.18	11.13	15.81	12.79	11.51
002269	美邦服饰	113.24	-1512.23	103.86	143.8	-9.7	251.25
600398	海澜之家	3.78	4.44	8.75	11.03	8.34	7.67
002029	七匹狼	9.38	0.18	5.5	13.53	12.74	10.9

资料来源: Wind一致预测、万联证券研究所整理

图表 57: 童装行业可比公司业绩增速与估值对比

证券代码	公司简称	归母净利润增速 (%)			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002875	安奈儿	21.08	-49.08	107.25	22.69	48.67	19.85
002762	金发拉比	-56.85	19.23	-	46.75	42.08	-

资料来源: Wind一致预测、万联证券研究所整理

6. 风险提示

中高端市场发展不达预期风险。公司收购和代理国外品牌来扩展童装中高端市场，但是童装是更替率高的品类，加之目前国人的收入水平以及人均童装消费水平尚还较低，中高端市场路线是否能走成功还需要观察。

品牌拓展不达预期风险。公司收购的的KIDILIZ集团下的品牌均是此前欧洲的老品牌，在中国市场知名度较低，品牌形象的建立以及品牌的推广都还需要一定的时间。

童装市场竞争加剧风险。知名运动品牌安踏、Nike、Adidas也在发展童装，并且近年来市占率上升得也很快，担心未来凭借品牌的知名度会抢占公司在童装市场的份额。

存货跌价损失风险。近期由于疫情积累了大量的存货，以及由于行业竞争加剧存货周转率降低使得存货高涨，都存在着跌价损失的风险，需要警惕一次性的减价对业绩产生的影响。

万联证券

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11241	12547	14464	16660
货币资金	2435	1166	4059	3709
应收及预付	1953	2652	2332	2855
存货	4417	5934	5366	7103
其他流动资产	11241	12547	14464	16660
非流动资产	5327	4958	5241	5192
长期股权投资	4	-104	6	7
固定资产	1986	1833	1766	1685
在建工程	254	204	254	234
无形资产	787	728	719	660
其他长期资产	0	0	0	0
资产总计	16568	17506	19705	21852
流动负债	4410	4716	6663	8151
短期借款	175	-175	175	0
应付及预收	4012	4613	6153	7758
其他流动负债	223	278	335	392
非流动负债	965	808	808	808
长期借款	157	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	711	711	711	711
负债合计	5375	5524	7471	8959
股本	2700	2699	2699	2701
资本公积	2559	2559	2559	2559
留存收益	5954	6758	7020	7692
归属母公司股东权益	11146	11947	12210	12883
少数股东权益	47	35	24	11
负债和股东权益	16568	17506	19705	21852

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	955	85	2722	49
净利润	1682	1553	1362	1972
折旧摊销	244	0	191	207
营运资金变动	-1639	-2559	1669	-1779
其它	668	1090	-500	-351
投资活动现金流	791	-91	919	1077
资本支出	-471	-140	-283	-163
投资变动	1823	-1	-329	-131
其他	-561	50	1531	1371
筹资活动现金流	-785	-1262	-748	-1475
银行借款	-11	-506	349	-175
债券融资	0	0	0	0
股权融资	119	-1	1	1
其他	-893	-755	-1098	-1302
现金净增加额	961	-1268	2893	-349
期初现金余额	1315	2435	1166	4059
期末现金余额	2267	1166	4059	3709

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15719	19359	21278	26048
营业成本	9466	10829	13057	15251
营业税金及附加	111	116	128	156
销售费用	2570	3872	5000	6121
管理费用	522	1239	1383	1719
财务费用	-76	-28	-38	-55
研发费用	364	387	447	573
资产减值损失	867	951	1022	1013
公允价值变动收益	9	0	1471	1301
投资净收益	127	50	60	70
营业利润	2080	2092	1830	2649
营业外收入	201	15	12	12
营业外支出	12	25	15	15
利润总额	2268	2082	1827	2646
所得税	587	541	475	688
净利润	1681.55	1540.95	1351.76	1958.36
少数股东损益	-12	-12	-10	-14
归属母公司净利润	1694	1553	1362	1972
EBITDA	2930	3107	1470	2447
EPS (元)	0.63	0.58	0.50	0.73

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	15719	19359	21278	26048
营业利润	2080	2092	1830	2649
归属于母公司净利润	1694	1553	1362	1972
获利能力				
毛利率	40%	44%	39%	41%
净利率	11%	8%	6%	8%
ROE	15%	13%	11%	15%
ROIC	23%	21%	12%	19%
偿债能力				
资产负债率	32%	32%	38%	41%
净负债比率	3%	-1%	1%	0%
流动比率	255%	266%	217%	204%
速动比率	150%	136%	133%	113%
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.12	1.13	1.24
应收账款周转率	9.19	7.20	9.00	9.00
存货周转率	2.75	1.80	2.40	2.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.58	0.50	0.73
每股经营现金流	0.35	0.03	1.01	0.02
每股净资产	4.13	4.43	4.52	4.77
估值比率				
P/E	14.22	17.15	19.56	13.52
P/B	2.16	2.23	2.18	2.07
EV/EBITDA	7.50	8.14	15.48	9.38

资料来源: Wind、万联证券研究所整理预测

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场