



Research and  
Development Center

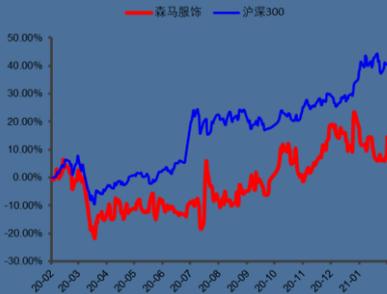
# 业绩拐点显现，服饰龙头再起航

— 森马服饰（002563.SZ）深度报告

2021年2月18日

汲肖飞 行业分析师  
S1500520080003  
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛  
liyuan@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**深度报告**
**森马服饰 (002563.SZ)**
**投资评级 买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	9.38
52周内股价	6.32-10.15
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	1.19
总股本(亿股)	26.98
流通A股比例(%)	69.98
总市值(亿元)	253.03

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 业绩拐点显现，服饰龙头再起航

2021年2月18日

**本期内容提要：**

◆**打造休闲装、童装双龙头品牌，疫情拖累业绩表现。**公司拥有休闲装森马、童装巴拉巴拉两大主要品牌，经过多年发展均已成为细分领域龙头。近年来公司童装收入保持较快增长，2018年收购法国童装品牌Kidiliz，带动整体收入保持增长。2019年公司实现营业收入193.4亿元，同比增长23.01%，实现归母净利润15.34亿元，同比降低8.78%。2020年前三季度受新冠肺炎疫情影响，线下客流显著减少，Kidiliz亏损加大，公司收入同比下滑28.74%至94.50亿元，净利下滑83.48%至2.16亿元。

◆**休闲装规模大、格局分散，童装行业持续较快增长。**1) 消费者日常穿着风格日益向休闲化、舒适化、个性化方向发展，休闲装受到更多认可，2019年中国休闲服装市场规模约为8000-10000亿元，同比增长约4%。行业进入门槛低、竞争格局分散，其中国际品牌发展成熟，占据优势地位。2) 受益于消费升级，中国童装市场规模快速增长，2019年童装市场规模达2391.47亿元，同比增长14.37%。童装市场集中度较低，2019年巴拉巴拉市占率为6.9%显著高于竞争对手，市场份额有望持续向龙头集中。

◆**多重因素催化，公司短期业绩拐点到来。**2019Q3后公司净利持续下滑影响股价表现，但多重因素催化下短期业绩拐点有望显现：1) 公司于2020年9月剥离Kidiliz品牌，亏损资产对净利拖累显著减小，2020Q4轻装上阵净利有望回升。2) 国内新冠疫情逐步得到控制，服装消费复苏，公司线下销售有望逐步改善。3) 拉尼娜现象导致20年冬季气温偏低，冷冬催化下公司秋冬装销量有望增加。4) 公司持续优化供应链管理，疫情发生后积极协助经销商清理库存，渠道库存处于较低水平，减值风险降低。

◆**品牌持续升级，打造长期发展动力。**1) 休闲装方面，公司加大研发投入，强化科技功能面料，针对消费者需求及痛点，优化产品面料、版型以及工艺细节，打造森马基因单品。同时公司在品牌端和渠道端不断升级，提升品牌影响力。2) 童装方面，公司在产品、营销、渠道等方面多线发力，巩固行业领先地位，线上积极拓展直播电商等新兴渠道、收入有望恢复较快增长，线下公司持续扩张门店数量，渠道、产品优化带动单店收入增长。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计2020-2022年公司收入为155/169/193亿元，预计EPS为0.26/0.58/0.73元，短期业绩拐点显现，长期成长可期。通过相对估值方法，我们给予公司21年21倍PE，对应合理股价为12.18元，目前公司估值处于较低水平，行业龙头优势地位明显，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**疫情影响风险，市场竞争风险，存货风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	15,719	19,337	15,450	16,932	19,276
增长率 YoY %	30.7%	23.0%	-20.1%	9.6%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,694	1,549	694	1,569	1,977
增长率 YoY%	48.8%	-8.5%	-55.2%	126.0%	26.0%
毛利率%	39.8%	42.5%	40.2%	39.8%	40.2%
净资产收益率ROE%	15.2%	13.2%	5.6%	11.2%	12.4%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.57	0.26	0.58	0.73
市盈率 P/E(倍)	14.94	16.33	36.46	16.13	12.80
市净率 P/B(倍)	2.27	2.15	2.03	1.80	1.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年2月18日收盘价

## 投资逻辑

公司经过多年发展，成长为休闲装、童装行业龙头，2019年后受并购法国童装 Kidiliz 品牌亏损、新冠肺炎疫情、计提资产减值等影响，利润持续下滑。短期来看，多重因素催化下公司业绩拐点有望显现：1) 2020年9月公司剥离 Kidiliz 品牌，未来不再拖累整体利润表现；2) 国内新冠肺炎疫情逐步控制，公司线下客流恢复，收入持续改善；3) 拉尼娜现象导致20年冬季气温偏低，利好公司冬装销售；4) 经过清理后终端渠道库存压力较小，计提减值风险低，且冷冬催化下存补库存预期。

长期来看，公司通过“牛人计划”招聘头部消费品公司高管，强化森马、巴拉巴拉两大品牌竞争力，其中森马加强面料、版型、工艺研发，打造功能性服装单品，疫情改善后逐步推动线上线下渠道复苏；巴拉巴拉品牌进一步强化产品、营销、渠道等优势，巩固行业领先地位，未来有望受益于童装赛道集中度提升。

## 与市场不同的观点：

市场担心公司业绩复苏确定性及持续性，但我们分析后认为：

- 1) 公司剥离亏损资产，经过1年多调整优化后渠道库存压力较轻，2020Q3疫情改善后经销商提货积极，经营现金流金额同比显著改善，20年9月末公司合同负债同比增加91.41%，业绩拐点迹象初现。
- 2) 冷冬将显著催化冬装销售，2017年冬季冷冬显著利好2017Q4-2018Q1服装公司收入增长，预计2020年拉尼娜现象将推动公司销售增加，业绩持续改善。
- 3) 公司较早布局供应链柔性改造，积极优化管理团队，提升品牌竞争力。我们认为童装行业未来景气度相对较高，且消费者注重品质、功能性，市场份额有望向头部品牌集中，巴拉巴拉在童装行业市场份额优势明显，公司不断优化品牌设计、营销，渠道有望扩张带动收入持续增长。

## 目录

公司概况：轻资产运营的休闲装、童装龙头 .....	6
基本情况：打造童装、休闲装龙头品牌 .....	6
经营模式：轻资产运营，专注于品牌发展和渠道拓展 .....	7
财务分析：疫情影响短期收入表现 .....	8
公司治理：实控人持股比例高，积极引入职业经理人 .....	9
行业分析：休闲装市场稳定增长，童装行业集中度有望提升 .....	11
休闲服饰行业低速增长、格局分散 .....	11
儿童服饰市场前景广阔，行业集中度持续提升 .....	11
短期发展：多重因素催化，短期业绩拐点显现 .....	13
长期发展：品牌持续升级，未来成长可期 .....	15
持续升级，休闲装品牌改革进行时 .....	15
童装巩固优势地位，线上线下发力推动增长 .....	16
盈利预测、估值与投资评级 .....	18
盈利预测与假设 .....	18
估值与投资评级 .....	19
风险因素 .....	19

## 表目录

表 1：公司主要管理层基本情况介绍 .....	10
表 2：公司主要业务盈利预测 .....	19
表 3：可比公司 EPS 及估值对比 .....	19

## 图目录

图 1：公司主要发展历史 .....	6
图 2：近年来公司主营业务收入情况（单位：亿元） .....	6
图 3：近年来儿童服饰营收占比情况 .....	6
图 4：公司休闲服装品牌矩阵 .....	7
图 5：公司童装品牌矩阵 .....	7
图 5：公司近年来直营店和加盟店增长情况 .....	7
图 6：近年来公司各渠道销售收入占比 .....	7
图 7：近年来公司营业收入变化情况 .....	8
图 8：近年来公司归母净利润变化情况（单位：亿元） .....	8
图 9：近年来公司毛利率、净利率变化情况 .....	8
图 10：近年来公司主营产品毛利率变化 .....	8
图 11：近年来公司期间费用率变化情况 .....	9
图 12：近年来公司经营性现金流净额变化情况（亿元） .....	9
图 13：近年来公司存货变化情况（亿元） .....	9
图 14：近年来公司存货周转率情况 .....	9
图 15：公司股权结构图（截止到 2021 年 1 月 21 日） .....	10
图 16：近年来中国成人休闲服装市场规模（亿元） .....	11
图 17：中国服装鞋履市场 CR10 保持增长 .....	11
图 18：近年来我国出生人数和出生率（万人，%） .....	12
图 19：近年来我国 0-14 岁儿童人口数量和占比（万人，%） .....	12
图 20：近年来我国童装行业市场规模（亿元） .....	12
图 21：近年来我国儿童人均童装消费支出（元） .....	12
图 22：2018 年中日美法童装市场占有率情况 .....	12
图 23：近年来我国童装行业 CR5 情况 .....	12
图 24：2019 年中国母婴消费者最看重的要素 .....	13
图 25：2019H1 中国母婴用户选择品牌的考虑要素调查 .....	13
图 26：近年来公司单季度营收表现（亿元） .....	14
图 27：近年来公司单季度归母净利润表现（亿元） .....	14
图 28：2020 年以来中国服装零售额同比增速（%） .....	14
图 29：近年来纺织服饰行业收入增长情况（单位：亿元） .....	14

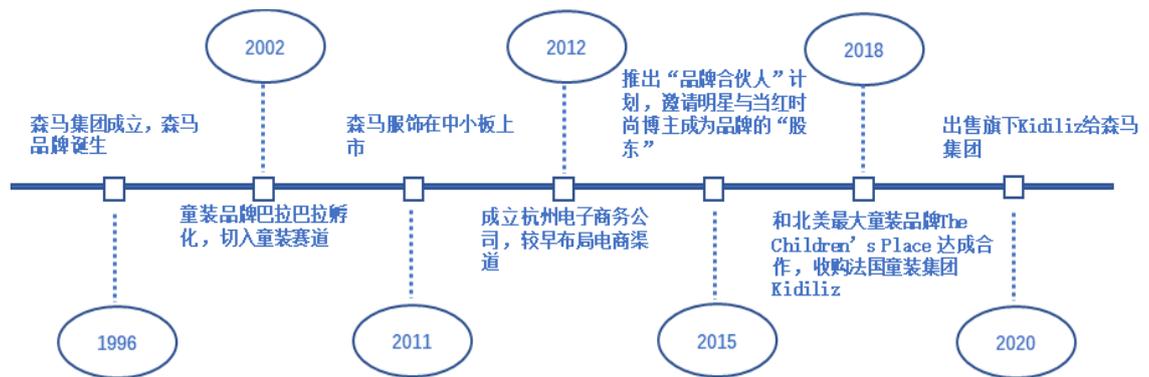
图 30: 2020 年 11 月以来北京、上海、重庆气温变化 (°C) .....	15
图 31: 2020 年 12 月 28 日全国出现大规模寒潮 .....	15
图 32: 近年来公司存货周转天数、周转率 .....	15
图 33: 近年来公司预收款项/合同负债变化情况 .....	15
图 34: 近年来公司研发投入情况 (亿元) .....	16
图 35: 公司在上海推出森马概念店 .....	16
图 36: 森马品牌 2021 年春节推出品牌营销活动 .....	16
图 37: 公司推出森马粉丝节加强会员粘性 .....	16
图 38: 巴拉巴拉与 SORONA 推出联名环保 T 恤产品 .....	17
图 39: 巴拉巴拉与迪士尼合作推出公主系列产品 .....	17
图 40: 巴拉巴拉部分线上直播活动 .....	17
图 41: 巴拉巴拉推出时尚选秀 IP“闪亮星童” .....	17
图 42: 近年来巴拉巴拉线下门店数量变化 .....	18
图 43: 近年来巴拉巴拉单店年收入增长情况 (单位: 百万元) .....	18
图 44: 2020 年“童装/婴儿装/亲子装”规模 TOP 15 品牌 .....	18
图 45: 2020 年 6 月份线上童装/婴儿装销售额 .....	18

## 公司概况：轻资产运营的休闲装、童装龙头

### 基本情况：打造童装、休闲装龙头品牌

公司成立于1996年，创立森马品牌从事休闲装的设计、生产、销售，2002年成功孵化童装品牌巴拉巴拉切入童装服饰赛道。2011年公司在中小板上市，2012年成立电子商务公司，较早布局电商渠道。2018年公司和北美最大童装品牌The Children's Place达成战略合作，拓展海外童装业务，并全资收购法国高端童装集团Kidiliz100%股权。收购以来受法国黄马甲运动、新冠肺炎疫情等影响Kidiliz集团始终处于亏损状态，2020年9月公司向控股股东转让Kidiliz股权。

图1：公司主要发展历史

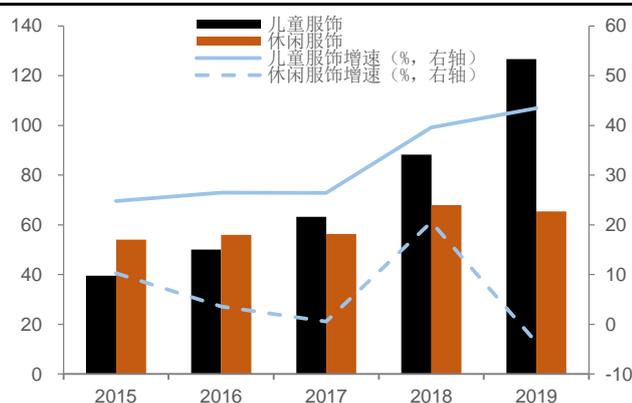


资料来源：WIND，信达证券研发中心

公司以轻资产经营为特色，将服装生产及终端零售外包，专注于产品设计、品牌传播、供应链管理以及渠道拓展等环节。公司主营业务分为以森马为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉为代表的儿童服饰，主要拥有森马、巴拉巴拉、马卡乐等品牌：其中森马品牌定位时尚、潮流，主要消费者为16-30岁的年轻人，而巴拉巴拉品牌定位于0-14岁的儿童群体。经过多年发展，森马品牌与巴拉巴拉品牌均已成为各自赛道上的龙头品牌，其中巴拉巴拉品牌在品牌知名度、市场占有率和渠道规模等方面占据显著优势，国内童装市场龙头地位稳固。

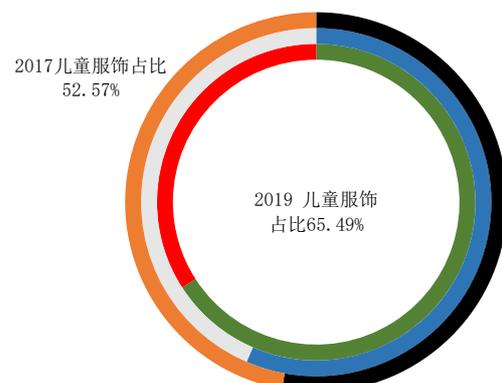
从收入结构来看，近年来公司儿童服饰占营收的比例持续增加，已成为收入增长驱动点。2019年儿童服饰实现营收126.63亿元，同比增加43.49%，儿童服饰收入占收入比重65.49%，相比2017年增加12.93PCT。2015-18年公司成人休闲服饰收入保持稳定增长，2019年受服装整体消费疲软影响，成人休闲服饰收入65.44亿元、同比降低3.65%。

图2：近年来公司主营业务收入情况（单位：亿元）

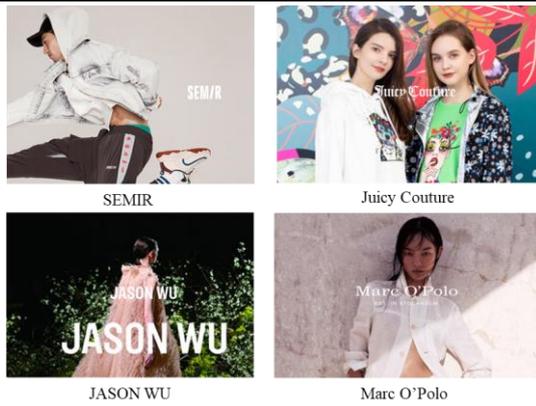


资料来源：WIND，信达证券研发中心

图3：近年来儿童服饰营收占比情况



资料来源：WIND，信达证券研发中心

**图 4：公司休闲服装品牌矩阵**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 5：公司童装品牌矩阵**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

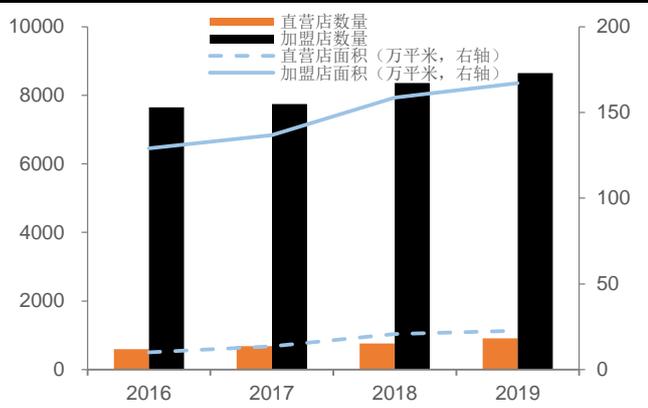
### 经营模式：轻资产运营，专注于品牌发展和渠道拓展

公司采用轻资产运营模式，自主掌控研发、设计、营销等环节，将生产、渠道等外包提升盈利能力。近年来公司不断加强柔性供应链、渠道掌控力，全产业链布局提升管理水平。

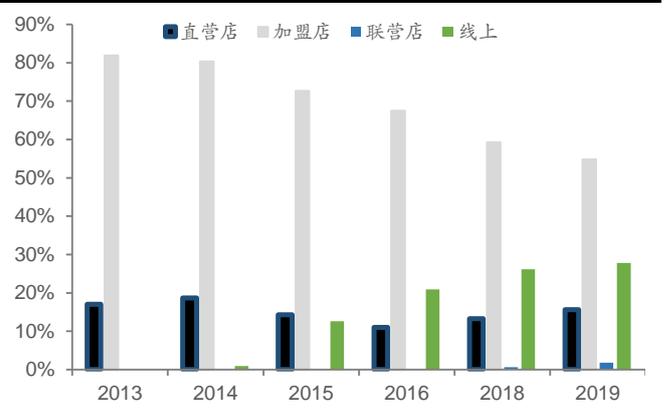
设计研发方面，公司提升自主研发创新能力，开展设计、款式、面料、版型、人体数据等全方位研究，运用数字化技术开展研发项目，并连续多年与国内外机构和高等院校合作。公司打造“衣云服务平台”，将产品研发、生产制造、仓储物流、门店终端等环节打通，强化设计研发时效性。

生产方面，公司采用轻资产模式，将产品的面料、辅料及成衣的生产全部外包，集中资源提升品牌知名度和核心竞争力。为了保证产品质量，公司引入严格的淘汰机制对供应商进行管理，2014 年实行“供应商减半策略”以来，公司供应链进一步集中，前 5 名供应商采购额与采购比例都呈增加趋势。

销售方面，公司建立以连锁加盟为主、加盟和直营相结合、线上与线下互补的渠道模式，形成优势销售网络，实现规模化经营和快速扩张。近几年公司直营店和加盟店数量和面积都稳定增长，2019 年直营店和加盟店面积分别为 22.69 万/167.05 万平方米，近三年复合增长率为 31.04%/8.86%。此外，公司较早地在淘宝、天猫、唯品会等国内知名电子商务平台建立线上销售渠道，运营经验丰富，先发优势明显，2019 年线上收入占公司营收比例达 27.77%，2016-2019 年复合增速为 33.70%，增速显著较高。

**图 5：公司近年来直营店和加盟店增长情况**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

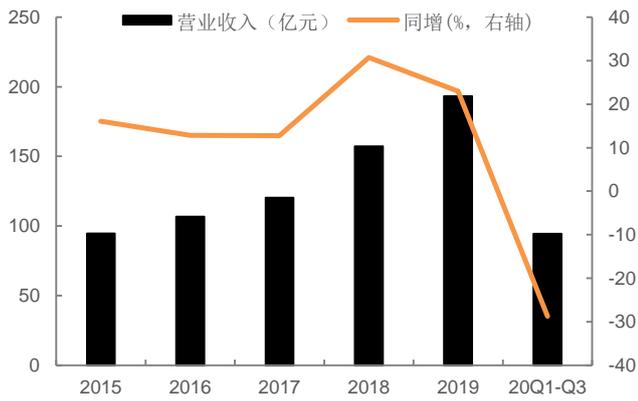
**图 6：近年来公司各渠道销售收入占比**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

## 财务分析：疫情影响短期收入表现

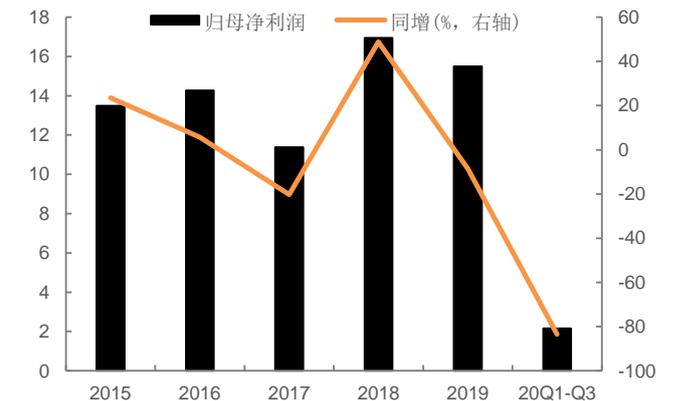
新冠疫情爆发前公司营业收入保持较快增长。2019 年公司实现营业收入 193.4 亿元，同比增加 23.01%，实现归母净利润 15.34 亿元，同比降低 8.78%。公司近几年营业收入稳定增长主要来源于自有童装品牌收入快速增加及收购并表，2019 年童装收入 126.63 亿元，同比增加 43.49%，近 5 年收入复合增长率达 31.94%。2020 年由于新冠疫情爆发以及 Kidiliz 集团业绩不及预期，公司前三季度实现营收 94.50 亿元，同比降低 28.74%，实现归母净利润 2.16 亿元，同比降低 83.48%。

图 7：近年来公司营业收入变化情况



资料来源：WIND，信达证券研发中心

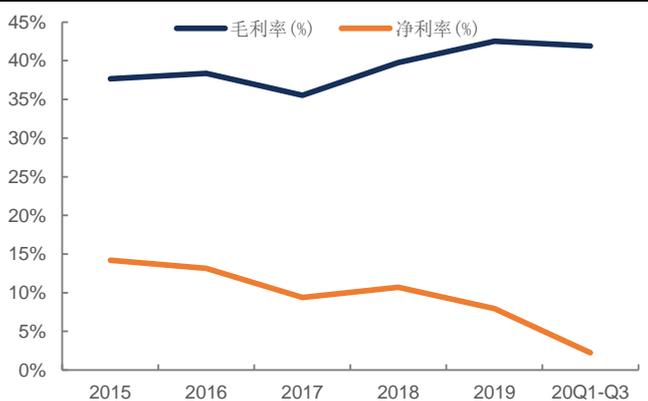
图 8：近年来公司归母净利润变化情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

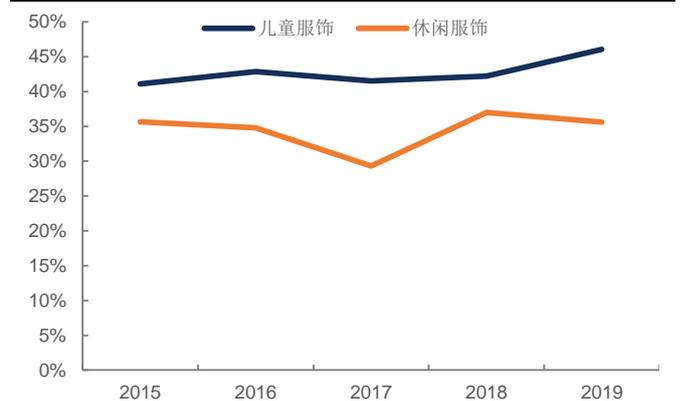
毛利率方面，公司近几年毛利率维持较高水平且相对稳定。2017 年由于休闲服饰去库存力度加大，公司毛利率下降 2.85PCT 至 35.51%。2018-19 年公司控制折扣力度、高毛利率童装收入占比提升，毛利率逐步回升。2020Q1-Q3 受疫情影响，毛利率同比下降 0.65PCT，公司及时优化产品结构、高毛利率儿童服饰业务收入占比提高以保持较高毛利率。

图 9：近年来公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 10：近年来公司主营产品毛利率变化



资料来源：WIND，信达证券研发中心

费用率方面，近年来公司期间费用率有所增加。2019 年公司销售费用率提升较大主要系公司收购法国 Kidiliz 公司、报表合并所致，管理费用率提升主要为公司吸引优秀人才，员工薪酬等增加以及合并 Kidiliz 公司所致。2020 前三季度公司费用率为 333.35%，其中销售费用率、管理费用率（包含研发费用率）、财务费用率分别为 26.41%/7.53%/-0.59%，同比变化 +3.80/+1.58/+0.01PCT，销售和管理费用率提升较大主要系 Kidiliz 公司费用率增加。

现金流方面，近年来公司经营性现金流有一定波动，销售回款主要集中在四季度。2020 年前三季度公司经营性现金流净额同比显著提升，购买商品现金流支出减少导致经营现金流净

额改善。

图 11：近年来公司期间费用率变化情况



资料来源：WIND，信达证券研发中心

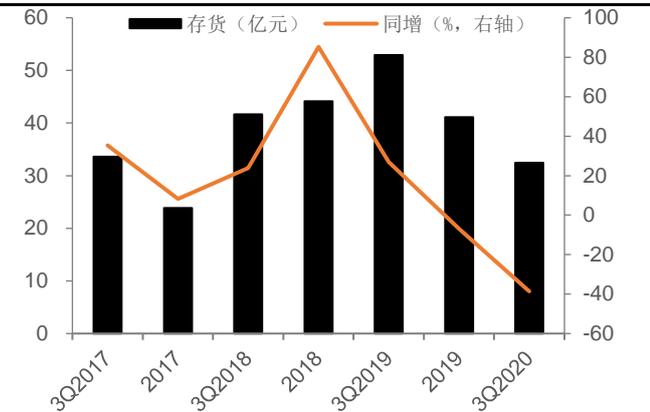
图 12：近年来公司经营性现金流净额变化情况（亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

存货方面，公司 2020 年 9 月末存货 32.46 亿元，同比下降 38.64%，较年初下降 21%。公司库存下降的主要原因：1) 剥离 Kidlizz 公司减轻库存压力，2020 上半年公司存货 40.18 亿元，其中 Kidlizz 公司占比为 20%。2) 公司打造柔性供应链，通过大数据等新手段提升对市场反馈的反应速度，加快存货清理的同时控制新品的补单量。3) 关闭低效门店，不断优化渠道结构，减少渠道库存。此外公司采用会员+社群+直播等新零售工具提高店铺运营能力和库存周转效率，控制库存水平。

图 13：近年来公司存货变化情况（亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

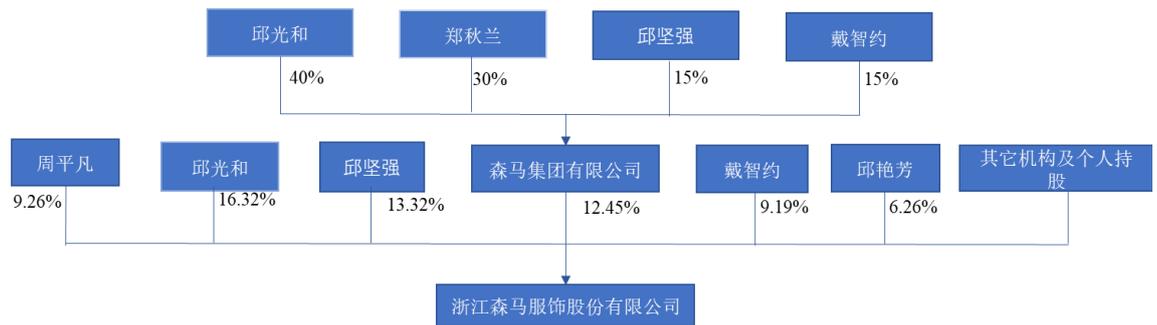
图 14：近年来公司存货周转率情况



资料来源：WIND，信达证券研发中心

### 公司治理：实控人持股比例高，积极引入职业经理人

公司的实际控制人为邱光和及其家族成员，截至 2021 年 1 月 21 日邱坚强、戴智约、邱光合、郑秋兰通过直接或间接的方式持有公司 55.73% 的股份，邱光和之女邱艳芳及其配偶周平凡持有公司 15.52% 的股份，邱氏家族持有公司股份超过 70%。此外，公司高管均为职业经理人，在各自行业从业经验丰富。公司实施“牛人计划”，积极从宝洁、耐克等国际头部消费品公司引进高管，提升管理水平，2020 年 1 月公司聘请耐克前大中华区高管陈嘉宁担任公司联席总经理。

**图 15: 公司股权结构图 (截止到 2021 年 1 月 21 日)**


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

**表 1: 公司主要管理层基本情况介绍**

姓名	职务	年龄	简介
邱光和	董事长, 董事	69	中国服装协会休闲装委员会副主任, 中国纺织品商业协会服装商贸委员会行业发展顾问, 中国管理科学研究院特约研究员。曾任温州市瓯海娄桥农机厂厂长、瓯海家电公司总经理。现任森马集团董事长兼总经理, 森马投资执行董事兼总经理, 森马农业董事长, 温州恒隆董事长。
邱坚强	执行董事长、董事	46	温州市瓯海区青年企业家协会副会长, 温州市瓯海区政协委员。曾任森马集团有限公司副董事长兼副总经理, 浙江森马服饰股份有限公司总经理。现任公司副董事长, 上海森马投资有限公司总经理, 森马集团有限公司董事。
周平凡	副董事长	52	中欧国际工商学院全球 CEO 课程毕业。曾任森马集团总经理, 浙江意森总经理。现任森马集团有限公司副董事长。
徐波	董事、总经理	46	中国服装行业协会童装专业委员会主任委员, 浙江省服装协会童装分会副会长, 浙江省温州市瓯海区服装协会常务副会长。曾任森马集团销售部经理, 现任森马服饰股份有限公司董事兼总经理。
邵飞春	董事、副总经理	43	曾任温州中网计算机技术服务有限公司 CEO, 杭州联中网络有限公司 CEO。现任浙江森马电子商务有限公司总经理, 浙江森马服饰股份有限公司董事兼副总经理。
陈新生	董事、副总经理、财务总监	50	曾任南京大地建设集团股份有限公司财务处副处长, 南京金鹰国际集团物业管理有限公司财务总监, 南京金鹰国际集团有限公司财务副总监, 南京新百投资控股集团有限公司总经理助理兼财务总监, 南京新街口百货商店股份有限公司财务副总监, 财务总监兼董事会秘书, 南京中央商场(集团)股份有限公司董事会秘书兼财务总监。
黄剑忠	副总经理	55	历任温州瓯海慈湖乡政府工办会计, 副主任, 瓯海经开区办公室主任, 瓯海区梧田镇政府企管所所长, 温州黄河皮革有限公司副总经理, 森马集团有限公司副总裁等职务。现任森马服饰有限公司副总经理, 森马集团党委书记。
张伟	副总经理	47	历任宝洁公司大中华区, 北美区及全球人力资源高管, 阿斯利康中国及香港地区人力资源副总裁, 联合利华北亚区人力资源副总裁, 世茂集团首席人力资源官和集团副总裁, 摩拜人力行政副总裁。现任本公司副总经理, 首席人力资源官。
陈嘉宁	副总经理	53	历任耐克篮球全球销售副总裁, 耐克大中华销售副总裁, 匡威(耐克子公司)亚洲区副总裁, 总经理等重要职位在运动及时装零售业管理经验丰富。
宗惠春	董事会秘书	52	历任本公司证券部部长, 证券事务代表, 现任本公司董事会秘书, 浙江上市公司协会第八届董秘专业委员会常委委员, 温州市“金融服务进民企”金融顾问委员会董秘顾问。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 行业分析：休闲装市场稳定增长，童装行业集中度有望提升

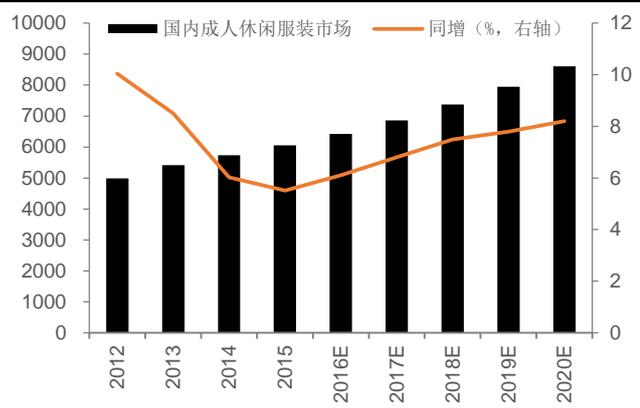
### 休闲服饰行业低速增长、格局分散

随着国民收入的增长和消费升级，中国服饰市场消费保持低速增长。人们对轻松和休闲的生活方式的追求使得国民穿着风格日益向休闲化、舒适化、个性化方向发展，休闲装满足人们穿着轻松舒适的要求，逐渐得到消费者的认可，市场规模保持增长。据欧睿等机构估算，2019年中国成人休闲服装市场规模约为8000-10000亿元，同比个位数增长。休闲服饰适用的着装场景丰富，在服饰市场中占据半壁江山。

从竞争格局来看，休闲服装行业进入门槛不高，市场集中度较低。国内多数休闲装品牌在市场、消费群体、价格等各方面的定位存在重合，市场竞争激烈。与此同时，国际服装品牌如ZARA、H&M、UNIQLO等凭借强大的品牌影响力、快速反应能力和卓越的全球资源整合能力，加码布局中国市场，在国内一、二线市场开设直营店铺，加剧了国内休闲装市场的竞争，国产休闲装品牌整体处于弱势地位。

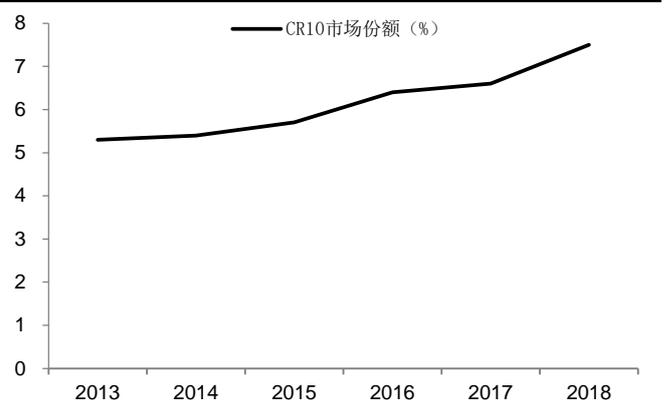
行业低增长、格局分散背景下，集中度提升是长期趋势，头部品牌产品竞争力较强，有望扩张市场份额。2015-18年国内服装鞋履市场CR10由5.7%提升至7.5%，受行业增速放缓、新冠肺炎疫情等影响，中小休闲装品牌抵抗风险能力较差、持续退出市场，龙头品牌市场份额持续提升。

图 16：近年来中国成人休闲服装市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

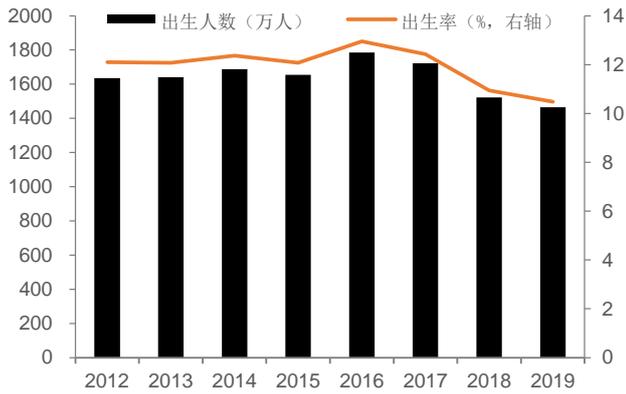
图 17：中国服装鞋履市场 CR10 保持增长



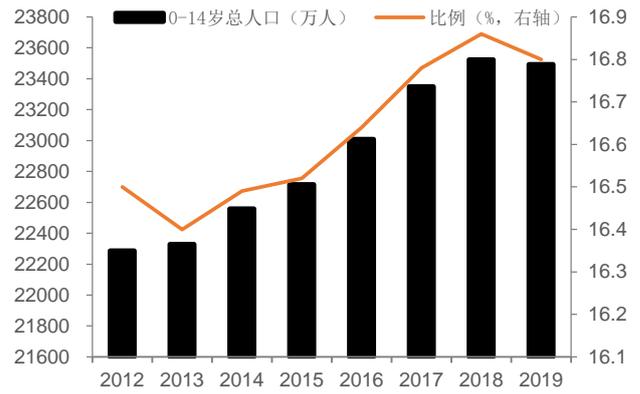
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

### 儿童服饰市场前景广阔，行业集中度持续提升

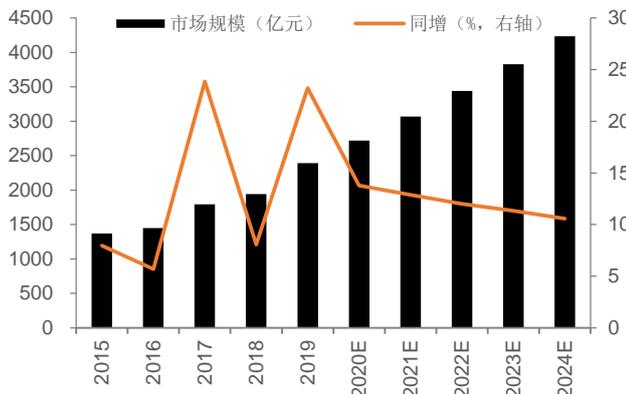
虽然我国童装行业起步较晚，但受益于国民收入增加、消费观念升级、二孩政策等因素，童装市场规模快速增长，据欧睿数据统计，2019年我国童装市场规模达2391.47亿元，同比增长14.37%，2014-19年复合增长率为11.8%，整体增速在服装细分行业中处于较高水平。近年来我国出生人口和出生率持续下降，对儿童服装市场规模增长产生一定不利影响，但随着80后、90后进入生育高峰成为父母，他们普遍受过良好教育，有更好的经济基础，对生活品质更为重视，更加青睐于产品和口碑较好的品牌童装服饰，儿童人均消费支出不断增加，带动童装市场持续消费升级。

**图 18：近年来我国出生人数和出生率（万人，%）**


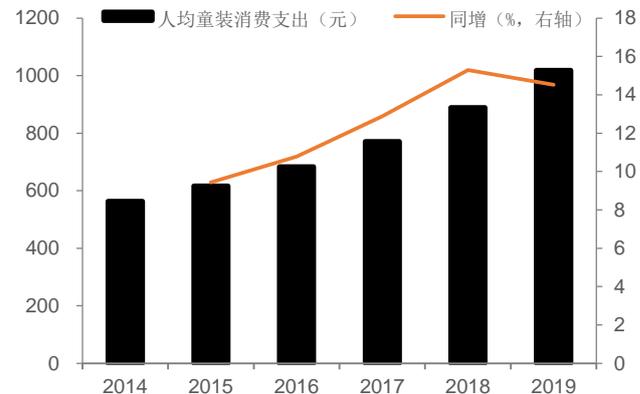
资料来源：WIND，信达证券研发中心

**图 19：近年来我国 0-14 岁儿童人口数量和占比（万人，%）**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

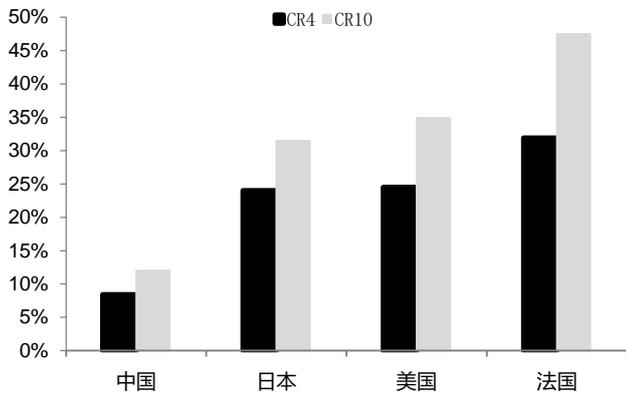
**图 20：近年来我国童装行业市场规模（亿元）**


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

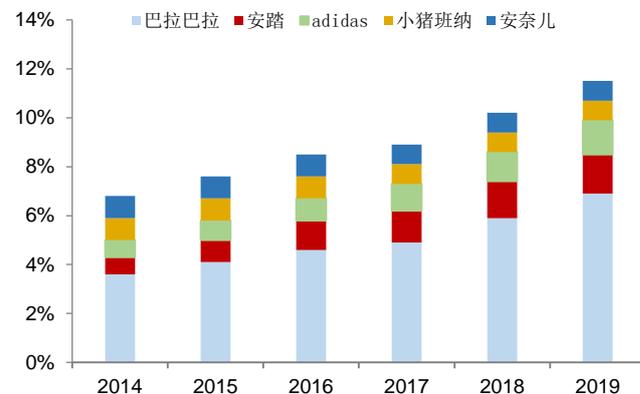
**图 21：近年来我国儿童人均童装消费支出（元）**


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

我国童装市场集中度较低，市场份额向龙头集中趋势明显，2014-19 年我国童装行业 CR5 由 6.8% 增长至 11.5%，但相比美国、日本等成熟市场，我国童装市场集中度还有较大提升空间。国内市场来看，2019 年巴拉巴拉在童装行业市占率为 6.9%，显著高于安踏童装、阿迪达斯童装、小猪班纳、安奈儿等品牌，行业龙头地位稳固，线下渠道数量及线上收入规模均领先于主要竞争对手。

**图 22：2018 年中日美法童装市场占有率情况**


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

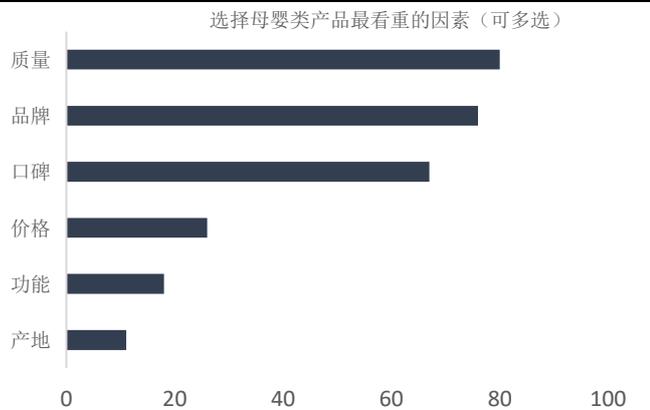
**图 23：近年来我国童装行业 CR5 情况**


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

相比成人服装，童装个性化需求相对较小，消费者在选择童装时更多考虑产品的品质、安全性和舒适度，龙头企业凭借良好的品牌形象，未来有望进一步提升市场份额。据腾讯育儿发布的《2019 母婴用户消费行为》报告，消费者对于食品、服饰、日用品等母婴用品，最重

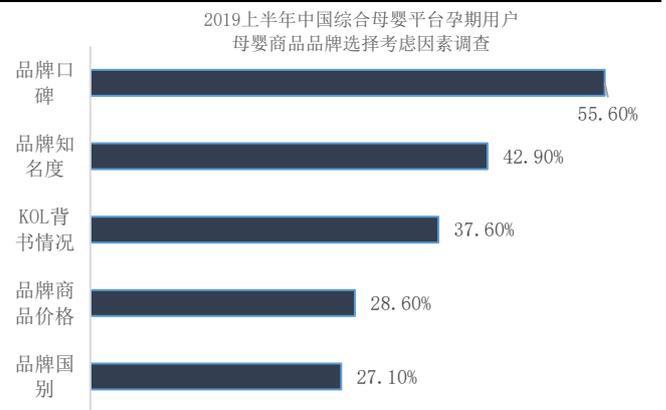
视质量、品牌等要素，艾媒咨询数据显示，母婴人群选购时主要考虑品牌的口碑、知名度、KOL背书、价格等要素。童装行业中头部品牌具有明显的口碑、知名度、质量把控等优势，未来将长期受益于母婴群体消费升级、注重品牌效应趋势。

图 24：2019 年中国母婴消费者最看重的要素（%）



资料来源：《2019 母婴用户消费行为》，信达证券研发中心

图 25：2019H1 中国母婴用户选择品牌的考虑要素调查



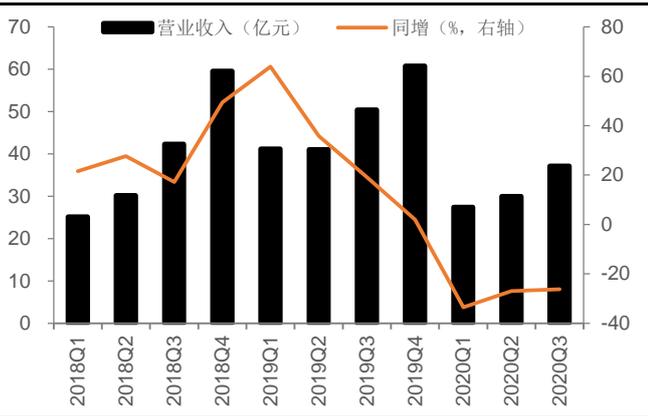
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

## 短期发展：多重因素催化，短期业绩拐点显现

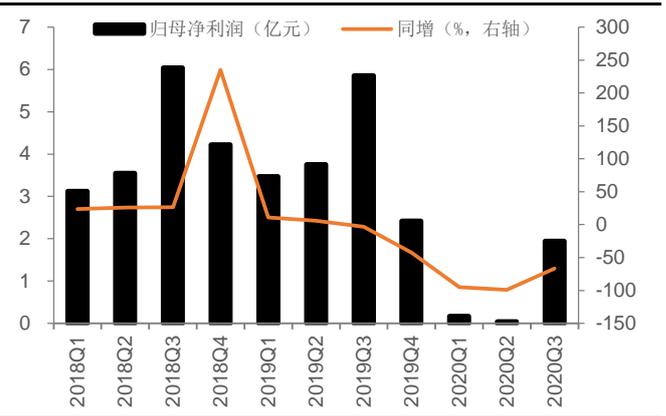
2019Q3 后公司净利润持续下降影响股价表现，主要由于：1) 2018 年 10 月公司全资收购欧洲中高端童装集团 Kidiliz，由于 Kidiliz 主营业务均在欧洲地区，受法国黄马甲运动、新冠疫情肆虐等影响，Kidiliz 公司在 2018Q4、2019 年以及 2020Q1-Q3 分别亏损 0.49 亿元、3.07 亿元以及 5.1 亿元。2) 2020 年初新冠疫情导致国内消费市场低迷，服装行业受到较大影响，公司线下门店客流量减少，业绩下滑。3) 2019Q4 公司计提资产减值损失 6.48 亿元，主要为存货、应收账款减值，影响当季度净利表现。

2020Q3 以来，公司剥离 Kidiliz 品牌，外部新冠肺炎疫情影响逐步改善、冷冬催化服装消费，服装销售有望复苏，且经过多年库存管理优化，公司渠道端库存压力改善，计提减值风险较小，我们判断公司短期内迎来业绩拐点确定性较强，且业绩弹性较大。

考虑到欧洲疫情给公司海外童装业务销售带来的不确定性，公司于 2020 年 9 月剥离 Kidiliz 公司业务、将股权转让给森马集团 (Kidiliz 并表至 2020 年 8 月底)，童装国际化战略放缓，公司将业务重心转向国内童装市场优化、提升市场份额。亏损业务剥离后公司盈利能力有望提升，单季度来看，2020Q3 公司实现营收 37.16 亿元，同比下降 26.30%，净利润 1.94 亿元，同比下降 66.79%，相比 2020Q1-Q2 降幅为 94.96%、98.90%，20Q3 净利下降幅度有所收窄。

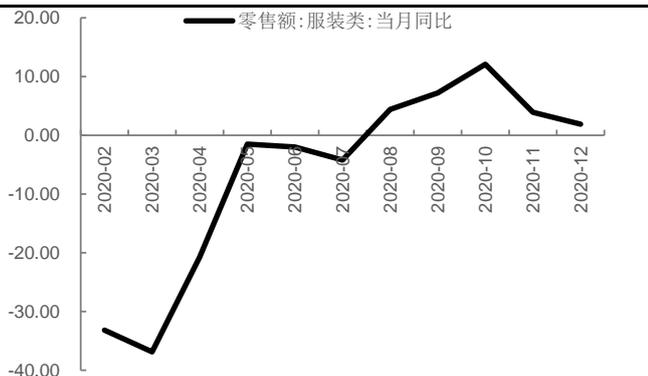
**图 26：近年来公司单季度营收表现（亿元）**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

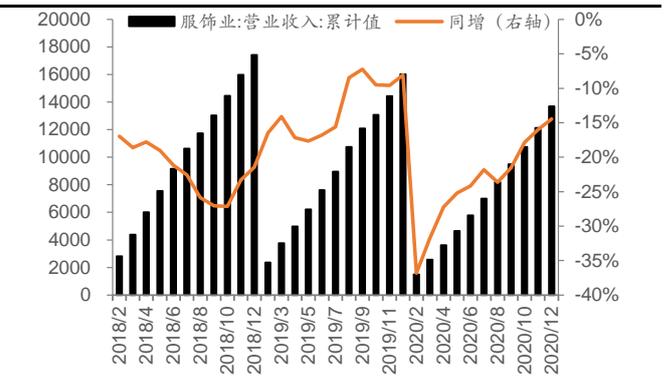
**图 27：近年来公司单季度归母净利润表现（亿元）**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

2020 年受疫情影响，居民外出消费受到限制，大量线下门店关闭，整个服饰行业销售受到较大冲击。随着国内疫情得到控制，居民生活逐渐恢复正常，服装消费意愿增强，2020 年 8 月后服装社零增速持续转正。公司作为行业龙头，终端销售有望持续受益于疫情影响改善，收入增速逐步回升。

**图 28：2020 年以来中国服装零售额同比增速（%）**


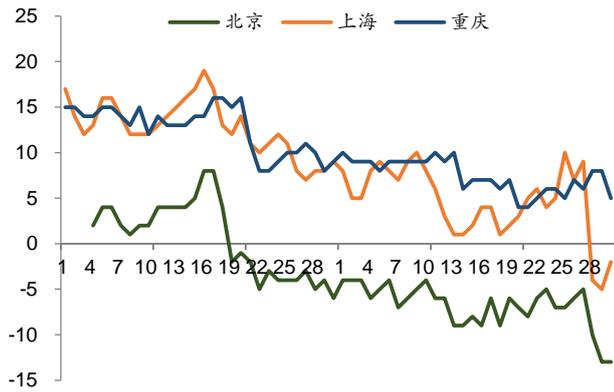
资料来源：WIND，信达证券研发中心

**图 29：近年来纺织服装行业收入增长情况（单位：亿元）**


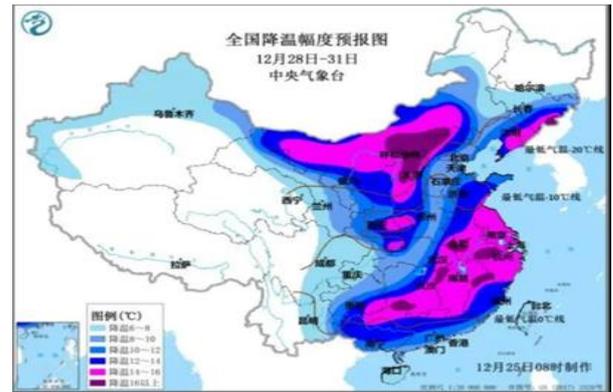
资料来源：WIND，信达证券研发中心

冷冬催化有利于公司冬装业务销售。2020 年 10 月份以来，受拉尼娜现象影响全国气温普遍下降，根据国家气候中心统计，入冬以来（2020 年 12 月 1 日至 2021 年 1 月 5 日）全国平均气温 $-4.4^{\circ}\text{C}$ ，较常年同期气温 $(-3.8^{\circ}\text{C})$ 偏低 $0.6^{\circ}\text{C}$ ，为 2000 年以来第六冷的冬天，特别是 12 月 29 日全国型寒潮强度为近十年来排名第六的寒潮。

冬季是服装行业传统销售旺季，气温大幅下降将刺激居民冬季换装需求，且 20Q1 受疫情影响冬装消费有所损失，20Q4 后冷冬催化下单价、毛利较高的秋冬装销量有望增加，公司 20Q4-21Q1 冬装销售有望改善。

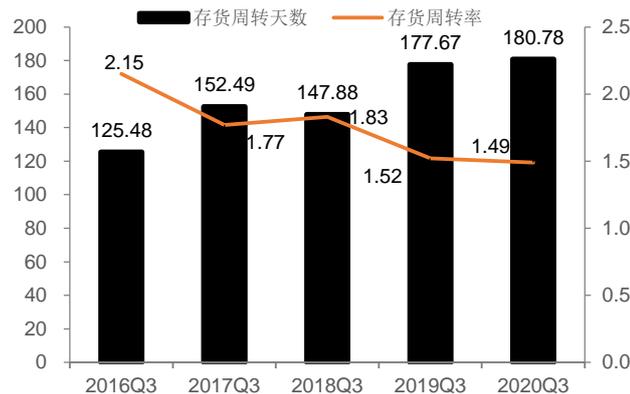
**图 30：2020 年 11 月以来北京、上海、重庆气温变化（℃）**


资料来源：国家气象局，信达证券研发中心

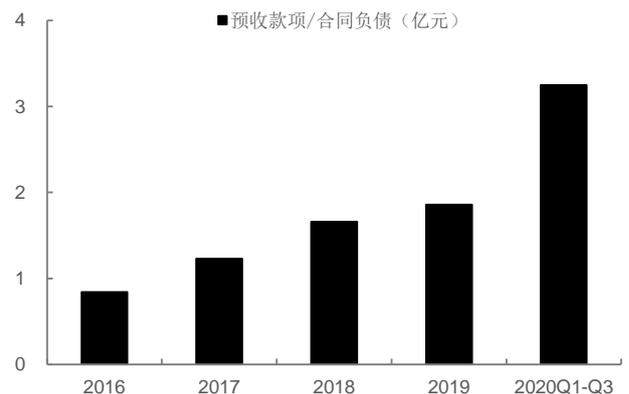
**图 31：2020 年 12 月 28 日全国出现大规模寒潮**


资料来源：中国气象网，信达证券研发中心

库存压力减轻，现金流大幅改善。2020 年春秋季受疫情影响，经销商提货积极性下降，公司强化柔性供应链管理库存，且加大库存清理力度，渠道端库存较为健康，2020Q3 公司存货周转天数 180.78 天，同比增加 3.11 天，存货周转率 1.49，基本恢复至 2019 年同期水平。目前公司渠道库存处于较低水平，2020 年疫情改善、冷冬催化下秋冬装销售向好，经销商提货积极，20 年 9 月末公司合同负债同比增加 91.41%，公司库存情况持续好转，经营性现金流显著改善。

**图 32：近年来公司存货周转天数、周转率**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

**图 33：近年来公司预收款项/合同负债变化情况**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

## 长期发展：品牌持续升级，未来成长可期

### 持续升级，休闲装品牌改革进行时

近年来公司对休闲装业务不断进行优化调整，改善设计研发、门店形象、品牌影响力。

**产品端：**强化产品科技和原创设计，提升产品竞争力。公司加强设计研发投入，聚焦爆品，强化科技功能面料，针对消费者需求及痛点，优化产品面料、版型以及工艺细节，打造森马基因单品。公司研发核心面料“森柔棉”，并加大设计师合作胶囊系列产品比例，与梅花、tyakasha 塔卡沙等品牌联名推出合作限量产品系列，与知名设计师李登廷合作新春贺岁系列，强化品牌竞争力。

**渠道端：**公司开展柔性供应链改造项目试点，从企划源头到商品研发、订货、生产、上市零售到供应链调整，进行全链条业务优化改革，根据零售及消费需求变化调整供应链的生产安排，提高畅销款货品可得率，降低滞销款库存率。公司聚焦年轻人需求，升级渠道形象，推

进概念店、体验店布局，延长消费者在店时间。公司加快新零售布局，所有核心零售商金牌门店均已上线小程序，同时在抖音等社交平台上开设店铺，不断优化线上购物体验，会员营销转化闭环。

图 34：近年来公司研发投入情况（亿元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 35：公司在上海推出森马概念店



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

品牌端：公司加强品牌营销，提升品牌影响力。公司聚焦 95 后的生活方式和多种生活场景延展创造，启动种子店铺计划，在社媒平台联合 KOL、KOC，输出时尚穿搭、文化艺术等内容，提升品牌影响力。公司持续增加品牌投入，升级品牌会员服务系统，开展品牌会员日，森马粉丝节等一系列增加会员复购与会员粘性的营销活动，增加消费者对品牌的信任度和粘性。

图 36：森马品牌 2021 年春节推出品牌营销活动



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 37：公司推出森马粉丝节加强会员粘性



资料来源：森马官方微博，信达证券研发中心

### 童装巩固优势地位，线上线下发力推动增长

近年来公司童装品牌巴拉巴拉发展迅速，市占率始终占据国内童装服饰行业第一，建立广泛的线下渠道，童装龙头地位稳固。

产品端：巴拉巴拉品牌围绕 85-95 后消费者生活方式，持续进行产品研发与创新，从时尚度、功能性、科技感、环保型等维度升级服装和鞋品两大产品线的穿着体验。巴拉巴拉不断扩大家居、出行等生活方式品类中的产品丰富度，同时和迪士尼、敦煌博物馆、梵高博物馆以及行业领先的 IP 合作伙伴等进行跨界合作，推动产品的创新，为消费者提供高品质、高颜值、个性化的生活方式产品。

**图 38：巴拉巴拉与 SORONA 推出联名环保 T 恤产品**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 39：巴拉巴拉与迪士尼合作推出公主系列产品**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**供应链端：**巴拉巴拉推动供应链体系改革，与优质供应商合作，实现产品的品质、专业度和运营效率的升级。通过建立基础原材料备坯池，公司确定核心品类下供应商团队，建立快速追、翻单机制，构建灵活的供应链反应体系，强化线上线下资源协同与团队联动，提高全渠道订货、生产、物流效率，更好地匹配不同渠道产品销售特点与上货批次。

**营销端：**巴拉巴拉品牌在微信、微博、抖音、小红书等社交媒体平台上，积极联动亲子、知普、时尚等领域的 KOL 和 KOC，定期输出覆盖品质儿童生活方式的内容，提高消费者的粘性和品牌满意度。此外，巴拉巴拉还打造自有儿童时尚选秀 IP“闪亮星童”和“城市时装周”活动，与时尚杂志，上海国际时装周合作，进一步提升品牌的影响力。

**图 40：巴拉巴拉部分线上直播活动**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

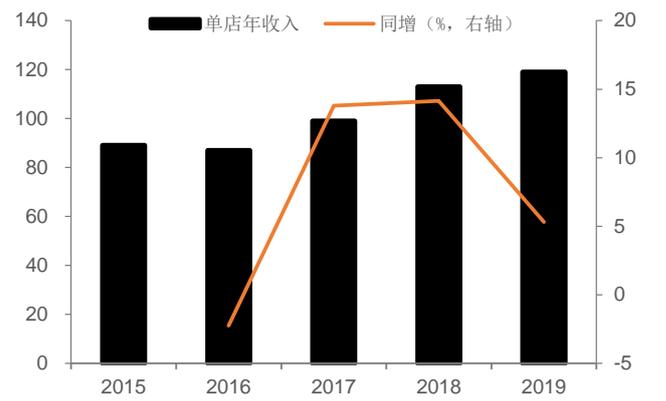
**图 41：巴拉巴拉推出时尚选秀 IP“闪亮星童”**


资料来源：巴拉巴拉微博，信达证券研发中心

**渠道端：**线下门店数量稳定增加，线上品牌快速发展。巴拉巴拉线下门店稳定扩张，积极与知名连锁购物中心开展战略合作，布局中高端渠道，重点推动购物中心、百货和奥特莱斯渠道的发展，不断升级门店体验。2019 年巴拉巴拉线下门店达到 5790 家，同比增长 9.39%，线下单店年收入达 119 万，同比增长 5.31%。

**图 42：近年来巴拉巴拉线下门店数量变化**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

**图 43：近年来巴拉巴拉单店年收入增长情况 (单位：百万元)**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

线上方面，巴拉巴拉品牌线上收入快速增加，2020 年线上销售额位居同行业第一，且市占率显著高于竞争对手。此外，公司专属线上童装品牌 Mini balabala 增长迅速，2019 年全年零售收入达 8 亿元，同增 68%，天猫双十一进入童装 Top5 销售榜单，2020 年线上销售额位于行业第十一名，线上销售额增加使得公司占据更多童装市场份额，稳固行业龙头地位。

**图 44：2020 年“童装/婴儿装/亲子装”规模 TOP 15 品牌**

排名	品牌	占比	增长率
1	巴拉巴拉	3.70%	13%
2	南极人	1.70%	3%
3	辰辰妈	1.19%	2%
4	Dave&Bella	1.05%	24%
5	disney/迪士尼	1.05%	71%
6	ANTA/安踏	0.76%	41%
7	Uniqlo/优衣库	0.73%	13%
8	hison	0.63%	81%
9	Zara	0.63%	22%
10	童泰	0.59%	20%
11	Mini Bala bala	0.50%	4%
12	Mini Peace	0.49%	32%
13	Gap	0.47%	5%
14	Annil/安奈儿	0.45%	18%
15	Adidas/阿迪达斯	0.43%	115%

资料来源：ECdataway 数据，信达证券研发中心

**图 45：2020 年 6 月份线上童装/婴儿装销售额**

排名	品牌	销售额 (百万元)
1	巴拉巴拉	149.97
2	南极人	67.55
3	Dave&Bella	34.78
4	Gap	32.28
5	北极绒	30.53
6	ANTA/安踏	28.58
7	Annil/安奈儿	26.01
8	Mini Bala bala	25.99
9	Mini Peace	22.04
10	童泰	20.98
11	凯蒂猫	18.77
12	英式	18.72
13	H&M	17.98
14	笛莎	16.72

资料来源：ECdataway 数据，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测与假设

我们预计：

- 1) 收入方面，2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司线下门店收入减少，且关店优化渠道结构、线上注重盈利性控制收入规模、9 月后 Kidiliz 品牌剥离，整体收入同比下降，2021-22 年公司线下恢复净开店，品牌影响力提升、渠道优化带动店效增长，线上收入增速提升，预计整体收入同比保持增长。
- 2) 毛利率方面，2020 年受疫情影响，公司库存清理力度加大，毛利率同比下降，2021 年休闲服销售恢复，毛利率有望回升，童装剥离高毛利率 Kidiliz 品牌导致毛利率有所下降，整体毛利率同比略降，2022 年后毛利率有望恢复增长。
- 3) 费用率方面，2020 年公司收入下降、部分费用较为刚性，整体费用率预计同比增长，

2021-22 年疫情影响改善，且公司剥离高费用率 Kidliz，费用率有望下降，盈利能力同比恢复。

**表 2：公司主要业务盈利预测**

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
休闲装业务					
收入 (百万元)	6,791.61	6,544.34	5,286.91	6,035.14	6,751.95
YoY	20.54%	-3.64%	-19.21%	14.15%	11.88%
毛利率	36.98%	35.60%	34.80%	35.60%	35.80%
童装业务					
收入 (百万元)	8,824.70	12,663.39	10,034.10	10,767.56	12,395.24
YoY	39.60%	43.50%	-20.76%	7.31%	15.12%
毛利率	42.23%	46.06%	43.00%	42.00%	42.50%
整体业务					
收入 (百万元)	15719.13	19336.77	15450.05	16931.73	19276.22
YoY	30.71%	23.01%	-20.10%	9.59%	13.85%
毛利率 (%)	39.78%	42.53%	40.23%	39.76%	40.19%
归母净利 (百万元)	1,693.63	1,549.40	694.05	1,568.85	1,977.46
EPS	0.63	0.58	0.26	0.58	0.73

资料来源：Wind，信达证券研发中心

综上，我们预计 2020-2022 年公司收入为 154.50/169.32/192.76 亿元，归母净利为 6.94/15.69/19.77 亿元，短期业绩拐点显现，长期成长可期。

## 估值与投资评级

**相对估值：**公司竞争对手包括大众定位服装品牌海澜之家、太平鸟、红豆股份以及童装品牌安奈儿，2021 年可比公司平均 PE 为 23.44 倍，相比之下公司 21 年 PE 为 16.17 倍。目前公司估值处于较低水平，且行业龙头优势地位明显，我们给予公司 21 年合理 PE 估值 22 倍，对应合理股价为 12.18 元。

**表 3：可比公司 EPS 及估值对比**

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600398.SH	海澜之家	7.1	307	9.73	14.20	9.86	8.55	0.73	0.5	0.72	0.83
603877.SH	太平鸟	29.95	143	26.04	20.80	16.83	14.26	1.15	1.44	1.78	2.1
600400.SH	红豆股份	3.09	78	44.14	44.14	38.63	34.33	0.07	0.07	0.08	0.09
002875.SZ	安奈儿	7.68	13	24.00	153.60	28.44	16.70	0.32	0.05	0.27	0.46
	行业平均			25.98	58.19	23.44	18.46				
002563.SZ	森马服饰	9.38	253	16.33	36.46	16.13	12.80	0.57	0.26	0.58	0.73

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2021 年 2 月 18 日收盘价

**投资评级：**我们认为公司合理股价为 12.18 元，目前估值处于较低水平，短期业绩拐点显现，长期成长可期，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险因素

**疫情对公司经营造成不利影响的风险：**公司处于纺织服装行业，受宏观经济影响较大。疫情持续时间过长将会影响公司产品销售，进而影响到公司的营业收入，存在业绩不达预期的风险。

市场竞争风险：服装行业进入门槛较低，竞争较大。童装市场规模不断扩大，如果后续公司不能保持龙头优势，存在收入不及预期的风险。休闲装市场分散，行业洗牌较快，目前公司休闲装品牌处于调整阶段，可能存在调整效果不及预期影响公司休闲装业务收入的风险。

存货减值风险：公司存货金额较高，存货周转率高于同行业上市公司平均水平，如果销售市场发生异常变化导致存货跌价或存货变现困难，将给公司经营业绩带来较大的影响。

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>11,241</b>	<b>11,314</b>	<b>11,790</b>	<b>13,482</b>	<b>15,626</b>
货币资金	2,435	2,548	4,570	5,544	7,115
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,953	1,973	1,693	1,856	2,007
预付账款	203	247	188	217	245
存货	4,417	4,109	3,542	4,052	4,422
其他	2,233	2,437	1,798	1,813	1,836
<b>非流动资产</b>	<b>5,327</b>	<b>5,307</b>	<b>5,152</b>	<b>5,447</b>	<b>5,692</b>
长期股权投资	4	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,986	2,237	2,382	2,527	2,672
无形资产	787	723	523	573	623
其他	2,551	2,347	2,247	2,347	2,397
<b>资产总计</b>	<b>16,568</b>	<b>16,621</b>	<b>16,942</b>	<b>18,929</b>	<b>21,318</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,410</b>	<b>3,997</b>	<b>3,635</b>	<b>4,066</b>	<b>4,495</b>
短期借款	175	267	267	267	267
应付票据	432	462	455	503	569
应付账款	2,626	2,209	2,024	2,235	2,527
其他	1,177	1,059	889	1,061	1,133
<b>非流动负债</b>	<b>965</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>829</b>
长期借款	157	0	0	0	0
其他	808	829	829	829	829
<b>负债合计</b>	<b>5,375</b>	<b>4,826</b>	<b>4,464</b>	<b>4,895</b>	<b>5,324</b>
少数股东权益	47	30	24	11	-6
归属母公司股东权益	11,146	11,765	12,454	14,023	16,000
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,568</b>	<b>16,621</b>	<b>16,942</b>	<b>18,929</b>	<b>21,318</b>

会计年度	单位:百万 元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	15,719	19,337	15,450	16,932	19,276
同比(%)	30.7%	23.0%	-20.1%	9.6%	13.8%
归属母公司净利润	1,694	1,549	694	1,569	1,977
同比(%)	48.8%	-8.5%	-55.2%	126.0%	26.0%
毛利率(%)	39.8%	42.5%	40.2%	39.8%	40.2%
ROE%	15.2%	13.2%	5.6%	11.2%	12.4%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.57	0.26	0.58	0.73
P/E	14.94	16.33	36.46	16.13	12.80
P/B	2.27	2.15	2.03	1.80	1.58
EV/EBITDA	7.93	7.75	13.16	8.29	6.15

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>15,719</b>	<b>19,337</b>	<b>15,450</b>	<b>16,932</b>	<b>19,276</b>
营业成本	9,466	11,113	9,234	10,199	11,529
营业税金及附加	111	127	104	113	129
销售费用	2,570	4,055	3,863	3,471	3,855
管理费用	522	1,029	695	593	578
研发费用	364	414	309	339	386
财务费用	-76	-123	-37	-57	-67
减值损失合计	867	-619	-510	-280	-330
投资净收益	127	50	93	102	116
其他	-1,675	1	93	51	58
<b>营业利润</b>	<b>2,080</b>	<b>2,152</b>	<b>959</b>	<b>2,147</b>	<b>2,709</b>
营业外收支	188	-23	-23	-23	-23
<b>利润总额</b>	<b>2,268</b>	<b>2,129</b>	<b>935</b>	<b>2,124</b>	<b>2,686</b>
所得税	587	595	247	568	726
<b>净利润</b>	<b>1,682</b>	<b>1,534</b>	<b>689</b>	<b>1,556</b>	<b>1,960</b>
少数股东损益	-12	-16	-5	-13	-17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,694</b>	<b>1,549</b>	<b>694</b>	<b>1,569</b>	<b>1,977</b>
EBITDA	2,930	2,971	1,596	2,417	2,999
EPS(当年)(元)	0.63	0.57	0.26	0.58	0.73

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	<b>955</b>	<b>1,677</b>	<b>1,171</b>	<b>1,459</b>	<b>2,042</b>
净利润	1,682	1,534	689	1,556	1,960
折旧摊销	244	373	350	200	200
财务费用	33	12	13	13	13
投资损失	-127	-50	-93	-102	-116
营运资金变动	-1,639	-832	-322	-511	-369
其它	762	640	533	303	353
<b>投资活动现金流</b>	<b>791</b>	<b>-560</b>	<b>870</b>	<b>-472</b>	<b>-458</b>
资本支出	-471	-342	-323	-573	-573
长期投资	1,823	-250	1,000	0	0
其他	-561	32	193	102	116
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-785</b>	<b>-849</b>	<b>-18</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
吸收投资	119	0	-1	0	0
借款	-11	-65	0	0	0
支付利息或股息	-682	-965	-13	-13	-13
<b>现金流净增加额</b>	<b>952</b>	<b>281</b>	<b>2,022</b>	<b>974</b>	<b>1,571</b>

## 研究团队简介

**汲肖飞**，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

**李媛媛**，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。