

市场价格(人民币): 11.32元

目标价格(人民币): 14.75元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	26.98
已上市流通A股(亿股)	18.81
总市值(亿元)	305.37
年内股价最高最低(元)	11.32/6.50
沪深300指数	4949
深证成指	13680



休闲与童装双龙头，拐点已现、长期增长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	16,402	19,273	22,630
营业收入增长率	23.01%	-21.37%	7.87%	17.51%	17.42%
归母净利润(百万元)	1,549	806	1,594	1,912	2,281
归母净利润增长率	-8.52%	-48.00%	97.89%	19.93%	19.28%
摊薄每股收益(元)	0.574	0.299	0.591	0.709	0.846
每股经营性现金流净额	0.16	1.23	0.20	0.79	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.17%	7.02%	13.15%	14.61%	15.90%
P/E	17.19	33.55	19.15	15.97	13.39
P/B	2.26	2.36	2.52	2.33	2.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **20年发展铸就休闲服饰与童装双龙头:** 拥有以森马为代表的成人休闲和以巴拉巴拉为代表的童装两大业务板块, 20年收入占比34%/66%。11-19年收入、净利复合增速12%、3%, 20年疫情影响业绩承压, 近年来童装增速较快占比提升, 休闲装保持相对稳定增长。全渠道覆盖, 20年线上/线下收入占比38%/62%, 其中线下8725家门店(休闲3091+童装5634家, 直营681+加盟7693+联营351家)、经销占比较高, 直营、电商增速较快。
- **成人装业务: 龙头优势持续加强, 新定位、新产品开启二次增长。** 休闲服行业稳定增长, 20年CR10 11.2、较11年提升5.4PCT, 预计21-25年行业年均复合增速4%、集中度将继续提升。09-19年公司休闲业务收入年均复合增速7.4%, 作为龙头不断夯实品牌、产品、供应链、渠道优势, 有望抢占更多市场份额、保持长期稳定增长; 短期看, 提出“质在日常”、“聚焦新青年”, 顺应消费趋势开展品牌、产品全方位革新, 有望开启二次成长。
- **童装业务: 高景气赛道优质龙头, 发展空间广阔。** 童装赛道高景气, 15-20年CAGR5约12.7%、预计未来五年达21.34%, 20年CR10为14.7%、显著低于发达国家。公司童装业务15-20年CAGR5约20.7%明显高于行业, 其中主品牌巴拉巴拉作为龙头精准卡位大众童装, 20年市占率7.5%, 领先优势持续增强、与第二名差距扩大到3.1pct, 叠加马卡乐、迷你巴拉等新品牌培育初见成效, 预计未来童装业务将保持较高增速。
- **业绩拐点已现, 长期空间较大:** 1) 短期来看, 20年业绩承压系疫情影响及Kidiliz亏损所致, 4Q20原有主业收入、净利分别增9.6%、57%, 业绩拐点确立。综合考虑剥离K公司轻装上阵、疫情影响减淡、新疆棉事件激发国货消费需求提升等, 预计业绩修复弹性较大、未来增长可期, 21年休闲和童装有望恢复至19年90%、增双位数。2) 长期来看, 森马服饰龙头地位稳固, 受益于行业集中度及规模提升, 未来有望成就国产大市值服饰龙头。

估值与投资建议

- 公司作为国内休闲装、童装双龙头, 领先优势明显, 长期空间较大。20年受到疫情影响, 后疫情时代业绩修复弹性较大, 估值仍处于较低水平, 有望实现业绩、估值双修复, 预计21-23年EPS为0.59/0.71/0.85元, 给予21年25倍PE, 目标价14.75元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情二次爆发影响终端销售、成人装品牌升级不及预期等。

李婕

分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

自 Q3 以来公司终端销售持续复苏，随着下游需求持续回暖、终端销售量价齐升，公司业绩有望在疫后时代加速复苏，并实现长期稳健增长。我们预计公司 2021 年成人装业务将复苏至 2019 年近九成水平，童装业务实现双位数增长；长期来看，预计公司收入端将保持 10-15% 稳健增长。

■ 本文的主要贡献

梳理了公司的业务历史发展情况，深入剖析了公司成人装、童装的发展战略与行业趋势。

更新了公司近期的经营情况，疫情期间的表现。

预估了公司业绩拐点，进一步分析了公司未来增长点、长期发展驱动力。

■ 股价上涨的催化因素

1) 渠道调整基本结束，预计 21H1 迎来净开店拐点。公司童装业务门店已于 203Q20 开始呈现净增加趋势，成人装截至 204Q20 渠道调整已基本结束，预计将于 2021 年上半年迎来净开店拐点，将有力推动公司短期业绩复苏。

2) 公司库存已处于近几年相对低位，预计 21 年迎来补库拐点。2020 年公司存货规模同比下降 39% 至 25 亿元，已处于相对历史低位，我们预计补库将于 2021 年开始，以支撑公司正常经营销售计划。

3) 疫情影响减淡，下游消费复苏。随着新冠疫苗的落地，国内消费需求逐渐回升，有利于公司终端零售回暖。考虑到疫情期间大量尾部公司、品牌出清，将释放出更多的渠道、市场空间，公司的龙头效应有望进一步增强。

4) 新疆棉事件刺激国货需求提升，国产替代趋势加强。森马品牌与 H&M、优衣库、Gap 同为大众、快时尚定位，且公司目前已具备较强的产品力、广泛的渠道覆盖，有望通过海外品牌抵制新疆棉遭下架事件大幅提升品牌认同感与客户粘性，带动销售及市场份额的持续提升。

■ 估值和目标价格

公司作为国内休闲装、童装业务双龙头，领先优势明显，后疫情时代业绩修复弹性较高，有望在未来实现业绩、估值双增长。我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.9/19.1/22.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.71/0.85 元，当前股价对应 PE 为 19/16/13 倍。考虑到相比可比公司估值提升空间较大，给予公司 21 年 25 倍 PE，对应目标价 14.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

疫情二次爆发影响终端销售、成人装品牌升级不及预期等。

内容目录

投资要件	2
1、公司概况：休闲服饰与童装双龙头	5
1.1、公司简介：休闲业务出发到童装休闲双龙头	5
1.2、财务分析：2011-2019 本部业绩持续稳定增长，疫情下业绩短期承压	6
1.3、股权集中结构稳定，股票激励计划和员工持股提高积极性	10
2、休闲装业务：龙头优势持续加强，新定位、新产品打开二次增长	12
2.1、行业平稳增长，公司龙头优势逐步夯实	12
2.2、全方位竞争优势助推长期增长，新定位、新产品开启二次增长曲线	13
2.2.1、长期驱动：行业集中度提升龙头预计受益，供应链、渠道优化推动高效增长	13
2.2.2、短期驱动：新定位、新产品开启二次增长曲线	14
3、童装业务：优质赛道龙头地位稳固，空间广阔业绩快速提升	18
3.1、高景气赛道持续高增长，对标海外集中度有望再提升	18
3.2、巴拉巴拉领跑童装赛道，新品牌培育成效初显	19
3.3、童装业务天花板尚远，渠道、市占率“双十年”发展空间	20
4、未来展望：3Q20 业绩底部确立，看好疫后时代持续稳健增长	21
5、盈利预测与投资建议	23
5.1、盈利预测	23
5.2、相对估值	24
5.3、投资建议	25
6、风险提示	25

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司旗下主要品牌	5
图表 3：2020 年公司渠道占比	6
图表 4：公司线下门店数量变化情况（家）	6
图表 5：公司营收及增速（亿元，%）	7
图表 6：公司归母净利润及增速（亿元，%）	7
图表 7：童装、休闲业务收入及增速（亿元，%）	7
图表 8：童装业务占比持续上升	7
图表 9：公司各渠道占比变化情况	8
图表 10：公司各渠道收入变化情况	8
图表 11：童装业务占比提升带动公司毛利率提升（%）	8
图表 12：公司毛利率、净利率、费用率变动情况	9
图表 13：公司三项费用率变化情况	9
图表 14：公司存货规模及周转天数变动情况	9

图表 15: 公司应付账款周转率下降.....	10
图表 16: 公司应收账款及周转天数变动情况.....	10
图表 17: 公司股权结构集中稳定.....	10
图表 18: 股权激励推动公司业绩增长.....	11
图表 19: 两次推出员工持股计划, 绑定核心管理层.....	11
图表 20: 公司主要高级管理人员简介.....	11
图表 21: 成人装行业发展阶段(百万元, %).....	12
图表 22: 行业集中度持续提升(%).....	14
图表 23: 森马品牌市占率提升相对较快(%).....	14
图表 24: 公司成人装业务收入及增速.....	14
图表 25: 公司成人装业务门店数量及单店面积、店效.....	14
图表 26: Z世代消费关键词.....	15
图表 27: 森马国潮“山海经”IP 联名系列.....	16
图表 28: 森马电竞系列“撕破伤口”卫衣.....	16
图表 29: 森马品牌 logo、门店形象升级.....	16
图表 30: 四个消费时代的演进.....	17
图表 31: 森马 Q+系列“好运鞋”.....	17
图表 32: 公司加强对“森柔棉”面料的介绍与展示.....	18
图表 33: 童装市场 2025 年预计达到 4738 亿元规模.....	18
图表 34: 我国童装市场集中度对比海外较低.....	19
图表 35: 公司童装业务收入及增速(亿元, %).....	19
图表 36: 巴拉巴拉品牌市占率持续提升(%).....	19
图表 37: 公司童装品牌矩阵丰富.....	20
图表 38: 森马童装业务门店数量(家)仍有增长空间.....	20
图表 39: 公司童装业务门店数量及净增加情况.....	20
图表 40: Carter's 美国市占率持续领先.....	21
图表 41: Carter's 营收、净利润及增速.....	21
图表 42: 对标海外龙头公司收入规模较小(亿元).....	21
图表 43: 对标海外龙头公司总市值较小(亿元).....	21
图表 44: 2019-2020 年公司收入、利润拆分.....	22
图表 45: 盈利预测.....	23
图表 46: 可比公司估值.....	25

1、公司概况：休闲服饰与童装双龙头

森马服饰成立于 2002 年，是一家以虚拟经营为特色的龙头服装企业，于 2011 年 A 股上市。2020 年公司实现营收 152.05 亿元、归母净利润 8.06 亿元，截至 2021 年 4 月 15 日总市值 305 亿元。

公司旗下拥有以“森马”品牌为代表的成人休闲服饰和以“巴拉巴拉”品牌为代表的童装两大业务板块，2020 年收入占比分别为 33.8%、65.5%。

1.1、公司简介：休闲业务出发到童装休闲双龙头

以休闲业务起家，逐步发展为休闲装、童装双龙头。1996 年森马集团于浙江省温州市创立，1997 年 3 月第一家森马品牌专卖店在江苏省徐州市开业，森马系列休闲服正式进入市场，2002 年 1 月公司前身森马童装成立并创立巴拉巴拉品牌，2007 年公司完成股份制改革，更名为森马服饰，并逐渐发展为休闲装、童装双龙头，市占率保持领先。2008 年，公司建立森马温州产业园，并从森马集团收购森马休闲服装业务。2011 年公司在深交所中小板 IPO、发行 7000 万股并募集资金 46.9 亿元，2012 年开始公司调整发展策略、全面实施阿米巴管理模式以调动员工的积极性，2016 年启动“森马电商时尚合伙人”计划，营业收入首次突破 100 亿元。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

品牌方面，经过多年来的内生孵化培育、外延收购、合资运营及代理等方式搭建了完善的多品牌矩阵。公司根据休闲服饰和儿童服饰两大细分市场的特点和目标，以品牌经营为核心，运行多品牌战略，自创立以来品牌矩阵不断丰富，成人装除主品牌森马外，还代理或合资运营了 Juicy Couture、Jason Wu 等多个品牌，童装除巴拉巴拉外，培育了自有品牌马卡乐及 Mini Balabla，并与美国童装 The Children's Place 达成长期战略合作，目前已覆盖多年龄段、多层次客群。

图表 2：公司旗下主要品牌

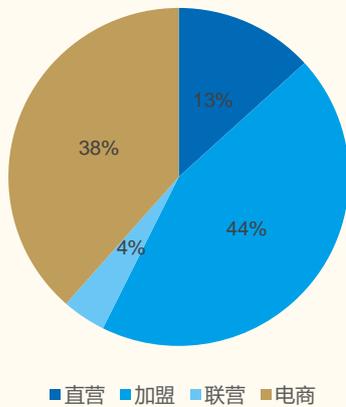
分类	品牌名称	创立/引入时间	运营方式	品牌简介
休闲服装	森马	1996 年	自有品牌	定位于大众日常生活方式，注重产品品质及性价比，致力于满足 18-35 岁大学生及年轻工薪阶层跨场景的基本穿着需求共性，为大众消费者提供高品质、高颜值、富有亲和力的产品和服务。
	Juicy Couture	2019 年	代理运营 (大中华区)	美国加州的时尚品牌，定位于成人服饰中高端品牌，自 1995 年创立以来，主营女装、男士服饰、童装、运动休闲服饰、宠物服饰等。
	JASON WU	2018 年	合资运营	森马与该品牌母公司 JWU,LLC.共同投资设立合资公司杰森吴（上海）服饰，合资经营相关业务。品牌主营基础商务休闲男装业务，将美国经典运动元素与精致的时装感结合，致力于制作时尚和精美的时装，以精湛的传统工艺和极高的品质为首要元素。
	Marc O'Polo	2013 年	代理运营 (大中华区)	德国高端时尚品牌，致力于为都市职场白领与时尚女性提供天然优质材料与精湛制作工艺相结合的完美品质服装。

分类	品牌名称	创立/引入时间	运营方式	品牌简介
童装	Balabala	2002年	自有品牌	儿童生活方式品牌，为消费者提供专业时尚的一站式购物及体验，自2002年创立以来坚持对品质的极致追求，致力于为孩子创造安全健康且舒适的穿着体验。
	Mini Balabala	2013年	内生孵化	巴拉巴拉童装子品牌，定位于母婴消费产品，打造时尚高品质、多样化的母婴购物平台，主打高性价比婴幼儿童装，主要通过线上销售，美感与质感兼顾。
	MarColor	2015年	内生孵化 (合伙人制)	专注0-7岁母婴一站式服饰穿搭，致力于用出类拔萃的、超越期待的产品、服务以及品牌体验，为孩子们和家长们打造愉悦童趣、温馨有爱的世界。
	The Children's Place	2018年	代理运营 (大中华区)	诞生于1969年，0-14岁美国童装风尚标。产品覆盖全品类、全系列、全年龄段，包括儿童服装、配饰、鞋类，致力于打造高价值的潮流童装。
	COCOTREE	2018年	合资运营	公司与温州佳诺服饰共同投资设立合资公司浙江森乐服饰，合资经营相关业务。品牌主营7-16岁新生代少年服饰，专业提供版型合体、穿搭时尚、品质优良的高性价比产品，创新开发彰显青少年范式，为紧张的生活增添色彩。

来源：公司官网，国金证券研究所

渠道方面，公司具备线上线下相结合全渠道零售格局，其中加盟渠道占比较高。截至2020年，公司已在全国29个省、自治区、直辖市及海外建立了8725家线下门店（休闲装3091家、童装5634家），其中直营店681家、加盟店7693家、联营店351家，线上主要在淘宝、天猫、唯品会建立销售渠道。公司近几年电商渠道快速发展、占比不断提升，线下门店亦保持快速扩张，由2014年的7082家上升至了2020年的8725家。

图表3：2020年公司渠道占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司线下门店数量变化情况（家）



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、财务分析：2011-2019 本部业绩持续稳定增长，疫情下业绩短期承压

公司自2011年上市以来，营业收入和净利润随着公司的休闲服饰和童装两大板块扩张而增长，2011-2019年公司营业收入复合增速为12.09%，归母净利润复合增速为3.00%。

2020年公司实现营收152.05亿元（-21.4%）、归母净利润8.06亿元（-48.0%），利润下滑主要系费用的提升以及资产减值损失较大导致。据我们估算，剔除Kidiliz并表（并表至8月底）影响，公司本部业务收入同比下滑约15%、净利润同比下滑约30%。

根据业绩预告，1Q21预计公司实现净利润3.2-3.8亿元，同比20年增1730.40%-2073.60%，同比19年变动约-7.8%至+9.5%，业绩持续复苏。

图表 5: 公司营收及增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

分业务板块来看, 童装业务营收增速相对较快, 占比持续上升, 休闲业务保持相对稳定增长。公司收入主要来源于休闲服装业务和儿童服装业务。其中童装业务 2011-2019 年营收 CAGR 为 25.5%、持续快速增长, 休闲业务 2011-2019 年营收 CAGR 为 2.0%, 保持稳定增长。2020 年童装业务占总收入比重为 65.5%, 较 2011 年上升 39.0pct; 休闲业务占比为 33.8%、较 2011 年下降 38.2pct。2020 年童装业务营收同比下降 20% (剔除 K 公司下滑约 8%), 成人装营收下降 24.3%, 童装业务韧性相对较强。

图表 7: 童装、休闲业务收入及增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 童装业务占比持续上升



来源: Wind, 国金证券研究所

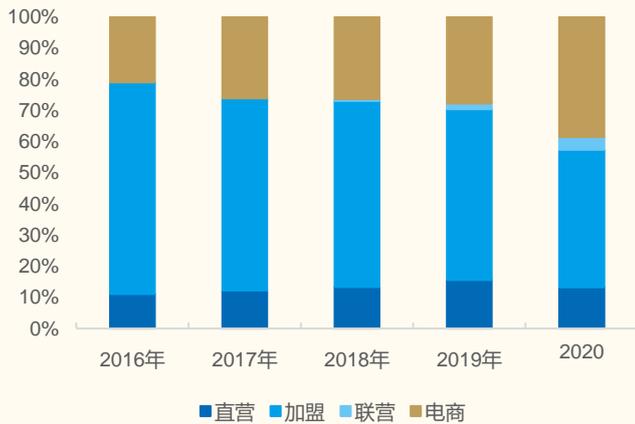
分渠道来看, 经销渠道占比较高, 线下直营、电商渠道增速较快。

线上方面, 自 2012 年公司设立电商子公司以来, 电商渠道收入保持快速增长, 2016-2019 年收入 CAGR 为 34%, 2020 年营收占比相较于 2016 年提升 18pct; 线下 2016-2019 年收入 CAGR 为 18%, 占比持续下降。

在线下各渠道中: 2016-2019 年公司直营渠道增速较快, 收入 CAGR 为 37%, 占比提升 7.6pct, 主要系公司在二线城市开设品牌核心标杆门店、树立品牌形象、提升直营门店盈利能力所致; 经销渠道 2016-2019 年保持相对稳定增长, 收入 CAGR 为 13.5%, 占比下降 11.1pct; 2018 年公司新增联营渠道, 主要系经营 KIDILIZ 旗下各品牌, 2020 年收入占比为 4%, 体量较小。

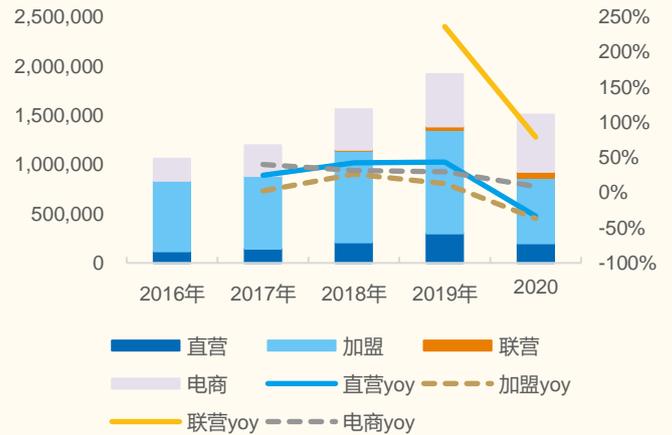
2020 年公司线上、直营、加盟、联营收入分别占比为 38.5%、13.2%、44.1%、4.2%, 同比变动+8.9%、-33.3%、-36.8%、+79.1%, 直营、加盟渠道受疫情影响相对较大, 电商维持正向增长。

图表 9: 公司各渠道占比变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (直营、加盟、联营指线下渠道)

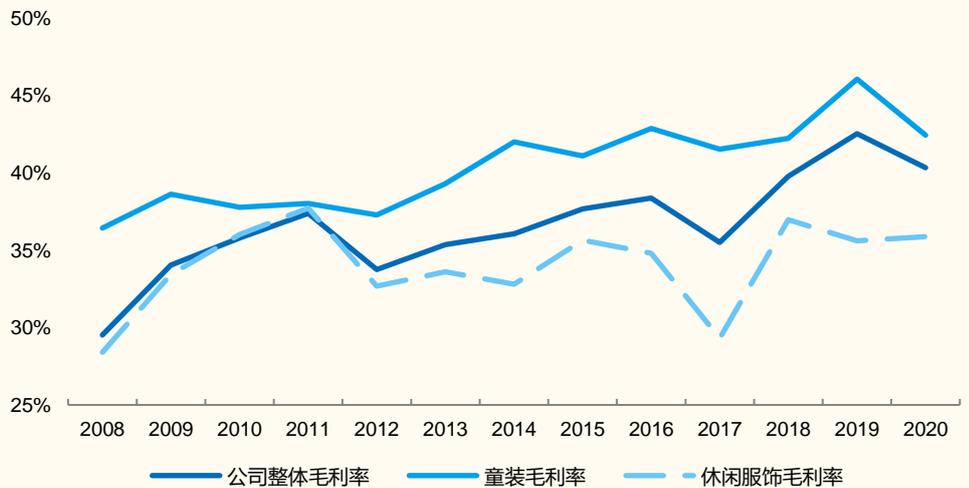
图表 10: 公司各渠道收入变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (直营、加盟、联营指线下渠道)

公司童装业务带动整体毛利率提升。公司毛利率呈逐步上升趋势, 由 2008 年的 29.52% 提升至了 2019 年的 42.53%。其中童装业务毛利率相对较高, 且呈快速提升趋势, 从 2010 年的 37.78% 提升至了 2019 年的 46.06%, 其营收占比上升持续带动公司整体毛利率上升。2020 年公司毛利率为 40.34% (-2.19pct), 其中休闲业务毛利率 35.88% (+0.28pct), 有所提升主要系联营业务分类变更占比增加、财务记账方式变更及加价倍率增加所致; 童装业务毛利率 42.44% (-3.62pct), 有所下降主要系运费由往年的计入销售费用改为计入营业成本所致。按照可比口径计算, 休闲服装、童装业务毛利率均未下降。

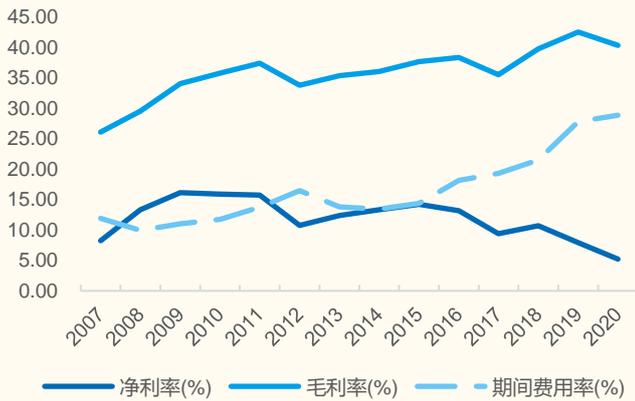
图表 11: 童装业务占比提升带动公司毛利率提升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

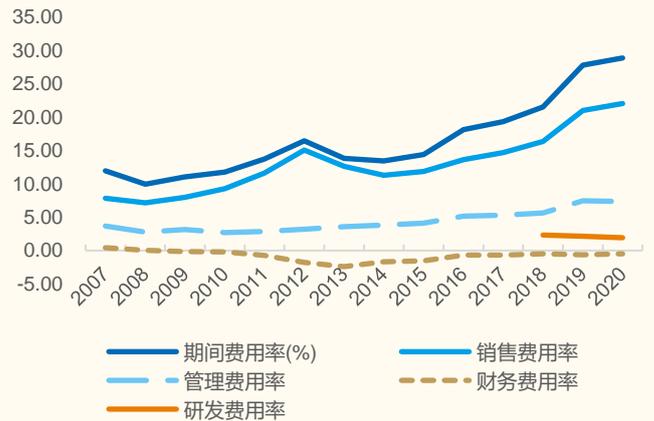
受疫情影响费用率提升。2011 年前公司费用率水平随着公司销售规模扩大平稳提升, 2012 年受行业寒冬影响大幅上升, 并于 2013 年逐渐降低至正常水平, 此后保持平稳上升。2019 年以来, 受销售收入增速放缓、公司积极引进人才导致费用增加等影响, 公司期间费用率有所上升。2020 年受疫情影响公司收入端承压, 费用相对刚性, 导致费用率明显提升。

图表 12: 公司毛利率、净利率、费用率变动情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 公司三项费用率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

剥离 K 公司存货规模减少, 库龄结构优化。2007-2014 年公司存货周转天数基本保持平稳, 2015 年以来上升, 主要系电商业务快速增长导致存货增加、2018 年收购 K 公司存货规模显著上升、为缓解渠道压力回购经销商库存等因素。2020 年公司存货周转天数为 131 天, 仍维持正常水平; 存货规模为 25.01 亿元, 同比下降 39%, 且库龄结构显著优化, 1 年内的存货占比为 77.47%。存货规模下降主要由于: 1) 公司剥离了 Kidiliz 业务; 2) 疫情下公司加强存货管理, 去库存使主业存货减少; 3) 疫情下代理商前期订货谨慎。

图表 14: 公司存货规模及周转天数变动情况



来源: Wind, 国金证券研究所

2017 年以来应收账款周转天数下降。2007-16 年公司应收账款周转天数保持平稳上升趋势, 2017-2019 年由于经销销售改善、回款能力增强, 周转效率有所提升。截至 2020Q2, 公司应收账款为 13.92 亿元, 同比下滑 29%, 主要系疫情下公司销售控制授信所致。

公司应付账款周转率逐步下降。2008-2018 年公司应付账款周转率逐步下降, 由 08 年的 9.16 次下降至 18 年的 4.18 次。2019、2020 年应付账款周转率有所提升, 2020 年为 4.27 次, 同比增加 0.13 次。

图表 15: 公司应付账款周转率下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 公司应收账款及周转天数变动情况



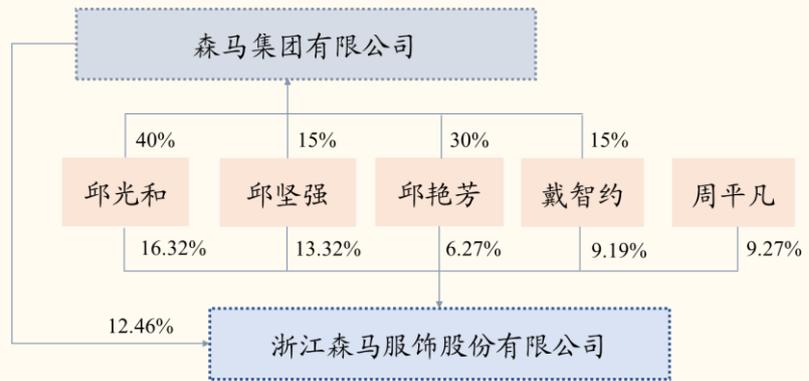
来源: Wind, 国金证券研究所

经营性活动现金流净额增加: 公司经营性活动现金流净额整体呈上升趋势, 截至 2020 年底, 公司经营性活动现金流净额由 2019 年初的 16.77 亿元大幅提升 165.77% 至 44.57 亿元, 且保持逐季增长, Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 -2.4 亿/7.7 亿/14.7/24.6 亿元。公司经营性活动现金流净额的显著增加主要由于公司积极开展供应链金融业务, 优化对供应商贷款的支付方式, 新增买方付息的银行承兑汇票等。

1.3、股权集中结构稳定, 股票激励计划和员工持股提高积极性

公司的实际控制人为邱光和家族, 股权较为集中且结构稳定。截至 2021 年 3 月, 邱光和先生合计持股 21.3%, 邱氏家族共计持股 70% 以上。在前 10 大股东中, 邱坚强、邱艳芳、周平凡、戴智约、郑秋兰、邱光平与邱光和均为亲属关系。

图表 17: 公司股权结构集中稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 图中数据截至 2020 年 12 月 31 日, 2021 年 1 月邱艳芳在森马集团持股变更为 0, 新增股东郑秋兰持股 30%)

股权激励计划充分调动员工积极性。 2015 年 7 月推出第一期限限制性股票计划, 授予 439 位激励对象 1454 万股, 约占总股本 0.54%, 授予价 5.92 元/股。2015 年达成业绩目标, 于 2016 年解锁 561.4 万股限制性股票; 2016 年、2017 年业绩均未达标。

2018 年 4 月, 公布第二次限制性股票激励计划, 激励对象为 513 位核心骨干, 授予价格 5.05 元/股, 获授股票数量 1447 万股。业绩考核指标以 2017 年为基准, 收入增长率 18-20 年达到 15%/31%/52%、净利增长率达到 25%/44%/65%。18、19 年均达成业绩目标, 分别于 19 年解锁 510.2 万股、2020 年解锁 337.4 万股。

图表 18: 股权激励推动公司业绩增长

公告时间	激励对象	涉及股票数量 (万股)	解锁安排
第一期限制性股票激励计划 2015 年 7 月	公司董事、高管、中层管理人员、核心骨干共计 439 人	1,454.04	以 2014 年为基准, 2015/2016/2017 年营收增长率不低于 15%/32%/52%, 同时净利润增长率不低于 20%/44%/73%。
第二期限制性股票激励计划 2018 年 4 月	公司核心骨干共计 513 人	1,447.38	以 2017 年为基准, 2018/2019/2020 年营收增长率不低于 15%/32%/52%, 同时净利润增长率不低于 25%/44%/65%。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

两次推出员工持股计划, 绑定核心管理层, 提升员工信心。分别于 2018 年 4 月、2020 年 3 月推出两期员工持股计划, 其中第一期计划募集资金约 1.20 亿, 覆盖 7 位高管 (包括副总经理、财务总监、董秘等, 占持股计划比例 7.51%), 以及 93 名中层及核心骨干; 第二期持股计划募集资金约 1.18 亿元, 覆盖 2 位高管 (包括副总经理、董秘等, 占持股计划比例为 3.38%), 以及 96 名关键员工, 进一步绑定核心管理人员及核心骨干, 提振整体员工积极性。

图表 19: 两次推出员工持股计划, 绑定核心管理层

公告时间	持有人	出资额 (万元)	占持股计划比例
第一期员工持股计划 2018 年 4 月 26 日	公司董事、高级管理人员合计 5 人	900	7.51%
	公司中层管理人员和核心骨干合计 93 人	11,080	92.49%
第二期员工持股计划 2020 年 3 月 4 日	公司董事、高级管理人员合计 2 人	399	3.38%
	公司关键员工合计 96 人	11,419	96.62%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

持续引进人才, 管理班底职业化。公司近年来积极引入优秀职业经理人, 提升管理水平, 包括 2020 年聘请耐克前大中华区销售副总裁陈嘉宁担任联席总经理、2019 年聘请南京中央商场集团高管陈新生担任财务总监, 以及 2019 年聘请摩拜人力行政副总裁张伟担任首席人力资源官等。在中层管理人员方面, 公司亦引进了物流、税务、IT 等多方面的优秀干部人才, 打造职业化管理班底, 优化各项业务流程。

图表 20: 公司主要高级管理人员简介

姓名	职务	进入公司/任现职时间	简介
邱光和	董事长	2002/2010	第十三届全国人大代表、浙江省第十一届人大代表, 中国服装协会荣誉会长、浙商总会副会长、浙江省服装行业协会副会长, 温州市企业联合会、温州市企业家协会、市工业经济联合会常务副会长, 温州市工商联副主席, 第四届海外联谊会名誉会长, 现任森马服饰、森马集团董事长。
邱坚强	执行董事长	2002/2020	曾任森马集团副董事长兼副总经理、森马服饰总经理, 现任公司副董事长、森马投资总经理、森马集团董事, 曾荣获上海市优秀青年企业家、全国纺织工业劳动模范等荣誉称号。
周平凡	副董事长	2002/2018	曾任森马集团总经理, 浙江意森总经理。现任森马集团副董事长。
徐波	董事、总经理	2002/2010	中国纺织规划研究会理事会副会长。任森马服饰董事兼总经理, 主要负责童装业务。
陈嘉宁	联席总经理	2020	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, 主要负责成人装业务。
陈新生	董事、副总经理、财务总监	2018	历任南京大地建设财务处副处长, 南京金鹰国际财务副总监, 南京新街口百货财务副总监、财务总监兼董事会秘书, 南京中央商场 (集团) 常务副董事长兼执行总裁。现任公司董事、副总经理、财务总监; 天邦食品股份有限公司董事。
邵飞春	董事、副总经理	2012/2016	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。现任公司董事兼副总经理, 主要负责新零售业务。
张伟	副总经理、首席人力资源官	2019	历任宝洁公司大中华区、北美区及全球业务人力资源高管, 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。现任公司副总经理、首席人力资源官。

姓名	职务	进入公司/ 任现职时间	简介
黄剑忠	副总经理	2010	历任瓯海经济开发区办公室主任，瓯海区梧田镇政府企管所所长，温州黄河皮革副总经理，森马集团副总裁。现任公司副总经理、瓯海区人大常委委员。
宗惠春	董事会秘书、 总经理助理	2017	历任公司证券部部长、证券事务代表，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。

来源：公司公告，国金证券研究所

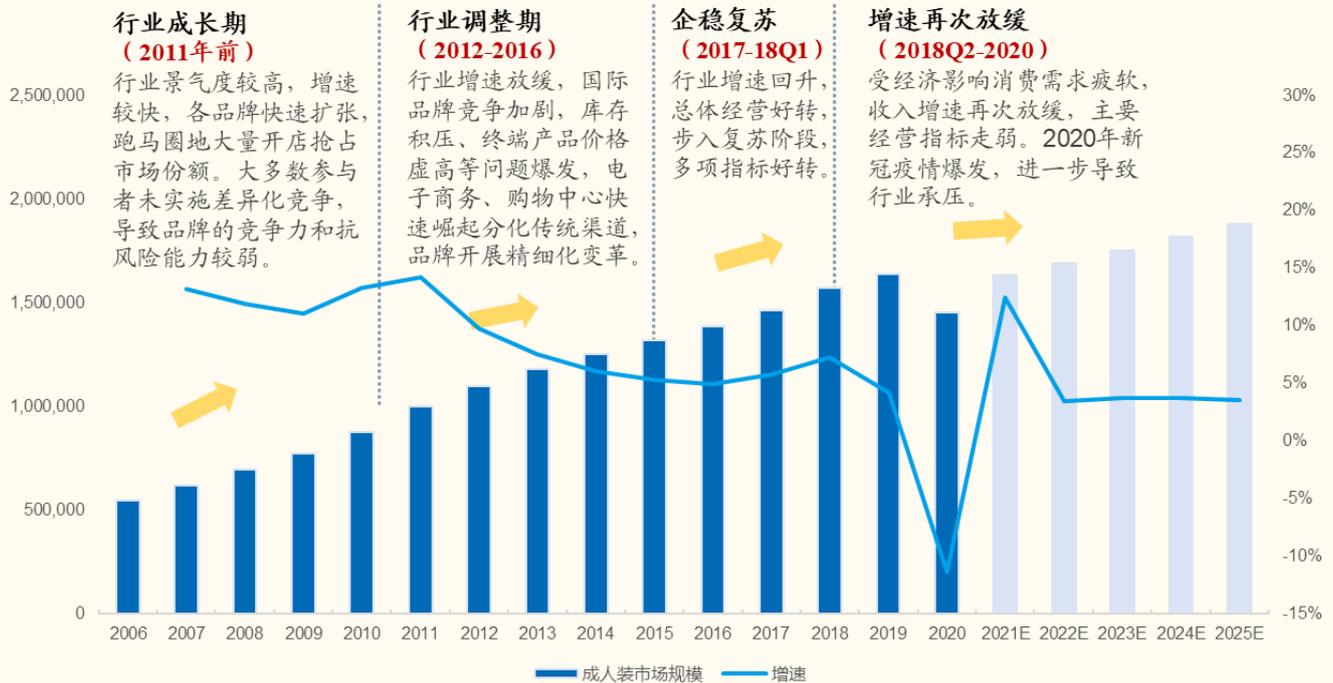
高管持股比例连续三年提升，深度绑定员工利益。控股股东邱光和 2018-2020 年向核心高管徐波、邵飞春分别转让 537.1 万股、268.6 万股，深度绑定相关高管利益。2020 年 12 月，公司联席总经理陈嘉宁女士以竞价交易方式增持公司股份共计 34.09 万股，副总经理张伟通过竞价交易方式增持股份 35.3 万股。我们认为高管增持系基于其对公司未来发展潜力的合理判断，彰显了对公司长远发展的信心。

2、休闲装业务：龙头优势持续加强，新定位、新产品打开二次增长

2.1、行业平稳增长，公司龙头优势逐步夯实

近 15 年来，我国成人装市场发展经历了早期快速粗放增长、行业调整变革及成熟稳定增长的几个不同发展阶段。通过复盘行业与公司成人装业务发展历程可以看到，在各个不同阶段，森马服饰成人装业务通过积极拥抱外部变革、持续修炼内功提升核心竞争力铸就了稳固的龙头地位。

图表 21：成人装行业发展阶段（百万元，%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

1) 2011 年之前：品牌意识提升，行业快速增长。经历了 90 年代初以来的品牌诞生潮（森马、美特斯邦威、海澜之家、歌力思等品牌纷纷成立），伴随着居民生活水平的提升，消费者品牌意识逐渐树立，品牌成人装市场进入快速发展阶段，2006-2010 年 CAGR 达 12.4%，各品牌跑马圈地大量拓店，抢夺市场份额，粗放式增长。在这一阶段，由于大多数参与者重点放在快速开店扩张和盲目提价上，未实施差异化竞争，导致品牌的竞争力和抗风险能力较弱。

在此阶段，森马品牌实现了快速扩张，2008年成为国内第二大休闲服饰品牌，2010年店铺数量达4007家，同年成人装业务营收达到46.77亿元（+46.4%）。同时，森马积极提升品牌知名度、认可度，先后获得了“驰名商标”、“中国名牌产品”、“国家免检产品”、“全国最具时尚影响力都市休闲服装品牌”等品牌荣誉。

2) 2011-2016年：内外因挤压下行业进入调整期。从宏观环境来看，总体消费和服装行业增速均逐步放缓，其中服装行业增速自2009~2011年的20%左右逐步放缓至中个位数，2011-2016年CAGR下降至6.7%。前期粗放增长积累的库存积压、终端产品价格虚高等问题爆发，同时国外优势品牌不断进入市场，服装行业呈现出竞争加剧的局面；渠道方面，电子商务、购物中心快速崛起，分化原有的街边店、百货等传统渠道的消费，叠加劳动力成本不断上涨的负面因素，国产品牌面临内外夹击，产品、渠道、零售经营能力等方面的弱点逐步暴露，进入去库存叠加自身业务调整变革的阶段。

在此阶段，公司积极应对外部不利因素，顺应行业变革，通过：1) 关闭低效店，积极下沉三四线城市，拓展购物中心店，并于2012年适时成立森马电商子公司，大力发展电商业务，促进库存消化；2) 优化供应链，打造开放的供应链平台，减少供应商数量，零售渠道扁平化、精细化等各项措施，公司整体业绩于2013年触底反弹，成人装业务于2014年恢复正增长，先于行业开始复苏。

3) 2017-2018Q1：行业总体经营好转。2017年国内零售增速企稳，服饰零售整体回暖，行业持续复苏，服装企业收入端增速明显提升，以及盈利能力、周转能力等多项指标好转。从业务层面，业内公司更加注重单店内生增长的培育、渠道结构的均衡发展和品牌力的培育，前期粗放增长的思维模式已经渐渐转变。

4) 2018Q2-2020：终端销售疲软，行业增速放缓。2018Q2以来，终端消费需求持续疲软，给行业的复苏带来较大干扰，行业收入增速放缓，主要经营指标走弱。2020年新冠疫情爆发，进一步导致行业规模下降11.4%至14514.4亿元。

在第三、第四发展阶段（2017-2020年），公司进一步深入各项变革，夯实竞争力。2017-2019年，公司成人装业务收入CAGR为7.8%，高于行业整体复合增速。2020年受疫情影响，成人装收入规模有所下降。但公司作为行业龙头具备充足的现金、较强的经营能力与渠道、营销资源，在疫情下龙头地位凸显，2020年森马品牌市占率由2017年的0.6%提升至0.8%。

- **渠道：**公司通过关闭低效店有效缓解了库存过度积压的情况，同时对部分经营情况良好的门店进行扩充升级。2017-2019年公司成人装业务平均单店面积、平均单店收入持续提升。
- **产品：**加大研发投入，持续优化产品结构品类，满足消费者多元化需求。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。同时积极加大电子商务产品的研发投入、人力配置、对大型线上节日活动进行专项产品企划。
- **供应链：**2017年公司将供应商从原来的600余家精简到了300家左右，其中约有30-40家是境内外上市公司优质供应商，例如申洲国际等；并相应减少SKU数量，从而使单个供应商、单款SKU的订单量提升，实现了规模效应，提升了大型优质供应商合作意愿。2017年公司前5大供应商采购金额占比为12.13%、相较于2015年提升2pct。同时公司将原本的4次订货会转变成短周期的8次订货，在直营和购物中心等渠道实施12批次配货，缩短了产品销售周期，提高了商品售罄率。

2.2、全方位竞争优势助推长期增长，新定位、新产品开启二次增长曲线

2.2.1、长期驱动：行业集中度提升龙头预计受益，供应链、渠道优化推动高效增长

长期来看，我们认为，考虑到休闲服装行业预计保持稳定增长，且行业集中度逐渐提升，公司作为龙头企业有望抢占更多市场份额。从公司内部增长来看，公司多年来积极提升森马品牌形象、产品力，优化供应链与渠道结构，有望保持长期稳定内生性增长。

- 行业规模 2021 年预计提升，有望继续保持平稳增长。根据 Euromonitor 数据，2021 年成人装市场将恢复正增长至 16327 亿元，并在 2021-2025 年维持约 4% 年均复合增速，预计 2025 年行业规模将达到 18826 亿元。
- 市场集中度提升、国产替代趋势加强，森马预计受益。从竞争格局来看，尽管成人装行业由于进入门槛低、服装需求相对个性化等因素较为分散，但市场集中度整体有所提升，尤其自 2016 年以来 CR5、CR10 呈加速提升趋势。并且，近年来森马品牌市占率与国际品牌差距持续缩小，未来更有望在国产替代趋势加强、品牌综合竞争力提升的背景下抢占更多市场份额。
- 高效供应链运营助力公司全面匹配订单需求，推动销售收入提升。通过建立快速追单及新品配发机制、构建快速反应体系以及提高电商订货效率，进一步升级产品下单模式，更好地匹配线上产品销售特点与上货批次；继续推动产品供应体系的改革，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。
- 渠道端持续优化渠道结构带动店效提升。公司积极与知名连锁购物中心开展战略合作，打造新型购物渠道，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，不断提升零售服务质量与优化终端陈列效果，实现服务和门店的迭代升级，提升店铺形象；打造智慧门店，提升消费者购物体验。同时积极优化渠道结构，关闭低效店，新开高质量门店，预计将带动公司店效提升。

图表 22: 行业集中度持续提升 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 23: 森马品牌市占率提升相对较快 (%)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 24: 公司成人装业务收入及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 公司成人装业务门店数量及单店面积、店效



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2.2、短期驱动: 新定位、新产品开启二次增长曲线

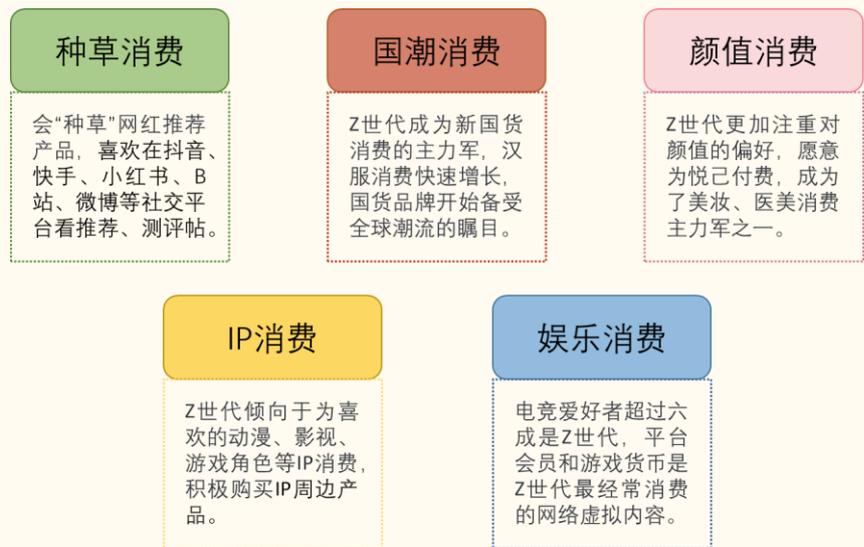
短期来看，我们认为，公司成人装近几年的增长将主要是来自与森马品牌的升级更新与产品力的提升。森马品牌创立之初，产品主要分为“活力”、“时尚”两大系列，核心消费群体为 16-25 岁的低龄人群，该群体收入水平和购买力水平相对偏低。2019 年公司正式提出“质在日常”、“聚焦新青年”的价值新主张，一方面通过提升产品品质，向上拓宽消费群体，扩展大学生及年轻工薪用户，目标人群拓宽至 18-35 岁；另一方面聚焦新青年群体，加强品牌时尚内涵，

开展品牌、产品的全方位革新，顺应消费趋势“乘风破浪”，有望为成人装业务开启二次成长曲线。结合当下消费趋势，公司及时开展了品牌年轻化、产品品质、设计、故事性升级等多方面的革新，积极促进休闲业务的快速发展。我们认为，重新出发的森马通过品牌年轻化加强了与“后浪”的深入对话，提升了品牌国民度；通过增强产品功能性、科技感、强调品牌 DNA 提升了产品品质与故事性。结合国潮等消费热点，顺应国内由“第三消费社会”向“第四消费时代”过渡的趋势，有望开启休闲业务的二次成长。

■ 聚焦新青年：乘“国潮”之风，掀奔腾“后浪”

随着“Z 世代”人群强势入局成为当前消费主力之一，森马品牌深入洞察目标人群消费习惯，把握年轻群体的“国潮”、“IP 联名”、“电竞娱乐”等消费热点，在“聚焦新青年”价值主张下加强国潮风格产品设计，联合跨界 IP 共赢，并积极加大 B 站等社交媒体广告投放，全方位触达“后浪”年轻消费群体，促进产品销量提升。

图表 26: Z 世代消费关键词



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- ✓ **产品推广方面：**针对 Z 世代潮流人群，坚持继续打造“1+1>2”的 IP 跨界策略，包括文化非遗 IP（生僻字系列）、传统国潮 IP（山海经系列）、趣味 IP（迪士尼公主、高飞系列）等，触发年轻消费者购买欲。
- ✓ **版型革新方面：**在 T 恤、卫衣等年轻人喜好的品类上，一改以往标准身型的廓形，为不喜欢束缚、追逐潮流的年轻人提供了 oversize（超宽松）的版型。
- ✓ **产品内涵方面：**通过结合当下热点丰富产品内涵。例如推出一款印有“撕破伤口”的 T 恤，采用了电竞粉丝圈中的梗，寓意勇敢面对过往的失败或伤痛。其设计的独特巧思在于穿着者只有自己面对镜子的时候，才能通过正向读到这四个字。这一镜像创意，用产品的语言与年轻人亲密互动，鼓励穿着者勇于自己面对失败，不服输坚持走到底。

图表 27: 森马国潮“山海经”IP 联名系列



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 28: 森马电竞系列“撕破伤口”卫衣



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- ✓ **布局社交平台, 提升年轻人认同感。**由于 Z 世代热衷于多样化的社交平台和有体验感的购物方式, 森马将进一步布局 B 站、抖音、天猫、微信、各大购物中心、电竞及年轻圈层的粉丝社群等全域渠道, 通过各类营销互动如线下粉丝观赛会、游戏化直播互动、社群互动、周边礼品等, 提升年轻人对森马品牌的认同感。
- ✓ **升级品牌 LOGO 门店, 传递全新价值观。**通过进一步梳理刻画品牌消费群体, 森马深刻把握到了当下年轻群体“斜杠青年”的这一新属性。其主要特征包括不再满足于单一职业或单一身份, 在职场和日常生活中的不同场景下有着多元化的消费需求, 在“work on”/“work off”的不同模式下追求高品质、高颜值、富有亲和力的产品和服务。由此出发, 森马品牌门店形象和品牌 logo 进行了升级, 将 SEMIR 的“|”轻轻倾斜, 既代表了斜杠青年, 也代表了 SEMIR 的多样性和单品一衣多穿的核心价值理念。

图表 29: 森马品牌 logo、门店形象升级



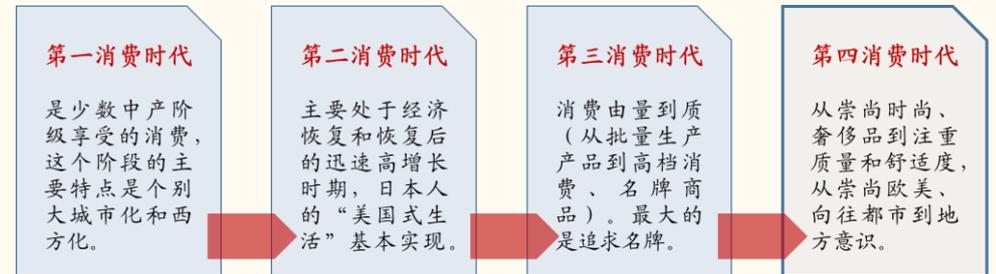
来源: 公司官网, 国金证券研究所

■ 质在日常: 提升功能性、科技感, 持续强化品牌 DNA

“质在日常”的定位符合中国服装行业当下消费大趋势。根据日本学者三浦展所著的《第四消费时代》, 80 年代的日本经济放缓, GDP 从两位数增长的水平回落至 5%-6% 的中速发展, 带动日本服装消费从追求名牌、个性化的阶段

进入了简约化和理性化的时代，优衣库等简约、高性价比的服装品牌也因此而受到了消费者的追捧。对标日本服装品牌发展来看，森马品牌“质在日常”的价值主张符合当下消费趋势，有望享受我国逐渐由“第三消费社会”过渡到“第四消费时代”的红利。

图表 30: 四个消费时代的演进



来源：《第四消费时代》（三浦展），国金证券研究所

- ✓ **面料革新：**森马陆续通过一系列功能面料的采用及开发，来契合中国年轻一代在快节奏生活中对品质的追求，如任意拉伸的弹性、轻盈便捷、舒适减压、易于洗涤打理等各种需求。森马独特的“森柔棉 2.0”面料采用超过 3000 小时日照的新疆长绒棉，加以面料表面超过 5000 次的磨绒毛处理，铸就了森柔棉不同于普通棉的光泽度及柔适触感，给快节奏的年轻人更好的视觉和体感上的减压感受。
- ✓ **打造极致功能性产品：**森马推出多款极致功能性单品，以高实用度吸引消费者兴趣。例如 2020 年 12 月推出“智暖羽绒”系列产品，通过在衣服内里增加充电宝大幅提升保暖性能；“燃型牛仔”系列产品利用抗菌火山岩黑科技蓄热保暖。
- ✓ **优化产品结构，提升鞋类占比：**公司联合优秀设计师和研发专家重点打造了具有鲜明品牌特征、柔软有弹性的鞋品。例如 2020 年推出 Q+ 系列“好运鞋”，采取特殊的材料配方，中底硬度仅为 38，对比硬度约为 55 的普通 EVA 鞋款舒适性大幅提升，与运动鞋“踩屎感”的销售热点相契合，且增加了“狗屎运”的寓意，春节期间受到消费者追捧。目前森马品牌鞋类产品占比仅为 4%，未来拓展空间较大，有望带动公司休闲业务规模提升。

图表 31: 森马 Q+ 系列“好运鞋”

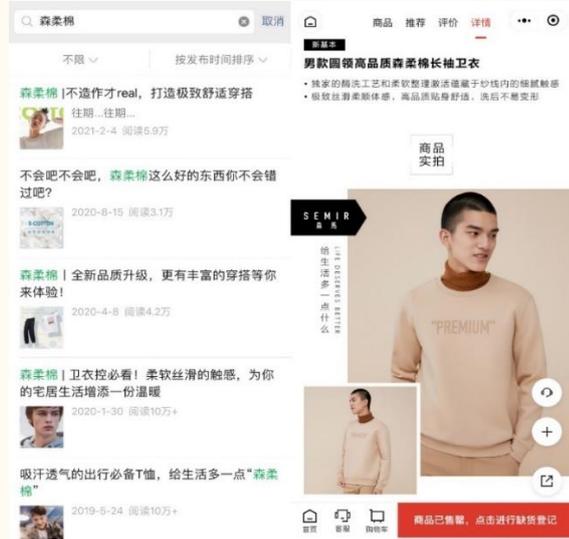


来源：公司官方微信公众号，国金证券研究所

- ✓ **强调品牌 DNA：**公司基于 18-35 岁消费人群的跨场景基本穿着共性，对原有休闲服饰进行优化，组建产品线新 DNA，以满足大众日常对高

品质百搭产品的需求。同时，通过产品细节、产品列示等进一步强调品牌 DNA，例如在社交平台、商品详情页加强对科技感核心面料“森柔棉”的介绍、在多个 SKU 上添加森马独有的“S”型针织暗格等。

图表 32: 公司加强对“森柔棉”面料的介绍与展示



来源：公司官方微信公众号，国金证券研究所

3、童装业务：优质赛道龙头地位稳固，空间广阔业绩快速提升

3.1、高景气赛道持续高增长，对标海外集中度有望再提升

童装行业市场规模近年来持续快速提升，2020 年童装行业市场规模已达到 2292 亿元，2015-2020 年 CAGR 约为 12.7%，增长较快。根据 Euromonitor 数据，预计未来五年童装市场将进一步加速扩张，维持 21.34% 左右年均复合增速，2025 年预计达到 4738 亿元规模，相较 2020 年仍有一倍以上提升空间，行业增长潜力较大。

图表 33: 童装市场 2025 年预计达到 4738 亿元规模



来源：Euromonitor，国金证券研究所

竞争格局方面，对标海外发达国家，我国童装市场集中度仍有较大提升空间。2020年我国童装行业排名前十公司的市场份额仅为14.7%，显著低于法国、英国、德国等发达国家，提升空间较大。随着行业集中度的提升，巴拉巴拉等龙头品牌的市场份额有望进一步提升。

图表 34：我国童装市场集中度对比海外较低



来源：Euromonitor，国金证券研究所

3.2、巴拉巴拉领跑童装赛道，新品牌培育成效初显

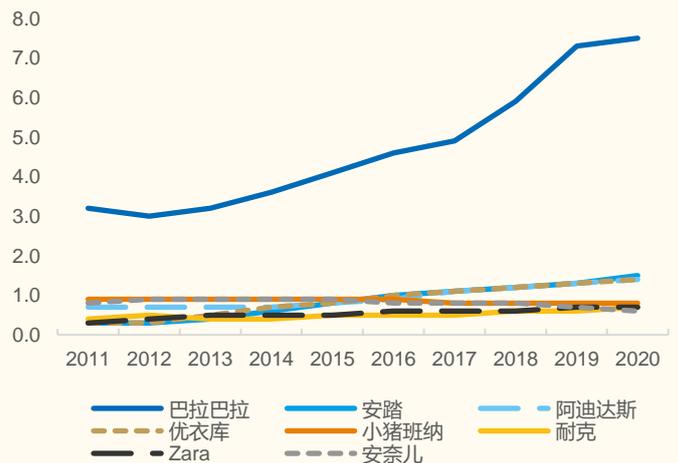
巴拉巴拉精准卡位大众童装，领先优势持续增强。2002年森马服饰开始涉足儿童服饰领域，创立了自有童装品牌巴拉巴拉。由于儿童成长过程中身高、体型变化较大，童装产品使用周期相较于成人装更短，消费者更加注重产品性价比，巴拉巴拉精准卡位大众儿童市场，品牌知名度不断提升。截至2020年，巴拉巴拉品牌市占率为7.5%，同比提升0.2pct，相较2011年提升4.3pct，且与第二名品牌差距扩大到3.1pct，领先优势持续增强，龙头地位稳固。

图表 35：公司童装业务收入及增速（亿元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：巴拉巴拉品牌市占率持续提升（%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

公司通过自建、战略合作等方式不断丰富品牌矩阵，已实现了全品类、全年龄段、各消费层次的充分覆盖。除巴拉巴拉外，公司还打造了主打母婴产品的马卡乐、针对电商渠道的Mini Balabala，代理了北美领先童装The Children's Place等品牌。

图表 37: 公司童装品牌矩阵丰富

品牌	创立/收购时间	运营方式	主要客群	主要渠道
巴拉巴拉	2002	内生孵化	0-14 岁	直营、零售、电商全渠道
马卡乐	2015	内生孵化+合伙人模式	0-7 岁	直营、零售、电商全渠道
Mini Balabala	2013	内生孵化	0-3 岁	线上为主
The Children's Place (TCP)	2018	战略合作	0-14 岁	直营、零售、电商全渠道
Cocotree 棵棵树	2018	合资运营	7-16 岁	直营、零售、电商全渠道

来源: 公司官网, 国金证券研究所

新品牌培育初见成效, 发展持续向好。 Mini Balabla 品牌专注线上销售, 由项目团队运作, 瞄准“重品牌背书, 轻线下体验”的 0-3 岁母婴市场, 品牌特性鲜明, 电商渠道刺激消费作用明显, 截至 2020 年 Mini Balabla 品牌 GMV 约为 10 亿元、维持 50% 左右增速, 未来增长可期。马卡乐品牌采用合伙人制度运营, 在充分激励下保持良好发展态势, 已经实现盈利, 2019 年增速达 59%、业绩表现亮眼, 预计 2020 年 GMV 约 5 亿元。

剥离 Kidiliz 业务, 公司成功减负。 公司近年来尝试通过收购兼并拓展童装及儿童产业链, 分别于 2015 年、2018 年通过收购育翰(上海)(旗下主要有 FasTrackKids(天才宝贝)和 FasTracEnglish(小小地球)两大早教品牌)和法国中高端童装品牌 Kidiliz 拓展早教业务与高端童装业务, 后分别于 2016 年、2020 年转让给森马集团。其中 Kidiliz 是 2018 年 10 月 3 日公司以 8.44 亿元现金受让法国 Kidiliz 集团 100% 股权所得, Kidiliz 旗下拥有“CATIMINI”、“ABSORBA”等多个知名中高端童装品牌, 但由于欧洲经济不景气, Kidiliz 集团主品牌业务营收持续下滑、店铺逐年减少、主营业务亏损严重, 且在 2020 年疫情催化下亏损呈放大趋势。2018 年、2019 年和 2020 年上半年, Kidiliz 分别亏损 4884 万元、3.07 亿元和 5.1 亿元, 对公司整体经营产生负面影响。2020 年 8 月公司作价 6.8 亿元将 Kidiliz 子公司 100% 股权转让给森马集团, 不良资产的剥离为公司减负, 叠加公司 2020 年库存明显下降, 公司整体经营风险大幅降低, 利于未来轻装上阵。

3.3、童装业务天花板尚远, 渠道、市占率“双十年”发展空间

从渠道数量来看: 截至 2020 年公司童装门店共计 5634 家(不含 KIDILIZ 集团), 其中巴拉巴拉品牌门店约为 4600 家, 与安踏(10197 家)、李宁(6983 家)、海澜之家(7254 家)等其他细分赛道龙头品牌横向比较仍有较大拓展空间。考虑到公司童装业务 2017-2019 年平均每年净增加约 404 家门店, 若要达到 10000 家以上门店的渠道规模, 仍需保持当前开店速度 10 年以上, 天花板尚远。

图表 38: 森马童装业务门店数量(家)仍有增长空间



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 公司童装业务门店数量及净增加情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从市占率来看: 对标北美童装龙头 Carter's, 巴拉巴拉市占率有望持续提升。Carter's 创立于 1865 年, 旗下拥有 Carter's、Oshkosh、Skip Hop 等多个

品牌，是目前全球最大的童装企业，2020年营收、净利润分别为197、7.16亿元，在美国市场占有率为10.2%。巴拉巴拉品牌2020年市占率约为7.5%，对标北美龙头仍有约2.7pct提升空间，发展潜力较大。考虑到巴拉巴拉2020年市占率同比提升0.2pct，达到10%以上水平仍需约10年以上时间。

图表 40: Carter's 美国市占率持续领先



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 41: Carter's 营收、净利润及增速



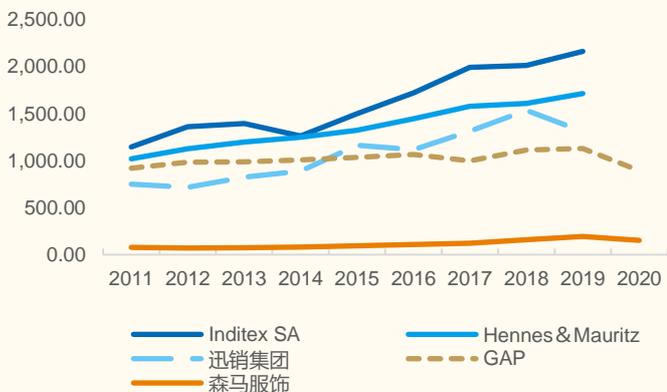
来源: Wind, 国金证券研究所

4、未来展望：3Q20 业绩底部确立，看好疫后时代持续稳健增长

长期来看，公司成人装业务有望受益于休闲服装行业的稳定增长、行业集中度提升，抢占更多市场份额。且公司多年来积极提升森马品牌形象、产品力，优化供应链与渠道结构，预计有望保持长期稳定内生性增长。童装业务方面，巴拉巴拉龙头地位稳固，其市占率、渠道对标海外仍有较大发展空间，马卡乐、Mini Balabla 等新品牌培育顺利，预计将为童装业务带来增量。

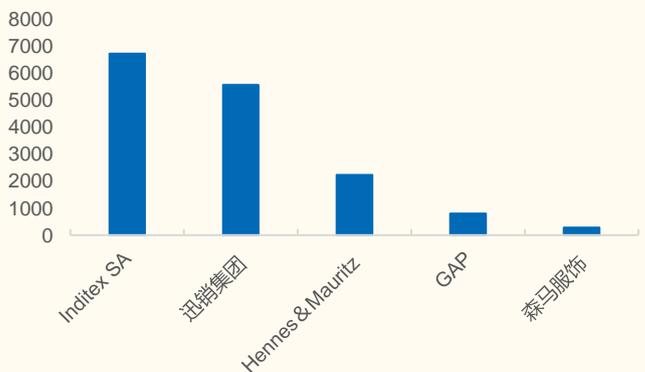
我们认为，国内服装行业目前较为分散，但整体集中度呈上升趋势，预计市场份额将向头部企业集中，国内市场有望诞生大市值服装龙头。相比 ZARA 品牌母公司 Inditex、H&M、优衣库母公司迅销集团、GAP 等海外大众服饰龙头，公司收入规模、总市值未来提升空间较大。经过多年发展，公司产品、供应链、渠道等全方位的核心竞争力持续增强，已在国内市场具备明显领先地位，在未来有望进一步加强龙头优势，成就国产大市值服饰龙头。

图表 42: 对标海外龙头公司收入规模较小 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 对标海外龙头公司总市值较小 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

短期来看，3Q20 公司业绩底部确立，四季度业绩大幅改善。公司 2020 年实现 152 亿营收、8 亿净利润。剔除约 10 亿 K 公司营收后为本部业务收入约为 140 亿元、同比下滑 15%，8 亿净利润加回 K 公司约 5 亿元亏损后为 13 亿元，本部业务净利润同比下滑约 30%，估算净利率为 9.3%。

其中 4Q20 单季度剔除 Kidiliz 并表因素，公司原有主业收入同比增长约 9.6%、归母净利润同比增长约 57%，相较 Q3 显著改善。考虑到 2020 年下半年公司店铺仍维持净减少趋势，公司业绩增长主要受同店增长驱动，复苏势头强劲。

图表 44：2019-2020 年公司收入、利润拆分

	2019 全年	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020 全年
营业收入	193.37	2738.00	29.96	37.16	57.55	152.05
YOY	23.01%	-33.51%	-26.95%	-26.28%	-5.28%	-21.4%
其中：森马本部业务	163.68	22.06	26.50	33.16	57.55	139.86
YOY	9.67%	-33.51%	-21.99%	-24.64%	9.56%	-14.6%
Kidiliz 并表	29.69	5.32	2.81	4.00	已剥离	12.19
营业利润	21.52	0.77	0.59	1.98	7.70	11.05
YOY	3.47%	-82.67%	-89.26%	-73.04%	84.01%	-48.7%
利润总额	21.29	0.73	0.58	1.91	7.66	10.88
YOY	-6.13%	-83.70%	-89.28%	-73.71%	85.92%	-48.9%
其中：森马本部业务	24.36	1.73	3.20	3.41	7.66	16.04
YOY	0.83%	-63.80%	-48.97%	-56.61%	40.43%	-35.0%
Kidiliz 并表	-3.07	-1.00	-2.62	-1.50	已剥离	-5.16
归母净利	15.49	0.17	0.04	1.94	5.90	8.06
YOY	-8.52%	-94.96%	-98.90%	-66.79%	143.61%	-48.0%
其中：森马本部业务	18.56	1.17	2.52	3.44	5.90	13.04
YOY	2.44%	-68.83%	-45.03%	-46.63%	57.02%	-29.7%
Kidiliz 并表	-3.07	-1.00	-2.48	-1.50	已剥离	-4.98

来源：公司公告，国金证券研究所

看好公司疫后时代持续稳健增长、终端销售量价齐升。我们认为，由于公司龙头地位稳固，且长期坚持“小河有水大河满”的健康经营理念，在疫情下渠道库存仍维持正常水平，并具备充足的现金与良好的现金流、稳定的经营能力，在疫情下表现较为突出，龙头优势有望进一步扩大，在未来实现终端销售量价齐升：

1) 量：渠道短期预计迎来净增加拐点，尾部出清利好龙头市占率再提升

- ✓ 渠道调整基本结束，预计 21H1 迎来净开店拐点。公司童装业务门店已于 203Q20 开始呈现净增加趋势，成人装截至 204Q20 渠道调整已基本结束，预计将于 2021 年上半年迎来净开店拐点，将有力推动公司短期业绩复苏。
- ✓ 公司库存已处于低位，预计 21 年迎来补库拐点。2020 年公司存货规模同比下降 39%至 25 亿元，已处于相对低位，如 21H1 继续去化库存，则公司存货水平将难以支撑公司全年约 300 亿左右的终端零售规模。因此，我们预计补库将于 2021 年开始，以支撑公司正常经营销售计划。
- ✓ 疫情影响减淡，下游消费复苏。随着新冠疫苗的落地，国内消费需求逐渐回升，有利于公司终端零售回暖。考虑到疫情期间大量尾部公司、品牌出清，将释放出更多的渠道、市场空间，公司的龙头效应有望进一步增强。
- ✓ 新疆棉事件刺激国货需求提升，国产替代趋势加强。近日 H&M、Nike、优衣库、Gap 等国际品牌声明停止与新疆的服装制造工厂合作，不再使用从新疆地区采购的棉花原材料，导致其品牌产品遭国内多个电商平台下架，而国货品牌消费需求提升。森马品牌与 H&M、优衣库、

Gap 同为大众、快时尚定位，且公司目前已具备较强的产品力、广泛的渠道覆盖，有望通过本次事件大幅提升品牌认同感与客户粘性，带动销售及市场份额的持续提升。

2) 价：产品、品牌升级促进价格带拓宽，渠道结构优化带动盈利能力提升

- ✓ **产品价格提升：**公司 2020 年加价倍率中位数约提升 0.5pct 至 4 倍左右，整体吊牌价平均提高约 10%。森马品牌价格带拓宽，主要由于成本端棉价上涨传导至公司品牌服装销售环节，且公司对产品的研发、设计、用料等成本增加导致终端售价相应提升；公司产品力科技感、功能性提升，卖点与对消费者的吸引力增强，带动价格提升，毛利率提升。
- ✓ **渠道结构优化：**公司线下渠道结构优化，持续推进本土门店升级，积极布局中高端渠道，重点推动购物中心、百货和奥特莱斯渠道的发展。从近三年渠道数量与面积来看，公司进一步关闭低效店，新开购物中心店、奥莱店等老店，平均单店面积保持上升趋势，预计带动店效提升，增强公司盈利能力。

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

1) 收入端：疫情期间公司大量关店，3Q20 以来线下消费逐步复苏，预计 2021 年公司将净增约 390 家门店。受益于公司产品力提升、运营效率提升，预计公司成人装、童装店效将分别同比增长 12%、10%，带动收入增长。预计 2021 年公司成人装业务将复苏至 2019 年近九成水平，原有童装业务有望继续保持快速增长，2021 年收入预计实现双位数增长。长期来看，预计公司收入端将保持 10-15% 稳健增长。

2) 盈利能力端：受益于产品科技感、功能性增强带动加价倍率提升、中高端渠道占比提升，预计公司 2021 年毛利率将进一步恢复至 42.6%，2022 年继续小幅提升。

由于公司 2020 年受 K 公司亏损拖累，且计提资产减值损失、大量关店产生了一次性费用，预计公司 2021 年净利率将大幅提升至 9.7%。

综合来看，我们认为，由于公司龙头地位稳固，且长期坚持“小河流大满”的健康经营理念，在疫情下渠道库存仍维持正常水平，并具备充足的现金与良好的现金流、稳定的经营能力，在疫情下表现较为突出，龙头优势有望进一步扩大，在未来实现终端销售量价齐升。且考虑到自 Q3 以来公司终端销售持续复苏，公司业绩有望在疫后时代加速复苏，并实现长期稳健增长。

我们预计，公司 2021-2023 年公司归母净利润分别为 15.9/19.1/22.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.71/0.85 元，当前股价对应 PE 为 19/16/13 倍。

图表 45：盈利预测

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计	营业总收入 (亿元)	193.4	152.05	164.02	192.73	226.30
	YOY	23.02%	-21.37%	7.87%	17.51%	17.42%
	营业总成本 (亿元)	111.1	90.71	94.15	110.00	128.76
	YOY	17.39%	-18.37%	3.79%	16.83%	17.05%
	毛利率	42.49%	40.29%	42.59%	42.92%	43.10%
主营业务	主营业务收入 (亿元)	192.1	150.89	162.72	191.33	224.90
	YOY	23.00%	-21.45%	7.84%	17.59%	17.55%
	门店数	10257	8725	9115	9595	10077
	主营业务成本	110.5	90.10	93.55	109.40	128.16

		2019	2020	2021E	2022E	2023E	
休闲服	收入 (亿元)	65.44	49.56	57.36	66.50	76.15	
	YOY	-3.64%	-24.26%	15.72%	15.94%	14.51%	
	毛利率	35.60%	35.88%	35.90%	36.10%	36.40%	
	营业成本	42.15	31.78	36.76	42.49	48.43	
	-线下收入 (亿元)	41.44	25.44	30.34	35.43	40.42	
	YOY	-12.78%	-38.61%	19.25%	16.77%	14.09%	
	门店数	3766	3091	3211	3441	3672	
	净增门店	-64	-675	120	230	231	
	店效 (百万元/家)	1.10	1.60	1.80	1.98	2.13	
	YOY	-11.30%	45.71%	12.00%	10.00%	8.00%	
	-线上	24.0	24.12	27.01	31.07	35.73	
	YOY	17.65%	0.50%	12.00%	15.00%	15.00%	
童装	收入 (亿元)	126.63	101.32	105.36	124.83	148.75	
	YOY	43.50%	-19.99%	3.99%	18.48%	19.16%	
	门店总数	6491	5634	5904	6154	6405	
	毛利率	46.06%	42.44%	46.10%	46.40%	46.40%	
	营业成本	68.31	58.32	56.79	66.91	79.73	
巴拉巴拉	收入 (亿元)	96.94	89.13	105.36	124.83	148.75	
	YOY	20.73%	-8.06%	18.21%	18.48%	19.16%	
	--线下收入	69.34	56.15	62.48	69.10	76.29	
	YOY	15.77%	-19.03%	11.28%	10.58%	10.42%	
	门店数	5790	5634	5904	6154	6405	
	净增门店	497	-156	270	250	251	
	店效 (百万元/家)	1.20	1.00	1.10	1.18	1.26	
	YOY	5.83%	-16.79%	10.00%	8.00%	6.00%	
		-线上	27.6	32.98	42.88	55.74	72.46
		YOY	35.29%	19.50%	30.00%	30.00%	30.00%
kidlizz	收入 (亿元)	29.69	12.19				
	YOY	-6.64%	-58.94%				
	门店	701.00	0				
	新增	-81	-701				
	店效 (百万元/家)	4	-				
	YOY	4.15%	-				
	并表收入	29.69	12.19				
合计	净利率	8%	5%	9.7%	10%	10%	
	-成人		3.25%	5.66%	5.75%	5.80%	
	-童装		6.31%	11.99%	12.20%	12.32%	
	-其它业务		4.25%	4.40%	4.45%	4.45%	
	归母净利润	15.49	8.06	15.94	19.12	22.81	
	YoY	-9%	-48%	98%	20%	19%	
	EPS	0.57	0.30	0.59	0.71	0.85	

来源: Wind, 国金证券研究所

5.2、相对估值

我们选取国内服装龙头海澜之家、太平鸟, 童装赛道安奈儿, 以及海外大众服装龙头 Inditex (ZARA 母公司)、H&M、迅销 (优衣库母公司)、GAP 作为可比公司。预计 2021 年公司净利润为 16 亿元, EPS 为 0.59 元, 当前市值对应 2021 年 PE 为 19 倍, 低于可比公司估值。

考虑到公司作为国内休闲装、童装业务双龙头，领先优势明显，后疫情时代业绩修复弹性较高，且有望保持长期稳定增长，估值相比海外龙头仍有较大提升空间。

图表 46: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
600398	海澜之家	6.61	0.73	0.50	0.73	0.83	-	9.10	13.20	9.07	9.07	-
603877	太平鸟	50.70	1.15	1.44	1.77	2.09	2.94	44.02	35.33	28.63	28.63	17.24
002875	安奈儿	10.01	0.32	0.18	0.35	0.60	-	31.30	55.61	28.60	28.60	-
ITX	Inditex SA	215.80	9.11	2.32	6.77	7.87	8.68	23.69	92.88	31.89	27.43	24.87
HMB	Hennes & Mauritz	153.70	6.20	0.53	4.77	6.90	7.70	24.79	289.93	32.21	22.26	19.95
9983.T	迅销	5,432.24	95.17	53.65	102.91	126.15	142.92	57.08	101.25	52.79	43.06	38.01
GAP	GAP INC	214.40	6.09	-11.65	8.67	12.59	16.42	35.21	-	24.74	17.04	13.06
中位数								31.30	74.25	28.63	27.43	19.95
平均数								32.17	98.03	29.71	25.16	22.63
002563	森马服饰	11.32	0.57	0.30	0.59	0.71	0.85	19.72	37.90	19.15	15.97	13.39

来源: 同花顺, Bloomberg, 国金证券研究所 (除森马服饰外 EPS 均采用同花顺一致预期或 Bloomberg 预测, 收盘截止日为 2021/04/15)

5.3、投资建议

公司作为国内休闲装、童装业务双龙头，领先优势明显，后疫情时代业绩修复弹性较高，有望在未来实现业绩、估值双增长。我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.9/19.1/22.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.71/0.85 元，当前股价对应 PE 为 19/16/13 倍。考虑到公司估值相比可比公司仍有较大提升空间，给予公司 21 年 25 倍 PE，对应目标价 14.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险提示

疫情二次爆发影响终端销售。国内外疫情尚未结束，仍将对消费预期提升产生影响。如局部地区疫情二次爆发，将导致大量门店再次关停，对终端销售产生较大影响。

成人装品牌升级不及预期。森马品牌顺应当下趋势推出新定位面临风险，如品牌年轻化效果不及预期、公司未能准确把握销售趋势，将影响品牌产品销售。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	15,719	19,337	15,205	16,402	19,273	22,630	货币资金	2,435	2,548	5,047	4,306	4,922	5,639	
增长率		23.0%	-21.4%	7.9%	17.5%	17.4%	应收款项	2,173	2,165	1,489	1,842	2,112	2,418	
主营业务成本	-9,466	-11,113	-9,071	-9,415	-11,000	-12,876	存货	4,417	4,109	2,501	2,824	2,763	2,998	
%销售收入	60.2%	57.5%	59.7%	57.4%	57.1%	56.9%	其他流动资产	2,215	2,492	3,714	3,323	3,453	3,397	
毛利	6,253	8,224	6,134	6,986	8,273	9,754	流动资产	11,241	11,314	12,751	12,296	13,250	14,452	
%销售收入	39.8%	42.5%	40.3%	42.6%	42.9%	43.1%	%总资产	67.8%	68.1%	74.3%	74.5%	74.9%	75.4%	
营业税金及附加	-111	-127	-136	-146	-166	-190	长期投资	1,537	1,446	1,212	1,314	1,321	1,323	
%销售收入	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	固定资产	2,240	2,258	2,149	2,211	2,336	2,533	
销售费用	-2,570	-4,055	-3,349	-3,293	-3,896	-4,537	%总资产	13.5%	13.6%	12.5%	13.4%	13.2%	13.2%	
%销售收入	16.4%	21.0%	22.0%	20.1%	20.2%	20.1%	无形资产	1,017	962	526	682	779	866	
管理费用	-522	-1,029	-824	-832	-973	-1,161	非流动资产	5,327	5,307	4,419	4,208	4,435	4,722	
%销售收入	3.3%	5.3%	5.4%	5.1%	5.1%	5.1%	%总资产	32.2%	31.9%	25.7%	25.5%	25.1%	24.6%	
研发费用	-364	-414	-292	-349	-436	-520	资产总计	16,568	16,621	17,170	16,504	17,686	19,174	
%销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	2.1%	2.3%	2.3%	短期借款	177	267	10	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	2,685	2,598	1,533	2,366	2,802	3,345	应付款项	3,271	2,887	4,206	3,464	3,523	3,562	
%销售收入	17.1%	13.4%	10.1%	14.4%	14.5%	14.8%	其他流动负债	963	843	742	563	666	784	
财务费用	76	123	77	82	96	113	流动负债	4,410	3,997	4,958	4,028	4,189	4,346	
%销售收入	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	157	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-867	636	617	-408	-437	-515	其他长期负债	808	829	711	328	385	453	
公允价值变动收益	9	11	-20	0	0	0	负债	5,375	4,826	5,669	4,356	4,574	4,798	
投资收益	127	50	68	85	87	97	普通股股东权益	11,146	11,765	11,473	12,120	13,084	14,348	
%税前利润	5.6%	2.3%	6.3%	4.0%	3.4%	3.2%	其中：股本	2,700	2,699	2,698	2,698	2,698	2,698	
营业利润	2,080	2,152	1,105	2,126	2,549	3,041	未分配利润	4,769	5,229	4,750	5,383	6,347	7,611	
营业利润率	13.2%	11.1%	7.3%	13.0%	13.2%	13.4%	少数股东权益	47	30	28	28	27	27	
营业外收支	188	-23	-17	0	0	0	负债股东权益合计	16,568	16,621	17,170	16,504	17,686	19,174	
税前利润	2,268	2,129	1,088	2,126	2,549	3,041	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	14.4%	11.0%	7.2%	13.0%	13.2%	13.4%	每股指标							
所得税	-587	-595	-294	-531	-637	-760	每股收益	0.627	0.574	0.299	0.591	0.709	0.846	
所得税率	25.9%	28.0%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	4.128	4.360	4.253	4.493	4.850	5.319	
净利润	1,682	1,534	794	1,594	1,912	2,281	每股经营现金流	0.354	0.156	1.229	0.204	0.789	0.910	
少数股东损益	-12	-16	-11	0	0	0	每股股利	0.350	0.450	0.150	0.356	0.352	0.377	
归属于母公司的净利润	1,694	1,549	806	1,594	1,912	2,281	回报率							
净利率	10.8%	8.0%	5.3%	9.7%	9.9%	10.1%	净资产收益率	15.20%	13.17%	7.02%	13.15%	14.61%	15.90%	
							总资产收益率	10.22%	9.32%	4.69%	9.66%	10.81%	11.90%	
							投入资本收益率	17.13%	15.42%	9.71%	14.61%	16.03%	17.45%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	30.71%	23.01%	-21.37%	7.87%	17.51%	17.42%	
							EBIT增长率	50.41%	-3.24%	-41.01%	54.35%	18.44%	19.38%	
							净利润增长率	48.83%	-8.52%	-48.00%	97.89%	19.93%	19.28%	
							总资产增长率	21.44%	0.32%	3.30%	-3.88%	7.16%	8.41%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	39.2	37.1	40.4	38.0	37.0	36.0	
							存货周转天数	131.1	140.0	133.0	119.0	106.0	103.0	
							应付账款周转天数	87.2	79.4	85.4	80.0	75.0	70.0	
							固定资产周转天数	46.1	42.2	51.4	52.4	51.6	52.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-18.77%	-36.67%	-69.30%	-59.58%	-59.90%	-59.62%	
							EBIT利息保障倍数	-35.4	-21.2	-20.0	-28.8	-29.1	-29.6	
							资产负债率	32.44%	29.04%	33.02%	26.39%	25.86%	25.03%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	16	31	60	73	123
增持	1	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.06	1.03	1.02	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402