

## 毛利率维持高位，备战旺季销售

2024年11月01日

## 【投资要点】

- ◆ 公司发布 2024 年三季度报，Q3 营收同比+3.2%。24Q3 单季公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 34.44/2.03/1.94 亿元，分别同比 +3.15%/-35.97%/-34.5%。2024Q1-Q3 公司合计实现营收/归母净利润/扣非净利润 93.99/7.55/7.35 亿元，分别同比+5.62%/-9.25%/-5.31%。
- ◆ 毛利率保持相对高位，活动及宣传致销售费用率上升。24Q3 单季度公司实现毛利率 42.44%，同比-0.84pct，但仍处历史高位。费用端，24Q3 单季公司销售费率同比+0.69pct 至 23.11%，我们认为主要由于公司在 Q3 加大了品牌活动投入所致（如巴拉巴拉羽绒大秀、羽绒创意短片），后续看或有利于 Q4 羽绒旺季的销售。24Q3 管理/研发/财务费用率分别为 4.88%/2.7%/0.25%，同比-0.06pct/+0.48pct/+0.93pct。最终 24Q3 单季公司实现归母净利率/扣非归母净利率 5.88%/5.63%，分别同比-3.59pct/-3.24pct。
- ◆ 积极采购备货，备战 24Q4 传统旺季销售。24Q3 公司的存货周转天数为 180 天，同比-23.8 天；而经营现金流净额为-3.65 亿元转负，同时存货为 41.7 亿元，较 2024 年初增加 51.2%，我们认为主要系公司为 24Q4 的服装传统旺季销售展开了较多的提前采购准备。Q4 天气转冷叠加拥有国庆、双 11、双 12 等众多大促节日，皆有望刺激销售者购买意愿。
- ◆ 童装为绝对主力品类，生育补贴政策及门店转型利好童装销售。10/28 日，国务院办公厅印发有关加快完善生育支持政策体系的相关政策措施，首次提出建立生育补贴等制度。森马旗下拥有巴拉巴拉品牌专注 0-14 岁儿童的时尚服饰，截至 24H1 儿童服饰业务在森马的营收占比达 68.4%，为其绝对主力品类。巴拉巴拉多年在中国市场占据童装市占率第一的位置，后续补贴等政策落地有望增大公司的销售机会。24H1 公司在儿童服饰领域再净新开 151 家新店（截至 24H1 末已达 5385 家店），同时翻新超 200 家巴拉巴拉门店（预估全年达到 500 家），终端形象升级有望为消费者创造更好的购物体验。

## 增持（首次）

## 东方财富证券研究所

证券分析师：赵树理

证书编号：S1160524090003

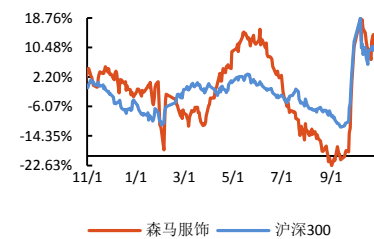
证券分析师：韩欣

证书编号：S1160524100003

联系人：金叶羽

电话：13913109863

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	16299.25
流通市值（百万元）	13361.08
52周最高/最低（元）	7.04/4.34
52周最高/最低（PE）	15.70/10.26
52周最高/最低（PB）	1.58/1.03
52周涨幅（%）	6.11
52周换手率（%）	177.07

## 相关研究

## 【投资建议】

- ◆ 公司深耕服饰行业，主要品牌巴拉巴拉及森马皆具备较强的品牌力，同时积极推进品牌转型及组织变革，并加速在东南亚等海外市场的布局。我们预计 2024-26 年公司归母净利润分别 11.98/13.14/14.97 亿，同比增长 6.8%/9.7%/13.9%，对应 EPS 分别为 0.44/0.49/0.56 元/股，对应当前股价的 PE 分别约 14.5/13.2/11.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13660.53	14360.29	15320.93	16393.39
增长率 (%)	2.47%	5.12%	6.69%	7.00%
EBITDA (百万元)	1905.67	1659.44	1796.23	1997.13
归属母公司净利润 (百万元)	1121.50	1198.16	1313.96	1497.09
增长率 (%)	76.06%	6.84%	9.66%	13.94%
EPS (元/股)	0.42	0.44	0.49	0.56
市盈率 (P/E)	13.74	14.53	13.25	11.63
市净率 (P/B)	1.35	1.47	1.43	1.38
EV/EBITDA	4.07	5.31	4.06	3.13

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ **品牌运营风险:** 中国童装市场呈现快速发展的特征，后续市场竞争加剧、人口结构变化可能对公司主营业发展产生不利影响；
- ◆ **宏观经济波动风险:** 公司主要产品定位大众消费市场及中高端儿童服饰市场，若国内终端消费需求增速放缓，可能对公司业务产生不利影响；
- ◆ **存货管理及跌价风险:** 随着公司销售规模的扩大，销售给加盟商、直营终端及电商渠道铺货和陈列的商品需要量不断增加。若产品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不利影响

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>13406.02</b>	<b>14692.96</b>	<b>15750.38</b>	<b>16810.56</b>
货币资金	8103.73	9044.55	10666.43	11805.35
应收及预付	1544.75	1567.04	1570.06	1669.90
存货	2746.69	2986.99	2596.12	2363.67
其他流动资产	1010.85	1094.38	917.77	971.65
<b>非流动资产</b>	<b>4530.90</b>	<b>3970.49</b>	<b>3734.29</b>	<b>3562.50</b>
长期股权投资	0.14	0.14	0.14	0.14
固定资产	1644.51	1531.56	1537.68	1538.15
在建工程	95.48	150.84	140.58	133.41
无形资产	499.29	434.21	424.13	419.05
其他长期资产	2291.48	1853.75	1631.75	1471.75
<b>资产总计</b>	<b>17936.92</b>	<b>18663.45</b>	<b>19484.66</b>	<b>20373.07</b>
<b>流动负债</b>	<b>6281.06</b>	<b>6532.21</b>	<b>6890.32</b>	<b>7265.01</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	4226.79	4702.42	4975.27	5315.76
其他流动负债	2054.27	1829.80	1915.06	1949.25
<b>非流动负债</b>	<b>167.09</b>	<b>317.61</b>	<b>417.61</b>	<b>517.61</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	167.09	317.61	417.61	517.61
<b>负债合计</b>	<b>6448.16</b>	<b>6849.82</b>	<b>7307.93</b>	<b>7782.62</b>
实收资本	2694.09	2694.09	2694.09	2694.09
资本公积	2812.72	2812.72	2812.72	2812.72
留存收益	6166.81	6500.40	6867.43	7285.62
归属母公司股东权益	11493.31	11821.76	12188.80	12606.99
少数股东权益	-4.55	-8.13	-12.06	-16.54
<b>负债和股东权益</b>	<b>17936.92</b>	<b>18663.45</b>	<b>19484.66</b>	<b>20373.07</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>13660.53</b>	<b>14360.29</b>	<b>15320.93</b>	<b>16393.39</b>
营业成本	7646.74	7873.82	8330.68	8900.81
税金及附加	96.70	101.96	108.78	116.39
销售费用	3293.87	3518.27	3753.63	4016.38
管理费用	630.40	689.29	704.76	754.10
研发费用	280.84	344.65	367.70	393.44
财务费用	-159.00	-214.64	-237.54	-279.33
资产减值损失	-481.11	-470.00	-490.00	-510.00
公允价值变动收益	30.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.69	14.36	7.66	8.20
资产处置收益	8.06	0.00	0.00	0.00
其他收益	<b>64.08</b>	<b>71.80</b>	<b>76.60</b>	<b>81.97</b>
<b>营业利润</b>	<b>1505.14</b>	<b>1651.33</b>	<b>1807.49</b>	<b>2055.61</b>
营业外收入	3.92	6.07	6.07	6.07
营业外支出	21.38	21.00	19.00	17.00
<b>利润总额</b>	<b>1487.67</b>	<b>1636.40</b>	<b>1794.56</b>	<b>2044.68</b>
所得税	368.11	441.83	484.53	552.06
<b>净利润</b>	<b>1119.56</b>	<b>1194.58</b>	<b>1310.03</b>	<b>1492.61</b>
少数股东损益	-1.94	-3.58	-3.93	-4.48
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1121.50</b>	<b>1198.16</b>	<b>1313.96</b>	<b>1497.09</b>
EBITDA	1905.67	1659.44	1796.23	1997.13

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1941.26</b>	<b>1587.14</b>	<b>2393.66</b>	<b>2329.21</b>
净利润	1119.56	1194.58	1310.03	1492.61
折旧摊销	477.89	237.68	239.21	231.78
营运资金变动	-154.63	-395.45	262.79	67.26
其它	498.44	550.34	581.63	537.55
<b>投资活动现金流</b>	<b>566.03</b>	<b>82.98</b>	<b>81.81</b>	<b>-202.73</b>
资本支出	-260.57	-144.93	-52.93	-120.93
投资变动	799.91	220.00	-208.00	-95.00
其他	26.69	7.91	342.74	13.20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-782.60</b>	<b>-728.19</b>	<b>-853.58</b>	<b>-987.56</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.00	0.00	0.00	0.00
其他	-786.60	-728.19	-853.58	-987.56
<b>现金净增加额</b>	<b>1726.05</b>	<b>940.82</b>	<b>1621.88</b>	<b>1138.92</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>6369.32</b>	<b>8095.36</b>	<b>9036.18</b>	<b>10658.07</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>8095.36</b>	<b>9036.18</b>	<b>10658.07</b>	<b>11796.98</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	2.47%	5.12%	6.69%	7.00%
营业利润增长	72.75%	9.71%	9.46%	13.73%
归属母公司净利润增长	76.06%	6.84%	9.66%	13.94%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	44.02%	45.17%	45.63%	45.70%
净利率	8.20%	8.32%	8.55%	9.10%
ROE	9.76%	10.14%	10.78%	11.88%
ROIC	9.11%	8.46%	8.93%	9.73%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	35.95%	36.70%	37.51%	38.20%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.13	2.25	2.29	2.31
速动比率	1.57	1.63	1.81	1.90
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.78	0.80	0.82
应收账款周转率	10.48	10.53	11.10	11.54
存货周转率	2.32	2.75	2.98	3.59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.42	0.44	0.49	0.56
每股经营现金流	0.72	0.59	0.89	0.86
每股净资产	4.27	4.39	4.52	4.68
<b>估值比率</b>				
P/E	13.74	14.53	13.25	11.63
P/B	1.35	1.47	1.43	1.38
EV/EBITDA	4.07	5.31	4.06	3.13

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。