

森马服饰（002563.SZ）

休闲装革新焕发动力，童装受益消费降级

核心观点：

- 公司是国内休闲装、童装双龙头。根据公司财报，森马品牌位居本土休闲装品牌龙头地位，巴拉巴拉品牌连续多年国内童装市场份额第一，公司旗下各类品牌资源丰富。
- 休闲装业务：从“新基本”到“新森马”，品牌全面焕新。根据公司财报，（1）品牌：2023年以来，公司推出“新森马”概念，围绕“舒服、百搭、国民”，定位“舒服体验品质生活”，全域形象升级；（2）产品：公司持续深化产品经理制组织变革，持续推动面料功能性研发；持续加强消费者洞察，头部产品贡献率提升；（3）渠道：2024H1 门店数量恢复正增长，新森马门店标准化强落地，精细化运营进一步加强，带动店效提升。（4）营销：增长品牌营销投入，与代言人合作，加强媒体投放。
- 童装业务：受益理性消费，长期增长动力强。根据公司财报，（1）巴拉巴拉产品主打休闲风格，定位大众、性价比高，覆盖全年龄段，童装受益消费降级，2024H1 渠道数量和收入均保持正增长；（2）公司童装业务产品力、渠道力、品牌影响力不断提升，长期增长动力强；（3）出海：海外布局加速，2024H1 巴拉巴拉在越南成功开设七家门店，入驻东南亚电商平台 Shopee；（4）旗下多品牌联合，发力儿童运动赛道。
- 线上业务稳健增长，打通线上线下业务界限。根据公司财报，公司电商渠道逐渐从去库存功能调整为主销渠道，线上线下全域融合，电商毛利率逐渐提升，近年来收入占比不断提升。
- 盈利预测与投资建议。24-26 年 EPS 分别为 0.47 元/股、0.55 元/股、0.64 元/股。参考公司过去五年市盈率，及当下市场环境，维持公司合理价值 7.04 元/股，对应 24 年 15 倍市盈率，维持“买入”评级。
- 风险提示。终端零售不景气、行业竞争加剧、库存清理不达预期风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13331	13661	15053	16587	18296
增长率（%）	-13.5%	2.5%	10.2%	10.2%	10.3%
EBITDA（百万元）	1824	2190	2593	2905	3323
归母净利润（百万元）	637	1122	1264	1491	1730
增长率（%）	-57.1%	76.1%	12.7%	17.9%	16.0%
每股收益（元）	0.24	0.42	0.47	0.55	0.64
市盈率（P/E）	22.16	13.86	12.98	11.00	9.49
ROE（%）	5.8%	9.8%	10.5%	12.1%	13.5%
EV/EBITDA	4.36	3.48	3.09	2.40	1.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

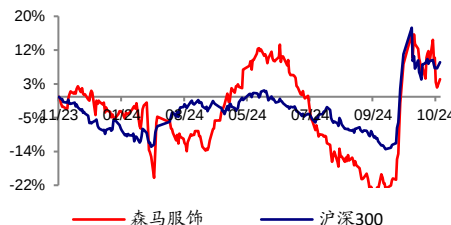
买入

当前价格	6.09 元
合理价值	7.04 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-04

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	26.94/22.08
总市值/流通市值（亿元）	164.07/134.49
一年内最高/最低（元）	6.75/4.41
30 日日均成交量/成交额（亿）	0.35/2.23
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	24.54/-3.09

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

森马服饰（002563.SZ）：公
告股权激励草案，彰显发展
信心及龙头表率

森马服饰 2024-09-02

（002563.SZ）：2024 年上半
年业绩实现稳健增长，韧性
强

森马服饰（002563.SZ）：23
年拐点向上，24 年有望稳健
增长

联系人：董建芳

dongjianfang@gf.com.cn

目录索引

一、公司简介：国内休闲装、童装双龙头	5
（一）业务概况：国内休闲装、童装双龙头	5
（二）历史沿革：休闲业务起家，逐步发展为休闲装、童装双龙头	7
（三）实控人控股稳定，核心管理团队资历深厚	12
（四）股权激励和员工持股计划调动积极性，重视投资者回报分红比例高	13
二、休闲装业务：从“新基本”到“新森马”，品牌全面焕新	16
（一）成人休闲服装行业：行业空间广阔，竞争格局改善	16
（二）品牌全面焕新，门店恢复正增长，精细化运营带动店效提升	19
三、童装业务：受益消费降级，长期增长动力强	23
（一）童装行业：行业规模快速增长，人均消费金额提升为核心驱动	23
（二）受益消费降级、产品力渠道力品牌力不断提升、出海加速	25
四、线上业务保持稳健增长，打通线上线下业务界限	34
五、盈利预测与投资建议	38
六、风险提示	40
（一）终端销售不景气风险	40
（二）行业竞争加剧风险	40
（三）库存清理不达预期风险	40

图表索引

图 1: 公司历年营业收入（亿元）及同比增速	7
图 2: 公司历年归母净利润（亿元）及同比增速	7
图 3: 公司历年休闲装收入（亿元）及同比增速	9
图 4: 公司历年童装收入（亿元）及同比增速	9
图 5: 公司历年分业务收入占比	9
图 6: 公司历年销售毛利率及销售净利率	10
图 7: 公司历年期间费用率	10
图 8: 公司历年分产品毛利率	10
图 9: 公司与同行收入对比（2023，亿元）	11
图 10: 公司与同行归母净利润对比（2023，亿元）	11
图 11: 公司与同行毛利率对比（2023）	11
图 12: 公司与同行净利率对比（2023）	11
图 13: 公司与同行资产负债率对比（2023）	12
图 14: 近年成人休闲装市场规模（亿元）	16
图 15: 各国内休闲装上市公司近年收入（亿元）	18
图 16: 各国内休闲装上市公司近年收入增速	18
图 17: 近年休闲装可比公司渠道数量变化（家）	18
图 18: 国内休闲装公司研发费用对比（亿元）	19
图 19: 国内休闲装公司研发费用率	19
图 20: 森马冲锋衣	20
图 21: 森马初秋通勤开衫	20
图 22: 森马防晒衣	20
图 23: 森马“高洁净 1000+”羽绒服	20
图 24: 公司休闲装渠道数量（家）	21
图 25: 公司休闲装渠道店效（万元）	21
图 26: 森马上海环球港店	21
图 27: 近年公司广告宣传费（亿元）及同比增速	22
图 28: 森马发布全新广告片《绒毛的歌》	22
图 29: 我国历年童装市场规模（亿元）及同比增速	23
图 30: 我国历年童装市场集中度情况	23
图 31: 我国童装各公司历年市占率情况（%）	23
图 32: 我国 0-14 岁儿童数量及同比增速	24
图 33: 我国出生人口数量及同比增速	24
图 34: 我国 0-14 岁儿童人均童装消费金额及同比增速	24
图 35: 我国童装人均消费与发达国家相比仍有较大提升空间（元人民币，2023 年）	24
图 36: 我国童装市场头部公司市占率和海外发达国家比较（2023）	25
图 37: 童装品牌定位分布金字塔	27
图 38: 各国内童装上市公司近年收入（亿元）	28
图 39: 各国内童装上市公司近年收入增速	28
图 40: 近年童装可比公司渠道数量变化（家）	28
图 41: 国内童装公司研发费用对比（百万元）	29

图 42: 国内童装公司研发费用率情况	29
图 43: 电商（天猫+京东+抖音）童装羽绒服 TOP5 销售额及增速（百万元） ...	30
图 44: 电商（天猫+京东+抖音）童装户外服装 TOP5 销售额及增速（百万元）	30
图 45: 公司门店变化（童装）	31
图 46: 公司店效变化（童装）	31
图 47: 巴拉巴拉福州东百爱琴海 MALL 店	31
图 48: 巴拉巴拉武汉武昌万象城店	31
图 49: 巴拉巴拉品牌大使吴尊及子女在热爱冬日羽绒秀场	32
图 50: 巴拉巴拉-美国 MUSE 设计金奖-清风防晒系列	32
图 51: 公司境外收入（亿元）及同比增速	33
图 52: 巴拉巴拉越南门店	33
图 53: 2024H1 Asics Kids 和 Puma Kids 国内门店数量	33
图 54: 公司电商收入（亿元）及同比增速	34
图 55: 公司分渠道收入占比	34
图 56: 公司电商渠道毛利率	35
图 57: 线上线下同款同价商品占比（森马品牌）	35
图 58: 公司温州直播基地和直播新星成长营	36
图 59: 公司历史 PE 情况（截至 2024.11.3）	39
表 1: 公司旗下自有品牌	5
表 2: 公司旗下合作品牌	6
表 3: 公司被授权品牌	6
表 4: 公司主要股东（2024Q3）	12
表 5: 公司主要高管简历（2024Q3）	13
表 6: 公司历年限制性股票激励计划	14
表 7: 公司历年员工持股计划	14
表 8: 公司控股股东多次转让股权给核心管理层	15
表 9: 公司历年分红统计	15
表 10: 同行业主要公司产品定位及渠道比较（本土品牌）	17
表 11: 同行业主要公司产品定位及渠道比较（国际品牌）	17
表 12: 公司各阶段品牌标语、代言人和时尚合伙人	22
表 13: 近年来森马品牌营销活动	22
表 14: 同行业主要公司产品定位及渠道比较（本土品牌）	26
表 15: 同行业主要公司产品定位及渠道比较（国际品牌）	26
表 16: 各国市场份额 TOP10 童装公司（2023）	27
表 17: 公司和可比公司的累计有效专利数量（截至 2024 年 10 月 20 日，单位： 个）	29
表 18: 近年来巴拉巴拉品牌主要 IP 联名和产品获奖情况	30
表 19: 近年来巴拉巴拉品牌营销活动	32
表 20: 近年森马品牌“双 11”“618”排名（男装品类）	35
表 21: 近年巴拉巴拉品牌“双 11”“618”排名（童装品类）	36
表 22: 公司盈利预测（亿元）	38

一、公司简介：国内休闲装、童装双龙头

（一）业务概况：国内休闲装、童装双龙头

公司是国内休闲装、童装双龙头，旗下品牌资源丰富。根据公司财报，公司旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲装饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群，其中，森马品牌创立于1996年，定位“舒服体验、品质生活”，为千万家庭提供高质价比、跨场景、舒适百搭的产品和一站式购物体验，传递自信、舒服、时尚的生活方式；巴拉巴拉品牌创立于2002年，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。经过多年努力，森马品牌已位居本土休闲装品牌龙头地位，巴拉巴拉品牌连续多年国内童装市场份额第一。

根据公司财报，公司还拥有马卡乐（童装）、迷你巴拉（童装）、Heyjunior（校服）、森马儿童（童装）、爱肯（男女休闲装）等自有品牌；拥有杰森吴（精致女装）、舒库（男女休闲装）、VIVIDBOX（亲子户外运动服）等合作品牌；拥有JuicyCouture（女装）、Marco'Polo（男女装）、AsicsKids（童装）、PUMAKIDS（童装）等被授权品牌资源。

表 1：公司旗下自有品牌

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别
森马 Semir	Semir	服饰	大众休闲	大众家庭	100-800 元	中国，线上和线下全渠道	一线到四线
巴拉巴拉 balabala	巴拉巴拉 balabala	童装、童鞋、儿童配件、家居、用品	时尚、全品类、高品质	0-14 岁儿童	100-500 元	中国、沙特阿拉伯、蒙古、越南、尼泊尔、印尼、阿联酋市场等	一线到四线
马卡乐 MarColor	马卡乐 MARCOLOR	0-7 岁婴幼儿童服装品牌	缤纷、现代、有趣	95 后中产家庭，以及 85 后 2 胎家庭	99-599 元	中国	一线到四线
迷你巴拉 MiniBala	MiniBala	婴幼儿童服饰及鞋内配，亲子服饰及鞋内配	用自然、艺术的产品风格，陪伴父母和孩子成为更好的自己	0-7 岁新生代家庭、新锐白领、精致妈妈	100-700 元	中国	一、二、三线城市
Heyjunior	Heyjunior	校服	安全、健康、舒适	幼小初高学生	100-600 元	中国	一线到三线
森马儿童 Semirkids	Semirkids	服装、鞋品、内衣、配件	匠心打磨心智品类舒服裤，用轻量化设计，给不同身型孩子更多包容。	为大众家庭 3-10 岁的孩子提供服饰穿搭解决方案	99-599 元	中国	一线到四线
爱肯 AIKEN	爱肯 AIKEN	服饰为主，鞋品/内衣/配件等全品类	大众休闲	大众消费群体	100-500 元	中国	三到五线

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2: 公司旗下合作品牌

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别	品牌及商标权属	合作方名称	合作方式	合作期限
杰森吴 JasonWu	JASONWU	女性服饰 (连衣裙, 针织, 半裙为主)	聚焦女性化、差异化设计感、轻盈都市感的高端设计师品牌	•对着装时尚感和个性化有较高追求的都市中产•有设计师品牌消费习惯的时尚人群	2,000-8,000 元	中国; 线上: 天猫	一线城市	杰森吴 (上海) 服饰有限公司	JWU,LLC	合资	长期
舒库 SHUKU	舒库 SHUKU	男女休闲服饰	舒适科技为 DNA 的明星合作品牌	30-40 岁女性为主	79-1999 元	中国: 线上全渠道	一至四线城市	上海出森入花服饰有限公司	杭州熠熠品牌管理有限公司	合资	长期
VIVIDBOX	VIVIDBOX	亲子户外运动服饰	大众家庭的轻户外, 和孩子一起呼吸	宝宝年龄 6-12 岁的家庭、精致妈妈	99-2000 元	中国; 线上全渠道	一、二线城市	上海马尚心动服饰有限公司	杭州自由昇文化科技有限公司	合资	长期

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 公司被授权品牌

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别	授权方	授权期限	是否为独家授权
JuicyCouture	JuicyCouture	女性服饰	美国时尚休闲品牌	时尚、自信的精致女性	980-3,880 元	中国; 线上: 天猫、京东	一、二线城市	ABGJUICYCOUTURE,LLC	至 2029 年 12 月 31 日	是
MarcO'Polo	MarcO'Polo	男性、女性服饰, 鞋品, 配饰	北欧时尚生活方式品牌	中高端新锐白领	490-5,290 元	中国; 线上: 天猫、京东	一、二线城市	MARCO'POLOINTERNATIONALGMBH	至 2028 年 11 月 24 日	是
AsicsKids	AsicsKids	儿童鞋服	源于日本的全球知名运动品牌, 专注于学步成长与运动保护的儿童鞋服产品研发	精致妈妈、新锐白领、资深白领	290-2,100 元	中国; 线上: 天猫、抖音、京东	一、二线城市	亚瑟士 (中国) 商贸有限公司	至 2026 年 12 月 31 日	是 1
PUMAKIDS	PUMAKIDS	童装、童鞋、儿童配件	运动时尚	3-14 岁儿童潮流辣妈、城市生活家	149-2,299 元	中国大陆, 线上线下全渠道	一到三线城市	彪马 (上海) 商贸有限公司	至 2027 年 12 月 31 日	否

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司经营模式: 根据公司财报, (1) **生产采购:** 公司产品全部采用外包生产方式, 公司使用的外包生产模式主要为 OEM 和 ODM。公司制定了严格的供应商甄选标准、考核办法与淘汰机制, 最大程度地保证面辅料与成衣的质量。(2) **设计研发:** 公司按不同品牌, 分产品组建设计研发团队, 整合全球设计资源, 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文化需求。(3) **渠道销售:** 公司已建立包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯、电商、小程序等在内的线

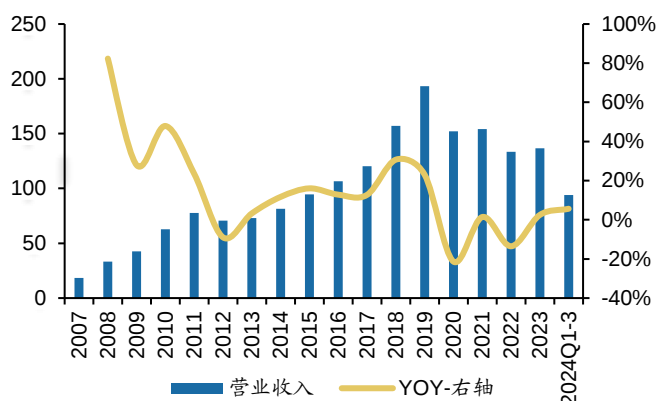
上线下全渠道零售体系，由专职部门和机构负责统一管理和运作。线下业务方面，森马与巴拉巴拉两个品牌的销售均采用以特许加盟为主，加盟、联营与直营相结合的销售模式。（4）**仓储与物流**。公司在温州、上海、杭州、嘉兴等地建设产业园，总投资25.67亿元，主要承担办公、仓储以及员工住宿、生活等功能。公司采购的成衣从工厂首先发往公司产业园仓库中，再通过第三方物流公司运送到门店。

（二）历史沿革：休闲业务起家，逐步发展为休闲装、童装双龙头

1.成长能力分析

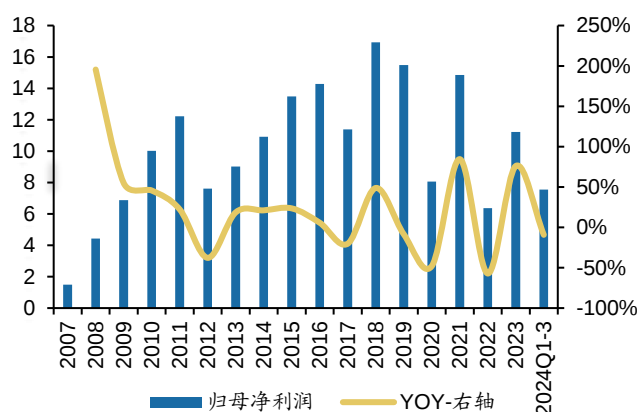
公司于2011年3月上市，根据公司财报及招股书，公开财务数据最早可追溯至2007年（其中分品类数据2008年开始披露）。公司2023年收入、归母净利润分别为136.61亿元、11.22亿元，分别同比变化+2.5%、+76.1%；2007-2023年的营收和归母净利润CAGR分别为+13.4%、+13.4%。2024Q1-3收入、归母净利润分别为93.99亿元、7.55亿元，分别同比变化+5.6%、-9.3%。公司2024Q1-3收入增速领跑行业（根据wind，2024Q1-3限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比增长0.2%），另外根据公司公告（2024年10月31日投资者关系活动记录表），2024年10月，公司全渠道整体零售呈双位数增长，2024年四季度开局良好，随着国家促进消费的各项经济措施逐步落地实施，经济复苏进程预计将加快，看好公司在四季度获得良好的增长与发展。

图1：公司历年营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公司历年归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

复盘公司发展历程，可以大致分为以下五个阶段：

第一阶段：初创期，锁定服装市场，发展休闲装业务（1996-2001年）

根据公司招股书，改革开放后邱氏家族开始创业，1996年，森马服饰公司创立，业务聚焦于大众时尚的休闲装领域。1998年，采用“虚拟经营”，将生产及渠道销售外包，充分借助外部资源发展。

第二阶段：快速扩张期，通过加盟渠道快速扩张，童装业务迅速发展（2002-2011年，其中2007-2011年收入CAGR为43.7%，归母净利润CAGR为69.0%）

根据公司招股书，此阶段公司充分利用加盟商制度进行快速扩张，抢占市场。2002

年，森马童装公司成立，瞄准国内潜力巨大的童装市场，借助休闲装业务的丰富渠道资源和经营经验，巴拉巴拉童装业务快速发展。根据公司招股书和公司财报，2008年公司收入同比增长82.3%，主要系我国成人休闲装市场和童装市场持续快速增长，行业呈现出向优势品牌集中的趋势，森马和巴拉巴拉的品牌定位及产品设计赢得了消费者的喜爱。2009年，公司与麦肯锡进行战略合作，梳理企业发展目标，立志做中国第一休闲装品牌。2009-2010年公司收入分别同比增长27.9%/47.9%，主要系我国成人休闲装市场和童装市场持续快速增长，行业呈现出向优势品牌集中的趋势，以及森马和巴拉巴拉的品牌定位及产品设计赢得了消费者的喜爱；2011年公司收入同比增长23.4%，主要系公司两大品牌的消费需求依旧旺盛，营销渠道的稳步建设带来店铺总面积持续增长，加上公司管理水平和店铺运营水平持续提升，使得经营业绩稳步发展，同年公司成功上市，走向更加规范的经营管理之路。**分业务看**（分品类数据2008年开始披露），2009-2011年，休闲装业务分别同比增长16.9%/46.4%/19.5%，童装业务分别同比增长74.1%/53.9%/39.9%。

第三阶段：暂遇危机，大力去库存，发展电商渠道（2012-2015年，收入CAGR为5.1%，归母净利润CAGR为2.5%）

此阶段行业竞争激烈，遭遇库存危机，公司通过发展电商，打折促销，店铺调整等方式大力去库存，之后步入稳健较快增长阶段。根据公司财报，2012年公司收入同比下降9.0%，主要系消费大环境影响需求，以及行业竞争加剧、加盟渠道存货比例加大影响订货等因素影响；2013年公司收入同比增长3.3%，主要系公司在消费大环境影响需求背景下，积极进行组织结构调整、优化终端销售渠道、提升产品丰富度和打造儿童事业集群等改革。此外公司大力开拓电商业务，补线上销售短板，并且将电商作为去库存的有效手段。2014年公司收入同比增长11.7%，主要系公司持续强化改革，电商业务、童装业务及多品牌业务保持快速发展，休闲装业务企稳增长；2015年公司收入同比增长16.1%，主要系公司持续内外部改革，调整组织结构，优化商品企划流程，加强零售渠道拓展及改造，加大互联网资源投入等。**分业务看**，2012-2015年，休闲装业务分别同比变化-12.7%/-4.0%/4.7%/10.3%，童装业务分别同比增长3.0%/19.9%/24.9%/24.8%。

第四阶段：推行快反供应链改革（2016-2019年，收入CAGR为19.6%，归母净利润CAGR为3.5%）

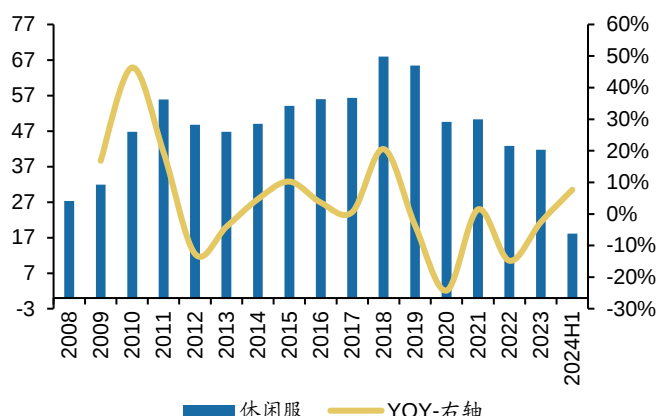
此阶段公司大力推行快反供应链改革（将一年4次订货会调整为1年8次，增长当季快反产品占比），渠道优化升级，供应商整合，并再次清理渠道库存，轻装上阵。根据公司财报，2016年公司收入同比增长12.8%，主要系公司内外部改革，调整组织结构，改进订货模式，加强零售渠道拓展及改造，加大线上投入等；2017年公司收入同比增长12.7%，主要系国内服饰零售整体回暖，童装与线上渠道快速增长。2017年，公司通过电商及计提资产减值损失甩开存货包袱。不断进行海外童装标的的投资布局，进一步提升童装业务的竞争力和规模。2018年公司收入同比增长30.7%，主要系受益于休闲装业务恢复增长，童装保持较快增长，此外并购的法国Kidiliz集团于2018Q4并表。2019年公司收入同比增长23.0%，主要系童装保持快速增长，以及全年口径KIDILIZ并表推动。**分业务看**，2016-2019年，休闲装业务分别同比增长3.6%/0.6%/20.6%/-3.7%，童装业务分别同比增长26.5%/26.4%/39.6%/43.5%。

第五阶段：疫情期间承压，疫后打造新森马，休闲装革新焕发动力，童装受益消费

降级（2020 年至今，2020-2023 年收入 CAGR 为-8.3%，归母净利润 CAGR 为-7.7%，2024Q1-3 收入/归母净利润分别同比+5.6%/-9.3%）

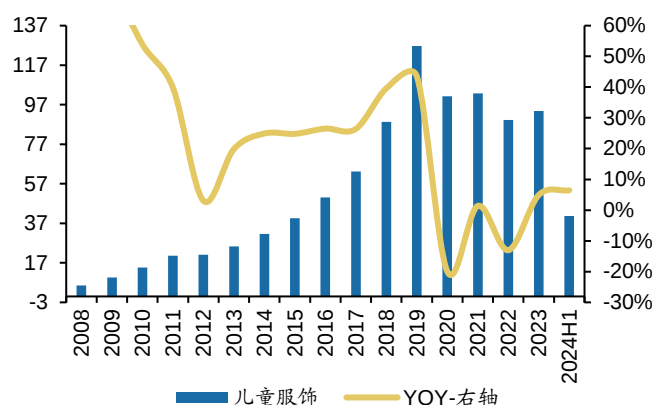
疫情期间公司业绩短暂承压，疫情后公司积极改革进行品牌焕新，渠道数量也恢复正增长。根据公司财报，2020 年，公司向森马集团出售 Kidiliz 资产实现剥离，2020 年公司收入同比变化-21.4%，主要系疫情影响需求及 Kidiliz 脱表影响，2021-2022 年公司收入同比变化 1.4%/-13.5%，主要系疫情波动反复影响下游需求；2023 年公司收入同比增长 2.5%，主要系疫后消费复苏，公司持续深化产品经理制改革，另外，公司成立儿童运动商品项目组，自有品牌巴拉巴拉加快孵化运动户外产品线，代理的亚瑟士儿童、彪马儿童业务加快发展力度；2024Q1-3，公司收入同比增长 5.6%，主要系线下渠道积极扩张、新开高质量门店，积极提升数字化建设能力，森马品牌转型升级，巴拉巴拉拓展品类、创新营销、加快海外布局等。**分业务看**，2020-2023 年及 2024H1，休闲装业务分别同比增长-24.3%/1.4%/-14.8%/-2.6%/7.7%，童装业务分别同比增长-20.0%/1.4%/-13.0%/4.9%/6.4%。根据公司公告（2024 年 10 月 31 日投资者关系活动记录表），2024Q1-3，公司整体零售增长 2.08%，其中，森马品牌同比变化-1.7%，巴拉巴拉品牌同比变化+2.9%，2024 年 10 月，全渠道整体零售呈双位数增长。

图3：公司历年休闲装收入（亿元）及同比增速



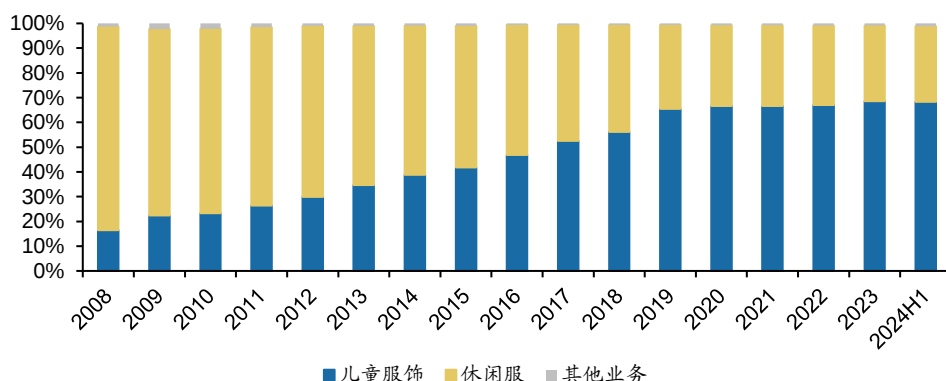
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：公司历年童装收入（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：公司历年分业务收入占比



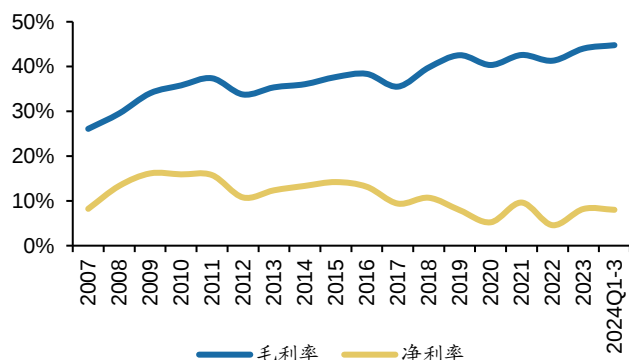
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 盈利能力分析

毛利率来看：公司童装业务带动整体毛利率提升。根据公司财报，公司毛利率呈逐步上升趋势，由2008年的29.52%提升到了2024H1的46.1%，2024Q1-3公司毛利率为44.8%（公司2024Q1-3未披露分产品毛利率）。（1）休闲装毛利率从2008年的28.4%提升至2024H1的38.6%，童装毛利率从2008年的36.4%提升至2024H1的49.6%，主要系公司产品力、功能性、品牌力等不断提升，带动毛利率提升；（2）童装业务毛利率显著高于休闲装（2024H1，休闲装和童装的毛利率分别为38.6%、49.6%），营收占比从2008年的16.5%提升至2024H1的68.4%，其营收占比上升持续带动公司整体毛利率上升。

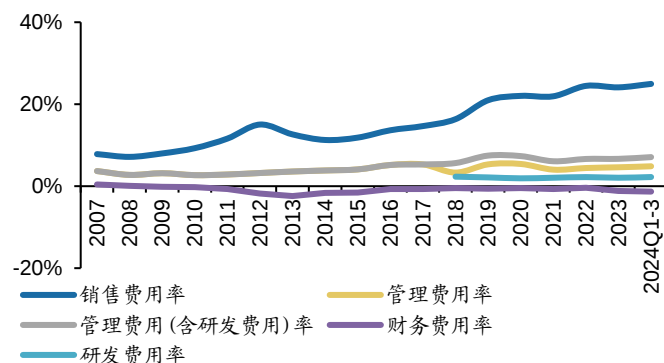
期间费用率来看：根据公司财报，2011年前公司销售费用率平稳提升，主要系公司加大广告投放，销售人员增加，以及直营渠道收入占比提高，2012年受行业寒冬影响收入承压、行业竞争加剧而大幅上升，于2013年逐渐降低至正常水平，此后保持平稳上升。2018年公司销售费用率提升较大主要系公司收购法国Kidiliz公司、报表合并所致，管理费用率提升主要系公司吸引优秀人才，员工薪酬等增长以及合并Kidiliz公司所致。2020-2022年疫情期间，公司收入端承压，费用相对刚性，导致费用率提升。2023年及2024Q1-3，公司销售费用率因与代言人合作、加强媒体投放等加强多元营销费用有所提升，其他费用率相对平稳。

图6：公司历年销售毛利率及销售净利率



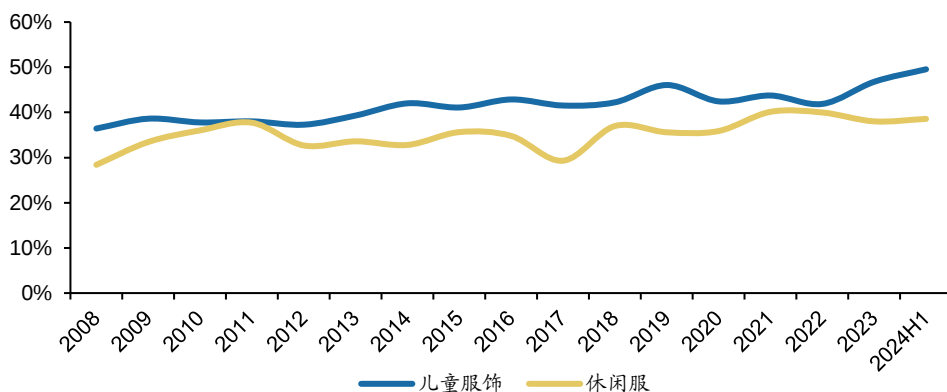
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：公司历年期间费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：公司历年分产品毛利率

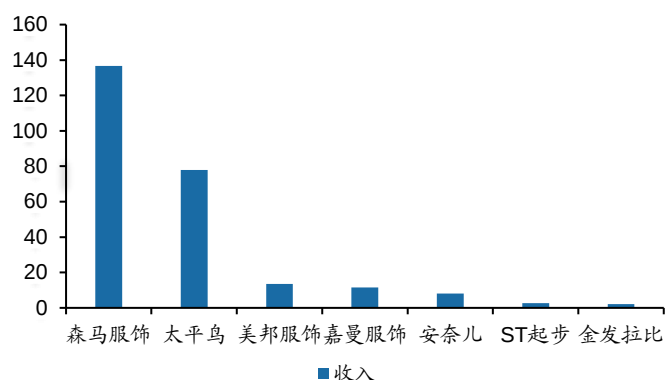


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3.财务数据横向对比：公司收入利润规模大，盈利能力稳健，负债率低

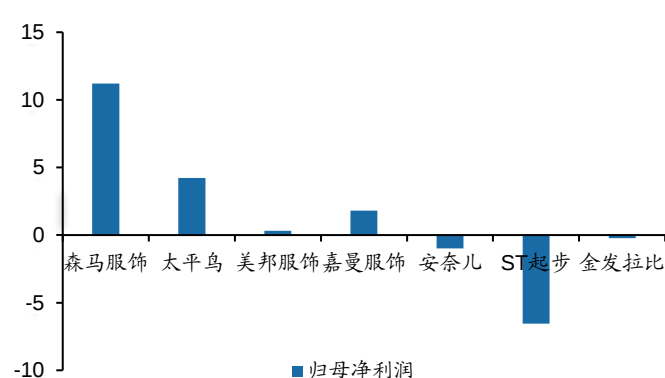
相比同行业（休闲装：美邦服饰、太平鸟；童装：金发拉比、安奈儿、嘉曼服饰、ST起步），公司收入/归母净利润规模大，盈利能力稳健，负债率低。根据公司财报，2023年，公司营收和归母净利润达136.9亿元、11.2亿元，远高于同行业公司；现金储备充足，截至2024H1，货币资金等现金资产金额达62.51亿元；盈利能力稳健，相比同行，公司毛利率和净利率波动幅度较小，净利率处于较高水平；资产负债率低，截至2024H1，公司资产负债率仅为32.6%，且负债多为经营性负债，资产质量较高，抗风险能力较强，稳健的财务状况有利于公司未来持续发展，以及以投资、合作等方式推进多品牌发展战略的实施。

图9：公司与同行收入对比（2023，亿元）



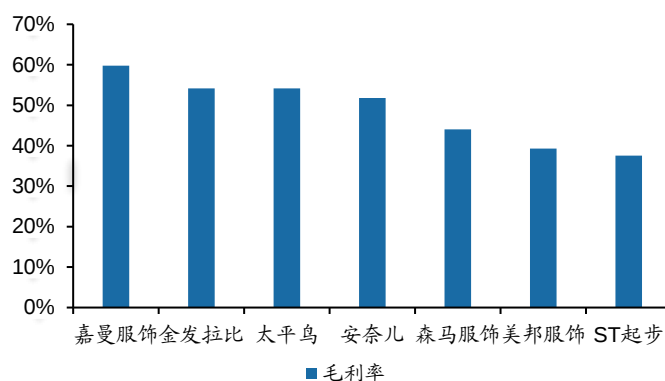
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：公司与同行归母净利润对比（2023，亿元）



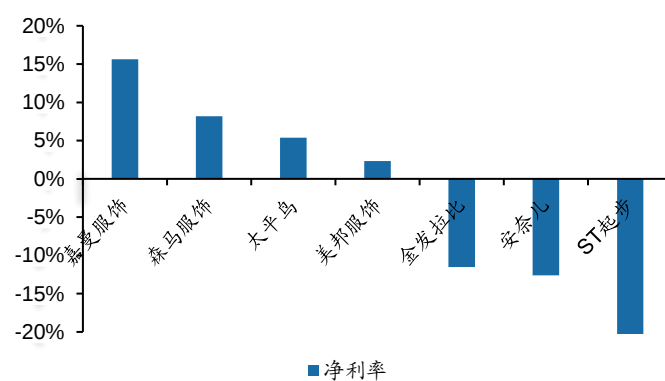
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：公司与同行毛利率对比（2023）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

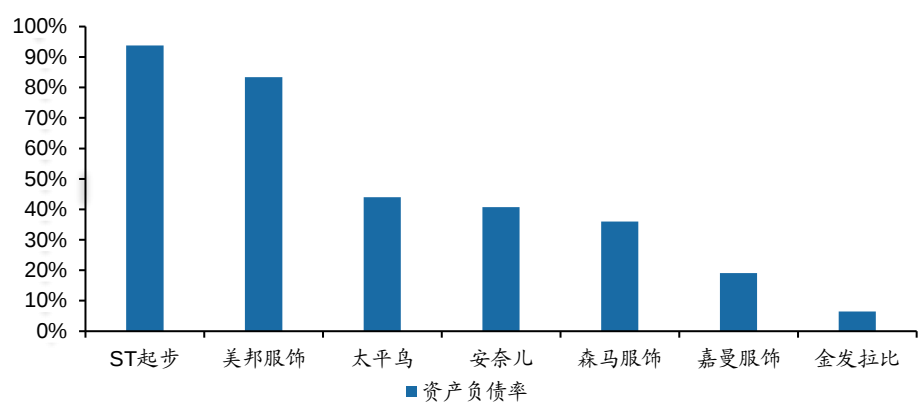
图12：公司与同行净利率对比（2023）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：ST起步 2023 年净利率为-24.6%

图13: 公司与同行资产负债率对比（2023）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）实控人控股稳定，核心管理团队资历深厚

公司的实际控制人为邱氏家族，股权较为集中且结构稳定。根据Wind，截至2024Q3，邱光和先生直接持股15.34%，邱氏家族（邱光和与邱坚强为父子关系，邱光和与邱艳芳为父女关系，邱光和与郑秋兰为夫妻关系，邱坚强与戴智约为夫妻关系，邱艳芳与周平凡为夫妻关系，邱光和与邱光平为兄弟关系）直接持股60.24%，通过森马集团间接持股12.47%，合计持股72.71%，公司股权结构整体较为集中且稳定。

表 4: 公司主要股东（2024Q3）

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	邱光和	413,339,300	15.34
2	邱坚强	359,442,552	13.34
3	森马集团有限公司	336,000,000	12.47
4	周平凡	250,010,155	9.28
5	戴智约	247,957,448	9.20
6	邱艳芳	169,007,600	6.27
7	香港中央结算有限公司	142,899,084	5.30
8	郑秋兰	120,000,000	4.45
9	邱光平	63,558,600	2.36
10	徐波	26,991,320	1.00
	合计	2,129,206,059	79.01

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

管理层行业经验及管理经验丰富。根据公司财报，公司高管成员大多较早进入公司，行业经验及管理经验丰富。

表 5：公司主要高管简历（2024Q3）

姓名	职务	学历	简介
邱坚强	董事长, 总经理	硕士	1974 年出生，中国国籍，拥有香港居留权，中欧国际工商学院 EMBA 毕业。曾任森马集团有限公司副董事长，副总经理，浙江森马服饰股份有限公司副董事长，总经理。现任本公司执行董事长，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	本科	1968 年出生，中国国籍，拥有香港居留权，中欧国际工商学院全球 CEO 课程毕业。曾任森马集团有限公司总经理。现任本公司副董事长。
陈新生	副总经理, 财务总监	本科	1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，经济学学士，高级会计师。历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，财务总监，南京中央商场（集团）股份有限公司常务副董事长兼执行总裁。现任本公司董事，副总经理，财务总监。
黄剑忠	副总经理	专科	1965 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，中共党员。历任温州瓯海慈湖乡政府工办会计，副主任，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，温州黄河皮革有限公司副总经理，森马集团有限公司副总裁等职务。现任本公司副总经理，瓯海区人大常委会委员。
张宏亮	副总经理	本科	男,1982 年出生，中国国籍，中共党员，无境外永久居留权，本科学历，工学学士.2006 年加入森马，现任本公司副总经理，公司零售事业部总经理。
钟德达	副总经理，巴拉巴拉事业部总经理	硕士	男,1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中欧国际工商学院 EMBA 毕业。浙江服装协会童装分会副会长，温州服装协会常务副会长。现任本公司副总经理，巴拉巴拉事业部总经理。
胡翔舟	森马品牌事业部总经理	硕士	男，1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中欧国际工商学院 EMBA 毕业。现任本公司森马品牌事业部总经理，提名董事
宗惠春	董事会秘书, 总经理助理	本科	1968 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，经济师。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，总经理助理。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（四）股权激励和员工持股计划调动积极性，重视投资者回报分红比例高

推出股权激励计划，充分调动员工积极性。根据公司公告2015.7.14《第一期限限制性股票激励计划(草案)》、2018.4.25《第二期限限制性股票激励计划(草案)》，公司于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，授予价5.92元/股，2015年达成业绩目标，2016年、2017年业绩未达标；2018年4月，公司公布第二期限限制性股票激励计划，激励对象为513位核心骨干1447万股，授予价格5.05元/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%、净利润增长率达到25%、44%、65%，2018、2019年均达成业绩目标。

根据2024.9.7公告(《浙江森马服饰股份有限公司2024年股票期权激励计划(草案)》)，公司公告2024年股票期权激励计划草案，以2024年9月24日作为授权日，授予144位激励对象（包括公司董事、高管及核心技术人员）9723.35万份股票期权，约占草案公布日公司总股本的3.61%，行权价格3.69元/份，有效期48个月，在授权日起满12个月后分三期行权，行权比例40%、30%、30%，考核门槛值为2024-2026年扣非净利润同比增长18%/25%/20%，挑战值为2024-2026年，扣非净利润同比增长27%/31%/29%。公司推出股权激励草案，一方面是公司推行薪酬证券化改革，激励和保留关键人才，另一方面彰显公司对未来发展的信心。

表 6：公司历年限制性股票激励计划

	草案公告时间	激励对象	涉及股票数量（万股）	解锁条件
第一期限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	1454.04	以 2014 年为基准，2015/2016/2017 年营收增长率不低于 15%/132%/152%，同时净利润增长率不低于 20%/144%/173%。
第二期限限制性股票激励计划	2018 年 4 月	公司核心骨干共计 513 人	1447.38	以 2017 年为基准，2018/2019/2020 年营收增长率不低于 15%/132%/152%，同时净利润增长率不低于 25%/144%/165%。
2024 年股票期权激励计划	2024 年 9 月	144 位激励对象，包括公司董事、高管及核心技术人員	9723.35 万份股票期权	门槛值：2024-2026 年，扣非净利润（剔除股份支付费用）同比增长 18%/25%/20% 挑战值：2024-2026 年，扣非净利润（剔除股份支付费用）同比增长 27%/31%/29%

数据来源：Wind，公司公告2015-07-14《第一期限限制性股票激励计划(草案)》、2018-04-25《第二期限限制性股票激励计划(草案)》、2024-9-7《浙江森马服饰股份有限公司2024年股票期权激励计划(草案)》，广发证券发展研究中心

推出员工持股计划，提升员工信心。根据公司公告2018.4.25《第一期员工持股计划(草案)》，2020.3.4《第二期员工持股计划(草案)》，公司分别于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。根据公司公告（2021.7.31《关于第一期员工持股计划股票出售完毕暨终止的公告》、2023.12.13《关于第二期员工持股计划股票出售完毕暨终止的公告》），公司第一、二期员工持股计划股票均已出售完毕。

表 7：公司历年员工持股计划

	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 25 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	11080	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	11419	96.62%

数据来源：公司公告2018-04-25《第一期员工持股计划(草案)》，2020-3-4《第二期员工持股计划(草案)》，广发证券发展研究中心

实控人转让给核心高管股权，绑定核心管理层。根据公司公告2018.11.30/2019.9.3/2020.11.27/2021.12.24/2022.2.15/2022.11.17/2023.1.6（《关于公司董事、高管增持暨控股股东减持股份的公告》），2018-2023年，公司控股股东邱光和及一致行动人邱坚强先生多次以大宗交易方式向核心管理层转让其持有的公司股票，此举有利于支持公司健康发展，进一步绑定核心管理层。

表 8：公司控股股东多次转让股权给核心管理层

出让方名称	受让方名称	交易方式	交易期间	交易均价（元/股）	交易股数（万股）	交易股数占总股本比例
邱光和	徐波	大宗交易	2018 年 11 月 29 日	8.04	537.13	0.2%
	邵飞春		2018 年 11 月 29 日	8.04	268.57	0.1%
	徐波		2019 年 9 月 11 日	10.45	537.13	0.2%
	邵飞春		2019 年 9 月 11 日	10.45	268.56	0.1%
	徐波		2020 年 11 月 26 日	8.01	537.12	0.2%
	邵飞春		2020 年 11 月 26 日	8.01	268.56	0.1%
邱坚强	陈新生	大宗交易	2019 年 9 月 2 日	10.83	30	0.0%
	张伟		2019 年 9 月 2 日	10.83	30	0.0%
邱光和	徐波		2021 年 12 月 23 日	6.77	537.12	0.2%
	邵飞春		2021 年 12 月 23 日	6.77	268.56	0.1%
	钟德达		2022 年 2 月 14 日	6.71	269.41	0.10%
	张宏亮		2022 年 2 月 14 日	6.71	269.41	0.10%
	徐波		2022 年 11 月 16 日	4.48	537.12	0.2%
	邵飞春		2022 年 11 月 16 日	4.48	268.56	0.1%
	钟德达		2023 年 1 月 5 日	4.81	269.41	0.1%
	张宏亮		2023 年 1 月 5 日	4.81	269.41	0.1%

数据来源：公司公告2018.11.30/2019.9.3/2020.11.27/2021.12.24/2022.2.15/2022.11.17/2023.1.6（《关于公司董事、高管增持暨控股股东减持股份的公告》），广发证券发展研究中心

注：根据公司公告（2024.10.30），徐波先生辞去公司董事、总经理职务后，不再在公司担任其它任何职务，拟任公司控股股东森马集团副董事长、总经理职务，负责森马集团整体战略升级与发展。

公司保持高分红政策，切实关注投资者利益。根据 wind，公司上市以来累计现金分红 112.38 亿元，上市以来平均分红比例为 74%，2023 年度每股派息 0.3 元，股息率约 5.2%（参考 2024.10.31 收盘价计算），占公司 2023 年归母净利润比例高达 72.07%。

表 9：公司历年分红统计

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	期末未分配母公司利润(亿元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%) (2024.10.11)
2011-12-31	12.23	6.7	22.28	54.76	1.0	2.6
2012-12-31	7.61	6.7	22.7	88.06	1.0	4.6
2013-12-31	9.02	6.7	24.28	74.28	1.0	3.7
2014-12-31	10.92	6.7	30.02	61.34	1.0	3.0
2015-12-31	13.49	6.74	34.32	49.93	0.3	2.0
2016-12-31	14.27	10.1	40.62	70.83	0.4	3.7
2017-12-31	11.38	6.72	42.29	59.09	0.3	3.2
2018-12-31	16.94	9.45	50.95	55.79	0.4	3.9
2019-12-31	15.49	12.14	54.66	78.37	0.5	4.6
2020-12-31	8.06	6.74	48.93	83.71	0.3	2.5
2021-12-31	14.86	20.21	46.82	135.93	0.8	9.7
2022-12-31	6.37	5.39	37.43	84.59	0.2	3.8
2023-12-31	11.22	8.08	37.73	72.07	0.3	5.2
2024-06-30	5.53	--	34.58	--	--	--

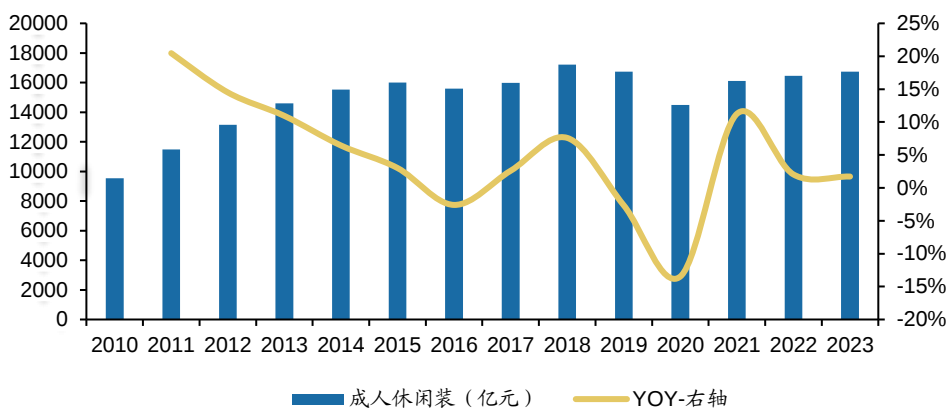
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、休闲装业务：从“新基本”到“新森马”，品牌全面焕新

（一）成人休闲服装行业：行业空间广阔，竞争格局改善

成人休闲服装行业容量可观，疫情后稳健增长。国内成人休闲服装行业经过过去十余年的快速发展，在运动时尚品类的冲击下，目前行业增速有所放缓，但市场容量仍然较大，且市场份额向龙头集中的趋势仍然较为明显。根据 statista，2023 年，我国成人休闲装（此处成人休闲装市场规模=整体服装-童装-运动服装）市场规模为人民币 16730 亿元，同比增长 1.7%。

图14：近年成人休闲装市场规模（亿元）



数据来源：statista，广发证券发展研究中心

注：此处成人休闲装市场规模=（整体服装-童装-运动服）市场规模

行业竞争格局改善，市场份额向头部品牌集中。

我国市场的主要休闲装品牌包括本土品牌森马、UR、太平鸟、拉夏贝尔、美特斯邦威、真维斯、班尼路、佐丹奴等，以及国际品牌优衣库、ZARA、H&M、GAP等。根据各公司财报，（1）从产品风格定位来看，森马的产品风格以简约、自然、时尚、舒适为核心，和优衣库更为类似，而ZARA、H&M、太平鸟、UR等品牌产品风格更偏向时尚潮流；（2）从定价策略来看，森马、拉夏贝尔、美特斯邦威、真维斯、班尼路、佐丹奴等定位偏向大众，售价相比UR、太平鸟及国际品牌更低；（3）从渠道数量（2023年）来看，太平鸟、森马渠道数量更多；（4）从渠道布局来看，本土品牌渠道布局多位于1-4线城市，或进一步下沉到县镇，相比优衣库、ZARA、H&M、GAP等国际品牌，渠道相对而言更为下沉。

从市场份额看，呈现向森马等头部品牌逐渐集中的趋势。根据各公司财报，（1）2024H1，从收入来看，森马（休闲装）、太平鸟（休闲装）、美邦服饰、拉夏贝尔、佐丹奴收入分别同比变化+8%、-12%、-26%、-18%、-3%；2024Q1-3，从收入来看，森马（公司整体）、太平鸟（休闲装）、美邦服饰收入分别同比变化+6%、-12%、-37%，森马休闲装业务收入增速优于可比公司；（2）2024H1，从渠道数量来看，太平鸟（休闲装）、森马（休闲装）、佐丹奴、班尼路、美邦服饰、拉夏贝尔渠道数量相比2023年底净变化-164家、+52家、-48家、-644家、-14家、-62家；

2024Q1-3，森马（公司整体）、太平鸟（休闲装）渠道数量相比 2023 年底净变化 +326 家、-206 家，森马休闲装渠道净开店表现优于可比公司。

表 10：同行业主要公司产品定位及渠道比较（本土品牌）

	森马	太平鸟	UR	美邦服饰	拉夏贝尔	佐丹奴	班尼路	真维斯
产品风格	围绕“舒服、百搭、国民”，定位“舒服体验品质生活”，为千万家庭提供简约经典、松弛有形、好品质以及舒服的日常氛围穿搭	太平鸟女装以“时髦、帅真、有年轻态度”为风格，男装则聚焦 25-35 岁潮流男性	定位在快时尚与轻奢之间，从先锋时尚到大众时尚都有所覆盖	以干练、精致、柔美、性感为主	格针对 25-35 岁都市办公室女性设计，线条简洁，浪漫时尚，优雅精致	销售男女皆宜的休闲服，聚焦天然材质、简单与自由搭配、流行趋势、国际化	定位舒适、自然、物超所值的大众服饰	定位大众，紧跟潮流，提供时尚的必需品
女装基本款 T 恤-类似款吊牌价（元）	49	主品牌：115-135	59-99	39-75	59-69	89-99	69-99	39-79
渠道数量（2023）	2703	3178（整体-童装门店）	509（百度地图）	813	217	公司口径：1822	公司口径：1136	225（百度地图）
线下渠道布局	一至四线城市	一至四线城市	一二线城市为主	一至四线城市	一至四线城市	一至四线城市	一至四线城市	一至四线城市
直营店铺/加盟店铺（家）	（公司整体：直营/加盟/联营：681/7164/92）	937/2241	-	25/788	82/135	公司口径：1055/767	公司口径：797/339	-
店效（直营，万元）	179.08（公司，含直营、加盟）	278.42（公司口径）	-	811.90（公司只保留少数核心大面积直营店）	78.25	327.01 万港币（含直营、加盟），折合 300.00 万人民币	472.41 万港币（含直营、加盟），折合 433.00 万人民币	-

数据来源：公司财报，百度地图，广发证券发展研究中心

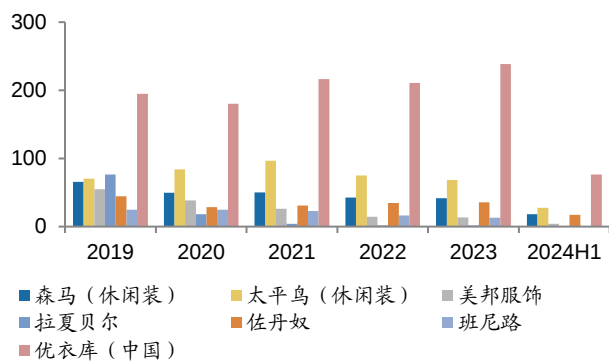
注：按 2024.10.22 汇率，1 港元 = 0.9161 人民币

表 11：同行业主要公司产品定位及渠道比较（国际品牌）

	优衣库	Inditex (ZARA)	H&M	GAP
产品风格	主打基本款和日常款，注重质量和舒适度	以其快时尚和紧跟时尚潮流的风格闻名，提供设计精美、时尚与优雅气质的服饰	产品风格多样，从 20 年代到当代风格，注重时尚感和自我表达，使用深沉而精致的色调以及高品质材料，如皮革和麂皮	以美式休闲为主
女装基本款 T 恤-类似款吊牌价（元）	79-99	85-135	49-79	95-149
大中华区渠道数量	1032	118	亚洲&大洋洲&非洲门店共 1101 个（根据百度地图，中国 159 个）	126
我国渠道布局	一二线城市为主	一二线城市为主	一二线城市为主	一二线城市

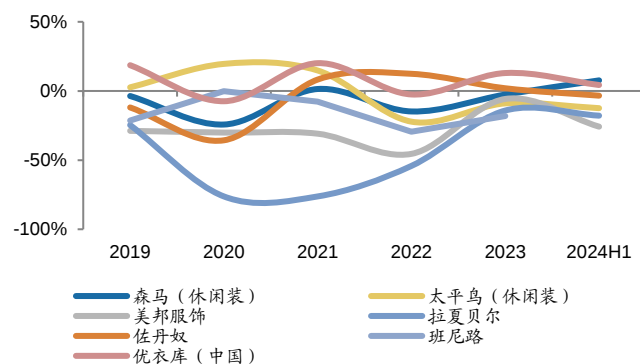
数据来源：公司财报，百度地图，广发证券发展研究中心

图15: 各国内休闲装上市公司近年收入（亿元）



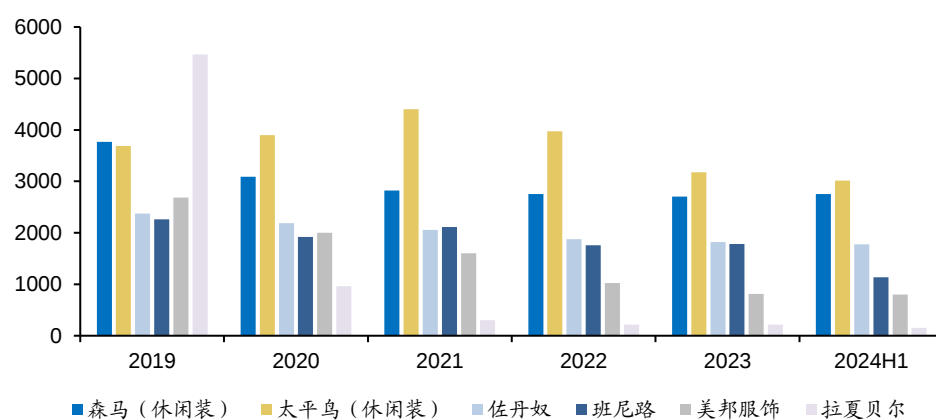
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图16: 各国内休闲装上市公司近年收入增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图17: 近年休闲装可比公司渠道数量变化（家）



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

（二）品牌全面焕新，门店恢复正增长，精细化运营带动店效提升

森马休闲装业务2024Q1-3业绩表现领跑行业，公司层面，主要得益于品牌端，从“新基本”到“新森马”，品牌全面焕新；产品端，持续深化产品经理制组织变革，加强消费者洞察，头部产品贡献率提升；渠道端，门店数量恢复正增长，新森马门店标准化强落地，精细化运营进一步加强，带动店效提升；营销端，广告宣传费用同比增长40.1%，加强媒体投放和代言合作。

1. 品牌

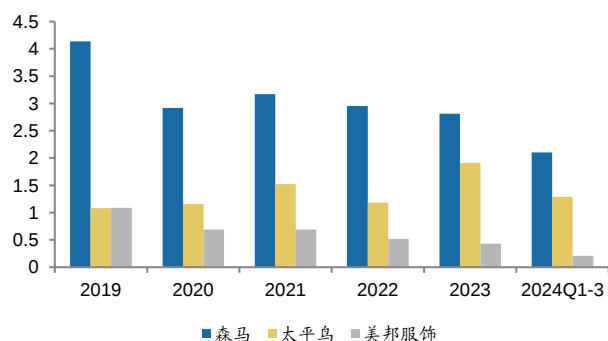
从“新基本”到“新森马”，品牌全面焕新。根据公司财报和2019.7.23投资者关系活动记录表，（1）2019年之前，公司森马品牌产品设计主要针对16-24岁学生及职场新人，以潮流风为核心；（2）2019年以来，公司推出“新基本”概念，并对产品线进行革新。基于18-35岁消费人群的跨场景基本穿着共性，对原有休闲装饰进行优化，提出带有品质提升感的必备百搭产品，以满足大众日常对高品质百搭产品的需求；（3）2023年以来，公司进一步推出“新森马”概念，全域形象升级，整体定位新基本为“新森马”，产品去风格线，围绕“舒服、百搭、国民”，定位“舒服体验品质生活”，为千万家庭提供简约经典、松弛有形、好品质以及舒服的日常氛围穿搭，可在职场、家庭、休闲、娱乐各种场景中自在切换。

2. 产品

持续深化产品经理制组织变革，持续推动面料功能性研发。根据公司财报，公司产品研发简化流程、开发提效、款式聚焦。在商品研发上，与行业头部供应商建立研发基地，升级面料功能科技，持续强化心智产品价值，放大功能产品占比，提升心智产品市场占有率；优化森柔系列面料，迭代“森柔棉/森柔牛仔/森柔毛衫”心智产品。

持续加强消费者洞察，头部产品贡献率提升。根据公司财报，公司与国际知名趋势咨询公司合作，开展多种形式的消费者需求调研，根据洞察结论改进商品，提高拳头品类产品市场竞争力，实现单品规模化，缩减长尾，提升头部贡献率，2023年全年心智产品零售增长近3倍。

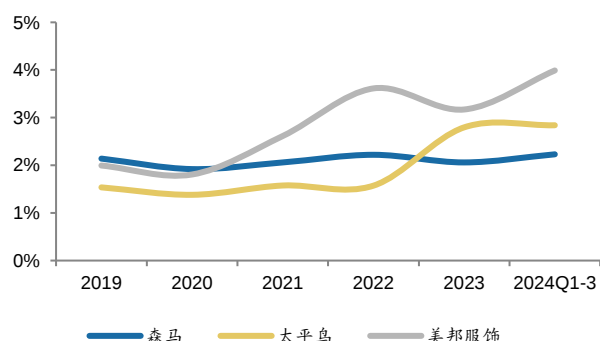
图18：国内休闲装公司研发费用对比（亿元）



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

注：按公司口径；拉夏贝尔、德永佳集团、佐丹奴国际未拆分研发费用

图19：国内休闲装公司研发费用率



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

注：按公司口径；拉夏贝尔、德永佳集团、佐丹奴国际未拆分研发费用

图20: 森马冲锋衣



数据来源: 公司官方公众号, 广发证券发展研究中心

图21: 森马初秋通勤开衫



数据来源: 公司官方公众号, 广发证券发展研究中心

图22: 森马防晒衣



数据来源: 公司官方公众号, 广发证券发展研究中心

图23: 森马“高洁净1000+”羽绒服



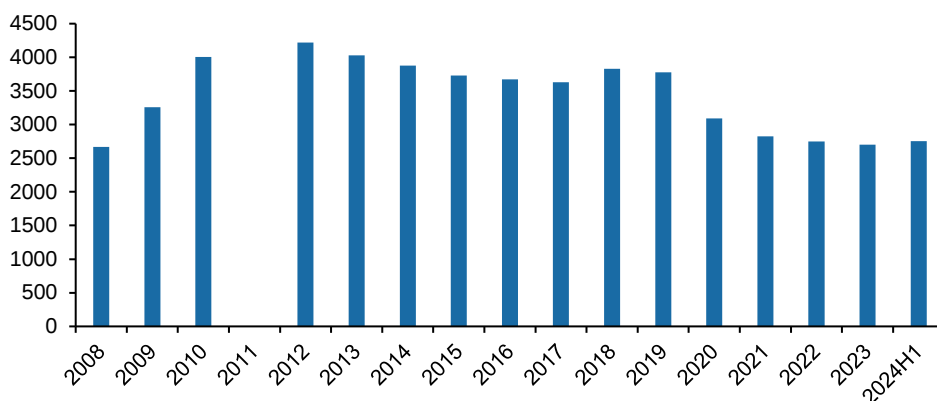
数据来源: 公司官方公众号, 广发证券发展研究中心

3.渠道

2024H1 门店数量恢复正增长, 新森马门店标准化强落地, 精细化运营进一步加强, 带动店效提升。根据公司财报, 2024 年上半年, 公司在全国推广“新森马”模型, 首家旗舰店在杭州工联大厦重装开业, 门店形象简约大气, 终端品类陈列迭代, 陈列物料全新升级, 并设有互动体验专区和开展丰富的社群体验活动。新森马产品涵盖成人装、儿童、鞋品及内衣配件品类; 门店新零售体验升级, 设有自助收银系统、可视化数字直播中心等, 为消费者提供一站式购物新体验。森马店铺新形象深受业内甲方欢迎, 受邀入驻更多优质项目、优选位置, 截至 2024 上半年, 新森马已开设超过 200 家门店, 公司休闲装业务整体渠道数量恢复正增长, 相比 2023 年净增长 52 家。

根据公司财报, 2024H1, 公司加强渠道和商品分层管理; 加快老品清仓, 提升新品售罄率; 围绕52周计划、节点及商品精细化运营, 实现“渠道+商品+推广”三个计划统一管理, 2024H1, 公司店效同比增长5.3%。

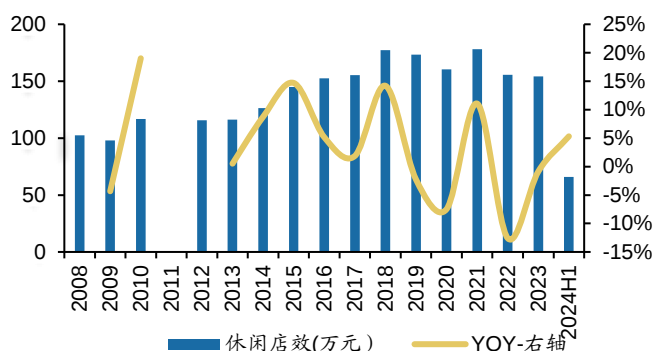
图24: 公司休闲装渠道数量 (家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2011年公司未披露分产品的渠道具体数量

图25: 公司休闲装渠道店效 (万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2011年公司未披露分产品的渠道具体数量

图26: 森马上海环球港店

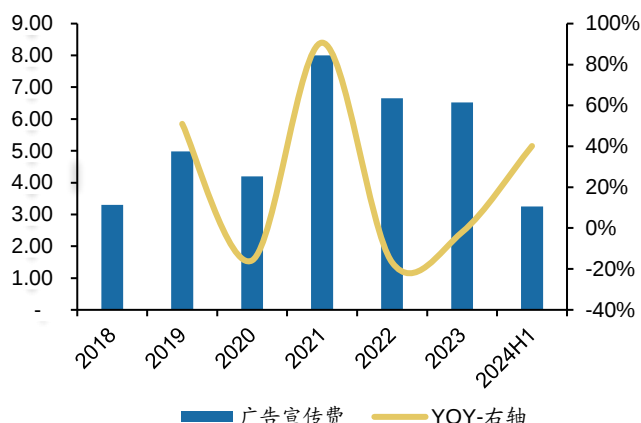


数据来源: 森马资讯, 广发证券发展研究中心

4. 营销

2024H1广告宣传费用同比增长40.1%，加强媒体投放和代言合作。根据公司财报，2024H1，公司携手双代言人张新成、陈都灵及多位艺人，推动“森活家”社群营销，深度传播推广心智产品，提升品牌影响力；2024年3月携手名模胡兵，共同演绎都市“自在野出行”上海时装周大秀，全网曝光1.7亿+；夏季凉感心智集群战役，联动双代言人，全网曝光5.5亿+；爆款防晒衣荣获产品沸腾质量奖；618大促合作艺人郑合惠子，赋能线上渠道销售。此外，在品牌营销方面，全面推广“新森马”店铺形象，提升平面及视频的视觉呈现，营造家庭氛围感；品类陈列优化创新，聚焦心智爆款，打造全域营销大事件。根据公司公告（2024年10月31日投资者关系活动记录表），2024年10月，森马发布“高洁净1000+”羽绒服，“清洁度”是羽绒制品的一项重要卫生技术指标，清洁度高的羽绒含有的杂质少，能减少异味、细菌的滋生。羽绒服清洁度国标要求是大于等于500mm+，而森马发布的“高洁净1000+”羽绒服达到了1000mm+，为大众消费者带来更加舒适、安心的羽绒服选择，根据公司官方公众号，2024年10月，公司针对森马高洁净1000+羽绒服，携手徐志胜发布全新广告片《绒毛的歌》，讲述“一根高洁净绒毛的冒险之旅”，提供给消费者全新服务体验。

图27：近年公司广告宣传费（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图28：森马发布全新广告片《绒毛的歌》



数据来源：公司官方公众号，广发证券发展研究中心

表12：公司各阶段品牌标语、代言人和时尚合伙人

	1996-2002 年	2003-2008 年	2009-2018 年	2019 年至今	2023 年
品牌	森立天地，马行千里	穿什么就是什么	穿什么，潮我看	质在日常	舒服体验品质生活
SOLGAN					
代言人		谢霆锋、TWINS、罗志祥、SJM 等	李敏镐、金秀贤、李钟硕、金宇彬、杨洋等	白宇、罗一舟	张新成、陈都灵等
时尚合伙人			欧阳娜娜、江南 BOYNAM、LEAF XIA 等		

数据来源：公司财报，2017-12-13《投资者关系活动记录表》，广发证券发展研究中心

表13：近年来森马品牌营销活动

时间	营销活动
2020	和电竞战队 FPX 及 Rapper 歌手姜云升合作 2021 年 5 月凉感系列推广内容的热度登顶 B 站
2021	2021 年 8 月聘请 SMARTECH 系列的代言人罗一舟 2021 年 9 月联合抖音超品日打造“穿越舒服之境”的品牌大秀
2022	2022 年度森马发布全新品牌 TVC，邀请来自不同圈层的年轻 KOL 集结发声 联合冬奥冠军任子威，打造全域“轻松羽绒”心智，诠释轻暖蓬松无负担 登陆上海时装周召开羽绒新品发布秀，携手三大 IP“超级植物”、“上海永久”、“长光卫星”演绎舒服时尚
2023	夏季“心智凉感”战役项目获得 BKM 发布数字品牌榜 2023 年品牌 IP 联名案例排名第六，斩获艾菲奖、金瞳奖 冬季“心智轻松羽绒”战役助力全域会员拉新，获第七届金匠奖《年度整合营销金奖》 创新打造品牌“森活家”社群，与多位艺人及媒体达成合作 携手双代言人张新成、陈都灵及多位艺人，推动“森活家”社群营销 携手名模胡兵，共同演绎都市“自在野出行”上海时装周大秀，全网曝光 1.7 亿+
2024H1	夏季凉感心智集群战役，联动双代言人共同发布森马冷链营销战役，全网曝光 5.5 亿+ 爆款防晒衣荣获产品沸腾质量奖 618 大促合作艺人郑合惠子，赋能线上渠道销售

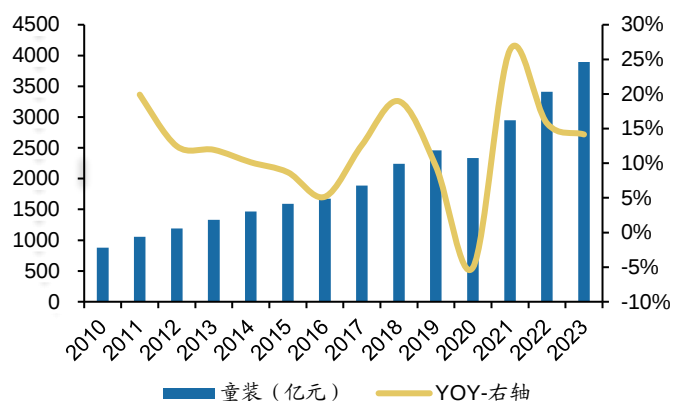
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、童装业务：受益消费降级，长期增长动力强

（一）童装行业：行业规模快速增长，人均消费金额提升为核心驱动

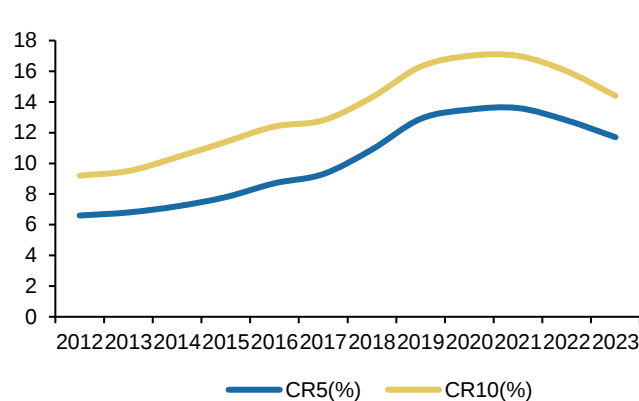
童装行业规模快速增长，公司长期占据市占率第一位。根据 statista，2023 年，我国童装市场规模为人民币 3896 亿元，同比增长 14.2%，2010-2023 年 CAGR 为 12.1%，长期保持较高增速。从市占率来看，森马公司长期占据市占率第一位，行业竞争优势稳固。

图29：我国历年童装市场规模（亿元）及同比增速



数据来源：statista，广发证券发展研究中心

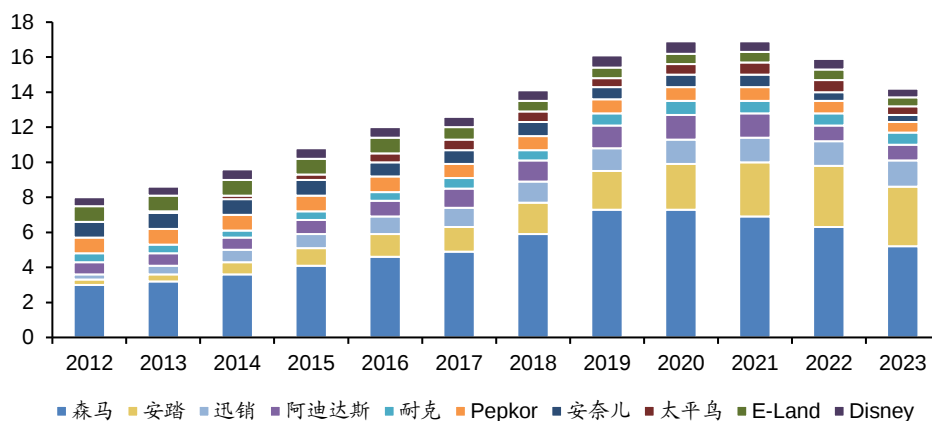
图30：我国历年童装市场集中度情况



数据来源：statista，广发证券发展研究中心

注：按公司口径

图31：我国童装各公司历年市占率情况（%）



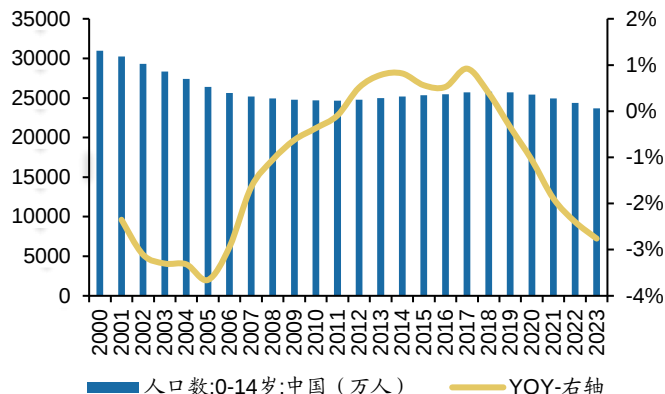
数据来源：statista，广发证券发展研究中心

注：按公司口径

国内童装行业发展仍有较大的人口基数，生育政策逐步放宽。根据 wind，2023 年，国内 0-14 岁人口数量为 2.37 亿人，同比下降 2.8%，出生人口 902 万人，同比下降 5.6%，降幅较 2022 年收窄 4.4pct。从人口维度看，出生人口下降将导致我国 0-14 岁儿童人口数量逐步缩小，但整体基数仍将维持较大规模。近年来，随着国家生育政策逐步放开，2011 年，我国出台“双独二胎”政策；2013 年，“单独二胎”政策开始实施；2015 年，国家全面开放“二胎”政策；2021 年，为进一步优化生育政

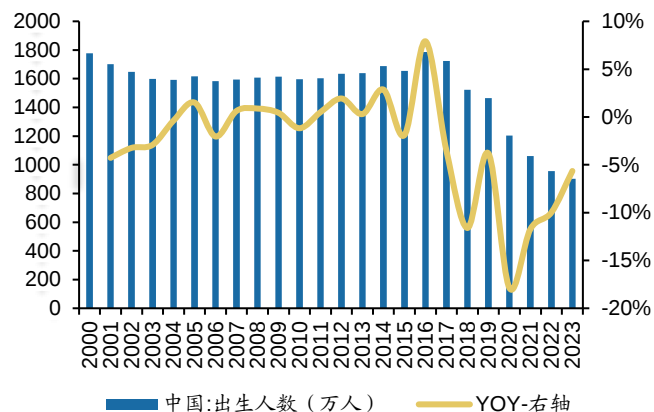
策，“三孩政策”出台。2024年10月19日，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，提出强化教育、住房、就业等支持措施等多项利好政策，国家宽松生育政策对童装消费的刺激效果有望中长期逐渐显现，利好童装市场规模增长。

图32：我国0-14岁儿童数量及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

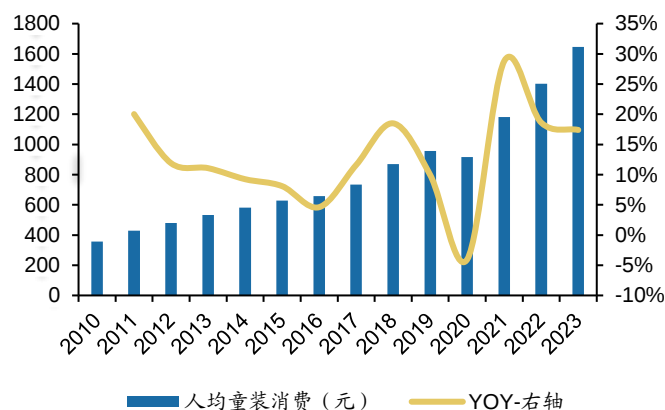
图33：我国出生人口数量及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

人均消费金额为驱动童装市场发展的核心因素，近年来增速快，且未来提升空间较大。新生代消费者（85后和90后等）受教育水平普遍较高，相比上一代对生活品质有更高追求，在日常消费中呈现品牌化及品质化的倾向，随着新生代消费者陆续进入婚育年龄成为父母，他们对拥有高安全性及高舒适性的优质童装的需求显著提升。根据 statista 和 Wind，近年来我国儿童人均童装支出保持快速增长，2010-2023年 CAGR 为 12.5%；但相较发达国家，我国目前儿童人均童装支出水平仍较低，2023 年仅为 1645 元，同期美国/日本/英国/德国/法国分别为 4269/3732/5242/1962/2036 元，我国童装人均消费未来仍有较大提升空间。

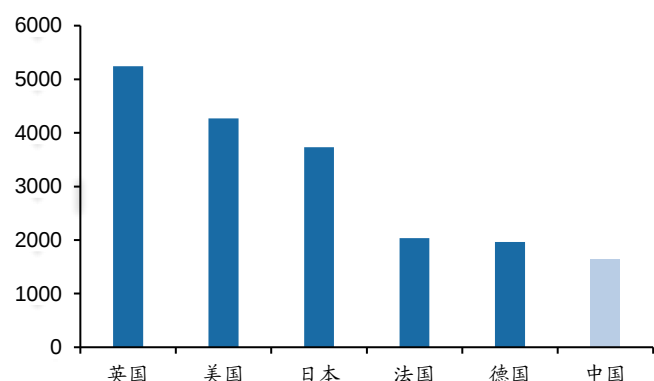
图34：我国0-14岁儿童人均童装消费金额及同比增速



数据来源：statista，Wind，广发证券发展研究中心

注：人均童装消费=童装市场规模/0-14岁人口总数

图35：我国童装人均消费与发达国家相比仍有较大提升空间（元人民币，2023年）

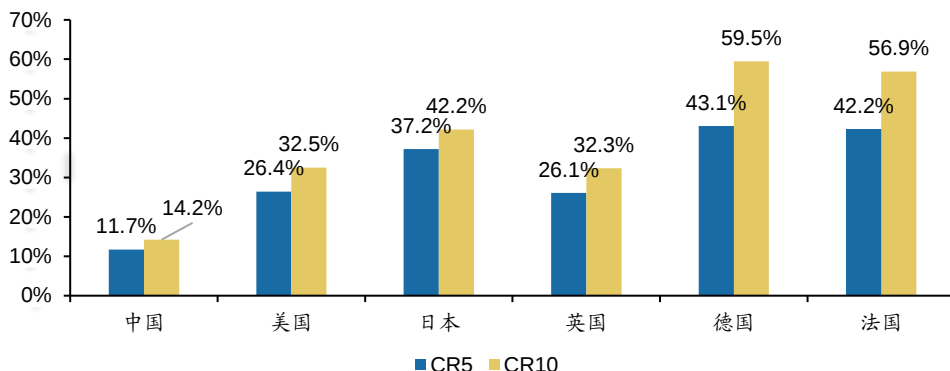


数据来源：statista，Wind，广发证券发展研究中心

注：人均童装消费=童装市场规模/0-14岁人口总数

此外,从市场集中度来看,根据 statista,中国的 CR5/CR10 市占率仅为 11.7%/14.2%,对比美日英德法等海外发达国家,仍有较大提升空间。

图36: 我国童装市场头部公司市占率和海外发达国家比较 (2023)



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

注: 按公司口径

(二) 受益消费降级、产品力渠道力品牌力不断提升、出海加速

森马童装业务2024H1行业领军地位进一步巩固,主要得益于森马童装定位大众、性价比高,销售受益消费降级,以及公司层面,森马童装的产品力渠道力品牌力不断提升、品牌积极出海、多品牌联合布局儿童运动赛道等。

1. 受益消费降级, 理性消费驱动销售

巴拉巴拉产品主打休闲风格, 定位大众、性价比高, 覆盖全年龄段。我国市场的主要童装品牌包括本土品牌巴拉巴拉、嘉曼服饰(水孩儿)、安奈儿、金发拉比、安踏儿童、太平鸟儿童、ST起步(ABCKids)等,以及国际品牌优衣库儿童、耐克儿童、阿迪达斯儿童等。(1)从品牌分类来看,可以分为两类,一类是专业童装品牌,如巴拉巴拉、嘉曼服饰(水孩儿)、安奈儿、金发拉比、安踏儿童、ST起步(ABCKids),另一类是成人装的延伸,如太平鸟儿童、优衣库儿童、安踏儿童、耐克儿童、阿迪达斯儿童等。从市占份额来看,专业童装品牌整体更加占优,我们认为主要是由于专业童装进入童装市场较早,对童装行业消费特点把握的更准,品类全面。(2)从产品风格来看,可以分为两类,一类是偏向休闲或者休闲运动风格,如巴拉巴拉、嘉曼服饰(水孩儿)、安奈儿、金发拉比、ST起步(ABCKids)、优衣库儿童;一类是更加专业的运动风格,如安踏儿童、耐克儿童、阿迪达斯儿童等。根据statista(见表16),从市占份额来看,我国休闲风格的童装品牌更为占优;从全球其他市场来看,头部童装品牌也是休闲或者休闲运动风格更加占优。(3)巴拉巴拉是多年龄段童装品牌,产品线涵盖婴儿、幼儿、小童、中童、大童等多个年龄段;金发拉比主要针对0-3岁婴幼儿,而安奈儿是中高端大童装品牌,近8成的收入来自4-14岁大童装,品牌定位有所差异。(4)从定价策略来看,巴拉巴拉定位大众,性价比较高,更容易被广大消费者接受。

表 14: 同行业主要公司产品定位及渠道比较（本土品牌）

	巴拉巴拉	嘉曼服饰 (水孩儿)	安奈儿	金发拉比	安踏儿童	太平鸟儿童	ST 起步 (ABCkids)
产品风格	定位大众, 时尚、全品类、高品质, 经典品牌口号“童年不一样”	中端轻户外休闲风格(水孩儿), 以简约、绚丽的国际都市风格为基本定位	产品涵盖大童装与小童装两大类, “TO BE A CHILD 天真自在做孩子”全新价值主张, 升级“不一样的舒适”为“超级舒适”	定位中高端市场, 涉及婴幼儿服饰棉品、婴幼儿日用品以及孕产妇用品等, 秉承为消费者提供“自然、舒适、安全”的产品理念	产品风格注重运动休闲, 采用轻便、透气、灵活的面料, 强调舒适性 and 个性化设计	时尚、精致、舒适童趣, 风格与太平鸟成人装系列相辅相成	ABC KIDS 品牌崇尚对儿童智慧生活的创造, 通过演绎小伙伴们一起探寻与发现美丽世界的故事, 激发孩子无限想象力和创造力
年龄定位	0-14 岁	主要为 2-14 岁	3-12 岁	主要为 0-3 岁	中大童	-	-
童装基本款 T 恤-类似款吊牌价(元)	59-79	169-218	189-250	60-119	59-99	129-139	39-69
渠道数量(2023)	5234	539	793	644	2778	553	1121
线下渠道布局	一至四线城市	一至四线城市	一二线城市为主	一至四线城市			一至四线城市
直营店铺/加盟店铺(家)	-	165/374	519/274	89/555	-	-	6/1115
店效(直营, 万元)	179.08 (含直营、加盟)	149.87	69.43	42.26	-	173.53 (含直营、加盟)	1128.18 (公司只保留少数核心大面积直营店)

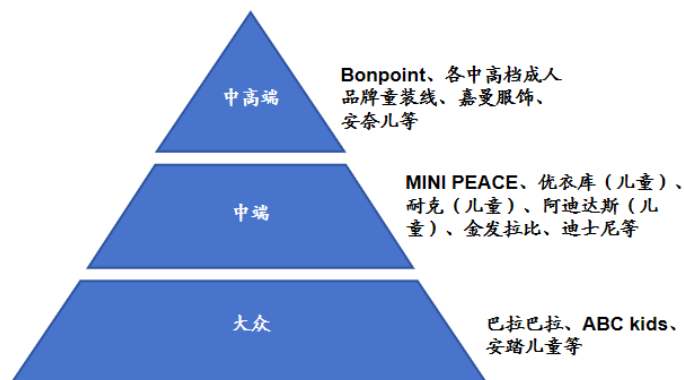
数据来源: 公司财报, 天猫, 广发证券发展研究中心

表 15: 同行业主要公司产品定位及渠道比较（国际品牌）

	优衣库(儿童)	阿迪达斯(儿童)	耐克(儿童)
产品风格	主打基本款和日常款, 注重质量和舒适度	专业运动, 延续了阿迪达斯的运动风格, 同时加入活泼、个性的设计元素; 产品包含足球、篮球、网球、跑步、户外、滑板、训练七大运动系列。	专业运动, 注重产品的专业性和科技创新; 针对儿童的生理特点和运动需求, 在设计上进行了专门的调整, 如易穿脱的设计、适合儿童脚型的鞋垫等。
年龄定位	-	-	-
童装基本款 T 恤-类似款吊牌价(元)	79	149-329	149-229
大中华区渠道数量(FY2023)	1032 (童装和成人装一起销售)	-	-
我国渠道布局	一二线城市	一至四线城市	一至四线城市

数据来源: 公司招股书, 公司财报, 天猫, 广发证券发展研究中心

图37：童装品牌定位分布金字塔



数据来源：天猫，公司财报，广发证券发展研究中心

注：主要参考天猫旗舰店的基础款价格带范围进行排序

表16：各国市场份额TOP10童装公司（2023）

中国			美国		日本		英国		德国		法国	
品牌	份 额 %		品牌	份 额 %	品牌	份 额 %	品牌	份 额 %	品牌	份 额 %	品牌	份 额 %
1 森马	5.2		Carter's	9.1	Shimamura	15.0	Next	8.9	C&A Mode AG	17.3	ID	14.0
2 安踏	3.4		Gap, The	7.0	Nishimatsuya Chain	10.3	Associated British Foods	6.6	Ernsting's Family	11.0	KIABI Europe	11.2
3 迅销	1.5		Nike	4.5	Fast Retailing	7.2	Marks & Spencer	5.7	Otto	6.9	Yves Rocher	6.5
4 adidas	0.9		Children's Place	3.1	Miki House	2.6	Nike	2.5	H&M	3.9	Orchestrae	5.4
5 耐克	0.7		Roadget Business Pte	2.7	LVMH	2.1	Matalan	2.4	NKD Vertriebs	4.0	Cyrellus-Vertbaudet	5.1
6 Pepkor	0.6		Fruit of the Loom	1.6	adidas	1.3	adidas	1.4	Tengelmann	3.9	Galleries Lafayette	3.4
7 安奈儿	0.4		H&M	1.6	Mizuno	1.3	H&M	1.5	Takko Holding	4.2	adidas	3.6
8 太平鸟	0.5		Under Armour	1.2	TSI Holdings	1.0	New Look	1.2	adidas	3.1	IIC	2.9
9 E-Land	0.5		adidas	0.8	Nike	0.7	Inditex,	1.1	ID	3.4	C&A Mode AG	2.7
10 迪士尼	0.5		Levi Strauss & Co	0.9	VF	0.7	River Island Clothing	1.0	Bitburger	1.8	Vivarte	2.1

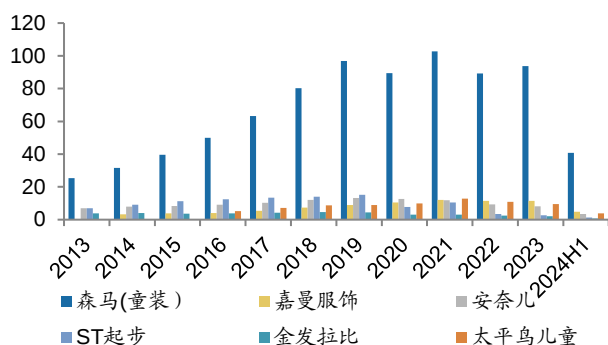
数据来源：statista，广发证券发展研究中心

注：按公司口径；标蓝为偏向休闲风格童装公司

森马童装业务受益消费降级，2024H1 渠道数量和收入均保持正增长。根据 wind，2024 年以来，我国社会零售品销售增速仍较低，公司童装产品定位大众，产品销售受益消费降级。根据公司财报，（1）从收入来看，森马童装业务 2024H1 收入为 40.70 亿元，同比增长 6.4%，而嘉曼服饰、ST 起步、太平鸟儿童、安奈儿、金发拉比分别同比变化-8.3%、-12.5%、-14.0%、-16.3%、-24.3%；2024Q1-3，森马（公司整

体)、嘉曼服饰、ST起步、太平鸟儿童、安奈儿、金发拉比的营收分别同比变化+6%、-4%、-16%、-17%、-20%、-8%，森马童装业务收入增速优于可比公司；（2）从渠道数量来看，公司童装渠道数量2024H1恢复正增长，达到5385家，相比2023年底净变化+151家，而除安踏儿童净变化+53家，嘉曼服饰净变化+38家外，安奈儿、金发拉比、太平鸟儿童分别净变化-51家、-63家、-29家。2024Q1-3，从渠道来看，森马（公司整体）、太平鸟（童装装）渠道数量相比2023年底净变化+326家、-49家，森马休闲装渠道净开店表现优于可比公司。

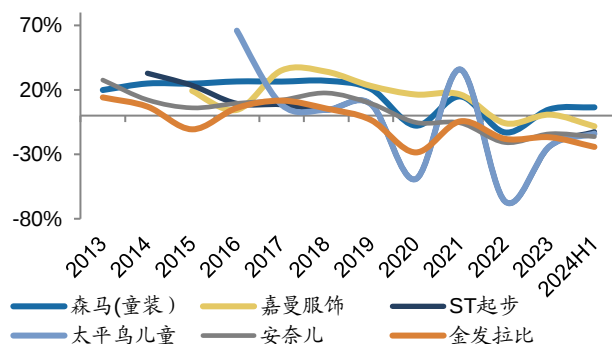
图38：各国内童装上市公司近年收入（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：森马童装收入不含kidiliz数据

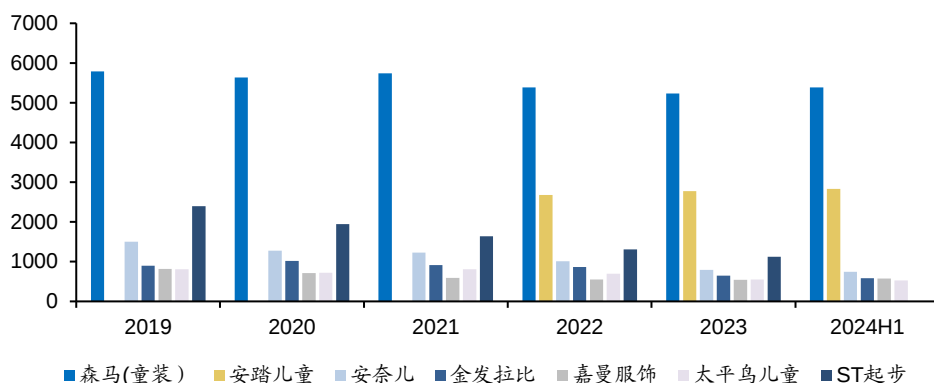
图39：各国内童装上市公司近年收入增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：森马童装收入增速不含kidiliz数据

图40：近年童装可比公司渠道数量变化（家）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

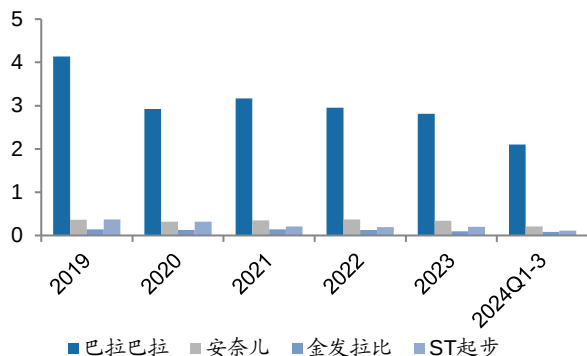
注：2021年及之前安踏体育未拆分童装店数量；森马童装渠道不含kidiliz数据

2.产品力、渠道力、品牌影响力不断提升，看好长期增长

（1）产品

公司不断加大研发投入，产品设计感、功能性不断提升。根据公司财报，2016年以来，公司开始对产品研发实施项目管理制，关注研发效率，增长研发成果。在面料研发方面，与供应商联合研发专用面料，优化面料性能；在服装设计研发方面，运用3D设计软件完成包括色彩、面料、廓形的服装整体设计方案。公司的资金实力和丰富的工艺技术经验为产品长期市场竞争力奠定基石。

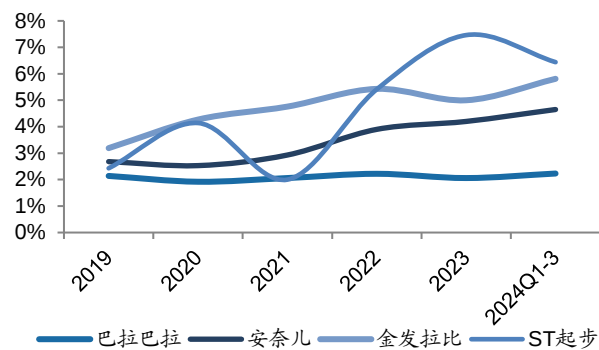
图41: 国内童装公司研发费用对比 (百万元)



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 按公司口径; 嘉曼服饰未拆分研发费用

图42: 国内童装公司研发费用率情况



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 按公司口径; 嘉曼服饰未拆分研发费用

表17: 公司和可比公司的累计有效专利数量 (截至2024年10月20日, 单位: 个)

品牌	上市公司	发明专利	实用新型	外观设计	合计
巴拉巴拉	浙江森马服饰股份有限公司	38	212	340	590
嘉曼服饰	北京嘉曼服饰股份有限公司	0	3	1	4
安奈儿	深圳市安奈儿股份有限公司	2	16	5	23
金发拉比	金发拉比如婴童用品股份有限公司	38	2	6	46
起步股份	起步股份有限公司	36	0	0	36

数据来源: 企知道专利数据库, 广发证券发展研究中心

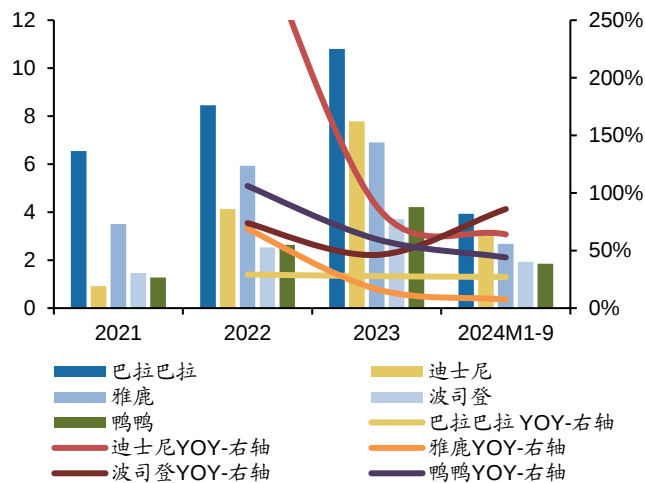
聚焦心智品类发展, 丰富新品类, 持续投入产品创新。公司整合洞察企划, 巩固品牌在T恤、羽绒、连衣裙等品类的优势地位, 同时积极把握防晒、新中式等机会品类; 持续产品创新和国际设计/技术大奖申报; 继续与潮流IP、国际新锐设计师等进行合作。根据公司财报, 2024H1, 巴拉巴拉防晒品类零售额破亿元; 同时伴随着传统文化热潮兴起, 新中式和国风系列产品也表现亮眼。根据久谦数据, 2024M1-9, 巴拉巴拉品牌在儿童羽绒服品类销售额位列第一, (天猫+京东+抖音口径) 销售额0.56亿元, 同比增长27.0%; 在儿童户外服品类销售额位列第二, (天猫+京东+抖音口径) 销售额0.04亿元, 同比增长115.7%, 展望未来, 巴拉巴拉将在产品创新方面持续投入, 打造以消费者为中心, 创造引领性的心智爆品。

表18: 近年来巴拉巴拉品牌主要IP联名和产品获奖情况

时间	主要IP 联名和产品获奖情况
2020	推出原创形象“小章鱼”及系列产品, 以及推出与“冰雪奇缘”、“汪汪队”、“大闹天宫”、“敦煌博物馆”、“梵高博物馆”等知名 IP 合作款产品
2021	在牛年新年期间, 用先锋有趣的国潮设计诠释 10 后时尚态度 “宝宝可穿牛仔裤”、“安睡天使”婴儿连体衣、DRY-X 吸湿速干抗菌儿童睡衣等产品, 荣获中国纺织工业联合会评选的 2022 年十大类
2022	纺织创新产品 以“虎力全开”为主题, IP 联名“故宫·宝蕴楼”系列、“生肖系列”等 IP 奥特曼联名 Bala T 连续第三年携手新锐设计师陈鹏, 共同创造兼顾时尚和舒适的明星羽绒单品
2023	专为儿童设计的户外适应性羽绒服--成长之壳、山跃户外鞋等多个品类获得美国国际设计大奖 (IDA) 金奖、银奖等 针对女童设计的一衣多穿羽绒服获得了美国 MUSE 金奖, 意大利 A 奖银奖等 成为首个与全球知名潮玩 IP Bearbrick 联名的中国童装品牌 与施华洛世奇联名发布首款儿童水晶鞋
2024H1	延续 2023 年奥特曼联名系列 Bala T 的成功基础上, 持续设计迭代 引入三丽鸥 IP 联名

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

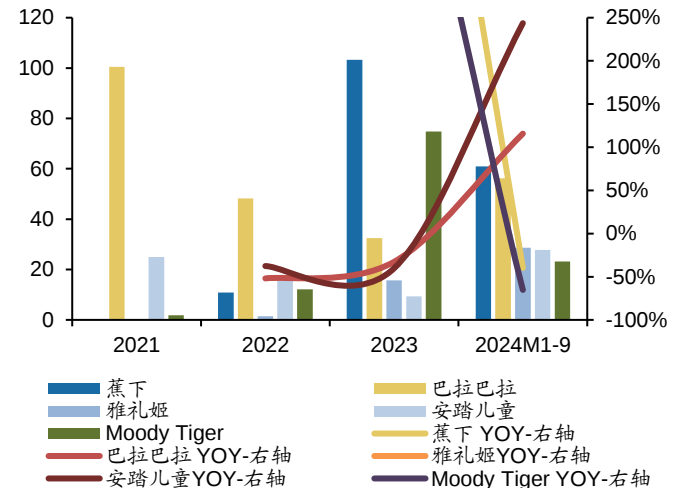
图43: 电商 (天猫+京东+抖音) 童装羽绒服TOP5 销售额及增速 (百万元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

注: TOP5销售额指2024M1-9的销售额前五; 雪中飞2018、鸭鸭2019的销售额增速为999%

图44: 电商 (天猫+京东+抖音) 童装户外服装TOP5 销售额及增速 (百万元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

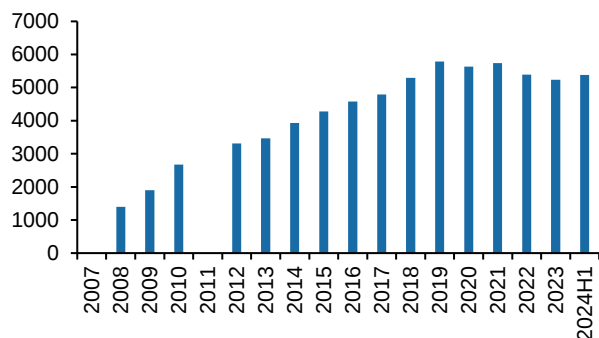
注: TOP5销售额指2024M1-9的销售额前五; 雅礼姬2022-2024M1-9销售额增速为999%、972%、999%; 蕉下2023年销售额增速为476%

(2) 渠道

进一步强化“零商陈”三位一体咬合策略，渠道精细化运营，终端形象升级，带动店效提升。根据公司财报，2024年上半年，公司童装围绕核心店铺模型，进一步强化“零商陈”三位一体咬合策略，提升单店运营能力，打造高坪效样板门店。品牌今年对门店陈列格局进行了优化升级，同时以更大力度推进门店形象翻新升级，上半年翻新门店超过200家，根据公司财报，公司预估全年达到500家（2024H1童装门店共计5385家），更好地配合品牌营销，未来翻新比例预计进一步提升。受益于公司渠道精细化运营和终端形象升级，2024H1，公司童装店效同比提升7.5%。

此外，巴拉巴拉品牌整体经营质量持续提升，随着线上销售折扣提升与全域款产品占比增长，品牌整体毛利率进一步提高。同时聚焦投入产出比，严谨规划各项经营费用，保持和增强品牌盈利水平。此外，巴拉巴拉高度重视库存管理工作，通过合理规划采买计划、柔性供应、优化出入库节奏等措施，加快新品销售进度，使得品牌保持着健康的运营状态。

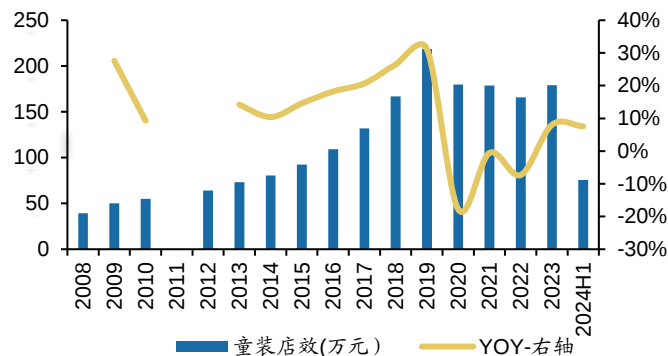
图45：公司门店变化（童装）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2011年公司未披露分产品的渠道具体数量；2018-2020年剔除kidiliz

图46：公司店效变化（童装）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2011年公司未披露分产品的渠道具体数量；2018-2020年剔除kidiliz

发力高端渠道，布局大店好店。根据赢商网，2024年，巴拉巴拉门店进驻了诸多标杆购物中心，如K11、华润万象城、SKP、新鸿基、九龙仓、武商国广等，积极发力高端渠道。针对高端渠道，巴拉巴拉研发了新的产品线及门店模型，在高端购物中心打造巴拉巴拉特色的实体零售空间。根据赢商网，2024年，巴拉巴拉计划重点发力大店、旗舰店和集合店，大店面积预计在800-1000平米，瞄准高端核心商圈选址。

图47：巴拉巴拉福州东百爱琴海MALL店



数据来源：赢商网，广发证券发展研究中心

图48：巴拉巴拉武汉武昌万象城店



数据来源：赢商网，广发证券发展研究中心

（3）营销

聚焦核心品类，强化品牌营销。根据公司财报，巴拉巴拉持续打造全域营销大事件，以“童年不一样”作为品牌传播的内核；同时聚焦心智品类投入营销资源。2024H1，“巴拉儿童防晒服”、“BalaT”等成为社交媒体上的品类Top关键词；奥运冠军田亮成为品牌大使，田亮在三亚举行的防晒新品发布会上进行现场直播；巴拉巴拉2024年下

半年还将继续以羽绒、冲锋衣等心智品类为核心，通过品牌大使合作、IP/设计师联名、营销大事件等多种形式传播品牌声量，根据公司官方公众号，公司于2024年10月举办热爱冬日羽绒秀场，巴拉巴拉品牌大使吴尊及子女亮相，进一步强化品牌领先地位，并为产品销售赋能。

图49：巴拉巴拉品牌大使吴尊及子女在热爱冬日羽绒秀场



数据来源：公司官方公众号，广发证券发展研究中心

图50：巴拉巴拉-美国MUSE设计金奖-清风防晒系列



数据来源：公司官方公众号，广发证券发展研究中心

表19：近年来巴拉巴拉品牌营销活动

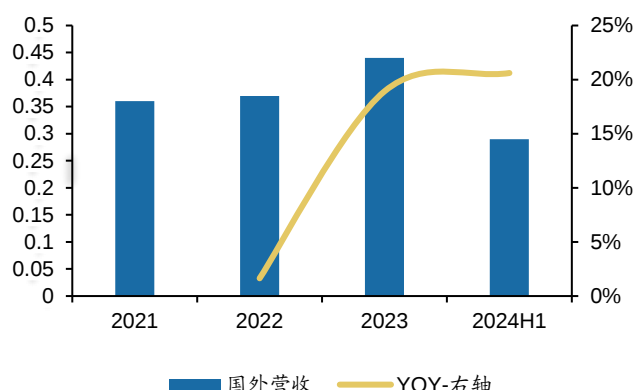
时间	营销活动
	“达人家庭合作”和“新品体验官”两种童装品类“种草”模式
2020	联名迪士尼、敦煌博物馆、梵高博物馆 IP 进行跨界合作 携手多位艺术家亮相上海时装周 以天猫超品日和抖音超品日为主要契机，整合线上线下营销资源触达目标人群
2021	在继续巩固天猫、唯品会等优势平台同时，全面拥抱直播赛道 在全域推进了品牌 SI 和 VM 升级，持续对品牌形象进行升级换代 以裤装、便服为核心的“虎力全开”新年季营销，以连衣裙为核心的“自在超裙”营销战役，以羽绒、裤装为核心的“冬日野不停”营销战役
2022	等，实现全域数十亿次的品牌曝光 推出了全球首个儿童数字人“谷雨”作为品牌形象代言人 在社交媒体平台联合明星与众多亲子类 KOL 互动
2023	巴拉巴拉以松松羽绒为链接，携手抖音电商超级品牌日将户外露营乐趣和城市活力相结合，首次打造大型羽绒艺术空间 连续三年成功携手抖音电商超级品牌日，“人货场”全维度升级
2024H1	“巴拉儿童防晒服”、“Bala T”等成为社交媒体上的品类 Top 关键词 奥运冠军田亮担任品牌大使，田亮在三亚举行的防晒新品发布会上进行现场直播

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3.品牌积极出海，2024H1海外布局加速

根据公司财报，2023年4月，公司设立海外事业部，构建组织及团队，面向海外市场实现线上线下全域经营，并在9月成功举办首次海外代理商客户会议，收获诸多业务发展建议及实效性解决策略，为海外业务注入强劲动力。2023年12月，巴拉巴拉在新加坡首店开业。截至2023年12月31日，公司已经开拓70家海外及中国香港地区店铺。2024H1，巴拉巴拉海外布局加速，不断提升在东南亚市场的品牌影响力，2024H1巴拉巴拉已在越南成功开设七家门店，并入驻东南亚电商平台 Shopee。

图51: 公司境外收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图52: 巴拉巴拉越南门店

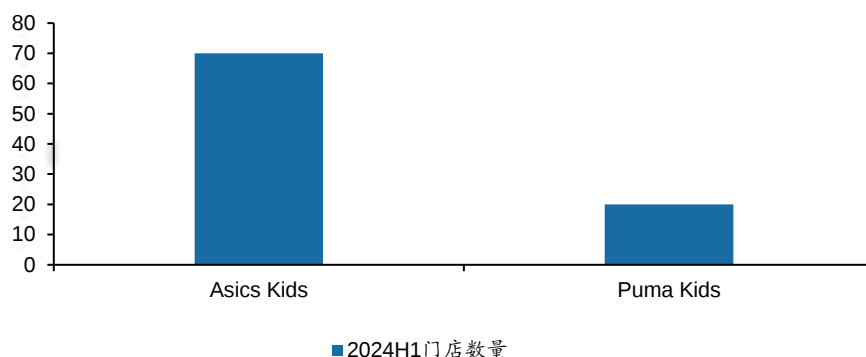


数据来源：赢商网，广发证券发展研究中心

4.旗下多品牌联合，发力儿童运动赛道

根据公司财报，2023年，公司成立儿童运动商品项目组，共享各品牌材料规划、供应链资源，并专注于“科技+运动”，贯穿各产品品类，提供场景的解决方案。公司代理的Asics Kids和Puma Kids，依托原品牌的强大品牌力，加之公司的渠道运营和供应链整合能力赋能，未来发展空间巨大。2024年，Asics Kids线上业务持续投入，谋求高增长；线下继续在核心购物中心拓展门店，建设数字化门店模型，通过直播、视频号等提升店铺效率，截至2024H1财报发布日，Asics Kids线下门店已经突破70家；Puma Kids重新梳理品牌目标人群，通过数字化手段实现精准触达，同时快速拓展线下渠道，截至2024H1财报发布日，Puma Kids线下门店已超过20家，协同全域各渠道达人资源，通过内容制作和直播带货，实现品牌目标人群的高效拉新、沉淀。此外，公司自有品牌巴拉巴拉加快孵化运动户外产品线；公司积极探索运动集合店模型，创新零售模式，满足不同消费者的需求。

图53: 2024H1 Asics Kids和Puma Kids国内门店数量

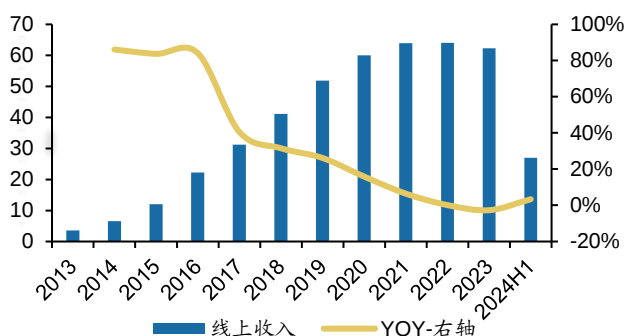


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、线上业务保持稳健增长，打通线上线下业务界限

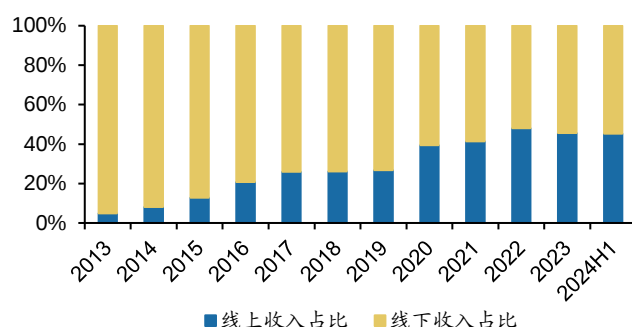
电商渠道是公司收入的重要增长动力，近年来收入占比呈提升趋势。根据公司财报，公司于2012年开展电商业务，分为线上直销与代销两种模式，其中，直销模式以在第三方电商平台开设线上店铺为主，代销模式主要系通过电商平台或分销商销售公司产品。公司电商收入2013-2023年CAGR为33.2%，2024H1，公司电商收入26.95亿元，同比增长3.4%。公司线上渠道收入占比呈现提升趋势，2024H1，公司电商收入占比为45.2%，相比2019年的26.8%提升18.4个百分点。

图54：公司电商收入（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图55：公司分渠道收入占比

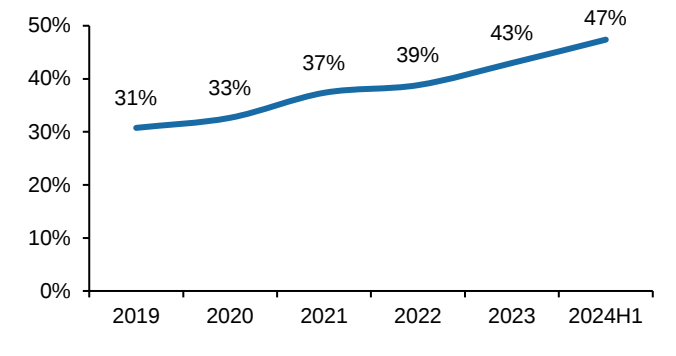


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司电商渠道发展历程：逐渐从去库存功能调整为主销渠道，线上线下逐渐打通，电商渠道毛利率逐渐提升。根据公司财报，公司线上业务成立之初，主要承担去库存的功能使命，之后也以低价+促销的方式迎合消费者的高性价比诉求。伴随电商渠道逐步发展，公司逐步将电商从去库存定位调整为主流销货渠道，线上线下同款同价商品占比不断提升（根据公司2024.4.23投资者关系活动记录表），以及控制线上新品销售折扣，线上盈利水平持续提升，线上渠道毛利率从2019年的31%提升至2024H1的47%。

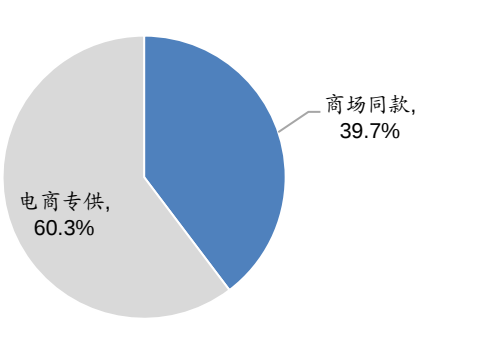
根据公司财报，2012年公司成立森马电子商务有限公司，开拓线上业务，主要承担去库存任务；2013年，公司成立电商童装品牌MiniBalabala；2016年，公司入驻拼多多，2018年入驻短视频平台，线上营收快速增长。2023年，天猫“双十一”期间，巴拉巴拉线上销售额连续9年蝉联母婴品类第一。此外，根据公司财报及投资者关系记录表（2019-06-13），张宏亮先生2006年加入森马，此前担任森马电商副总经理等工作，现任公司副总经理、公司零售事业部总经理，总管全渠道零售业务，进一步打通线上线下渠道，激发全域融合。

图56：公司电商渠道毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图57：线上线下同款同价商品占比（森马品牌）



数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

注：采取2024.10.18、2024.10.20、2024.10.24天猫旗舰店数据平均值

表20：近年森马品牌“双11”“618”排名（男装品类）

“双 11”排名					“618”排名			
排名	2021	2022	2023	2024 第一波	2021	2022	2023	2024
1	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库
2	波司登	波司登	波司登	波司登	南极人	海澜之家	海澜之家	海澜之家
3	太平鸟	太平鸟	太平鸟	太平鸟	花花公子	太平鸟	杰克琼斯	太平鸟
4	杰克琼斯	杰克琼斯	杰克琼斯	jackjones	海澜之家	杰克琼斯	太平鸟	利郎
5	GXG	GXG	gxg	骆驼	九森虎	GXG	GXG	GXG
6	森马	森马	拉夫劳伦	HAZZYS	太平鸟	森马	Tommyhilfiger	拉夫劳伦
7	海澜之家	雅戈尔	鸭鸭	GXG	罗蒙	Tommyhilfiger	hazzys	罗蒙
8	Beaster	罗蒙	海澜之家	GAP	森马	hazzys	UR	森马
9	Selected	海澜之家	森马	tommy hilfiger	雅戈尔	雅戈尔	森马	Jackjones
10	雅戈尔	花花公子	雅戈尔	森马	恒源祥	利郎	雅戈尔	hazzys

数据来源：亿邦动力，天下网商，广发证券发展研究中心

注：2024年第一波时间为2024（10.21 20:00 - 10.24 24: 00）

表21: 近年巴拉巴拉品牌“双11”“618”排名（童装品类）

排名	“双11”排名				“618”排名			
	2021	2022	2023	2024 第一波	2021	2022	2023	2024
1	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉
2	babycare	davebella	babycare	RALPH LAUREN	安踏	戴维贝拉	戴维贝拉	戴维贝拉
3	爱他美	优衣库	nike 儿童	DAVEBELLA	戴维贝拉	安踏儿童	MOODY TIGER	太平鸟儿童
4	耐克	Paw in Paw	安踏童装	安踏童装	南极人	优衣库	优衣库	mqd
5	安踏	mini balabala	davebella	FILA 童装	优衣库	南极人	太平鸟儿童	优衣库
6	好奇	太平鸟儿童	huggies	MINIPEACE	GAP	Paw in Paw	安踏儿童	Paw in Paw
7	davebella	安踏	nike	保姆鹅	Paw in Paw	英氏 Yeehoo	斐乐	安踏儿童
8	帮宝适	MQD	斐乐	TEENIEWEE NIEKIDS	斐乐	太平鸟儿童	英氏 Yeehoo	ellekids
9	好孩子	斐乐	好孩子	优衣库	迪士尼	Gap	Paw in Paw	Teenieweenie kids
10	嫚熙	英氏	优衣库	北面	太平鸟儿童	MOODYTIGER	尼多熊	MOODYTIGER

数据来源：亿邦动力，天下网商，知衣，广发证券发展研究中心

注：2024年第一波时间为2024（10.21 20:00 - 10.24 24: 00）

加快推进直播电商业务发展。根据公司财报，2023年6月，公司成立直播事业部，2023年7月通过全资子公司设立浙江森生不息电商直播有限公司，加快直播业务发展进程。2023年底直播基地投入使用。在渠道上，公司构建以抖音为核心，涵盖淘宝直播、快手、视频号、小红书等多元化平台的直播矩阵；在品牌上，公司深耕森马、巴拉巴拉两大基石品牌的同时，积极驱动迷你巴拉、森马儿童、彪马儿童、亚瑟士儿童等新兴品牌的快速发展。公司专注整合品牌、达人、优质供应链、平台等多方优势资源，打通直播全链路，积极构建一体化的直播运营平台。

图58: 公司温州直播基地和直播新星成长营



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

根据公司财报，2023年，在数字化建设发展方面，公司以打造“一套系统、一套标准、统一规划”为目标，完成SAP系统、营运系统及数据平台的融合再造；创新单店加盟业务模式、运用AI模型适配相关业务场景、采取全域货通等应用，实现效率效能的最大化。同时，推动智能化的供应链生产排单和产销协同的柔供决策平台，满足了产销端对于订单智能分配、产能执行追踪、材料库存在线与消耗优化、绿通规则在线等需求。

根据公司财报，2023年，公司数字化门店已覆盖公司多个品牌，超过4000家门店实现了直播业务、微信生态业务、本地生活业务、O2O业务和内容种草导流的多模块的广泛应用和差异化运营，带动实体门店销售的增长；2024H1，公司持续进行数字化能力构建通过直播、视频号等全域手段提升店铺效率。

五、盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

休闲装业务：2024-2026年，预计公司休闲装收入分别为42.91/45.47/48.21亿元，分别同比增长2.9%/6.0%/6.0%，其中预计线下收入分别为29.25/31.81/34.55亿元，分别同比增长8.9%/8.7%/8.6%，主要系预计公司恢复净开店，店铺数增长，以及预计公司门店形象升级，开大店开好店，预计店效提升；预计线上收入分别为13.66/13.66/13.66亿元，分别同比增长-8.0%/0.0%/0.0%。预计休闲装毛利率维持在38.0%。

童装业务：2024-2026年，预计公司童装收入分别为106.46/119.24/133.58亿元，分别同比增长13.6%/12.0%/12.0%，其中预计线下收入分别为51.91/56.52/61.45亿元，分别同比增长12.1%/8.9%/8.7%，主要系预计公司童装店铺数增长，以及预计公司门店形象升级，预计店效提升；预计线上收入分别为54.54/62.72/72.13亿元，分别同比增长8.0%/8.0%/8.0%。预计童装毛利率维持在46.8%。

期间费用率：2024-2026年，预计公司销售费用率分别为24.07%/23.81%/23.53%，主要系预计伴随收入规模增长有所摊薄；预计管理费用率维持在4.61%；预计研发费用率维持在2.06%。

整体来看：2024-2026年，我们预计公司营业收入分别为150.53/165.87/182.96亿元，分别同比增长10.2%/10.2%/10.3%，预计归母净利润分别为12.64/14.91/17.30亿元，分别同比增长12.7%/17.9%/16.0%，预计公司整体毛利率分别为44.2%/44.3%/44.4%，预计毛利率提升主要系高毛利率的童装业务占比有所提升；预计所得税率与往年基本保持平稳。

表22：公司盈利预测（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
休闲装业务	42.82	41.71	42.91	45.47	48.21
YOY	-14.8%	-2.6%	2.9%	6.0%	6.0%
线下收入	24.82	26.86	29.25	31.81	34.55
YOY	-15.4%	8.2%	8.9%	8.7%	8.6%
线上收入	18.00	14.85	13.66	13.66	13.66
YOY	-14.0%	-17.5%	-8.0%	0.0%	0.0%
毛利率	40.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
童装业务	89.33	93.73	106.46	119.24	133.58
YOY	-13.0%	4.9%	13.6%	12.0%	12.0%
线下收入	43.33	46.30	51.91	56.52	61.45
YOY	-27.5%	6.9%	12.1%	8.9%	8.7%
线上收入	46.00	47.43	54.54	62.72	72.13
YOY	7.0%	3.1%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	41.9%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%
营业收入(总)	133.31	136.61	150.53	165.87	182.96
YOY	-13.5%	2.5%	10.2%	10.2%	10.3%
毛利率	41.3%	44.0%	44.2%	44.3%	44.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计公司2024-2026年EPS分别为0.47元/股、0.55元/股、0.64元/股。参考公司过去五年市盈率，及当下市场环境，维持公司合理价值7.04元/股，对应24年15倍市盈率，维持“买入”评级。

图59：公司历史PE情况（截至2024.11.3）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：收盘价单位为元，PE单位为倍

六、风险提示

（一）终端销售不景气风险

目前中国经济增长处于降速阶段，进入发展新常态。从历史经验看，服装品牌零售作为传统的可选消费品，受外部经济环境影响较大，如果经济不景气，消费者预期收入降低，则终端零售将承受较大压力。

（二）行业竞争加剧风险

大众休闲装饰面临海外快时尚龙头的激烈竞争，童装行业近年来供给逐渐增长，新进入者不断，如果供给端的竞争日趋激烈，有可能导致企业经营承压，引起存货积压，会影响公司的收入增长和盈利能力。

（三）库存清理不达预期风险

公司渠道存货直接影响到加盟商的盈利能力，也将会对公司下一期的销售产生影响，如果公司未能有力的完成渠道存货清理工作，则可能对后期的业绩持续健康增长产生影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,670	13,406	14,934	15,995	17,182
货币资金	6,369	8,104	8,577	9,603	10,237
应收及预付	1,424	1,545	1,657	1,826	2,013
存货	3,847	2,747	3,681	3,543	3,901
其他流动资产	2,029	1,011	1,019	1,024	1,031
非流动资产	4,601	4,531	4,641	4,585	4,534
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,811	1,645	1,760	1,666	1,547
在建工程	16	95	130	188	234
无形资产	390	499	609	590	612
其他长期资产	2,385	2,291	2,141	2,141	2,141
资产总计	18,271	17,937	19,575	20,580	21,716
流动负债	7,156	6,281	7,425	8,060	8,766
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	5,376	4,227	5,273	5,799	6,385
其他流动负债	1,781	2,054	2,152	2,261	2,381
非流动负债	221	167	167	167	167
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	221	167	167	167	167
负债合计	7,377	6,448	7,592	8,227	8,934
股本	2,694	2,694	2,694	2,694	2,694
资本公积	2,813	2,813	2,813	2,813	2,813
留存收益	5,584	6,167	6,483	6,856	7,288
归属母公司股东权益	10,901	11,493	11,990	12,363	12,795
少数股东权益	-7	-5	-7	-9	-12
负债和股东权益	18,271	17,937	19,575	20,580	21,716

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13331	13661	15053	16587	18296
营业成本	7825	7647	8397	9236	10169
营业税金及附加	63	97	107	117	130
销售费用	3262	3294	3623	3949	4305
管理费用	590	630	694	765	843
研发费用	295	281	309	341	376
财务费用	-54	-159	-189	-207	-228
资产减值损失	541	481	489	498	496
公允价值变动收益	99	30	50	50	50
投资净收益	12	6	6	6	6
营业利润	871	1505	1694	1995	2312
营业外收支	-8	-17	-17	-17	-17
利润总额	864	1488	1677	1978	2295
所得税	254	368	415	489	568
净利润	610	1120	1262	1489	1727
少数股东损益	-27	-2	-2	-3	-3
归属母公司净利润	637	1122	1264	1491	1730
EBITDA	1824	2190	2593	2905	3323
EPS（元）	0.24	0.42	0.47	0.55	0.64

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,176	1,941	2,171	2,964	2,882
净利润	610	1,120	1,262	1,489	1,727
折旧摊销	528	478	670	726	850
营运资金变动	-546	-155	-203	299	-144
其它	584	498	442	451	449
投资活动现金流	1,867	566	-930	-820	-950
资本支出	-111	-261	-986	-726	-856
投资变动	1,971	800	0	-150	-150
其他	8	27	56	56	56
筹资活动现金流	-1,646	-783	-768	-1,118	-1,297
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	4	0	0	0
其他	-1,646	-787	-768	-1,118	-1,297
现金净增加额	1,397	1,725	473	1,026	635
期初现金余额	4,973	6,369	8,104	8,577	9,603
期末现金余额	6,369	8,095	8,577	9,603	10,237

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-13.5%	2.5%	10.2%	10.2%	10.3%
营业利润	-54.8%	72.8%	12.6%	17.8%	15.9%
归母净利润	-57.1%	76.1%	12.7%	17.9%	16.0%
获利能力					
毛利率	41.3%	44.0%	44.2%	44.3%	44.4%
净利率	4.6%	8.2%	8.4%	9.0%	9.4%
ROE	5.8%	9.8%	10.5%	12.1%	13.5%
ROIC	26.3%	40.4%	45.1%	64.2%	79.2%
偿债能力					
资产负债率	40.4%	35.9%	38.8%	40.0%	41.1%
净负债比率	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
流动比率	1.91	2.13	2.01	1.98	1.96
速动比率	1.35	1.66	1.49	1.51	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.75	0.80	0.83	0.87
应收账款周转率	9.82	10.48	10.48	10.48	10.48
存货周转率	1.99	2.32	2.28	2.61	2.61
每股指标（元）					
每股收益	0.24	0.42	0.47	0.55	0.64
每股经营现金流	0.44	0.72	0.81	1.10	1.07
每股净资产	4.05	4.27	4.45	4.59	4.75
估值比率					
P/E	22.16	13.86	12.98	11.00	9.49
P/B	1.30	1.35	1.37	1.33	1.28
EV/EBITDA	4.36	3.48	3.09	2.40	1.91

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在潜在的利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。