

2024年01月16日

## 买入（首次覆盖）

# 森马服饰（002563）：能力沉淀，再启新程

——公司深度报告

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

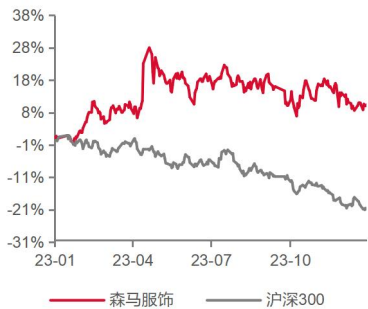
xjb@longone.com.cn

## 联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2024/01/16
收盘价	5.95
总股本(万股)	269,409
流通A股/B股(万股)	177,988/0
资产负债率(%)	35.81%
市净率(倍)	1.43
净资产收益率(加权)	7.50
12个月内最高/最低价	7.02/5.40



## 相关研究

- 1、嘉曼服饰（301276）：公司深度报告：收购暇步中国 IP，品牌资本化、全品类蓄力成长——20231208
- 2、童装行业深度报告：微雨洗山月，结构提质竞争优化——20231113

## 投资要点：

- **服装行业品牌众多、渠道碎片、红海持续，公司浮沉近30年成长为休闲服饰和童装双龙头。森马品牌以风格再调整、主打功能大单品、试水基本店和家庭店、搭建品牌矩阵应对品牌老化，巴拉巴拉品牌势能强大，以Asics Kids、PUMA KIDS补齐专业运动市场；公司具备万店基因，在门店开拓和管理上经验丰富，同时布局抖音等机会赛道，主推线上线下同价，盈利提升；体量居于头部、优质供应商集中度提升、配合订货制改革，快反和存货周转处于健康水平。2023年下半年来动销增强预示着短期拐点逐渐明朗；三年期维度重点关注渠道弹性，巴拉巴拉二三线购物中心加密、森马基本店+家庭店试水、出海进展成为重要成长机遇；中长期制胜点在于主品牌以外的多品牌打造能力。配套低估值高股息，攻守兼备，公司具有较高的投资价值。**
- **发展历程：公司的发展历程就是一部中国服装史缩影，构建了渠道、品牌、供应链的全方位领先优势。成立早期，把握中国服装的黄金十年加速拓店，门店数量近万家，建立深厚的线下渠道壁垒；行业库存危机期间，全流程重塑柔性供应链，以快反后端支撑快时尚“广覆盖、多触点”的前端布局。同时，差异化切入童装、果断上线电商，森马和巴拉巴拉品牌坐稳休闲服饰和童装领域领导品牌，童装和电商成为新业务和新渠道的增长点；疫后，门店净开（儿童服饰店、加盟店）、门店面积扩容（儿童服饰、加盟店）、坪效修复成为有力支撑，业绩渐次修复。锐意进取的组织底色是公司浮沉近30年、穿越行业周期的核心竞争力；存量博弈、红海持续的新背景下，依托品牌势能、渠道壁垒以及柔供等全方面领先优势，公司有望在渠道变革和海外探索机遇上取得新突破，引领业绩量质齐升。**
- **业绩：疫后修复，有望迎高质量增长。**受益于休闲服饰和儿童服饰双轮驱动、门店扩张、电商放量，公司在2007-2019年间高歌猛进，营收和归母净利润CAGR分别为22%和21%，其中2012-2015年因行业库存危机增速阶段性放缓。2020年以来，受Kidiliz和疫情双重拖累，业绩承压。2023年前三季度营收录得88.98亿元（-1%），归母净利润8.32亿元（+207%），营收降幅收窄，Q2和Q3已实现同比正增，利润端通过毛利改善和降费实现较好修复。
- **公司：森马迭代，巴拉巴拉加码二三线购物中心**
  - （1）品牌：**森马和巴拉巴拉分列休闲服饰和儿童服饰的领导品牌，两大主品牌霸榜榜单，主因产品数量做减法功能做加法、品牌理念贴近用户人文以及品宣精准化触达。公司打造心智产品，精简数量，同时补齐基础款的产品力不足。针对森马品牌式微，公司通过风格再调整、主打功能大单品、试水基本店和家庭店、搭建品牌矩阵等方式应对。巴拉巴拉发力Asics Kids、PUMA KIDS补齐专业运动鞋服。
  - （2）渠道：1>门店，组织架构科学高效+渠道利润丰厚+返利政策和退货政策优惠+加盟商资质讲究资源和实力使得门店数领跑同行。**巴拉巴拉开店空间可达6000家左右，增量主要来自二三线购物中心门店，按照150家/年的乐观偏谨慎的开店节奏，预计3-4年内开店空间无虞。森马和巴拉巴拉店效仍存修复提升空间。渠道下沉优化单店模型，二线城市较新一线城市的租金和人工有望降低三成和一成。**2>线上，**精选分销客户+把握平台增长机会推动线上营收占比近半；电商推行同款同价，毛利率从2019年的30.75%提升11pp至41.68%。考虑到线上折扣改善、线上代销的利润分配机制，线上毛利率有望小幅增长。**3>出海，**战略新高地，二次出海因宏观共识、历史经验沉淀、龙头影响力等成功确定性明显增强。
  - （3）柔供：**得益于优质供应商的稳定合作、订货制改革以及数智化升级，公司的快反周期

缩短至2周以内，逼近国际快时尚企业快反水平；总仓+前置仓构建全国物流网络；创始人+管理层+中坚骨干塑造优秀组织力量，产品经理责任制进一步提升组织效能。

- **投资建议：**公司作为休闲服饰和童装的双龙头，品牌、渠道壁垒和柔供能力突出。巴拉巴拉二三线购物中心加密、森马基本店+家庭店试水、出海进展成为重要成长机遇。预计2023/2024年公司归母净利润分别为11.1/15.5亿元，同比增速为74.67%/39.16%，对应EPS为0.41/0.57元/股，对应P/E为14/10倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**人口出生率下滑的风险；消费疲软的风险；门店拓展不及预期的风险；海外业务受阻的风险等。

### 盈利预测与估值

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,331.20	13,307.69	14,662.26	16,026.67
(+/-)(%)	-13.54%	-0.18%	10.18%	9.31%
归母净利润	637.00	1,112.63	1,548.31	1,784.95
(+/-)(%)	-57.15%	74.67%	39.16%	15.28%
EPS(元)	0.24	0.41	0.57	0.66
P/E	21.83	14.41	10.35	8.98

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年1月16日收盘价

## 正文目录

<b>1. 前言</b> .....	<b>6</b>
<b>2. 发展历程：浮沉起落，森立天地</b> .....	<b>7</b>
2.1. 发展红利期：1995-2011 年 .....	7
2.2. 库存危机期：2012-2015 年 .....	9
2.3. 消费提质期：2016-2019 年 .....	10
2.4. 增长探索期：2020 年至今 .....	12
<b>3. 简介：现代治理明确，股权激励锁定人才基础</b> .....	<b>13</b>
3.1. 股权结构：所有权和管理权分离，新一届领导班子到位 .....	13
3.2. 业绩：疫后修复，有望迎高质量增长 .....	15
<b>4. 公司：森马迭代，巴拉巴拉加码二三线购物中心</b> .....	<b>20</b>
4.1. 品牌：数量做减法，功能做加法 .....	21
4.2. 渠道：渠道下沉，加码二三线购物中心 .....	25
4.3. 柔供：产品经理责任制+全域数智化双重提效 .....	31
<b>5. 盈利预测</b> .....	<b>33</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>34</b>

## 图表目录

盈利预测与估值 .....	2
图 1 公司发展历程 .....	7
图 2 休闲服饰高速发展，童装起步 .....	8
图 3 公司虚拟经营模式 .....	9
图 4 服装产量（亿件） .....	10
图 5 外资快时尚品牌中国门店数（家） .....	10
图 6 2015-2019 年市场规模 .....	11
图 7 生育及配套性支持政策 .....	11
图 8 我国人口出生率持续走低（‰） .....	12
图 9 股权结构图 .....	13
图 10 2007-2023 前三季度营收及增速 .....	15
图 11 2007-2023 前三季度归母净利润及增速 .....	15
图 12 营收结构分产品 .....	16
图 13 营收结构分渠道 .....	16
图 14 营收增长分渠道 .....	16
图 15 可比公司毛利率 .....	17
图 16 可比公司各渠道毛利率水平 .....	17
图 17 毛利率分产品 .....	17
图 18 毛利率分渠道 .....	17
图 19 可比公司 2022 年期间费率比较 .....	18
图 20 公司期间费率 .....	18
图 21 公司销售费用明细 .....	18
图 22 公司管理费用明细 .....	18
图 23 销售费用重点科目 yoy .....	18
图 24 总资产结构 .....	19
图 25 净营业周期（天） .....	19
图 26 公司存货水平 .....	19
图 27 公司资本性支出（亿元） .....	20
图 28 可比公司分红比例（%） .....	20
图 29 可比公司 ROE 水平（%） .....	20
图 30 公司竞争力分析 .....	21
图 31 公司广告宣传费情况 .....	23
图 32 公司研发费用 .....	24
图 33 公司设计人员（名） .....	24
图 34 童装 CR5（%） .....	25
图 35 公司渠道结构 .....	25
图 36 门店数领先，加盟体系助推门店扩张 .....	26
图 37 线上线下费率剪刀差收敛 .....	28
图 38 巴拉巴拉第七代形象店铺 .....	29
图 39 线上营收情况 .....	30
图 40 可比公司存货/收入 .....	32
图 41 前五大供应商采购金额及占比 .....	32
图 42 可比公司员工人数（人，不含销售人员） .....	33
图 43 可比公司人均创收（万元/人，不含销售人员） .....	33
表 1 公司品牌代言人一览 .....	12

表 2 公司新一届领导班子 .....	14
表 3 股权激励和员工持股并行 .....	14
表 4 公司 ROE .....	20
表 5 品牌全貌 .....	21
表 6 可比公司线上粉丝数（万） .....	22
表 7 主要品牌的心智产品及功能面料 .....	24
表 8 渠道利润比较 .....	27
表 9 公司加盟要求 .....	27
表 10 巴拉巴拉开店空间（家） .....	28
表 11 租金和人工优化测算 .....	29
表 12 天猫双 11 母婴亲子品牌销售金额排行榜 .....	30
表 13 各渠道毛利率变化情况 .....	30
表 14 出海优选东南亚和中东 .....	31
表 15 5 个产业园 .....	32
表 16 营收拆分（万元） .....	33
附录：三大报表预测值 .....	35

## 1.前言

服装行业品牌众多、渠道碎片、红海竞争持续，公司自 1996 年成立以来以森马+加盟的模式快速发展，目前已成长为森马+巴拉巴拉、电商+加盟+直营的休闲和童装双驱、全渠道布局的发展业态。市场目前的担忧点在于品牌老化、渠道弱化以及柔供难敌库存高企，针对以上三点，我们的观点如下：

### 1、品牌老化的担忧

**存量品牌为有限资源。**服装行业基于“品牌第一性”，历史上森马服饰、美邦服饰等以门店驱动，茵曼、韩都衣舍等以风格+电商驱动，优衣库、香奈儿等以洋文化驱动三种路径在用户心智中建立起品牌认知，同时服装品牌需要通过“时间+”沉淀，因此新品牌培育难度较大，存量品牌即为有限资源。

**配合营销打造，老品牌可以焕新。**1>森马品牌，人群迭代、消费转向，针对森马品牌式微，公司以三种方式应对，第一，持续进行风格调整再适应新消费趋势，以功能面料、大单品为抓手，虚实结合实现品牌再造；第二，试水基本店和家庭店，以基本店实现品牌升维、立足一线城市，以家庭店构建全新购物体验、促进转化率，目前基本店和家庭店试点经营良好；第三，通过代理、被授权搭建品牌矩阵，大部分以轻资产方式运营。2>巴拉巴拉品牌，品牌势能强大，2022 年市占率 6.3%，与第二名有 4.4pp 的领先差距。针对专业运动风格短板，公司一方面扩大巴拉巴拉旗下运动品类规模，一方面发力被授权品牌中的 Asics Kids、PUMA KIDS。

### 2、渠道弱化的担忧

**电商主推线上线下同价，盈利提升。**2022 年服装线上渗透率为 37%，近 3 年仅增长 3pp。公司一方面积极布局抖音等机会赛道；另一方面，主推线上线下同价，营收阶段性受损，但盈利明显提升，2023H1 线上毛利率为 41.68%，较 2019 年提升 10.93pp。线上线下同价是平衡电商和门店利益的稳态格局，越来越多企业达成共识，头部企业先行，中小企业跟随，业绩逐渐从“增收不增利”过渡到“营收滞后于盈利”，最终实现“量质齐升”。

**门店吸引力增强。**线上货币化率持续提升，线下房租回落，线上线下载金剪刀差缩小，叠加强体验感受，门店吸引力增强，尤其是购物中心成为消费新高地。公司具备万店基因，在渠道利润分配、门店开拓、门店管理上经验丰富。巴拉巴拉依托品牌势能，一线城市加密、二三线城市下沉，开店确定性高；森马三四线加密、基本店和家庭店可期。

### 3、柔供难敌库存高企的担忧

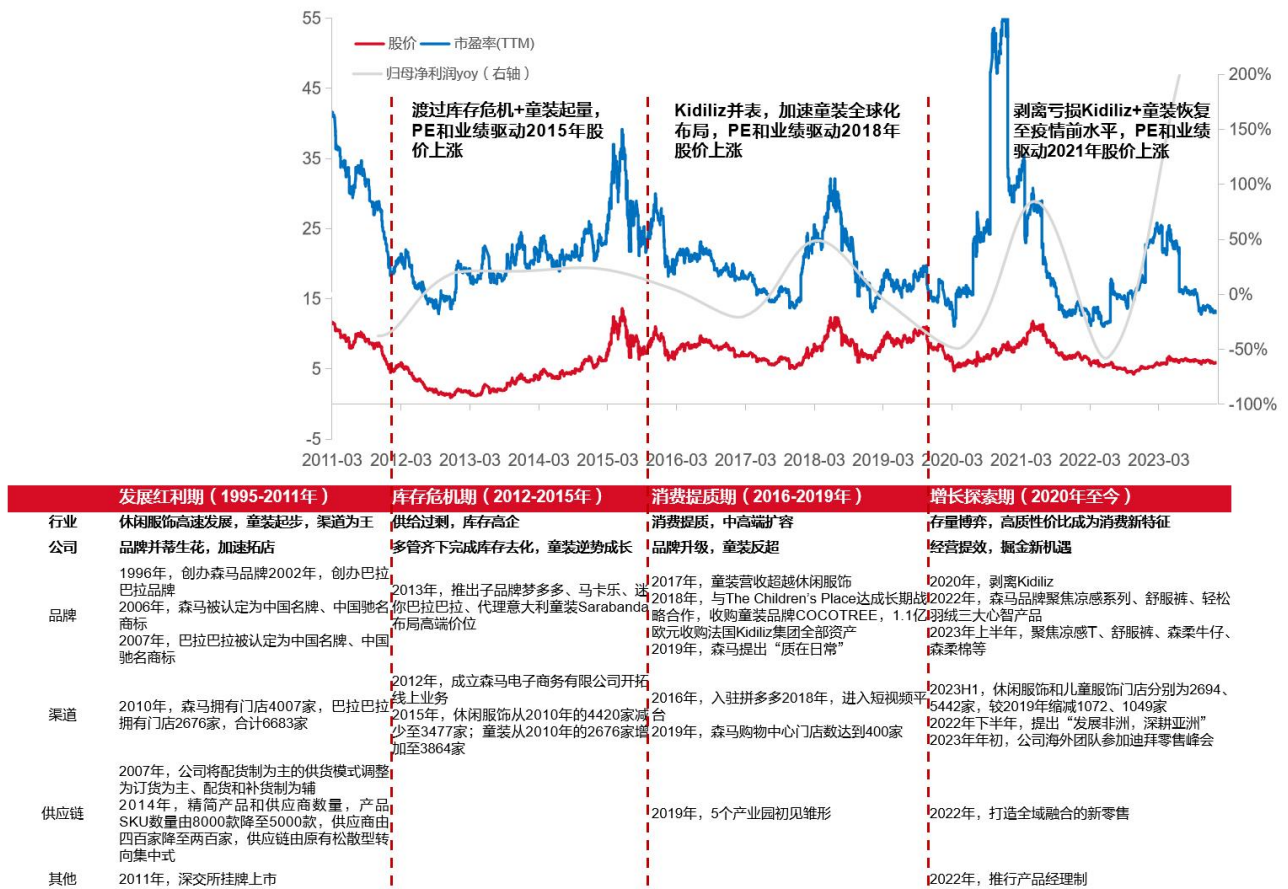
**柔供是当下解决产销不对称的最好方式。**服装行业产销不对称，天然会造成库存。柔供成于优衣库，被国内服装品牌竞相学习，极致于 Shein，凭借小单快反最大化抵消时间差，仍然是当下解决产销不对称的最好方式。柔供帮助公司渡过行业库存危机时期，同时将库存控制在可控范围内，当前库存问题主要是疫后的动销转弱所致。

**规模是柔供的必要条件。**长期稳定的产供合作关系可以提前锁定供应商产能和进行快速匹配，小单快反对供应商提出更大的成本挑战，需要通过采购规模来平衡。中小企业实现柔供的难度较大，公司的营收体量居于头部水平，优质供应商采购集中度持续提升。

## 2.发展历程：浮沉起落，森立天地

公司的发展历程就是一部中国服装史缩影，构建了渠道、品牌、供应链的全方位领先优势。成立早期，把握中国服装的黄金十年加速拓店，门店数量近万家，建立深厚的线下渠道壁垒；行业库存危机期间，全流程重塑柔性供应链，以快反后端支撑快时尚“广覆盖、多触点”的前端布局。同时，差异化切入童装、果断上线电商，森马和巴拉巴拉品牌坐稳休闲服饰和童装领域领导品牌，童装和电商成为新业务和新渠道的增长点；疫后，门店净开（儿童服饰店、加盟店）、门店面积扩容（儿童服饰、加盟店）、坪效修复成为有力支撑，业绩渐次修复。锐意进取的组织底色是公司浮沉近 30 年、穿越行业周期的核心竞争力；存量博弈、红海持续的新背景下，依托品牌势能、渠道壁垒以及柔供等全方面领先优势，公司有望在渠道变革和海外探索机遇上取得新突破，引领业绩量质齐升。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司年报，ifind，公开资料整理，东海证券研究所

### 2.1.发展红利期：1995-2011年

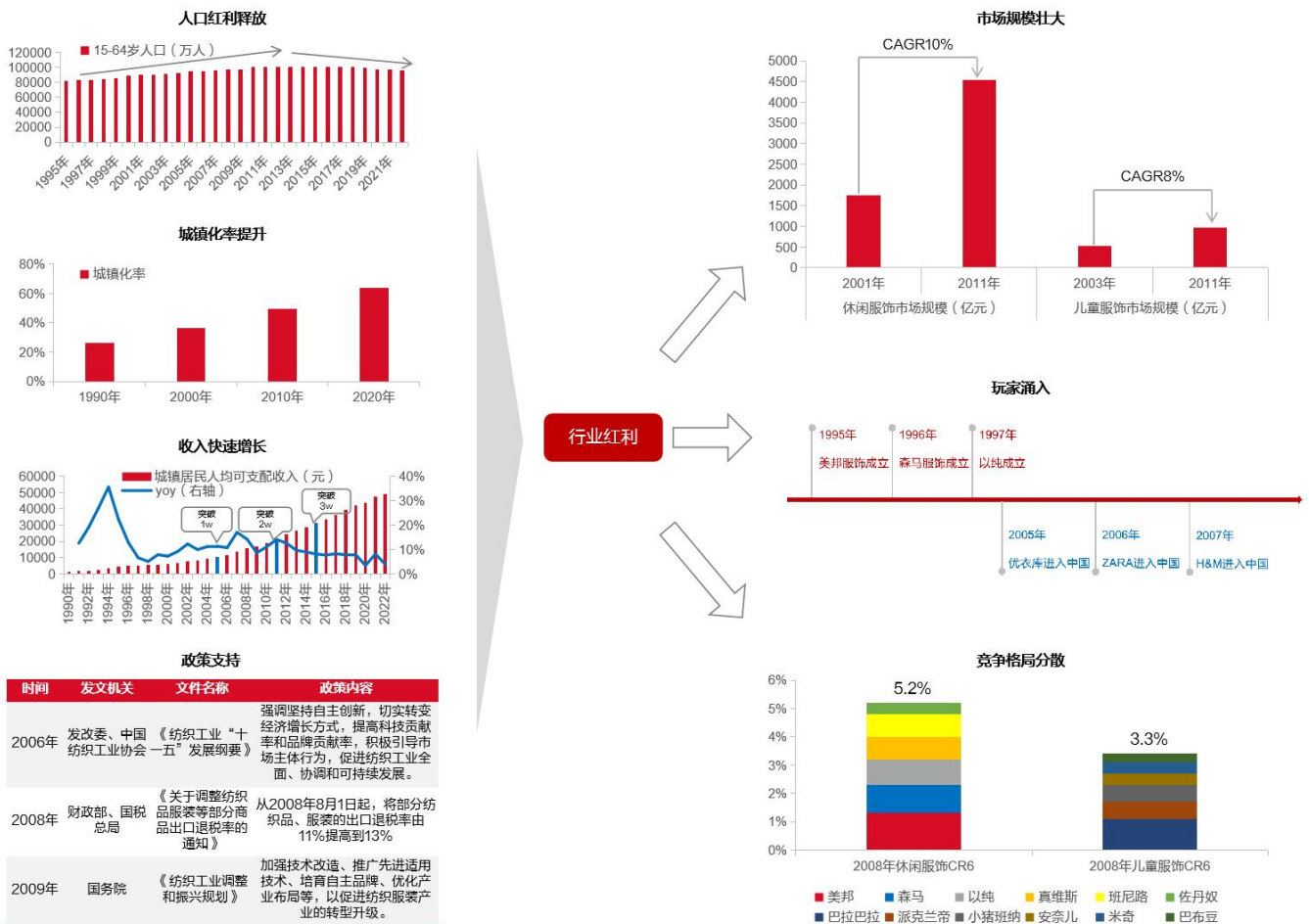
行业：休闲服饰高速发展，童装起步，渠道为王

1>休闲服饰：我国的服装产业起步于 20 世纪 50 年代，经过 40 年发展，叠加人口红利释放、城镇化率提升、收入快速增长、政策支持等于 90 年代迎来高速增长时期。休闲服饰因受众广、消费场景多元，成为占比最高以及增速较快的细分赛道。根据欧睿数据，2006 年休闲服饰市场规模为 3571 亿元，占比国内服装市场总量的 60%，2003-2011 年 CAGR 为 12%。美邦（1995 年）、森马（1996 年）、以纯（1997 年）等纷纷成立，外资企业优衣库（2005 年）、ZARA（2006 年）、H&M（2007 年）等开始进入中国。该时期，大众价格带成为主流消费市场，用户开始关注服装的个性化、潮流性、时尚性，渠道结构以百货

店专柜、专卖店为主，玩家通过门店快速扩张形成高密度布局触达用户。2008 年休闲装 CR6 为 5.2%，美邦服饰居首。整体上，进入壁垒低、多层次需求造就了分散的竞争格局，市场份额逐步向头部优势企业集中。

**2>童装：**我国童装萌芽于 90 年代，较欧美国家起步晚。受益于早期较高的出生率和逐步提升的儿童消费支出，呈现出较好的成长性，巴布豆（1994 年）、小猪班纳（1995 年）、安奈儿（1996 年）等纷纷成立。根据欧睿数据，2008 年童装市场规模为 858 亿元，2003-2011 年 CAGR 为 8%。2008 年 CR6 为 3.3%，巴拉巴拉以 1.1%居首，整体集中度较低。

图 2 休闲服饰高速发展，童装起步



资料来源：ifind，国务院新闻办公厅，森马服饰招股书，共研网，公开资料整理，东海证券研究所

**公司：品牌并蒂生花，加速拓店**

公司成立于 1996 年，模式上采用虚拟经营（掌握设计研发和品牌建设环节，将生产和渠道外包），同时秉持“小河有水大河满”的经营理念（与员工、合作伙伴等利益相关方形成事业和命运共同体），充分利用外部资源，创造和谐共赢的局面。

**1>品牌：**公司于 1996 年创办森马品牌，立足休闲服装，面向 18-35 岁大学生及年轻工薪群体，并于 2002 年创办巴拉巴拉品牌前瞻性切入童装领域，以事业部的组织架构分别管理。此后，公司通过投资、自主培育等方式进一步扩充休闲服饰品牌矩阵，风格更趋多元化，价格带和覆盖人群进一步延展。同时，巴拉巴拉推出小童、配饰、童鞋产品线，实现儿童产品线的全年龄段覆盖、打造一站式购物平台。**产品开发上**，公司联手法国 PROMOSTYLE、韩国色彩协会、上海奥美广告、上海东华大学、贝克莱尔设计咨询公司等紧贴市场潮流，将国际时尚元素与品牌主张有效结合。**宣传上**，公司加大广告宣传投入，通过升级品牌标语和

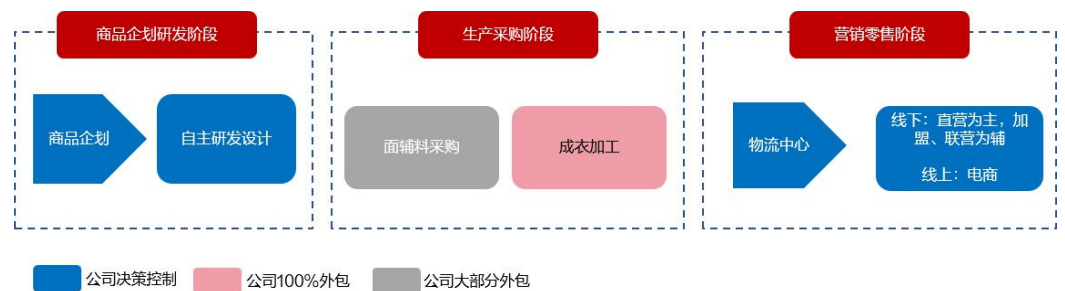


聘请代言人利用明星效应持续提升品牌力。森马和巴拉巴拉分别于 2006 年和 2007 年被认定为中国名牌、中国驰名商标，成为休闲服装和童装的头部品牌。

**2>供应链：**2007 年，公司将配货制为主的供货模式调整为订货为主、配货和补货制为辅，有效降低因销售不确定导致的库存积压。同时，与德国永恒力合作打造现代化物流配送中心，工业园的仓配服务赋能运营效率，存货周转天数保持在 75 天左右。

**3>渠道：**公司以直营树标杆，重点开在一二线城市，以加盟广布局，下沉至三四线城市。公司实现门店端快速扩张，2010 年，森马拥有门店 4007 家，巴拉巴拉拥有门店 2676 家，合计 6683 家。

**图 3 公司虚拟经营模式**



资料来源：招股书，东海证券研究所

## 2.2.库存危机期：2012-2015 年

**行业：供给过剩，库存高企**

**1>休闲服装：**服装产业长期跑赢整体社零，经过十余年的蓬勃发展开始面临竞争加剧、渠道变革带来的行业供给过剩危机。供给过剩主要原因在于，第一，中小服装企业大批量催生，2010 年服装产量达 299 亿件，相较于 1990 年的 21 亿件增幅达 13 倍；第二，电商起步于 21 世纪初，因线上 SKU 和价格具备明显的竞争优势，线下品牌向线上迁移以及淘品牌（茵曼、韩都衣舍、戎美等）大量涌现，服装的线上渗透率持续提升；第三，外资快时尚品牌顺应行业红利扩店增长，在一二线城市抢占份额。供给过剩导致库存高企，除外资快时尚品牌具备柔性供应链受损较轻外，大多数企业均面临高存货、低周转以及高减值的经营困境。

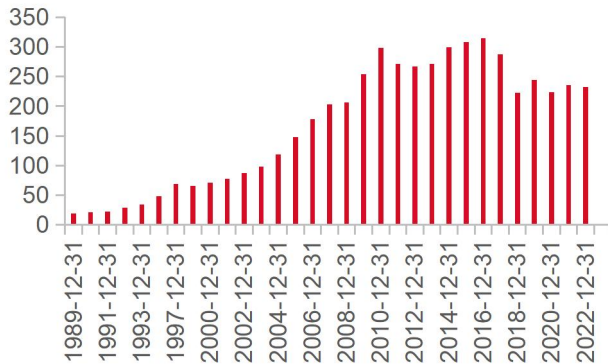
**优衣库向右：**优衣库高效的供应链能力使得库存控制在行业低水平，成功秘诀主要在于产品极简、销售管理精细化以及生产端小批量快反，同时三者相辅相成。**产品上**，相比于其他服装品牌 2000-5000 款 SKU 和追求多变的潮流化不同，优衣库 SKU 约为 1000 款，且以经典基础款为主，占比约为 70%。同时产品具备明显的纵深感，例如，一款畅销单品，往往区分出圆领、V 领，男女老少款全覆盖，颜色选择多达四五种颜色。羊毛夹克（1998 年）、吸湿快干 Polo 衫和 T 恤（2001 年）、羊绒衫（2003 年）、HEATTECH 系列（2008 年）等爆款单品持续引流、贡献营收主力。侧重基本款能够帮助企业在非标准化的服装行业趋向于做到类标准类，进一步打通后端的小批量快反。**销售管理上**，总部对门店充分放权+数字化管理工具使得公司能够紧密跟踪贴合销售情况，并通过实时监控、分析销售数据来制定生产量、调整营销方案。

**美邦服饰向左：**2011 年营收创纪录达到 99 亿元，但模式和经营短板积累，并在行业库存危机期暴露，推行对策未根治核心问题，门店数、业绩开始下滑。**管理上**，核心高管团队流失，公司缺乏经营主心骨。**产品上**，为压缩成本公司将设计环节部分外包，对研发设计的重视程度不足，从而使得产品面料、时尚度等弱于同行。**渠道上**，公司学习外资快消品的快

反供应链，门店端加大直营占比且推行大店模式，但产品 SKU、门店经营管理等未配套跟上，使得店效、坪效双双下滑。此外，不同于同行借助电商平台流量红利发展线上业务，公司投入重金自建“邦购”、“有范”自有电商平台，获取流量有限且黏性不足。

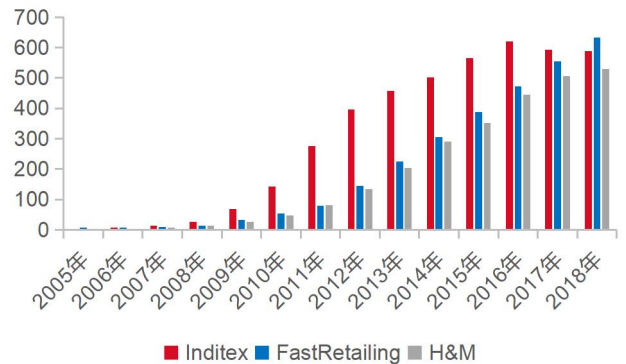
**2>童装：**针对出生水平持续走低，国家把人口均衡发展作为重大国家战略，2013 年提出“单独二胎”政策，2015 年国务院出台《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，全面实施二胎政策。

图 4 服装产量（亿件）



资料来源：国家统计局，ifind，东海证券研究所

图 5 外资快时尚品牌中国门店数（家）



资料来源：智研咨询，东海证券研究所

### 公司：多管齐下完成库存去化，童装逆势成长

**1>休闲服饰：**为摆脱库存高企的困境，公司发力产品以及线上线下。产品上，精简 SKU 数量，扩大单品采购规模以降低采购成本提升周转效率。门店端，一方面，关闭经营效率低下的门店，2015 年休闲服门店数为 3477 家，较 2010 年减少 530 家。另一方面，通过打折促销清理库存，同时加大退货比例帮助加盟商轻装上阵。此外，公司开展供应链改革，优化加盟商数量、扁平化渠道，加强对二级加盟商的支持力度，以此提升终端零售能力和店效。线上，2012 年公司成立森马电子商务有限公司开拓线上业务，电商承担去库存的使命。关店+促销+电商即时解决问题，产品和供应链改革深层次破解问题，多管齐下，库存压力明显减轻，库存周转天数从 2012 年的 84 天下降至 68 天。

**2>童装：**童装的竞争压力小于休闲服装，成长性进一步爆发，公司持续加码童装潜力赛道。一方面，复用休闲服饰成熟的加盟体系快速扩张门店，门店数从 2010 年的 2676 家增加至 2015 年的 3864 家。另一方面，通过投资、代理等方式扩宽品牌矩阵，2013 年公司推出子品牌梦多多填补童鞋市场、推出马卡乐定位 0-7 岁儿童一站式全品类服饰品牌、上线迷你巴拉主攻线上小童装、代理意大利童装 Sarabanda 布局高端价位等，形成多元差异化版图、覆盖更多空白市场。童装逆势成长、二增曲线凸显，营收从 2011 年的 21 亿元增长至 2015 年的 40 亿元，增幅达 93%，营收占比从 2011 年的 27%增长至 2015 年的 42%。

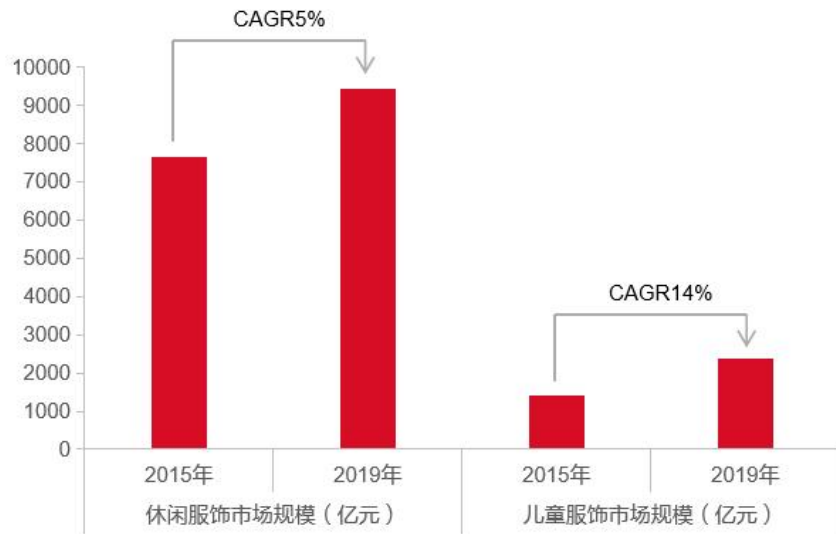
## 2.3.消费提质期：2016-2019 年

### 行业：消费提质，中高端扩容

经济快速发展，带动城镇人均可支配收入突破 3 万元，消费由供给驱动转变为需求驱动，消费需求明显提质，用户对休闲服装的关注点从时尚潮流转为简洁有质感，款式、面料、功能更佳的品牌享有更高的品牌溢价。整体上，休闲服装市场形成风格多元、价格不一的多层次的竞争格局，中高端市场扩容。生育政策催化下，2016 和 2017 年人口出生迎来小高峰，分别较 2015 年增长 14%、7%。2019 年休闲服饰和儿童服饰的市场规模分别为 9411 亿元

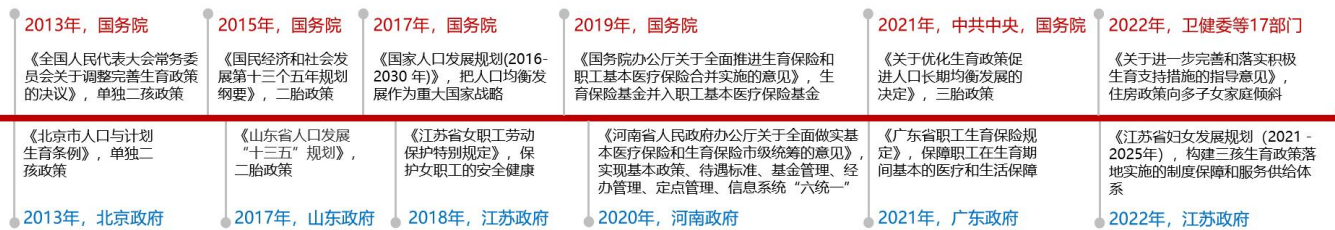
和 2391 亿元，2015-2019 年 CAGR 分别为 5%和 14%，休闲服饰市场规模增长放缓，儿童服饰量价齐升仍处加速期。

图 6 2015-2019 年市场规模



资料来源：欧睿，共研网，东海证券研究所

图 7 生育及配套性支持政策



资料来源：国务院，卫健委，公开资料整理，东海证券研究所

### 公司：品牌升级，童装反超

**1>休闲服饰：**应对新的消费趋势，改变低龄化、学生党的品牌老化形象，公司在品牌理念、渠道、营销上做了全方位升级。**产品上**，2019年，公司提出“质在日常”，设计风格强调简洁、侧重基础款，产品颜色从鲜艳色系调整为浅色系，材质以棉麻为主，整体更贴近日常生活。**渠道上**，公司在渠道端通过增加购物中心门店和店铺改造适配品牌升级。2017年，公司订立五年聚焦购物中心渠道的重大战略转型布局计划，2019年森马购物中心门店数达到 400 家。门店 logo 由白底绿字调整为黑白配，门店内 SKU 布局由填鸭式堆放调整为提案式排列，整体格调提升。**营销上**，公司采用代言人+时尚合伙人的复合营销方式带动品牌效应，2016年聘请流量小生杨洋作为品牌代言人，2017年聘请欧阳娜娜作为时尚合伙人，深度参与到个人服装线的前期设计、产品推广等活动。该时期，门店扩张放缓，店效提升明显，2019年门店数为 3766 家，较 2015 年仅增加 289 家，店效达到 174 万元/家，较 2015 年提升 12%。

**2>童装：**童装业务快速放量，成为业绩的首要贡献者。2015 年门店数超越休闲服饰，2017 年营收超越休闲服饰。公司开始通过资本化方式进行外延式发展，布局全球化市场。

2018年3月，公司与The Children's Place（北美最大全年龄段专业童装品牌）达成长期战略合作；同年5月，收购童装品牌COCOTREE，开始拓展少年装市场；同年10月，以约1.1亿欧元（约合人民币8.44亿元）收购法国Kidiliz集团全部资产。2019年，巴拉巴拉市占率达7.3%，龙头地位明显，同时借助收购成为全球仅次于Carter's的第二大童装公司。

**3>电商：**电商逐渐从去库存的功能调整为主销渠道，子品牌均有独立电商团队运营。同时，公司较早拥抱直播社交，把握线上新增长机遇。2016年入驻拼多多，2018年进入短视频平台，线上营收快速增长，2019年营收占比提升至28%。

表1 公司品牌代言人一览

品牌标语/理念	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
时间	1996-2002年	2003-2008年	2009-2018年	2019年至今
代言人		谢霆锋、TWINS、罗志祥、SJ-M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	

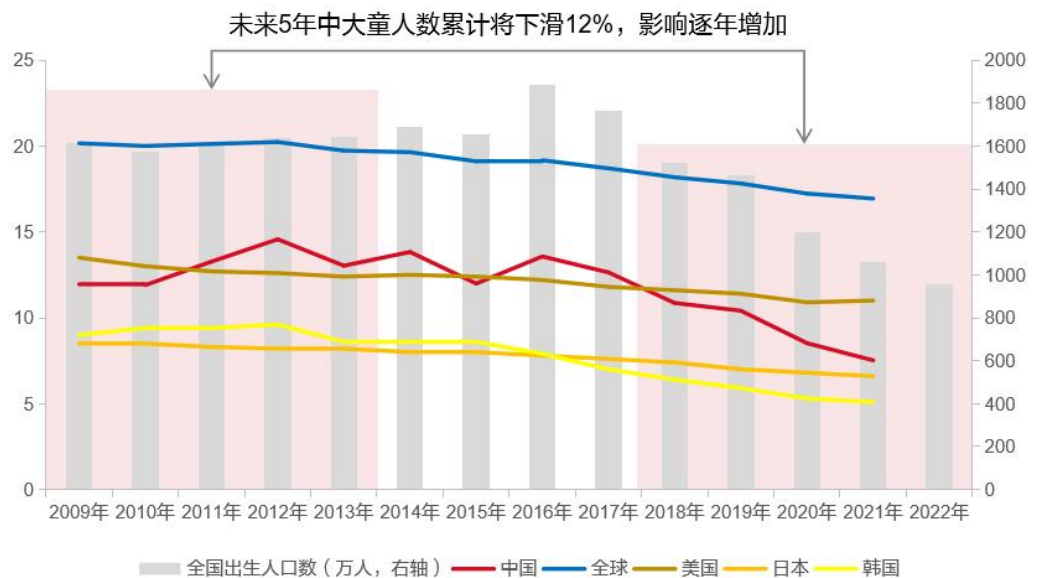
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

## 2.4.增长探索期：2020年至今

行业：存量博弈，高质性价比成为消费新特征

休闲服饰红海竞争持续，出生率屡创新低影响小童装市场规模并进而传导至大童装，线上渗透率趋稳，市场格局由增量成长转为存量博弈，竞争加剧。三年疫情使得线下业务受损严重，门店端普遍收缩，同时消费趋势发生明显变化，用户消费更偏高质性价比。

图8 我国人口出生率持续走低（‰）



资料来源：ifind，东海证券研究所

公司：经营提效，掘金新机遇

经营方式更加聚焦、精细化，一方面，公司剥离Kidiliz和优化经营不力门店，另一方面，公司持续进行门店端升级，加大购物中心比重、提升新零售渗透。受欧洲疫情和黄马甲影响，Kidiliz并表后不及预期拖累整体业绩，后于2020年被剥离。2023H1休闲服饰和儿童服饰门店分别为2694、5442家，较2019年缩减1072、1049家；该时期，营收波动、业绩下

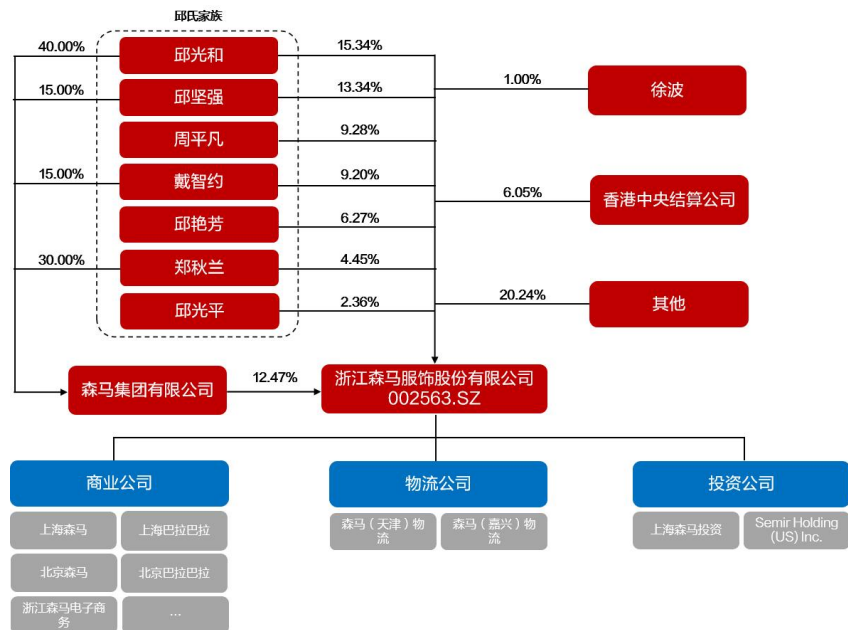
滑明显，2022 年实现营收 133 亿元，对应两年期 CAGR-6%，实现归母净利润 6 亿元，对应两年期 CAGR-11%，儿童服饰店、加盟店得益于门店净开率先实现业绩修复。在渠道变革以及海外探索机遇上，提升经营效率、寻找增量市场成为公司重要挑战。

### 3.简介：现代治理明确，股权激励锁定人才基础

#### 3.1.股权结构：所有权和管理权分离，新一届领导班子到位

**家族持股超 7 成，享有绝对控制权。**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%，对公司享有绝对控制权。总经理徐波直接持有 1.00% 股份。公司股权结构整体稳定。截至 2023 年半年报，公司旗下拥有 54 家子公司，包括上海森马、上海巴拉巴拉、浙江森马电子商务、森马（天津）物流、森马（嘉兴）物流、上海森马投资等销售、电商、物流、投资公司。

图 9 股权结构图



资料来源：ifind，东海证券研究所，截至三季报

**所有权和管理权分离，新一届领导班子到位。**2018 年，徐波出任森马总经理，家族企业逐渐退出日常经营管理，目前邱坚强担任董事长，公司所有权和管理权分离的代理制度明确。2023 年 1 月，邵飞春（曾任温州中网计算机和杭州联中网络 CEO，2016 年 11 月加入公司负责森马电商）、张伟（曾任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，2019 年 4 月加入公司担任首席人力资源官）、陈嘉宁（曾任耐克大中华区销售副总裁，2020 年 1 月加入公司担任联席总经理）任期满离任，新一届领导班子到位。成员大多较早进入公司，具备销售、管理、品牌及门店经营等综合能力。其中总经理徐波一毕业即进入公司，历任市场专员、市场管理科主管、物流主任、计划主管、销售部长等，以销售为导向、踏实务本、创新变革，曾作为森马、巴拉巴拉、马卡乐、棵棵树等品牌掌舵人带领品牌和公司实现高增长业绩成果。

表 2 公司新一届领导班子

姓名	职务	年龄	简历	持股比例
徐波	董事、总经理	49	中欧国际工商学院 EMBA 毕业。历任市场专员、市场管理科主管、物流主任、计划主管、销售部长，森马、巴拉巴拉、马卡乐、棵棵树等品牌掌舵人。中国流行色协会副会长，中国纺织规划研究会副会长，中国服装行业协会童装专业委员会副秘书长，浙江省服装协会童装分会副会长。	1.00%
陈新生	董事、副总经理、财务总监	53	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。	0.01%
钟德达	副总经理、巴拉巴拉事业部总经理	44	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。	0.20%
张宏亮	副总经理、公司零售事业部总经理	41	本科学历，工学学士，2006 年加入森马。	0.20%
黄剑忠	副总经理、瓯海区人大常委会委员	58	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，温州黄牛皮革有限公司副总经理，森马集团有限公司副总裁等职务。	0.00%
宗惠春	董事会秘书、总经理助理	55	本科学历，经济师。历任本公司证券部部长、证券事务代表、董事会秘书。	0.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

**股权激励和员工持股并行，保障长线发展人才基础。**公司分别两次出台限制性股权激励和员工持股计划，2015 年推行第一期限限制性股票激励计划，以 5.92 元/股授予 439 名员工 1454.04 万股份，合计占比 0.56%；2018 年推行第二期限限制性股票激励计划，以 4.80 元/股授予 501 名员工 1423.41 万股份，合计占比 0.54%。2018 年推行第一期员工持股计划，授予 98 名员工，涉及 5 名高管和 93 名骨干；2020 年推行第二期员工持股计划，授予 98 名员工，涉及 2 名高管和 96 名骨干。限制性股权激励计划以激发员工干劲为主，对营收和利润同时设置较高解锁条件且利润指标高于营收指标，2016、2017 和 2020 年因业绩不达标未能解锁。员工持股计划以回报为主，惠及关键骨干，有效绑定中坚力量。

表 3 股权激励和员工持股并行

激励计划	公告时间	激励对象	两次出台股权激励激发员工干劲			解锁安排	业绩是否达成
			授予价格 (元/股)	授予数量 (万股)	占公告日 股本比例		
第一期限限制性股票激励计划	2015 年	董事和高管 3 人、中层管理人员和核心骨干 436 人，共计 439 人	5.92	1454.04	0.56%	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%	2016 年和 2017 年未达成
第二期限限制性股票激励计划	2018 年	核心骨干共计 501 人	4.80	1423.41	0.54%	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%	2020 年未达成

两次出台员工持股计划绑定中坚力量

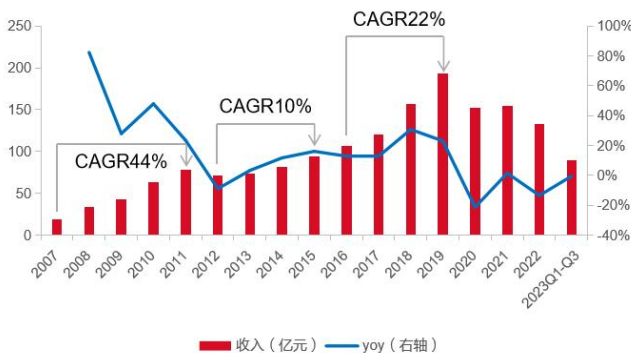
公告时间	持有人	授予价格 (元/股)	筹集资金 总额上限 (万元)	状态
第一期员工持股计划 2018年	董事和高管 5 人， 中层管理人员和核心骨干 93 人，共计 98 人	14.1	11980	出售完毕 终止
第二期员工持股计划 2020年	董事和高管 2 人， 关键员工 96 人，共计 98 人	7.83	11818	出售完毕 终止

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 3.2.业绩：疫后修复，有望迎高质量增长

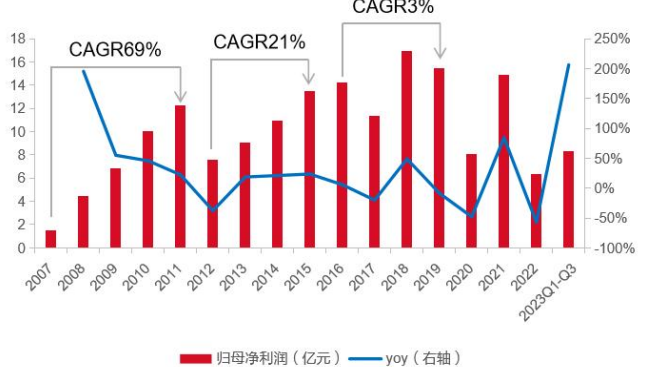
**营收及净利润：疫后修复，有望迎高质量增长。**受益于休闲服饰和儿童服饰双轮驱动、门店扩张、电商放量，公司在 2007-2019 年间高歌猛进，营收和归母净利润 CAGR 分别为 22%和 21%，其中 2012-2015 年因行业库存危机增速阶段性放缓。2020 年以来，受 Kidiliz 和疫情双重拖累，业绩承压。2023 年前三季度营收录得 88.98 亿元（-1%），归母净利润 8.32 亿元（+207%），营收降幅收窄，Q2 和 Q3 已实现同比正增，利润端通过毛利改善和降费实现较好修复。

图 10 2007-2023 前三季度营收及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 11 2007-2023 前三季度归母净利润及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

#### 营收拆分：儿童服饰店、加盟店得益于门店净开率先实现业绩修复

**1>分产品**，儿童服饰的景气度高于休闲服饰，2017 年儿童服饰营收占比过半，2023H1 占比近 7 成，成为业绩驱动主力军。2019 年之前儿童服饰和休闲服饰均表现为正增长，儿童服饰受益门店数、店效双升营收实现 20%+ 的高增长，休闲服饰因门店增长停滞维持低增，两者的成长差距扩大。因高端 Kidiliz 并表带来的外延式增长，2018 年、2019 年儿童服饰门店数扩容、坪效提升带动营收增长达 40%+，2019 年儿童服饰店效超越休闲服饰。2020-2022 年，儿童服饰因 Kidiliz 剥离和疫情、休闲服饰因疫情业绩均承压，两者增速差距缩小。2023H1 儿童服饰和休闲服饰营收分别同比+6%、-15%，儿童服饰得益于门店净开率先实现业绩修复，恢复至疫情前水平。

**2>分渠道**，疫情之前各渠道均保持较快增长，直营增速>线上>加盟，联营基数小起势快，由 Kidiliz 并表所致。疫情以来，渠道表现分化，线上稳健，直营面积提升但不抵坪效下降明显、加盟坪效亦受较大影响，门店端受损严重。2022 年线上占比近 50%，2023H1 加

盟营收因门店净开、直营因坪效恢复均呈现修复趋势，联营店已缩减至 66 家，对营收贡献较小。

图 12 营收结构分产品

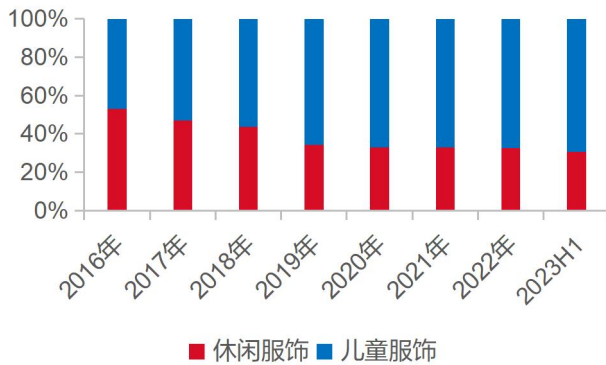
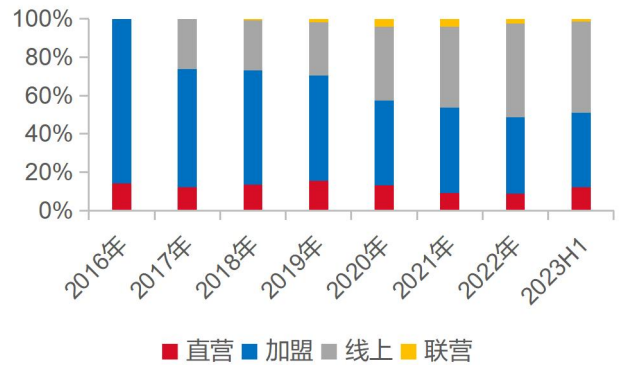


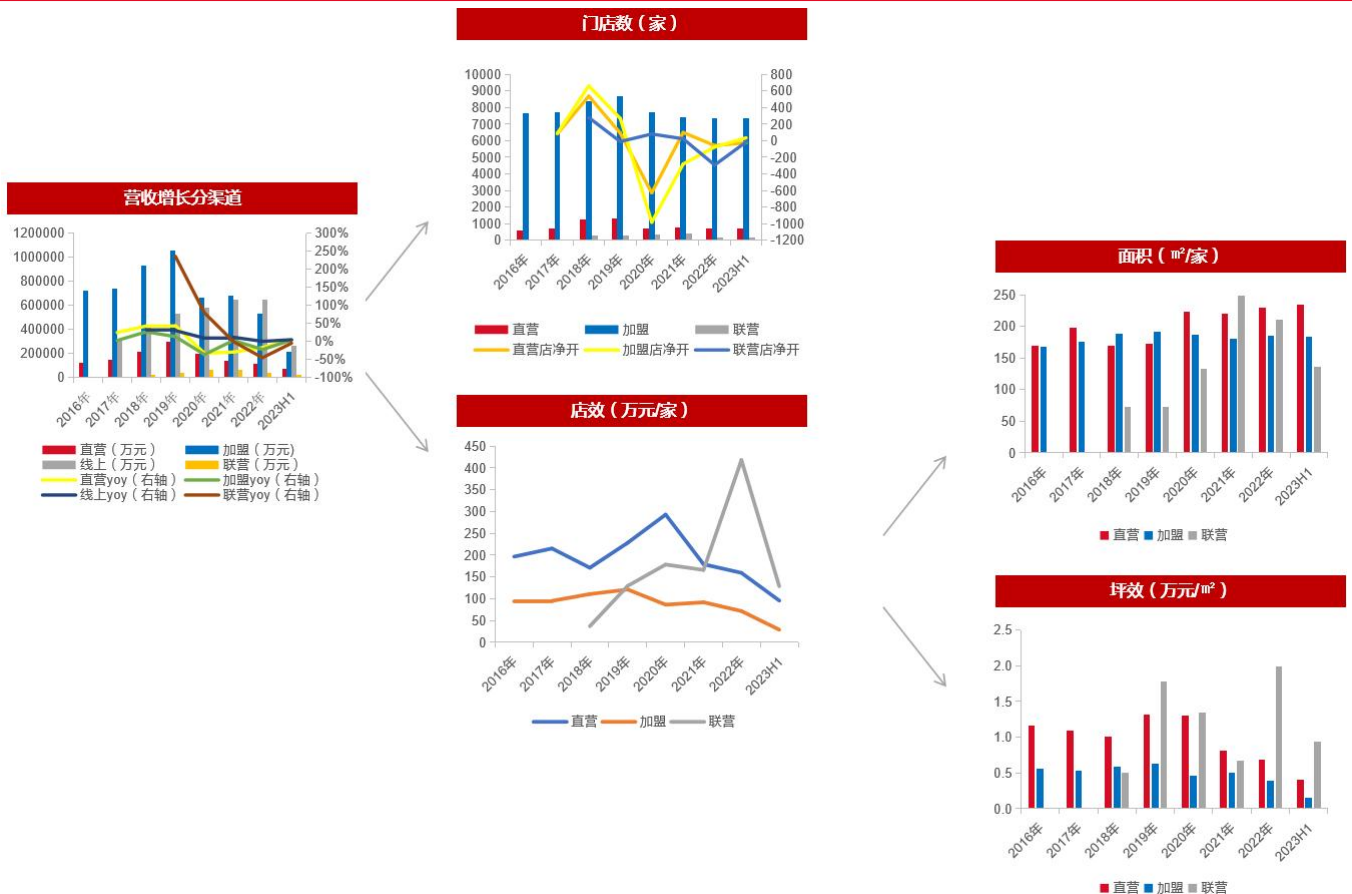
图 13 营收结构分渠道



资料来源: ifind, 东海证券研究所

资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 14 营收增长分渠道



资料来源: ifind, 东海证券研究所

毛利率: 直营比肩同行, 品牌定位升级+折扣改善助力毛利率提升

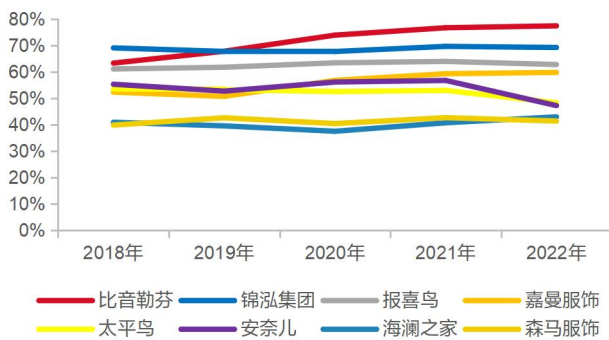
1>整体看, 公司毛利率保持在 40% 上下, 处于行业低分位, 原因主要在于线上和加盟占比较大的渠道结构性因素。单看直营店毛利率, 公司毛利率仅次于高端定位的比音勒芬和锦泓集团。2019 年以来毛利率表现为波动上升, 2020 年受运费计入营业成本和净额法变更



为总额法的会计政策调整影响表现为略降，2023H1 毛利率为 44.64%，较 2019 年提升 2.11pp。

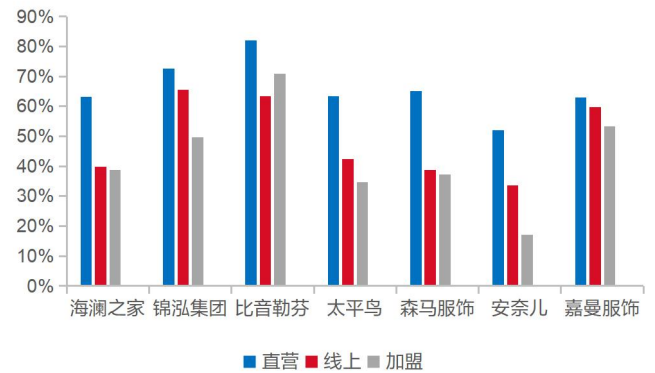
**2>拆分看**，2023H1 儿童服饰和休闲服饰毛利率分别为 46.43%、40.64%，较 2019 年分别提升 0.37pp、5.04pp。儿童服饰毛利率高于休闲服饰，休闲服饰毛利率提升更快，预计与品牌定位升级、折扣改善有关。2023H1 直营、联营、线上、加盟毛利率分别为 70.39%、62.66%、41.68%、39.54%，较 2019 年分别提升 12.43pp、9.78pp、10.93pp、1.38pp。直营和联营的毛利率>线上>加盟，主因线上承担去库存功能、加盟存在渠道商分润。除加盟以外，联营、直营和线上毛利率均保持较快提升速度，预计与保障加盟商渠道利润、线上线折扣控制有关。

图 15 可比公司毛利率



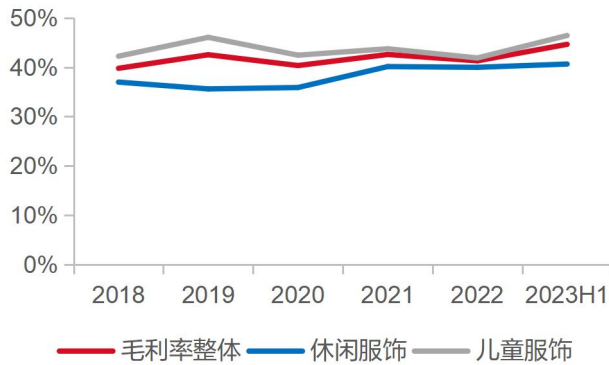
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 16 可比公司各渠道毛利率水平



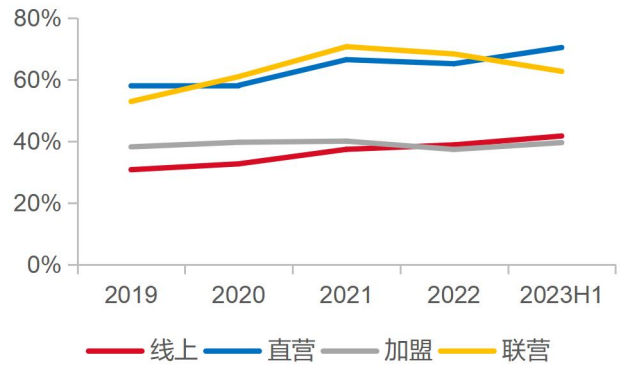
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 17 毛利率分产品



资料来源：ifind，东海证券研究所

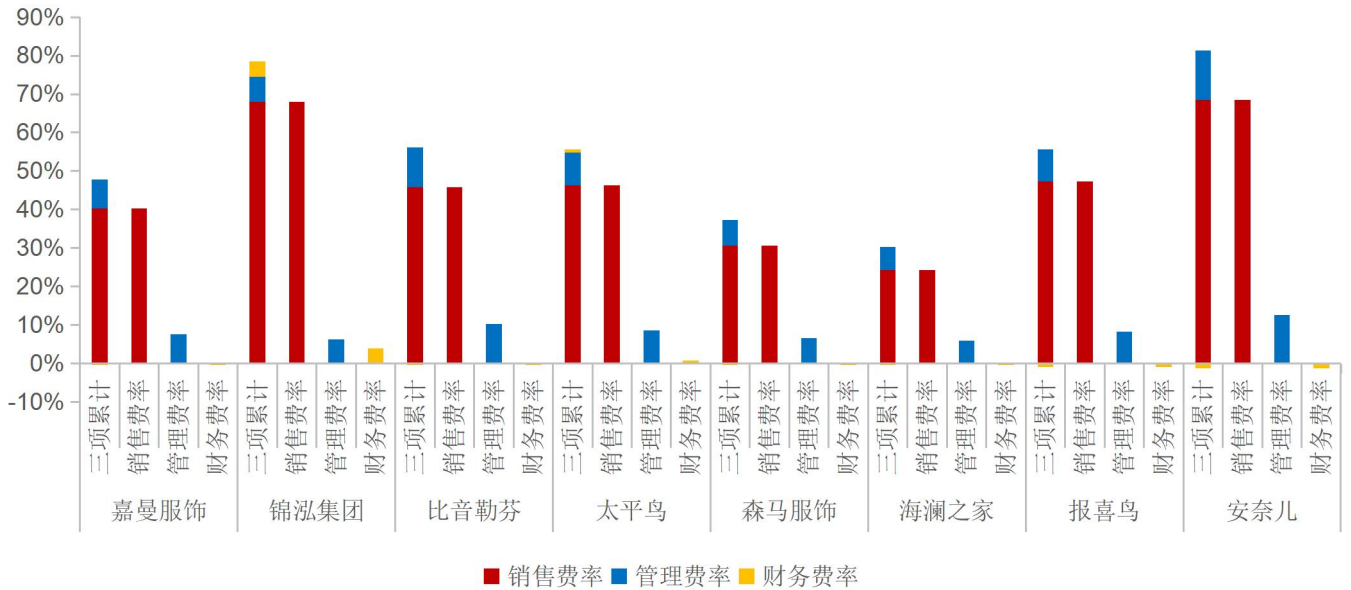
图 18 毛利率分渠道



资料来源：ifind，东海证券研究所

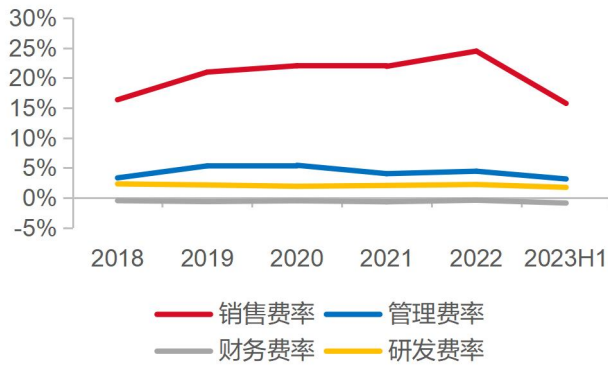
**费率：费用优化、折扣改善成效凸显。**得益于规模基数，公司期间费率处于行业低水平。管理费率稳健，销售费率占比超八成，是 2018-2022 年期间费率波动上升的主因，2022 年销售费率为 24.47%，较 2018 年提升 8.12pp。一方面，公司重视线上线下全域推广，广告宣传费和服务费 2018-2022 年 CAGR 为 19.17%；另一方面，自 2020 年以来，门店缩减优化，使得工资费率下降、服务费率上升。2023 年上半年，公司费用优化、折扣改善成效凸显，广告宣传费用仅为 2.32 亿元（-21.59%），带动销售费率下降 10.41pp。

图 19 可比公司 2022 年期间费率比较



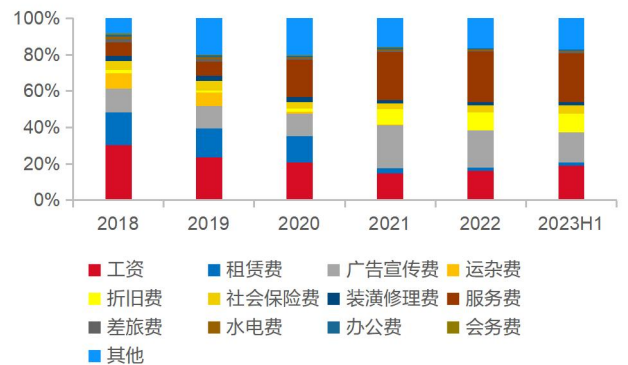
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 20 公司期间费率



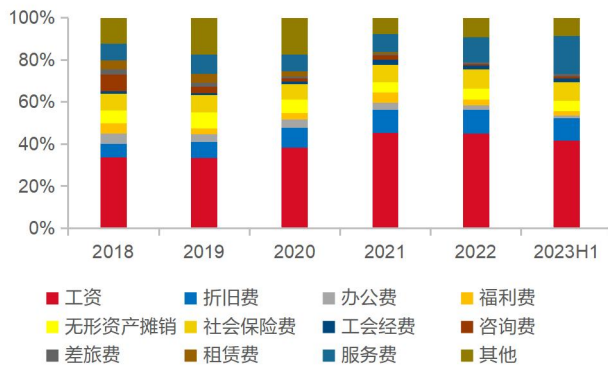
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 21 公司销售费用明细



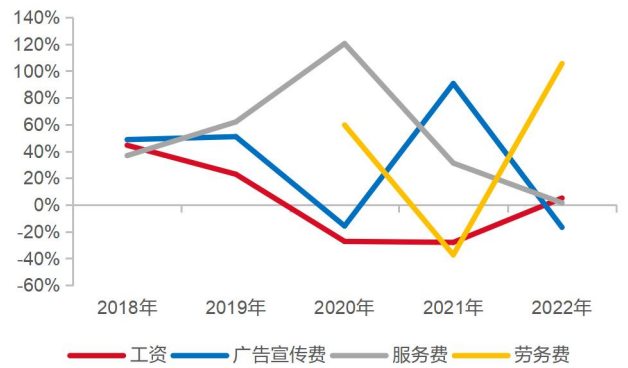
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 22 公司管理费用明细



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 23 销售费用重点科目 yoy



资料来源: ifind, 东海证券研究所

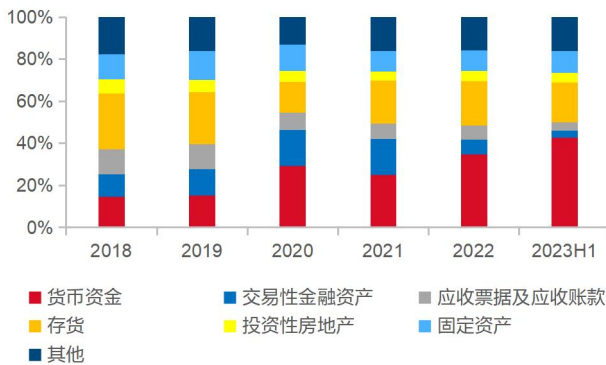
现金流: 现金储备充足, 存货周转天数处于行业低水平, 分红比率领跑

**1>存货**，公司流动资产占比7成，截至2023H1货币资金高达72亿元，现金储备充足，无长短期借款，资产质量较高，抗风险能力强。得益于小单快反的柔性供应链，存货周转天数处于行业低水平，2022年因动销疲软周转天数从2021年的133天上升48天至181天带动净营业周期上升。存货多为两年以下库龄，存货减值比例较为稳定。

**2>流动性**，销售渠道以线上、加盟为主，因此应收账款/票据周转天数稳定在40天以内，同时，伴随话语权增强，应付账款/票据呈上行趋势。销售收现/营业收入和经营活动现金流净额/净利润大多数大于1。2020年因Kidiliz亏损拖累和控货去库存，经营活动现金流净额/净利润远远大于1。

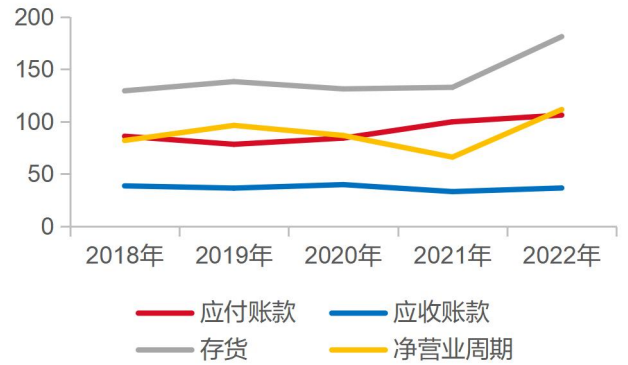
**3>资本性支出**，公司的资本性支出以投资和股利分配为主，2018年收购Kidiliz占用8.44亿元，分红常态化且分红比例领跑同行，近五年分红比例为75%+。

图 24 总资产结构



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 25 净营业周期 (天)



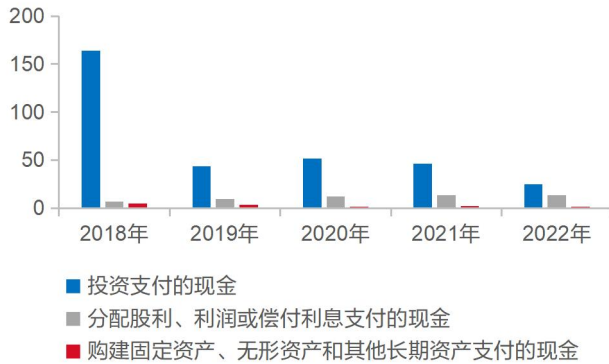
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 26 公司存货水平



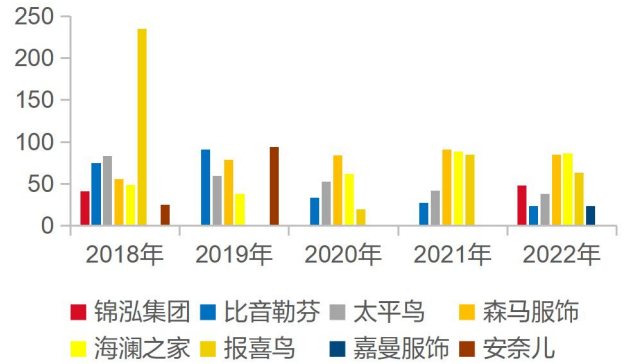
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 27 公司资本性支出 (亿元)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

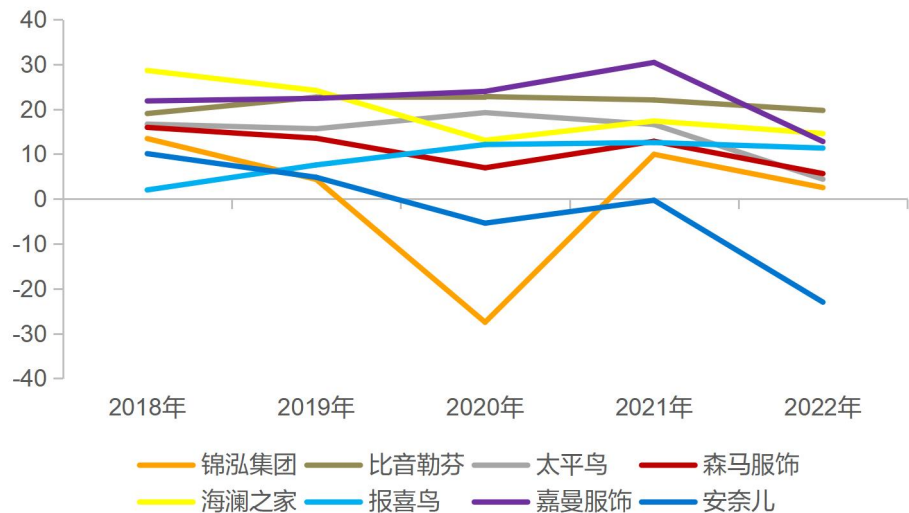
图 28 可比公司分红比例 (%)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

**ROE: 净利率拖累, 仍有上行空间。**公司 ROE 处于行业平均水平, 近三年波动明显, 2020 年和 2022 年不足 8%, 原因在于, 一方面, 营收增长疲软, 折扣去库、股权激励导致费用增加, 从而影响净利表现; 另一方面, 库存加重、账面现金充足, 从而导致资产周转率下滑。预计未来随着消费回暖、库存改善、费用管控、资产高效利用, ROE 仍有较大上行空间。

图 29 可比公司 ROE 水平 (%)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 4 公司 ROE

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
ROE(%)	15.94	13.53	6.93	12.85	5.65
销售净利率(%)	10.70	7.93	5.22	9.63	4.57
权益乘数	1.42	1.45	1.45	1.60	1.69
总资产周转率(次)	1.04	1.17	0.90	0.83	0.70

资料来源: ifind, 东海证券研究所

## 4.公司: 森马迭代, 巴拉巴拉加码二三线购物中心

大众休闲服饰因覆盖人群和消费场景广泛造就了广阔的市场空间，但风格、价格竞争充分导致格局分散。公司脱颖而出，一是制胜于产品多元、渠道数量领先的规模显性竞争，二是制胜于柔性供应链的效率隐性竞争，即满足多层次的消费需求支撑和保持低库存水平。近年来，公司通过打造核心单品进行产品提质、渠道下沉+探索海外+布局购物中心进行渠道加密和优化、全域数字化赋能进行供应链升级等多项举措全方位夯实内功，驶入健康化增长快车道。

图 30 公司竞争力分析



资料来源：东海证券研究所

## 4.1.品牌：数量做减法，功能做加法

品牌矩阵横跨休闲服饰和儿童服饰，儿童服饰纵向延伸。公司旗下拥有自有、合作、被授权 3 种品牌类型、10 款品牌，横跨休闲服饰和儿童服饰两大细分赛道。各品牌风格鲜明、价位参差，形成丰满的多品牌矩阵，“广覆盖、多触点”契合休闲服饰多元化的消费需求。其中休闲服饰以森马为主，杰森吴、Juicy Couture、Marc O'Polo 为辅，儿童服饰以巴拉巴拉为主，延伸出迷你巴拉和 balabala premium，进一步涵盖小童装和中高端市场，同时以 Asics Kids、PUMA KIDS 补齐专业运动鞋服。2023H1，休闲服饰和儿童服饰营收分别为 16.84 亿元/38.25 亿元，营收占比分别为 31%/69%。

表 5 品牌全貌

品牌名称	主要产品类型	特点	主要产品价格带	渠道	属性
森马 Semir	成人休闲服	大众休闲	100-800 元	全渠道	自有品牌
杰森吴 JasonWu	女性服饰	美国设计师品牌	1,000-20,000 元	线上：天猫	合作品牌
Juicy Couture	女性服饰	美国时尚休闲品牌	980-3,880 元	线上：天猫、京东	被授权品牌
Marc O'Polo	男性、女性服饰，鞋品，配饰	源于北欧的精品休闲品牌	490-5,290 元	线上：天猫、京东	被授权品牌
巴拉巴拉 balabala	大童装	时尚、全品类、高品质	100-500 元	全渠道	自有品牌
迷你巴拉 MiniBala	小童装	以充满童真的艺术风格表达家庭亲子陪伴的概念	100-700 元	全渠道	自有品牌
马卡乐 MarColor	小童装	缤纷、现代、有趣	99-599 元	全渠道	自有品牌
Hey junior	校服	安全、健康、舒适	100-600 元	B 端	自有品牌
Asics Kids	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	290-2,100 元	线上：天猫、抖音、京东	被授权品牌
PUMA KIDS	童装	运动时尚	149-2,299 元	全渠道	被授权品牌

资料来源：公司年报，东海证券研究所

**森马和巴拉巴拉分列休闲服饰和儿童服饰的领导品牌。**森马和巴拉巴拉均较早获得中国名牌、中国驰名商标殊荣。巴拉巴拉坐稳儿童服饰市占率第一，2022 年市占率为 6.3%，与第二名的差距为 4.4pp。森马和巴拉巴拉品牌在线上全域的流量合计为 2720 万和 3117 万，彰显强大的号召力。公司两大主品牌霸榜榜单、历久弥新，得益于产品数量做减法功能做加法、品牌理念贴近用户人文以及品宣精准化触达。

**品牌理念焕新凸显人文内涵。**森马品牌以年轻消费者为目标客群，号召年轻消费者“穿上热爱做更好的自己”，诠释“穿什么就是什么”的品牌主张。巴拉巴拉品牌则在 2023 年上半年对经典品牌口号“童年不同样”进行了内涵升级，过往强调包容与尊重孩子的个性穿搭与差异化，当下突出每个孩子的独特性，发现孩子们视野中的小世界，并深入呵护其中潜藏的天赋、才华、创想与善意。

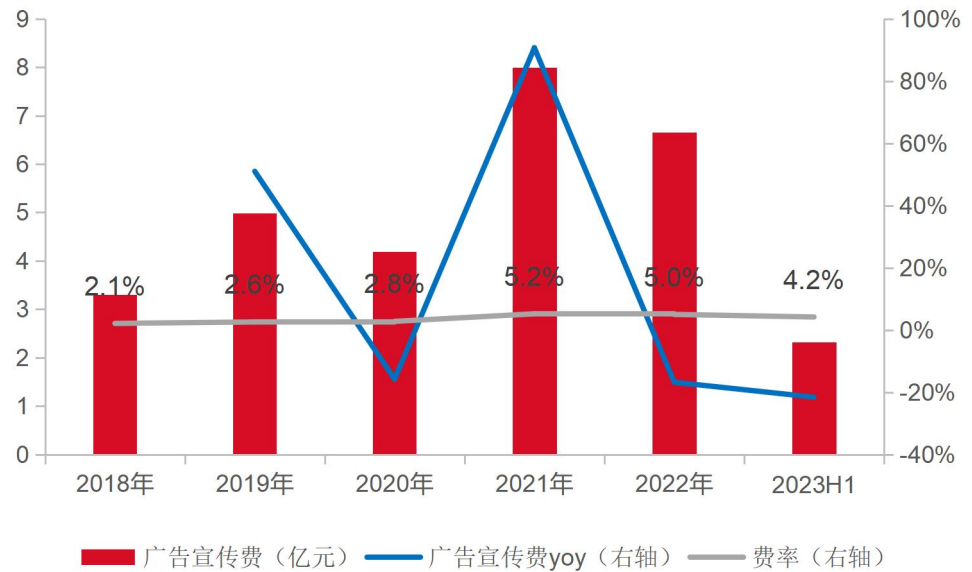
**品宣由高举高打转向精准化触达与转化。**公司持续投入广告宣传费蓄力品牌势能，广告宣传费由 2018 年的 3.30 亿元增加至 6.66 亿元，对应 CAGR 为 19%。不同于过往大规模广告投放的营销策略，公司以事件营销、内容营销为主要抓手，更注重推广的精准化触达与转化，2023H1 广告宣传费逐渐回落至疫情前水平。森马品牌延续明星效应，聘用张新成作为品牌代言人、陈都灵作为女装代言人。同时，公司以品牌破圈强化年轻化与潮流化，森马品牌联动王者荣耀，巴拉巴拉品牌与潮玩 IP Bearbrick、施华洛世奇、奥特曼等联名，带动产品销量和品牌声量的放大。此外，公司深耕微博、小红书、抖音、知乎等年轻消费群体喜爱的社交平台，凭借有趣的内容创作力、强大的产品力圈粉年轻消费者，实现品牌心智渗透。

**表 6 可比公司线上粉丝数（万）**

	休闲服饰					
	优衣库	海澜之家	森马	ZARA	太平鸟	唐狮
天猫旗舰店	2,816	1,137	1,549	2,403	1,180	1,019
京东旗舰店	/	1,671	250	/	59	76
抖音旗舰店	362	527	349	134	414	88
唯品会旗舰店	/	224	529	53	299	441
微博粉丝	3,626	106	37	82	24	13
小红书	34	3	7	13	5	4
合计	6,838	3,668	2,720	2,685	1,982	1,641
	儿童服饰					
	巴拉巴拉	笛莎	Anta kids	小猪	MiniPeace	ABC kids
天猫旗舰店	1,692	350	17	178	249	/
京东旗舰店	500	28	152	13	11	10
抖音旗舰店	501	242	361	13	30	4
唯品会旗舰店	401	166	/	118	38	101
微博粉丝	22	16	50	107	4	10
小红书	2	/	4	/	1	/
合计	3,117	802	584	429	333	126

资料来源：天猫、京东、抖音等各平台（2024 年 1 月 3 日），东海证券研究所

图 31 公司广告宣传费情况



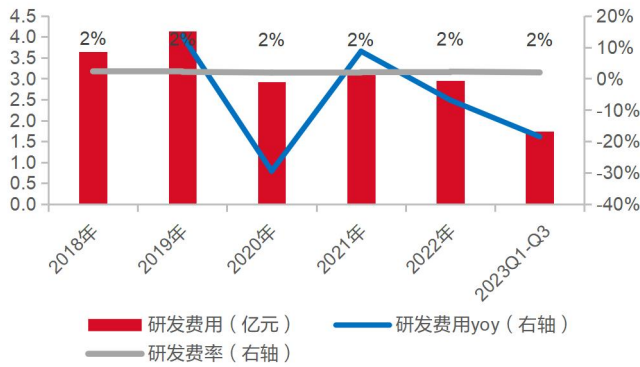
资料来源：ifind，东海证券研究所

**数量做减法、功能做加法。**休闲服饰通常以丰富的 SKU 完成广覆盖和高转化，但同时长尾产品也造成库存高企。产品数量由 SKU×单 SKU 数量决定，为了平衡多层次消费和库存之间的矛盾，SKU 通常保持在一定数量区间，而单 SKU 数量通常受到渠道结构、订货制度等影响。公司打造心智产品，一方面达到精简数量的目的，为后端柔性供应链创造条件，同时补齐基础款的产品力不足、保证产品竞争优势。

**1>做深基础款、打造心智产品。**公司的产品数量在 2014 年曾缩减 40%，缩减的 SKU 主要为长尾产品，公司通过做深基础款、打造心智产品实现效率和效用的双重提升。2022 年，森马品牌聚焦凉感系列、舒服裤、轻松羽绒三大心智产品，2023 年上半年聚焦凉感 T、舒服裤、森柔牛仔、森柔棉等，同比增长 68%。

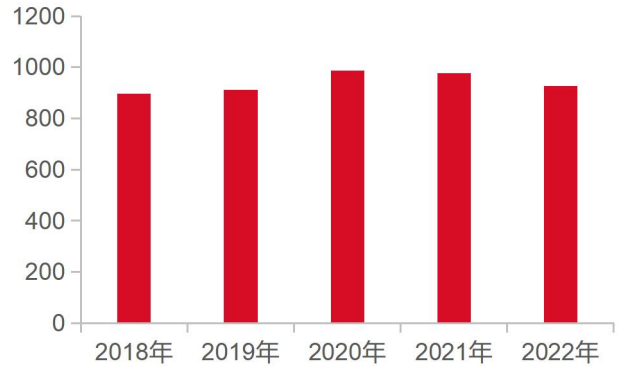
**2>稳定投入研发、功能面料突破。**公司研发费用近三年保持在 3 亿元左右，对应研发费率 2%，研发人员保持在 900+名。截至 2022 年年底，公司拥有在生效期的专利共 300+项，2023 年获得专利授权 60+个。公司研发的核心面料有森柔棉、零碳天丝、全棉吸湿速干等。巴拉巴拉品牌提报的“宝宝可穿牛仔裤”、“安睡天使”婴儿连体衣、DRY-X 吸湿速干抗菌儿童睡衣等产品荣获中国纺织工业联合会评选的 2022 年十大类纺织创新产品，一衣多穿羽绒服获得了美国 MUSE 金奖，意大利 A 奖银奖。近期公司接连取得两项实用新型专利授权，提花管道烫金面料专利采用两层面料和一层烫金层，提升提花管道烫金面料的蓄热保暖效果；超细旦保温牛仔面料专利将超细旦腈纶弹力纱与超细旦涤纶弹力长丝合股，有效提升了面料的保温性和弹力。

图 32 公司研发费用



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 33 公司设计人员 (名)



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 7 主要品牌的心智产品及功能面料

	2019	2021	2022	2023 上半年
森马	研发核心面料森柔棉		凉感系列、舒服裤、轻松羽绒	聚焦凉感 T、舒服裤、森柔牛仔、森柔棉
巴拉巴拉		开发出零碳天丝、全棉吸湿速干等一系列创新面料	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 年十大类纺织创新产品	奥特曼联名系列 T 恤销售超亿元,公主纱裙系列增长明显
迷你巴拉				mini-泡泡裤、mini-鹅绒服、mini-无领轻羽绒、mini 绵棉打底套装、O 感家居套装、暖氧保暖套装等
马卡乐			莱赛尔吐司牛仔外套、云朵柔柔裤、冰淇淋连衣裙、兔子纱吸湿速干 T	马卡乐成长裤、软壳衣、冰淇淋公主裙

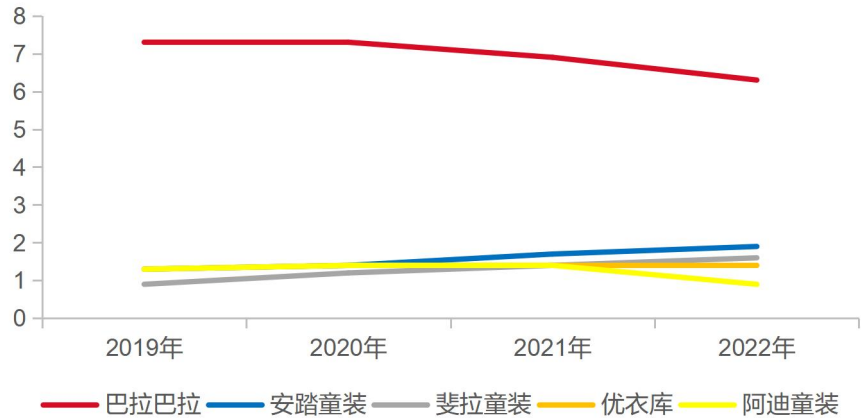
资料来源：公司年报，东海证券研究所

**配合营销打造，老品牌可以焕新。**人群迭代、消费转向，针对森马品牌式微，公司以三种方式应对，第一，持续进行风格调整再适应新消费趋势，以功能面料、大单品为抓手，虚实结合实现品牌再造；第二，试水基本店和家庭店，以基本店实现品牌升维、立足一线城市，以家庭店构建全新购物体验、促进转化率，目前基本店和家庭店试点经营良好；第三，通过代理、被授权搭建品牌矩阵，大部分以轻资产方式运营。渠道分层有利于公司分配优势资源给予优势品牌。

**发力 Asics Kids、PUMA KIDS 补齐专业运动鞋服。**巴拉巴拉的市占率自 2020 年达到 7.3%后开始下滑，主因安踏童装和斐拉童装运动品牌乘势户外运动风格分流市场份额。公司一方面扩大巴拉巴拉旗下运动品类规模，一方面加强招商，发力被授权品牌中的 Asics Kids、PUMA KIDS 补齐专业运动鞋服市场。



图 34 童装 CR5 (%)

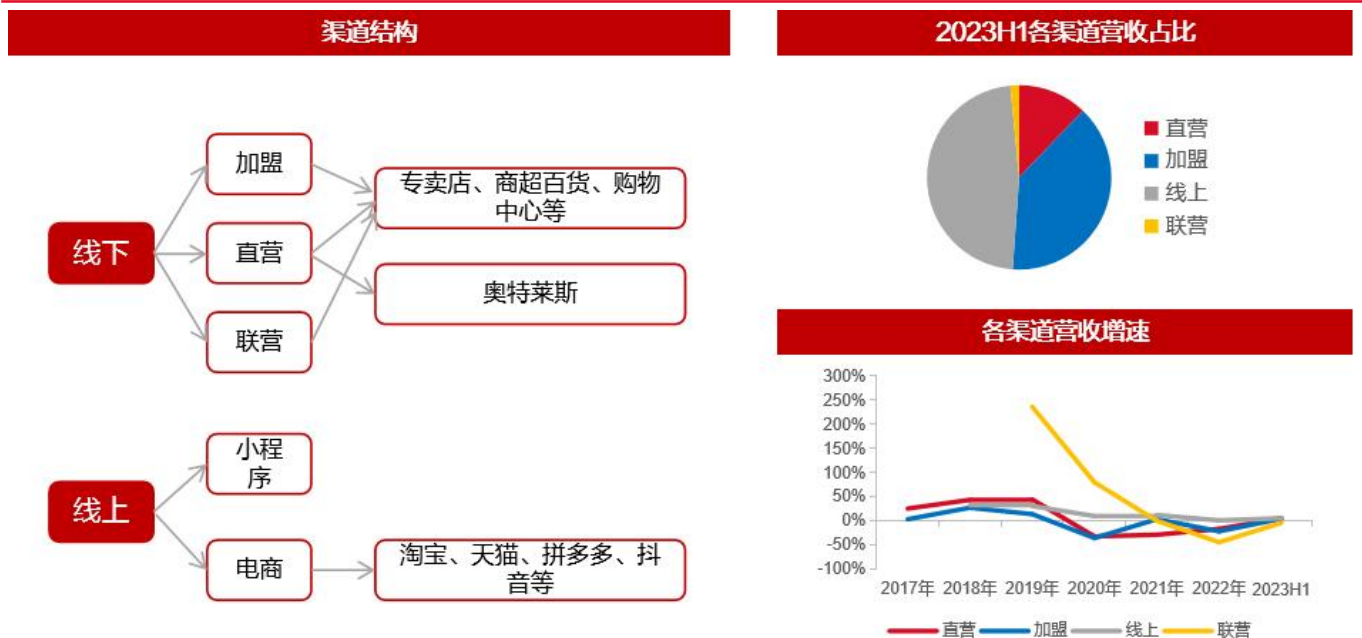


资料来源：欧睿，东海证券研究所

## 4.2.渠道：渠道下沉，加码二三线购物中心

**构建线上线下全渠道零售体系。**公司渠道包括专卖店、商超百货、购物中心、奥特莱斯、电商、小程序等。线下业务方面，森马与巴拉巴拉两个品牌采用以特许加盟为主，加盟、联营与直营相结合的销售模式。直营店还承担品牌宣传、反馈市场信息、总结终端运营经验等职能。线上业务方面，全资子公司浙江森马电子商务有限公司于 2012 年起开展电商业务，在天猫、唯品会、抖音等第三方电商平台上均有布局。2023H1，直营/加盟/线上/联营分别实现营收 6.7/21.5/26.1/0.8 亿元，分别占比 12%/39%/47%/2%。其中，疫情前，直营店营收维持较高成长性、加盟店增速放缓，2019 年以来两者受疫情干扰受损严重，2023 年起逐渐修复。联营店因 2018 年收购 Kidiliz 扩容，整体贡献有限，门店处于收缩状态。

图 35 公司渠道结构



资料来源：ifind，东海证券研究所

**门店数领先，加盟体系助推门店扩张。**2023H1，公司拥有休闲服饰和儿童服饰门店 2694 和 5442 家，合计 8136 家，细分门店数以及门店总数均处于行业领先地位。2019 年年报显

示，公司门店数遍布全国，华东、华中、华北占比较高。除品牌定位受众广以外，加盟体系助推门店铺张加密：

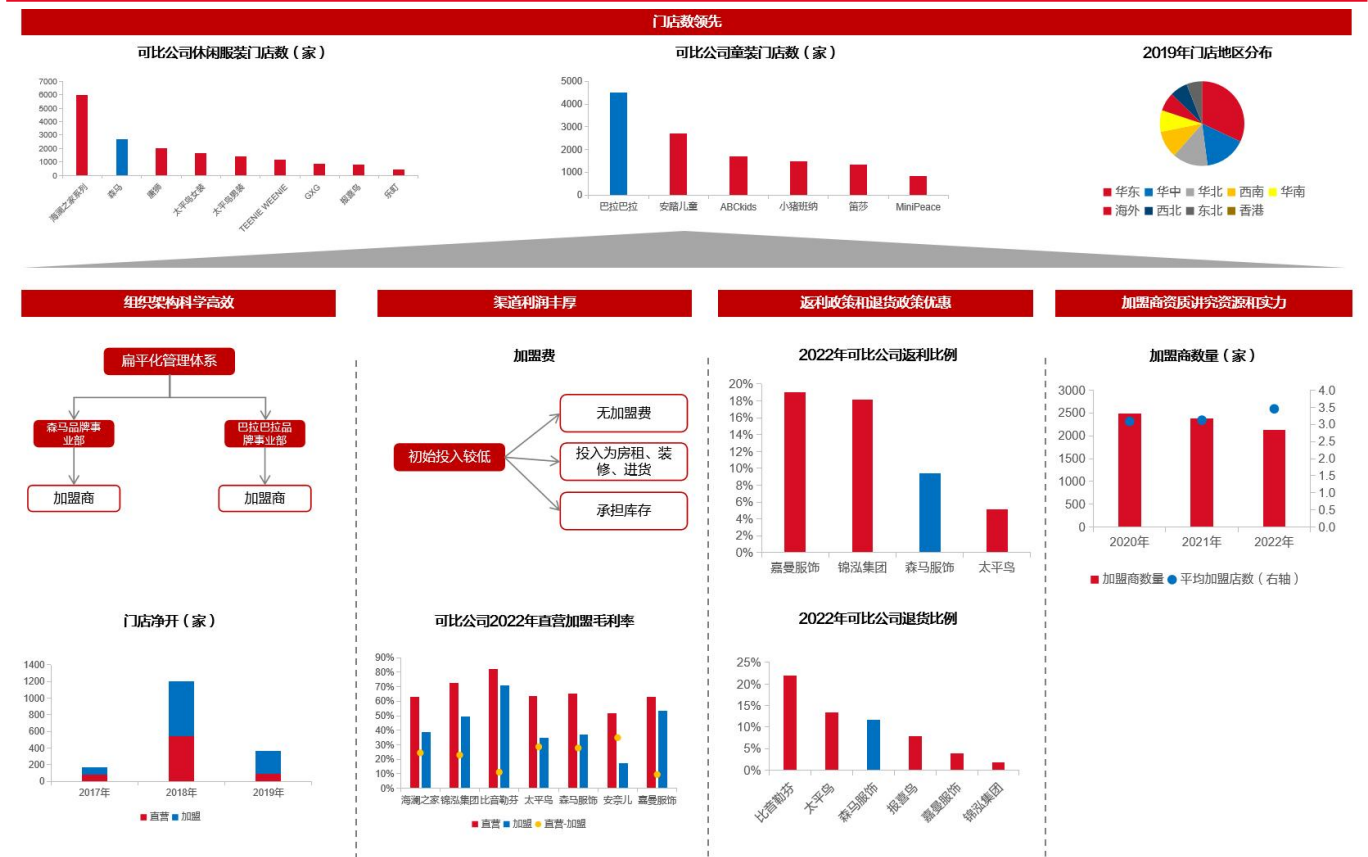
**1>组织架构科学高效。**公司将加盟体系从两级调整为更扁平化的一级，更好把控门店的准入质量。历史上，公司曾多次净开门店 100 家+/年，充分反映了组织架构的科学高效，能够支撑门店的快速扩张。直营店重管理、加盟店重服务，公司具备管理万店的运营能力。

**2>渠道利润丰厚。**目前公司加盟店不设置加盟费，加盟商的投入仅为房租、装修和进货。相比同行，公司直营加盟毛利率价差较大，渠道利润丰厚，加盟店模型更容易跑通。

**3>返利政策和退货政策优惠。**中高端及高端价位品牌拥有更强的销售自信和溢价能力，往往在前置环节设置较低的相对毛利率，但在返利和退货比例后置激励和保障环节设置较高利润。公司定位大众价位，各环节渠道利润分配均衡。2022 年返利比例和退货比例分别为 9%和 12%，与太平鸟接近。返利比例能够激发加盟商经营干劲，退货比例一定程度上保障加盟商的存货滞销。疫情期间，公司加大退货比例，将公司和加盟商的利益有效连接起来，助力加盟商能够轻装上阵。

**4>加盟商资质讲究资源和实力。**公司对加盟商的资质要求包括启动资金 40 万+，有独立的运营团队，具备服装相关的运营经验等，2020-2022 年加盟商数量分别为 2491、2373、2125 人，对应单个加盟商加盟门店数从 3.1 家提升至 3.5 家。大加盟商携带的资源更丰富（例如可以租赁到核心地段），同时经营实力和抗风险能力更强，在门店健康发展的情况下更愿意二次加盟。考虑到小加盟商的业绩自驱性相对大加盟商更强，公司也注重小加盟商的招商。

图 36 门店数领先，加盟体系助推门店扩张



资料来源：各公司年报，百度百科，东海证券研究所

注：退货比例=（期初应付退货款+期末应付退货款）/2/营业收入，返利比例=（期初返利+期末返利）/2/加盟收入；2018 年净开门店数激增主因 Kidiliz 并表

表 8 渠道利润比较

	高端	中高端		大众	
	比音勒芬	嘉曼服饰	锦泓集团	太平鸟	森马服饰
加盟店相对直营店毛利率	低	低	中	高	高
退货比例	高	低	低	中	中
返利比例	/	高	高	低	中

资料来源：东海证券研究所

表 9 公司加盟要求

品牌	目标市场区域	门店布局		资质要求		
		地段要求	渠道类型	具体要求	面积需求	启动资金
森马	3-5 线空白市场	核心商圈, 次主商圈	街边店、购物中心	有独立运营团队, 运动等品牌背景, 30-45 周岁	150-200 平以上	45 万起
巴拉巴拉	3-5 线县级市、县城区域	核心商圈, 次主商圈	购物中心, 百货, 街铺	有独立运营团队, 童装、运动、女装(童装、运动、女装)等品牌背景, 25-45 周岁		40 万起
minibala	浙江省, 江苏省	核心商圈, 次主商圈	购物中心	有独立运营团队, 童装、零售品牌背景	60-120	40 万起
Semir Kids	全国 1-5 线市场	核心商圈/优质成熟项目	购物中心、奥特莱斯、百货商场、街铺	有零售经验, 客户同时具备线下运营和直播能力更佳	80 平以上	
彪马儿童	全国 1-4 线市场	核心商圈/社区商圈/潜力商圈	购物中心、百货商场	全域经营视角和能力匹配, 热爱运动事业; 区域零售商绝对领导者, 精益的商品力和零售力, 组织健全, 操盘过运动品牌	80-120 平	
MarColor 马卡乐	全国 1-5 线市场	核心商圈/优质成熟项目	购物中心、奥特莱斯、百货商场、街铺、母婴集合店	有零售经验, 客户同时具备线下运营和直播能力更佳, 区域 Top 连锁母婴零售商	20 平以上	
亚瑟士儿童	全国一二线城市及省会城市, 商圈	核心商圈	购物中心, 百货, 奥莱	有独立运营团队, 运动品牌背景, 30-45 周岁		50-80 万
Hey Junior 校服	全国 1-5 线城市、直辖市		公立幼小初高, 私立贵族学校, 教育集团, 团体工装	有教育资源, 独立运营团队		50-80 万

资料来源：公司官网，东海证券研究所

巴拉巴拉开店空间可达 6000 家左右。森马的开店空间不仅取决于市场容量，还取决于竞争程度，因此预测的准确性较低。巴拉巴拉已建立巨大的领先优势，其开店空间更多取决于市场容量。根据赢在选址，巴拉巴拉的购物中心门店数占比和购物中心门店数渗透率均约为 25%。假设，巴拉巴拉购物中心门店数渗透率和占提升至 35-40%，则巴拉巴拉开店空间可达 5685-6497 家，中值 6000 家左右，按照 150 家/年的乐观偏谨慎的开店节奏，预计 3-4 年内开店空间无虞。

表 10 巴拉巴拉开店空间（家）

2022 年 购物中心 数量	渗透率	购物中心开 店数量	购物中 心占比	整体开店数量	购物中心 占比	整体开 店数量	购物中心 占比	整体开店 数量	购物中心 占比	整体开 店数量	
5685	30%	1,706	30%	5,685	35%	4,873	40%	5,685	45%	5,685	
	35%	1,990		6,633		5,685					
	40%	2,274		7,580		6,497					6,396
	45%	2,558		8,528		7,309					6,396

资料来源：赢商大数据，东海证券研究所

休闲服饰和儿童服饰店效仍存提升空间。

1>门店面积扩容。门店功能从单一的销售载体逐步向购物体验+品牌传达+销售载体演绎。休闲服饰门店面积较为稳定，儿童服饰店面积有望扩容。

2>加大购物中心布局。电商增长放缓，线上渗透率趋于平稳。第三方电商平台的货币化率持续提升，而线下租金水平受资产价格下行和空置率影响呈现下降趋势，线上线费率剪刀差收敛，叠加线下具备展示和体验的差异化功能，线下门店经济性凸显，有望重回增长通道。根据《2022 年线下购物中心消费者洞察》，20-39 岁青中年中约有 66% 的人群平均外出逛街频次为每周一次，平均逛街时长为 2 小时/次。巴拉巴拉早在 2012 年就开始加大购物中心的布局。根据赢在选址，截至 2023 年 5 月底，巴拉巴拉购物中心门店数约占总门店数 25%。Balabala premium 独立门店已陆续进驻杭州武林银泰、广州天汇广场 IGC、海口万象城等高端购物中心。

3>门店形象升级。门店已迭代至“第七代形象店铺”，融入不同主题特色，空间上做了全新的业态规划布局，打造兼具零售、活动等多种功能的新型复合体验空间。

4>门店全域融合。2022 年，公司打造了全域融合的新零售，包括产品开发策略、消费者洞察、渠道运营规划、商品库存管理和供应链智能排单。在销售前端体现为：基于门店与用户标签，进行更精准的产品投放；上线智能拉补系统和自动补货系统，精准识别每个货架商品销售动态；支持美团、饿了么&京东半日达超快配送，消费者可以线上下单送货上门。巴拉巴拉品牌还通过精益零售、数字化门店、库存通与订货商城、“中国好店长”项目等措施，提升终端的货品运营效率和零售能力，促进商品-陈列-零售三位一体策略优化。

图 37 线上线下费率剪刀差收敛



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 38 巴拉巴拉第七代形象店铺



巴拉巴拉海口秀英万达店



巴拉巴拉无锡恒隆广场店



添加游玩区域

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

渠道下沉优化单店模型，二线城市较新一线城市的租金和人工有望分别降低三成和一成。门店从一线城市下沉至二三线城市，直接带来租金和人工成本的优化。假设以北京和广州，武汉和重庆，沈阳，分别作为一线、新一线和二线城市参照物，其中二线城市较新一线城市的租金和人工分别降低 36%和 10%，而店效因品牌定位大众价位带预计不会导致折损。综合来看，渠道下沉优化单店模型，直营店利润增厚、加盟店招商吸引力更强。

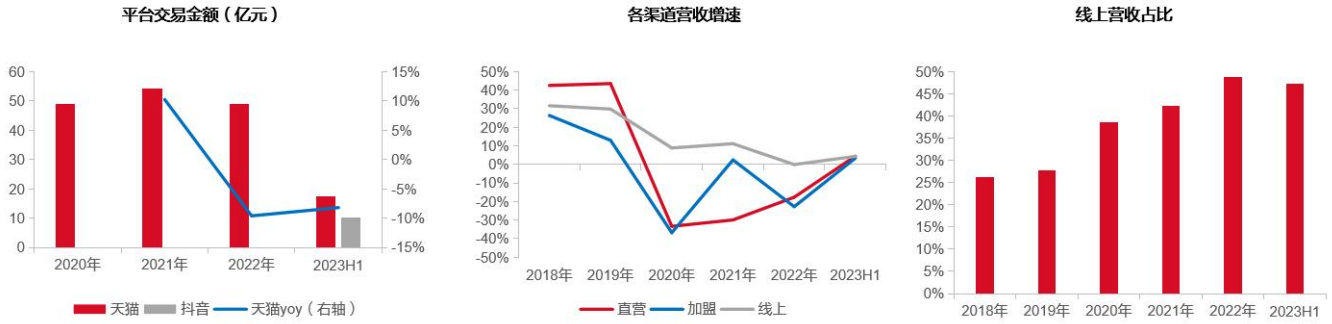
表 11 租金和人工优化测算

城市等级	城市	租金（元/月·平方米）	人工（元/年）
一线城市	北京	733	215,143
	广州	1,213	152,324
	小计	<b>973</b>	<b>183,734</b>
新一线城市	武汉	381	129,004
	重庆	352	111,424
	小计	<b>367</b>	<b>120,214</b>
二线城市	沈阳	235	107,648
	小计	<b>235</b>	<b>107,648</b>
新一线城市较一线城市成本优化		<b>-62%</b>	<b>-35%</b>
二线城市较一线城市成本优化		<b>-76%</b>	<b>-41%</b>
二线城市较新一线城市成本优化		<b>-36%</b>	<b>-10%</b>

资料来源：仲量联行，国家统计局，ifind，东海证券研究所

精选分销客户+把握平台增长机会推动线上营收占比近半。公司采用直销和代销两种线上销售方式，线上分销商需要具备服装行业线上运营经验和资源。例如，针对巴拉巴拉线上分销商的资质要求，公司优选巴拉巴拉门店加盟商和线上经营规模 2 亿+的客户。公司在淘天、唯品会、京东等主流第三方平台均有布局，同时持续加码直播、抖音等机会赛道，巴拉巴拉连续多年登顶天猫双 11 童装销售金额排行榜榜首。天猫平台交易金额达到 17 亿元，抖音快速放量交易金额达到 10 亿元。精选分销客户+把握平台增长机会使得线上在疫情前实现快速增长，在疫情期间表现出经营韧性，营收占比从 2018 年的 26%提升 23pp 至 49%。

图 39 线上营收情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 12 天猫双 11 母婴亲子品牌销售金额排行榜

	2021 年	2022 年	2023 年
1	巴拉巴拉	巴拉巴拉	巴拉巴拉
2	babycare	babycare	babycare
3	爱他美	耐克儿童	耐克儿童
4	耐克儿童	嫚熙	安踏童装
5	安踏童装	好孩子	davebella

资料来源: 天下网商, 东海证券研究所

**电商推行同款同价, 盈利能力持续提升。**中国的服装线上业务大多起步于行业库存危机时期, 电商渠道承担去库的功能使命, 之后也以低价+促销的方式迎合消费者的高性价比诉求, 因此大多数服装公司的线上业务面临增收不增利的局面。公司逐步将电商从去库存定位调整为主流销货渠道、推行同款同价, 盈利水平持续提升, 毛利率从 2019 年的 30.75% 提升 11pp 至 41.68%。考虑到线上折扣改善、线上代销的利润分配机制, 线上毛利率将小幅增长。

表 13 各渠道毛利率变化情况

	2019	2020	2021	2022	2023H1	2019-2023H1 增长幅度
线上	30.75%	32.65%	37.36%	38.80%	41.68%	10.93pp
直营	57.96%	58.13%	66.45%	65.13%	70.39%	12.43pp
加盟	38.16%	39.65%	40.01%	37.33%	39.54%	1.38pp
联营	52.88%	60.94%	70.66%	68.30%	62.66%	9.78pp

资料来源: ifind, 东海证券研究所

**出海成为战略新高地, 打开新成长空间。**

**1>历史上多次尝试未打开海外市场。**公司曾通过开店、收购、战略合作、跨境电商等方式多次探索出海业务。2016 年公司东南亚电商 Lazada 合作进军东南亚; 2017 年, 巴拉巴拉首家海外店铺落地沙特首都利雅得; 2019 年公司成立海外业务中心, 同年与阿里巴巴全球速卖通签署出海战略合作协议; 收购的 ItMICHAA (韩国时尚女装)、TCP (北美童装)、Sarabanda (意大利童装)、Marco' Polo (德国时尚品牌)、Kidiliz (法国品牌) 等国外品牌资源助力拓展韩国、北美、欧洲等海外市场, 但因疫情、投后管理、经验等问题, 均未发展壮大打开海外市场。截至 2023 年底, 公司海外门店 70 家左右, 境外营收占比不足 0.5%, 贡献有限。

**2>蓄势推进出海征程。**2022年下半年，公司海外业务招商会议提出“发展非洲，深耕亚洲”；2023年年初，公司海外团队参加迪拜零售峰会，迪拜零售峰会是中东北非地区零售业最重要的交流平台之一。迪拜商会总裁兼首席执行官会面公司总裁徐波，双方探讨未来战略合作。

**3>待时机成熟，胜率更大。**目前出海仍面临资金管制、文化壁垒、政策动荡等多重障碍，落地和执行尚需时日，但二次出海成功确定性明显增强，原因主要在于，第一，国内市场增长放缓，寻找海外增长空间成为共识，疫后全球经济逐步复苏；第二，公司是国内休闲服饰和儿童服饰的龙头，森马和巴拉巴拉品牌享有高知名度，对海外代理商有较强的吸引力；第三，公司前期积累的出海经验成为宝贵的无形资产，可以帮助规避“合作摩擦”，适应“国际本土化”；第四，路径上，公司选择将东南亚、中东作为重点开拓的区域市场，三处区域市场位于“一带一路”沿线，具备政策友好、消费活跃、品牌服饰萌芽等明显优势。

**表 14 出海优选东南亚和中东**

	东南亚		中东	
	越南	印度尼西亚	沙特阿拉伯	阿联酋
人口（亿人口）	0.98	2.76	0.36	0.09
15-64 岁人口占比	68%	68%	71%	83%
GDP（万亿美元）	0.41	1.29	1.11	0.51
2022 年鞋服市场规模（亿美元）	102	45	179	152
鞋服市场规模 2014-2019CAGR	11%	7%	2%	3%
政策	《区域全面经济伙伴关系协定》		《双边本币互换协议》	

资料来源：各国统计局，欧睿，公开资料整理，东海证券研究所

注：汇率换算采用 2024 年 1 月 11 日即时汇率

### 4.3.柔供：产品经理责任制+全域数智化双重提效

**柔性供应链的价值在于提高售罄、减少库存、提升周转。**供应链之于时尚品牌是底盘和生命线。得益于优质供应商的稳定合作、订货制改革以及数智化升级，公司的快反周期由 2000 年初的 3 个月缩短至 2 周以内，逼近优衣库、H&M、ZARA 等国际快时尚企业快反水平，2018-2022 年公司的库存压力、存货减值保持在健康可控状态。

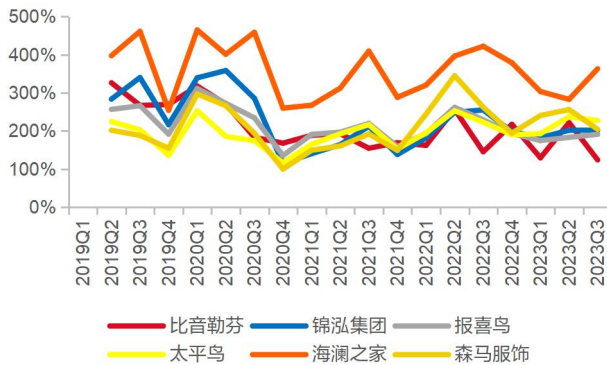
**1>优质供应商采购集中度提升是必然趋势。**小单快反对供应商提出更大的成本挑战，需要通过采购规模来平衡，同时基于长期稳定的产供合作关系提前锁定供应商产能和进行快速匹配，因此优质供应商采购集中度提升是必然趋势。2014 年，公司对供应链进行第一次梳理整合，精简产品和供应商数量，产品 SKU 数量由 8000 款降至 5000 款，供应商由四百家降至两百家，供应链由原有松散型转向集中式，为后续供应链改革深化奠定基础。目前公司的核心供应商中有 30-40 家为天虹纺织、申洲国际、泰慕士等知名公司，前五大供应商的采购份额从 2018 年的 9.9%提升 4.7pp 至 2022 年的 14.6%。

**2>订货制改革降低销售不确定性。**目前公司的大订货会为一年四次，现货比例为 20% 左右，基础款主要采用期货，时尚款主要采用现货，童装的现货占比低于成衣。提高订货会频次和现货占比、降低首单，叠加紧密跟踪销售趋势，对畅销款追加、对滞销款拦截，能够有效降低因销售不确定导致的库存积压。

**3>数智化拉通供应链全域。**公司将数字化系统广泛融合进供应网络，打造了从设计、生产到物流、仓储、门店、消费者的全流程的供应链精益化。数智化供应链价值重点体现在，第一，挖掘消费者需求，同时基于供应链的深度协同辅助智能决策，例如，公司可以根据天猫平台的海量需求预测数据做出智能选品，进而运营端与上游工厂 ERP 系统对接。第二，提升运营效率的精益化，服饰行业在换季时不仅会面临订单高峰，同时出现大量退货入库需

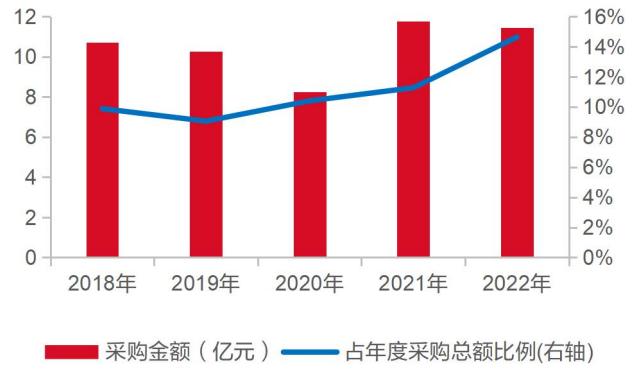
求，且退货 SKU 种类复杂、理货难度大。公司可以实现拆袋、验收、码板、质检等流水线作业，加速退货商品的二次售卖进程。

图 40 可比公司存货/收入



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 41 前五大供应商采购金额及占比



资料来源: ifind, 东海证券研究所

**总仓+前置仓构建全国物流网络。**公司的物流体系在 2019 年初见雏形，5 个产业园总投资 25.67 亿元。其中，嘉兴园区和温州园区为主要的仓配物流园区，嘉兴园区为最大园区，占地 285.24 亩，承担电商物流中心功能，温州园区则覆盖门店端。除此以外，公司还和一些大型和特大型工厂合作，在工厂设置物流分仓。京东物流也为公司在东北、西北区域打造 RDC 仓，作为运力补位，有效提升门店订单满足率。

表 15 5 个产业园

	占地(亩)	建筑面积(万平方米)	总投资 (亿元)
嘉兴园区	285.24	45.91	7.32
温州园区	250.00	41.53	7.88
上海园区	195.29	18.96	6.57
天津园区	110.00	4.45	0.99
杭州园区	21.30	6.31	2.91
合计	861.83	117.16	25.67

资料来源: ifind, 东海证券研究所

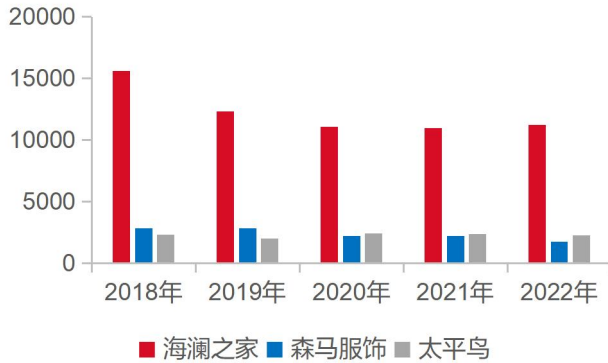
**物流效率领先，能力沉淀开启反哺。**服饰行业因 SKU 丰富、波峰波谷、逆向退货等造成仓配运营难度较大。得益于自动化设备的使用以及规模基础上的供应链改革倒逼，公司物流效率持续提升，形成了包括作业流程、制度标准、计件模式等的系统化运营能力。上海园区采用了日本自动化拣选设备，以及北京起重运输机械设计研究院的自动化传输设备技术、全息扫描技术、动态传输技术等，成为规模上、系统复杂和自动化程度均领先的服饰成品物流体系。同时，公司成立专门的物流团队向上游的生产工厂合作伙伴和一些中小服装品牌输出物流方面的策略、管理、经营模式，提供实操指导、人才代培养、资源匹配和策略定制等落地服务，构建一体化的供应链生态。此外，公司专门培训客服和操作人员，使其转化为直播销售或者店铺运营者，协助处理尾货。

**创始人+管理层+中坚骨干塑造优秀组织力量，产品经理责任制进一步提升组织效能。**公司成立近 30 年，历经中国服装发展黄金十年、行业库存危机、休闲服装下行期，跨越周期领导森马和巴拉巴拉分别成为头部品牌，彰显了稀缺的顶层战略布局、行业洞察力、品牌经营能力，以及自上而下的组织凝聚力和落地执行性。目前公司以产品经理作为经营决策主体，中坚骨干拥有更大的业务自主权和更强的经营意识，各产品线经营效率明显改善。2022



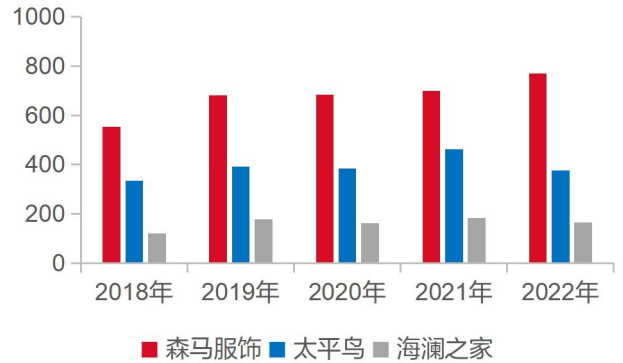
年，公司员工 1733 人（不含销售人员），相较 2018 年减少 39%，剔除销售人员的人均创收为 769 万元/人，稳步提升且明显高于太平鸟和海澜之家。

图 42 可比公司员工人数（人，不含销售人员）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 43 可比公司人均创收（万元/人，不含销售人员）



资料来源：ifind，东海证券研究所

## 5. 盈利预测

**（1）收入：**线上主要增量来自抖音、唯品会等机会赛道，整体保持稳健增长，预计 2023-2025 年营收增速为 5%、8%、6%；直营店 2024 年恢复复开店，配合店效提升，预计 2023-2025 年营收增速为 16%、10%、12%；加盟店单店面积扩容，叠加二三线购物中心店门店数加密和店效提升，预计 2023-2025 年营收增速为-9%、15%、13%；联营店保持收缩状态，预计 2023-2025 年营收增速为-24%、-17%、1%。

**（2）毛利率：**线上深化同款同价，盈利能力持续提升，直营店、加盟店和联营店受益折扣改善、品牌定位提升，毛利率小幅上升。预计 2023-2025 年线上毛利率为 41.00%、42.00%、42.50%，直营店毛利率为 70.00%、70.30%、70.60%，加盟店毛利率为 40.00%、40.30%、40.60%，联营店毛利率为 63.00%、63.30%、63.60%。

表 16 营收拆分（万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>线上</b>	<b>645,436</b>	<b>677,707</b>	<b>731,924</b>	<b>775,839</b>
yoy	0%	5%	8%	6%
毛利率	38.80%	41.00%	42.00%	42.50%
营收占比	48.42%	50.93%	49.92%	48.41%
<b>直营</b>	<b>115,283</b>	<b>133,956</b>	<b>147,080</b>	<b>165,114</b>
yoy	-18%	16%	10%	12%
毛利率	65.13%	70.00%	70.30%	70.60%
营收占比	8.65%	10.07%	10.03%	10.30%
<b>加盟</b>	<b>526,889</b>	<b>481,118</b>	<b>553,060</b>	<b>626,696</b>
yoy	-23%	-9%	15%	13%
毛利率	37.33%	40.00%	40.30%	40.60%
营收占比	39.52%	36.15%	37.72%	39.10%
<b>联营</b>	<b>33,872</b>	<b>25,764</b>	<b>21,329</b>	<b>21,542</b>
yoy	-45%	-24%	-17%	1%
毛利率	68.30%	63.00%	63.30%	63.60%
营收占比	2.54%	1.94%	1.45%	1.34%
<b>其他</b>	<b>11,641</b>	<b>12,223</b>	<b>12,834</b>	<b>13,476</b>

yoy	-3%	5%	5%	5%
毛利率	45.18%	45.00%	45.00%	45.00%
营收占比	0.87%	0.92%	0.88%	0.84%
<b>营业收入</b>	<b>1,333,120</b>	<b>1,330,769</b>	<b>1,466,226</b>	<b>1,602,667</b>
yoy	-14%	0%	10%	9%
毛利率	41.30%	44.02%	44.53%	44.96%

资料来源: ifind, 东海证券研究所

## 6.风险提示

**(1) 人口出生率下滑的风险:** 人口出生率下滑抵消客单价提升带来的正贡献, 导致童装市场规模整体呈现萎缩。

**(2) 消费疲软的风险:** 疫后整体消费处于弱复苏, 门店客流缓慢恢复、线上销售不及预期, 叠加消费性价比趋势, 可能对公司销量、客单造成不利影响。

**(3) 门店拓展不及预期的风险:** 线下消费处于弱复苏、招商吸引力有限、执行落地力度不足等都会造成门店开拓数量、进度落后于规划, 从而影响业绩兑现。

**(4) 海外业务受阻的风险:** 境外业务面临贸易、政策、文化等多重难题, 品牌力建设、招商资源等尚需时间培育, 公司可能较难在短期内打开海外市场。

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,331	13,308	14,662	16,027	货币资金	6,369	7,650	8,548	9,474
%同比增速	-14%	0%	10%	9%	交易性金融资产	1,247	277	-203	-683
营业成本	7,825	7,450	8,133	8,822	应收账款及应收票据	1,263	1,313	1,301	1,289
毛利	5,506	5,858	6,530	7,205	存货	3,847	3,499	3,400	3,354
%营业收入	41%	44%	45%	45%	预付账款	161	223	244	265
税金及附加	63	84	92	101	其他流动资产	782	508	721	934
%营业收入	0%	1%	1%	1%	流动资产合计	13,670	13,470	14,011	14,634
销售费用	3,262	3,050	3,168	3,510	投资性房地产	839	802	759	719
%营业收入	24%	23%	22%	22%	固定资产合计	1,811	1,704	1,614	1,517
管理费用	590	659	732	815	无形资产	390	420	415	427
%营业收入	4%	5%	5%	5%	递延所得税资产	455	380	380	380
研发费用	295	266	293	321	其他非流动资产	1,106	1,028	1,042	1,121
%营业收入	2%	2%	2%	2%	资产总计	18,271	17,805	18,221	18,798
财务费用	-54	-124	-149	-167	短期借款	0	0	0	0
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%	应付票据及应付账款	5,376	5,422	6,009	6,616
资产减值损失	-541	-433	-346	-277	应付职工薪酬	173	238	244	265
信用减值损失	-115	-92	-74	-59	应交税费	307	307	338	369
投资收益	12	33	15	16	其他流动负债	1,300	1,187	1,082	1,026
公允价值变动收益	99	30	20	20	流动负债合计	7,156	7,154	7,673	8,276
营业利润	871	1,462	2,009	2,326	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	7%	11%	14%	15%	其他非流动负债	208	115	145	175
营业外收支	-8	-12	-12	-12	负债合计	7,377	7,283	7,831	8,465
利润总额	864	1,450	1,997	2,314	归属于母公司的所有者权益	10,901	10,554	10,472	10,464
%营业收入	6%	11%	14%	14%	少数股东权益	-7	-32	-83	-132
所得税费用	254	363	499	579	股东权益	10,894	10,522	10,390	10,332
净利润	610	1,088	1,498	1,736	负债及股东权益	18,271	17,805	18,221	18,798
%营业收入	5%	8%	10%	11%					
归属于母公司的净利润	637	1,113	1,548	1,785					
%同比增速	-57%	75%	39%	15%					
少数股东损益	-27	-25	-51	-49					
<b>基本指标</b>					<b>现金流量表</b>				
	2022A	2023E	2024E	2025E	单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.24	0.41	0.57	0.66	经营活动现金流净额	1,176	1,762	2,035	2,280
BVPS	4.05	3.92	3.89	3.88	投资	1,971	960	470	470
PE	21.83	14.41	10.35	8.98	资本性支出	-111	83	-2	-47
PEG	—	0.19	0.26	0.59	其他	8	49	-5	-14
PB	1.30	1.52	1.53	1.53	投资活动现金流净额	1,867	1,092	463	409
EV/EBITDA	6.39	5.98	3.87	3.01	债权融资	0	-112	30	30
ROE	6%	11%	15%	17%	支付股利及利息	-1,348	-1,482	-1,630	-1,793
ROIC	5%	9%	13%	15%	其他	-299	19	0	0
					筹资活动现金流净额	-1,646	-1,574	-1,600	-1,763
					现金净流量	1,396	1,281	898	926

资料来源：东海证券研究所，2024年1月16日收盘价

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8621) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8610) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089