

建议申购

估值区间：68.71-80.16 元

2011 年 2 月 25 日

成功的多品牌运营先驱者 强大的加盟管理领军企业

森马服饰IPO投资价值分析简报

发行数据

发行前总股本(万)	60000
本次发行股数(万)	7000
发行后总股本(万)	67000
发行价(元)	-
发行市盈率(倍)	-
发行日期	2011.3.2
上市日期	-

发行后主要股东

	持股比例
森马集团	70%
森马投资	10%
邱光和	8%
邱坚强	5.34%
邱艳芳	3%
周平凡	3%

行业指数



资料来源：招商证券

- 1、《服饰品牌研究第二卷：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 2、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31
- 3、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090208070223

森马服饰是成功横跨休闲装及童装领域的多品牌运营先驱者，在休闲服领域通过“共赢”与精细的加盟商管理体系获得领先地位，在童装领域通过差异化渠道的构建形成绝对领先优势，两大市场同步发展，具备广阔的发展前景，值得积极关注。

- **借助类“SPA”化模式发展的优质多品牌运营商。**公司通过类“SPA”的模式（因公司主要销售收入来自于加盟商的批发业务，故称之为类“SPA”），即采用“自主研发+外包生产+特许加盟”的轻资产运营模式，经营“森马”休闲装和“巴拉巴拉”童装两大自有品牌，该种将主业致力于开发产业链中附加值较高的上、下游两端的做法，促使公司在众多服装企业中脱颖而出，并迅速成长为全国知名的优质多品牌服饰运营商。截止至 2009 年末，公司收入规模达到 42.50 亿元，2007-2009 年三年年均复合增长率为 32.62%，实现了快速的壮大。
- **年轻化休闲装消费快速增长，龙头企业优势集中。**国内休闲装消费呈现快速增长态势，特别是 16-25 岁成人休闲装细分市场成长性最为显著，2003-2008 年的年均复合增长率达到 15.08%，高于同期整个服装市场和成人休闲装市场的增速，至 2008 年市场规模高达 1328 亿元，占成人休闲装市场销售额的 28.49%。然而，在行业快速成长的背景下，我国休闲服装行业品牌集中度尚低，市场格局分散，单一品牌市场占有率水平较国际成熟服装品牌而言，仍具至少 2%-3%左右的差距。正因如此，为国内品牌服装提供了广阔的发展空间，现有品牌服装龙头企业成长性凸显。
- **“森马”休闲装品牌：强大的整合营销能力、优异的加盟商管理能力与“共赢”发展文化、及出色的供应链管理能力的，共同打造国内休闲装业巨头。**公司通过“共赢”的渠道管理系统使得规模迅速壮大，截止至 2010 年中期，公司共有销售终端 3556 家，其中加盟店数量比重高达近 97% 的份额。同时，公司凭借强大的供应链管理能力的，实现了企业与客户间的快速反应，提升了运营效率。公司外延与内生性的同步增长，促使公司 2007-2009 年净利率水平由 8.2% 提升至 16.14%，实现了快速增长。

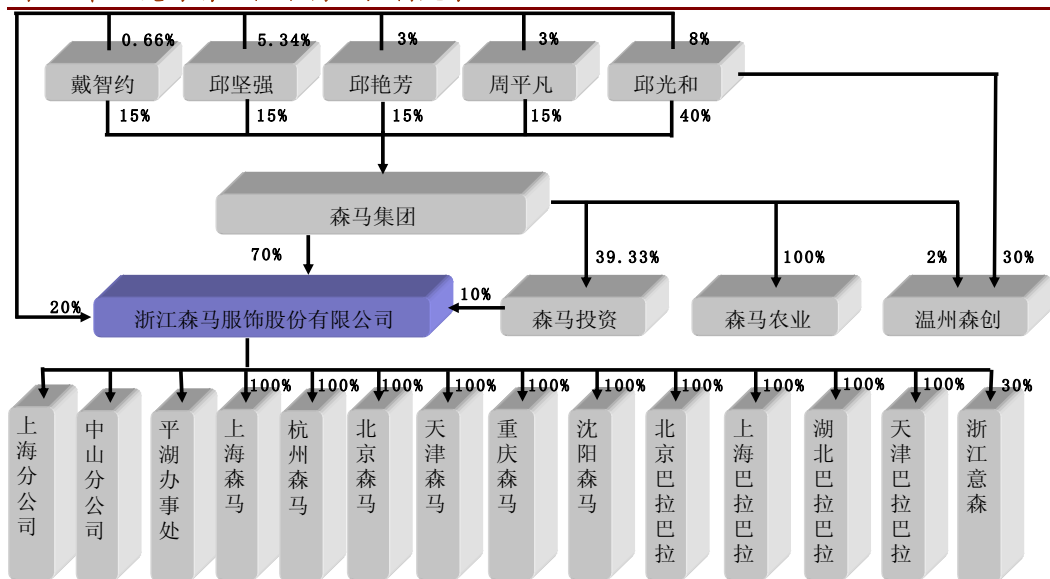
主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3323	4250	6294	9357	12830
同比增长	82%	28%	48%	49%	37%
营业利润(百万元)	587	915	1342	2049	2914
同比增长	151%	56%	47%	53%	42%
净利润(百万元)	443	687	996	1535	2183
同比增长	196%	55%	45%	54%	42%
每股收益(元)	2.36	1.14	1.49	2.29	3.26
ROE	95%	68%	19%	24%	28%

资料来源：招商证券

- **诱人的童装市场，消费品牌化趋势势不可挡。**总体而言我国品牌童装行业仍处于刚刚起步阶段，在目前的中国童装市场，50%的份额被国际品牌或合资品牌所占据，在国产童装中，30%是有品牌的童装，70%则处于无品牌状态。同时，由于缺乏明确定位，不少国内童装企业发展不久便陷入低水平、同质化和价格战的竞争中。行业集中偏低的现状，促使市场份额正向优势品牌集中，据 Euromonitor 分析数据显示，2008 年以巴拉巴拉、派克兰帝、小猪班纳、安奈尔、米奇和巴布豆为代表的主要童装品牌合计占有儿童服装零售总额比重的 3.31%，较 03 年提高了 1.97 个百分点。未来随着家庭收入的进一步提高，以及城市居民逐步达到小康生活水平，中国童装市场的消费需求将由过去的满足基本生活的实用型开始转向追求美观的时尚型，消费者对童装需求趋向潮流化、品牌化、个性化及多样化，伴随新一轮婴儿潮的到来，我国品牌童装市场规模将持续增加。
- **“巴拉巴拉”童装品牌：差异化童装品牌渠道的构建，铸造公司在童装领域中不可撼动的绝对领先优势。**目前，国内大多数童装品牌主要通过百货店形式扩张，而公司则采取植入“森马”休闲装品牌运营管理模式的策略，通过开设童装品牌专卖店，实现渠道差异化的初步构建，并已在国内品牌童装发展的初级阶段拔得头筹。截止至 2010 年中期，公司已拥有“巴拉巴拉”品牌专卖店 2253 家，其中直营和加盟分别为 117 家和 2136 家，渠道规模处于国内品牌童装之首。
- **盈利预测与估值：**预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.49、2.29、3.26 元/股。根据我们以下的“V 式估值法”定位，公司在品牌公司中质地优良，合理二级市场价格可给予 11 年 30-35 倍 PE，合计价格为 68.71-80.16 元。

图1：本次发行前股权结构及控制关系



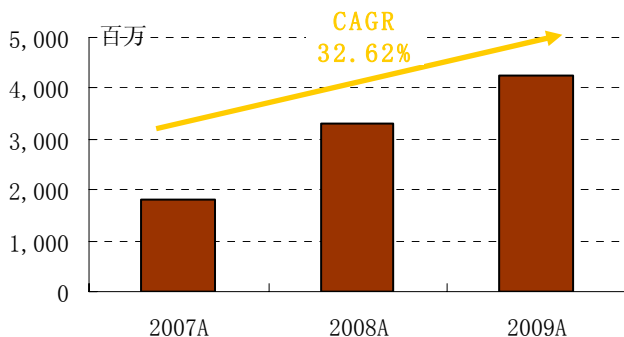
资料来源：公司招股说明书，招商证券

表 1: 发行前后股本结构对比

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数量(万股)	持股比例 (%)	持股数量(万股)	持股比例 (%)
森马集团	42,000	70.00%	42,000	62.69%
森马投资	6,000	10.00%	6,000	8.96%
邱光和	4,800	8.00%	4,800	7.16%
邱建强	3,201	5.34%	3,201	4.78%
周平凡	1,800	3.00%	1,800	2.69%
邱艳芳	1,800	3.00%	1,800	2.69%
戴智约	399	0.66%	399	0.60%
合计	4700	100.00%	4700	74.97%
社会公众股	—	—	7,000	10.45%
总计	60,000	100.00%	67,000	100.00%

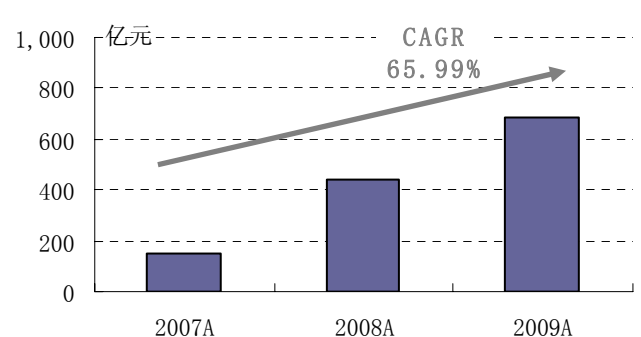
资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

图 2: 公司 2007-2009 年销售收入增长情况



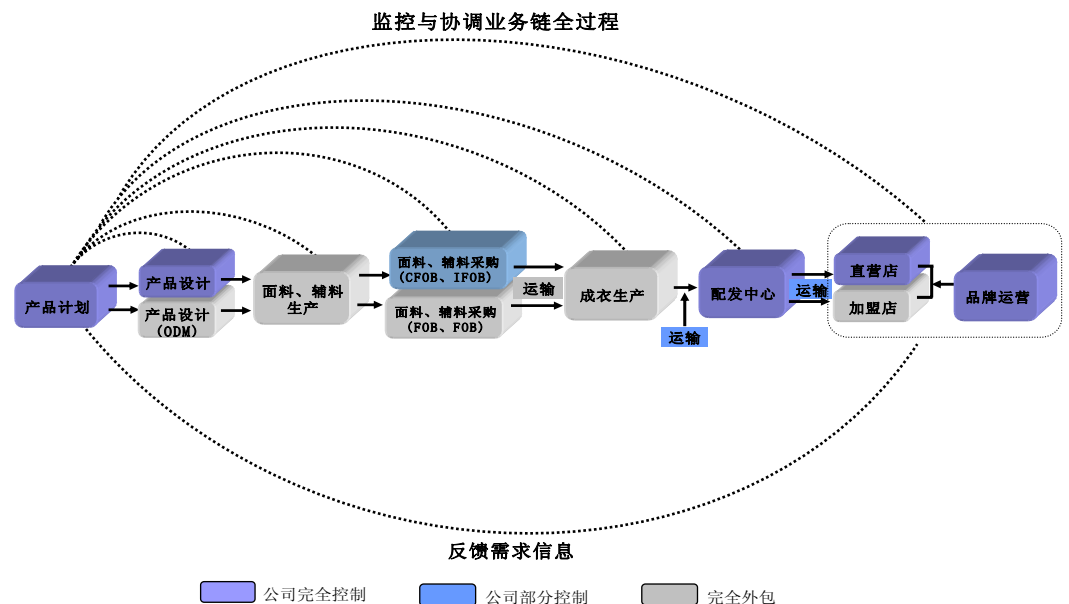
资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

图 3: 公司 2007-2009 年净利润增长情况



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

图 4: 公司业务模式概览



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

表 2: 公司各业务模式运作情况

项目	品牌	业务模式
原材料采购	森马	一年分四季下单, 以 CF0B(强制指定) 为主, 通过指定面、辅料供应商, 以确保生产质量及采购成本。
	巴拉巴拉	一年分四季下单, 以 CF0B(强制指定) 和 IF0B(意向指定) 为主, 通过“差异化供应商”策略挖掘丰富的专业童装供应商资源。
产品设计	森马	由森马事业部研发中心负责, 该中心拥有设计、研发资讯及技术部人员共计 189 人, 现具备每年超过 5000 款的设计能力。
	巴拉巴拉	由巴拉巴拉事业部产品中心负责, 该中心拥有设计、研发、技术部人员共计 70 余人, 现具备每年 200 余的设计能力。
生产加工	森马	采取全部外包加工模式组织生产
	巴拉巴拉	
订货方式	森马	2007 年 10 月开始实行订货制, 2009 年的 4 季产品中, 森马通过订货会销售的产品占全年销售额的 76% 左右。
	巴拉巴拉	2009 年春季产品开始实行订货制, 2009 年的 4 季产品中, 巴拉巴拉通过订货会销售的产品占全年销售额的 50% 左右。
营销渠道	森马	截止至 2010 中期, 森马品牌拥有 3556 家营销网点, 其中加盟店 3826 家、直营店 145 家。
	巴拉巴拉	截止至 2010 中期, 森马品牌拥有 2253 家营销网点, 其中加盟店 2136 家、直营店 117 家。
结算与信用政策	森马	对年度授信额度实行总额管理, 每年度的授信总额根据过往授信情况、公司资金状况和本年预计销售额、市场发展规划、行业应收账款周转率来确定, 总额一般不超过年度销售额的 5%, 事业部通过进行评估, 将授信额度分配给单个加盟商。
	巴拉巴拉	

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

表 3: 公司旗下品牌概况

品牌	系列	群体	平均售价	品牌宣传口号	产品特点
森马	活力	16-22 岁 学生群体	54.64 元	穿什么, 就是什么; 穿什么潮我看	颜色丰富、款式简明、混搭性强 款式多变、颜色紧跟潮流、注重表达个性、视觉冲击力强
	时尚	18-25 岁 职业人群			
巴拉巴拉	时尚	3-12 岁儿童 中产阶级及小康家庭	53.80 元	童年不一样; 更多款式、更多选择	自由、休闲、时尚、健康、运动、品类齐全、风格多样、无拘无束

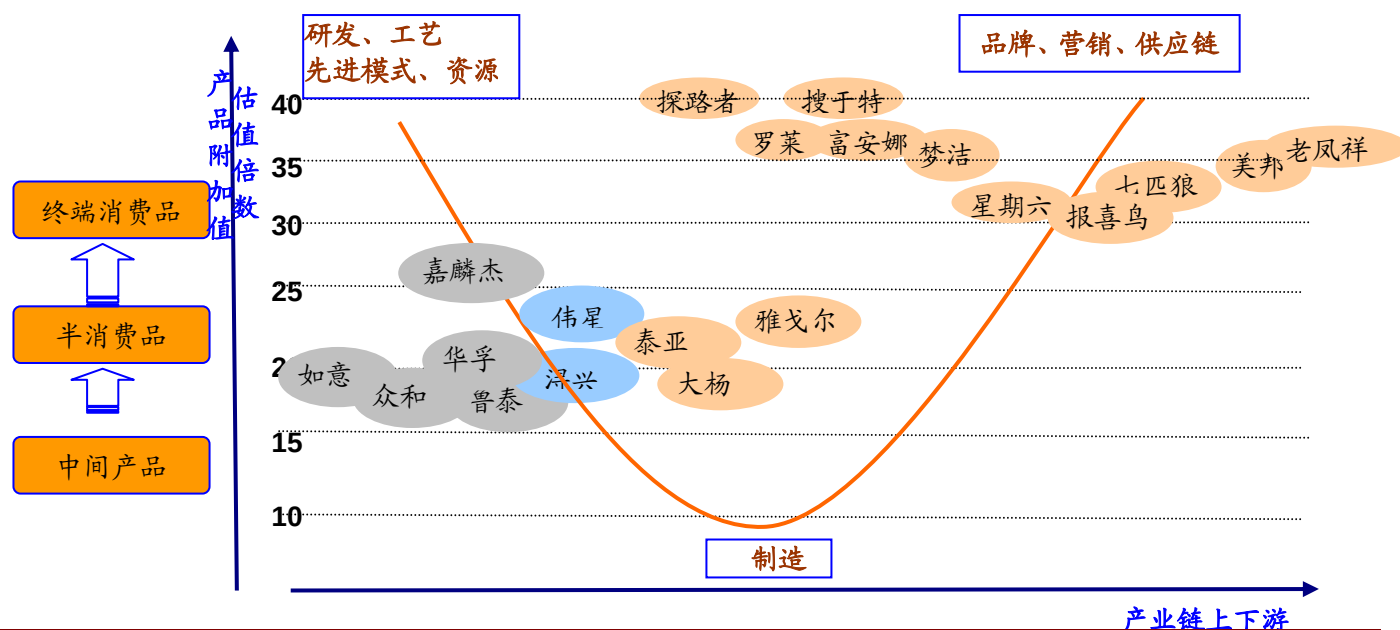
资料来源: 公司招股说明书, 招商证券 注: 平均售价均为 09 年末统计数据

表 4: 公司门店情况

	品牌	数量		单店面积 (M2)		面积 (M2)	
		直营店	加盟店	直营店	加盟店	直营店	加盟店
现有门店	森马	123	3433	141	142	17290	489098
	巴拉巴拉	117	2136	54	59	6375	126674
拟建门店	森马	6	28	1497	1355	8979	37943
	巴拉巴拉	6	23	264	490	1581	11277

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

图 5: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



资料来源: 招商证券

图 6: 纺织服装行业历史PEBand

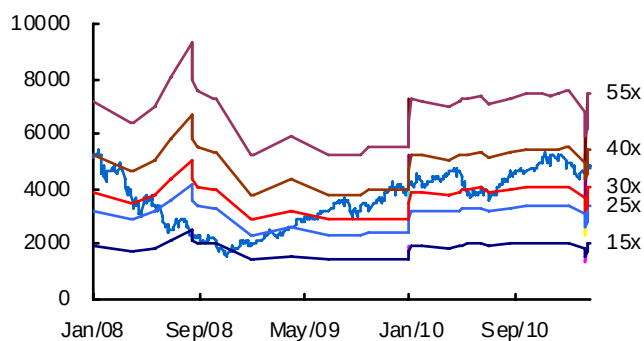
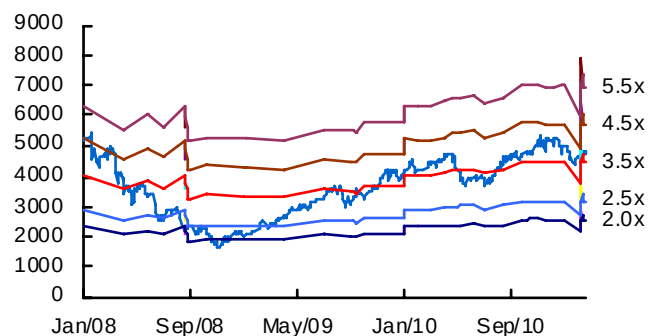


图 7: 纺织服装行业历史PBBand



- 说明:
- 1、资料来源于招商证券研发中心;
 - 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
 - 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
 - 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

2、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01:

将公司在时尚产业图谱中定位为时尚性偏高的中低档品牌，根据自建的品牌评价系统详细分析其品牌模式，并通过与国际、香港和国内休闲服品牌从模式和运营数据对比，详细分析公司的发展优势与空间。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

4、《美邦服饰—江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2

公司最主要的目标是与国内品牌拉开差距，与国际品牌缩小差距。通过详细分析其与国际快速反应最领先品牌的差距，剖析公司未来发展思路。通过这些提升和改进，有望成为国内品牌中真正占据领导地位的一代“才人”。

5、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

6、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

7、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

8、《纺织服饰行业 2010 年四季度投资策略-品牌制造冰火两重天 品牌行业布局的黄金时期》2010/10/17

9、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	819	1420	5380	6846	8816
现金	173	717	4317	5268	6663
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	49	69	92	136	187
其它应收款	7	18	31	47	64
存货	543	581	880	1306	1781
其他	48	35	60	89	121
非流动资产	254	593	734	781	823
长期股权投资	0	9	0	0	0
固定资产	15	223	383	433	477
无形资产	98	100	98	96	94
其他	141	261	253	253	252
资产总计	1073	2013	6114	7628	9640
流动负债	607	999	859	1249	1683
短期借款	60	0	0	0	0
应付账款	320	391	600	890	1214
预收账款	92	170	200	297	405
其他	135	439	59	61	64
长期负债	0	11	50	100	150
长期借款	0	0	50	100	150
其他	0	11	0	0	0
负债合计	607	1010	909	1349	1833
股本	188	600	670	670	670
资本公积金	29	5	3435	3435	3435
留存收益	249	398	1095	2169	3697
少数股东权益	0	0	5	5	5
母公司所有者权益	466	1003	5200	6274	7802
负债及权益合计	1073	2013	6114	7628	9640

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	394	1038	535	1421	2050
净利润	443	687	996	1535	2183
折旧摊销	0	0	39	52	58
财务费用	0	0	(15)	(41)	(49)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(494)	(127)	(143)
其它	(49)	351	8	2	2
投资活动现金流	(569)	(342)	(191)	(100)	(100)
资本支出	(131)	(315)	(200)	(100)	(100)
其他投资	(437)	(27)	9	0	0
筹资活动现金流	270	(159)	3256	(369)	(556)
借款变动	0	0	50	50	50
普通股增加	0	0	70	0	0
资本公积增加	0	0	3430	0	0
股利分配	0	0	(299)	(460)	(655)
其他	270	(159)	5	41	49
现金净增加额	96	537	3600	951	1395

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3323	4250	6294	9357	12830
营业成本	2342	2804	4000	5936	8094
营业税金及附加	18	27	31	47	77
营业费用	238	340	592	861	1155
管理费用	91	134	252	374	500
财务费用	2	(6)	(15)	(41)	(49)
资产减值损失	46	37	93	130	140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	587	915	1342	2049	2914
营业外收入	0	2	2	2	1
营业外支出	11	2	9	5	5
利润总额	576	915	1335	2046	2910
所得税	133	228	334	512	728
净利润	443	686	1001	1535	2183
少数股东损益	0	(1)	5	0	0
母公司所有者净利润	443	687	996	1535	2183
EPS (元)	2.36	1.14	1.49	2.29	3.26

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	82%	28%	48%	49%	37%
营业利润	151%	56%	47%	53%	42%
净利润	196%	55%	45%	54%	42%
获利能力					
毛利率	30%	34%	36%	37%	37%
净利率	13%	16%	16%	16%	17%
ROE	95%	68%	19%	24%	28%
ROIC	86%	68%	19%	24%	27%
偿债能力					
资产负债率	57%	50%	15%	18%	19%
净负债比率	5.6%	0.0%	0.8%	1.3%	1.6%
流动比率	1.3	1.4	6.3	5.5	5.2
速动比率	0.5	0.8	5.2	4.4	4.2
营运能力					
资产周转率	3.1	2.1	1.0	1.2	1.3
存货周转率	5.7	5.0	5.5	5.4	5.2
应收帐款周转率	79.9	72.2	78.4	82.2	79.5
应付帐款周转率	13.2	7.9	8.1	8.0	7.7
每股资料(元)					
每股收益	2.36	1.14	1.49	2.29	3.26
每股经营现金	2.10	1.73	0.80	2.12	3.06
每股净资产	2.48	1.67	7.76	9.36	11.64
每股股利	0.00	0.00	0.45	0.69	0.98
估值比率					
PE	13	26	20	13	9
PB	12.1	18.0	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	138.1	89.4	59.5	39.5	27.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。