

建议申购

估值区间：68.71-80.16

2011年3月11日

杰出的加盟管理能力 差异化的多品牌运营先驱

森马服饰投资价值分析报告

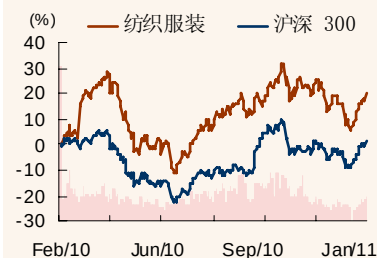
发行数据

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)	67.0
发行市盈率(倍)	45
发行日期	2011.3.2
上市日期	2011.3.11

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

张永为, S1090210020002
zhangyw@cmschina.com.cn

森马服饰依托杰出的加盟管理能力与“共赢”文化，在休闲装及童装两大差异化细分市场中均体现出强势竞争优势。在目前的市场环境下，公司较大的市值可能会对公司的股价走势造成一定影响，不过公司的基本面比较优质，若估值继续调整，可择时进行关注。

□ **休闲装及童装行业都颇具发展前景，公司利用杰出的加盟管理能力，成为差异化的多品牌运营先驱。**公司以生产童装起家，凭借强大的运营能力，成功构建了横跨两大差异化服装细分市场的运作平台。的森马品牌已成为我国休闲服饰第二大品牌，巴拉巴拉品牌则为我国儿童服饰第一大品牌。目前国内年轻化休闲装消费快速增长，并且市场份额将持续向龙头企业集中的趋势，公司在国内品牌中处于领先地位；我国品牌童装行业仍处于刚刚起步阶段，品牌化企业拥有先发优势，公司规模领先，渠道模式独特，拥有广阔的前景。

□ **“森马”休闲装品牌：强大的加盟管理领军企业。**“森马”定位于时尚度偏高的中低档领域品牌，其最大的模式特点在于与一般快速反应品牌不同，搭建的是二级代理加盟模式，此种模式虽然在反应速度和执行力等方面不及扁平化渠道，但是公司通过“共赢”文化建立了强大的加盟商管理体系，同时，在渠道信息系统方面拥有较好的控制和反馈机制。从公司多年来发展的情况看，公司在对代理商逐级管理的控制能力上在业内处于领头地位。强大的整合营销能力、以及“共赢”发展文化搭建的加盟商管理与供应链体系，共同打造国内休闲装业龙头企业。

□ **“巴拉巴拉”童装品牌：童装领域差异化渠道构建的先驱者。**国内大多数童装主要通过百货店形式扩张，而公司则采取植入“森马”休闲装运营管理模式策略，通过开设童装品牌专卖店，实现渠道差异化的初步构建。并将“森马”休闲装“共赢”的成功经验引进，采取以特许加盟为主，加盟与直营相结合的策略，通过特许加盟模式和二级代理的形式构建庞大的销售网络。

□ **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。

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

正文目录

一、总论：杰出的加盟管理能力 差异化的多品牌运营先驱	4
二、公司的品牌系统：差异化市场布局，喜迎双丰收	6
1、“森马”休闲装品牌：强大的加盟管理领军企业	6
(1) 品牌运营：营销一体化全方位提升品牌价值	6
(2) 渠道管理：“共赢”文化打造强大的加盟管理体系	7
(3) “森马”供应链管理：高效的供应链整合能力	9
2、“巴拉巴拉”童装品牌：童装领域差异化渠道构建的先驱者	10
(1) 品牌运营：“品牌为王”	10
(2) 渠道管理：具有前瞻性的差异化渠道发展策略	11
(3) 供应链管理：依附休闲业务“共赢”模式，实现高效管理	11
三、行业分析：休闲装及童装行业都颇具发展前景	13
1、成人休闲服业：年轻化消费快速增长，市场容量巨大	13
(1) 中低档休闲装品牌消费：16-25 岁成人休闲装市场成长性最强	13
(2) 行业集中度尚待提升，业内龙头企业发展空间广阔	14
(3) 业内品牌竞争优势分析：公司具有领先的竞争优势	14
2、童装行业：诱人的童装市场，消费品牌化趋势势不可挡	19
(1) 3-12 岁童装消费占据强势主导地位	19
(2) 国内品牌童装发展尚处初级阶段	19
(3) 童装未来发展前景良好	20
(4) 行业营销模式趋势：以百货模式为主，逐步向纵深发展	20
(5) 业内品牌竞争优势分析：规模领先，渠道模式独特	21
四、募集资金项目分析	24
1、营销网络建设项目	24
2、信息化建设项目	25
五、盈利预测与估值	26
六、附录	27

图表目录

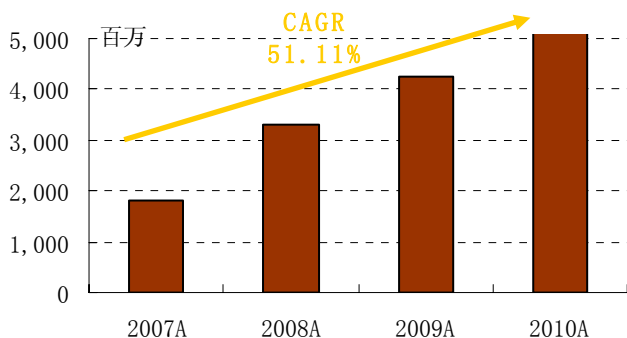
图 1: 公司 2007-2010 年销售收入增长情况	4
图 2: 公司 2007-2010 年净利润增长情况	4
图 3: 公司品牌评价系统	6
图 4: “森马”品牌销售管理模式	8
图 5: “森马”品牌直营店与加盟店收入增长情况	8
图 6: “森马”品牌直营店与加盟店数量增长情况	8
图 7: “巴拉巴拉”品牌直营店与加盟店收入增长情况	11
图 8: “巴拉巴拉”品牌直营店与加盟店数量增长情况	11
图 9: 国内成人休闲装零售额	13
图 10: 16-25 岁成人休闲装零售额	13
图 11: 城镇各收入阶层人均服装购买额	14
图 12: 城镇各收入阶层人均服装消费价格	14
图 13: 2008 年国内休闲服装市场占有率情况	14
图 14: 2009 年国内主要休闲品牌认知度市场调研情况	15
图 15: 2009 年国内休闲装市场主要品牌销售及店面情况	16
图 16: 2009 年国内休闲装市场主要品牌盈利指标对比	16
图 17: 2009 年国内休闲装市场主要品牌运营指标对比	16
图 18: 2009 年 ZARA、H&M 与公司盈利指标对比情况	18
图 19: 国内童装零售额	19
图 20: 3-12 岁童装零售额	19
图 21: 2008 年国内童装零售行业市场占有率情况	20
图 22: 国内童装行业零售渠道的构成及占比情况	21
图 23: 2009 年国内主要童装品牌认知度市场调研情况	22
图 24: 2008 年国内主要童装品牌渠道规模情况	23
图 25: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)	26
图 26: 纺织服装行业历史 PEBand	26
图 27: 纺织服装行业历史 PBBand	26
图 28: 本次发行前股权结构及控制关系	27
表 1: “森马”品牌系列产品细分情况	7
表 2: “森马”品牌近年举办的整合营销推广活动	7
表 3: “森马”品牌配发中心情况	9
表 4: “巴拉巴拉”品牌近年举办的整合营销推广活动	10
表 5: “巴拉巴拉”品牌仓储物流情况	12
表 6: 同类品牌定位对比	15
表 7: 三大国际休闲装品牌经营情况	17
表 8: ZARA、H&M、森马经营模式对比	17
表 9: 国内童装市场层次与特点	21
表 10: 同类童装品牌对比情况	21
表 11: 公司募投项目概览	24
表 12: 营销网络建设项目拟在全国新建门店 63 家	24
表 13: 项目建成后公司营销网络数量变化情况	24
表 14: 新店铺的具体运营模式	25
表 15: 发行前后股本结构对比	27
附: 财务预测表	30

一、总论：杰出的加盟管理能力 差异化的多品牌运营先驱

森马服饰以生产童装起家，凭借对服装市场敏锐的洞察力，经过多年的积累，成功的构建了横跨两大差异化服装细分市场的运作平台，现主要从事森马品牌（SEMIR）休闲服饰与巴拉巴拉品牌（Balabala）儿童服饰的研发设计及销售，生产则采用全部外包的轻资产模式进行。目前，公司已发展成为业内产品研发实力和供应链整合能力较为领先的优质多品牌服饰运营商。据Euromonitor市场调查数据显示，以2008年度的终端销售收入计算，公司旗下的森马品牌已成为我国休闲服饰第二大品牌，仅次于美邦服饰，巴拉巴拉品牌则为我国儿童服饰第一大品牌。

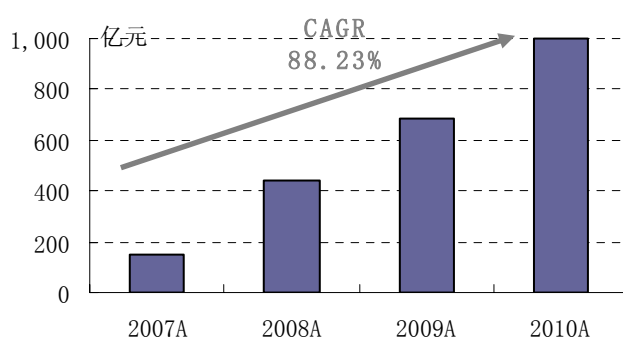
由此，公司近几年的运作结果也非常优秀，截止至2010年末，公司收入规模达到42.50亿元，2007-2010年的销售收入和净利润的复合增长率分别达到了51.11%和88.23%，实现了快速的壮大。

图 1：公司2007-2010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 2：公司2007-2010年净利润增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

作为服饰品牌公司，最核心的竞争力是品牌的战略与管理能力，在中国品牌普遍缺乏设计文化底蕴的背景下，通过建立一个更健全的系统去获得竞争力，是品牌成功更实际的通用定律。因此我们一直重视对公司的模式分析。

“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。

定位于时尚度偏高的中低档领域品牌，其最大的模式特点在于与一般快速反应品牌不同，搭建的是二级代理加盟模式，此种模式虽然在反应速度和执行力等方面不及扁平化渠道，但是公司通过“共赢”文化建立了强大的加盟商管理体系，从公司多年来发展的情况看，公司在对代理商逐级管理的控制能力上在业内处于领先地位。

同时，公司经过多年的积累，与一般二级代理体系不同，在渠道信息系统方面拥有较好的控制和反馈机制。公司采用MA仓库管理系统和不断升级的道讯分销系统，以及自主开发的BI系统、CRM系统、报表系统等，信息系统的逐步完善有利推动了业务的快速发展，并优化了运营体系。

此外，公司将“共赢”理念延伸至供应端，充分整合上游面、辅料及成衣生产资源，建立了一套有效的供应商管理机制，实现了供应商生产体系与公司业务发展的良性互动。

在国内快速反应品牌发展到今天这个阶段，也许还无法对扁平化渠道的必要性到底有多大下个定论，但从国外的历史看，也许是个趋势，公司目前的渠道特点是在规模可控的基础下，通过严格的加盟商管理体系和信息系统加强执行力和控制力，以达到与产品本质相符的发展需求，未来国内快速反应品牌的渠道方向如何，将在实践中沉淀出答案。

“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。

国内童装行业尚缺少真正意义上的大品牌，因此，品牌童装企业所具备的先机优势就显得尤为重要。公司在国内较早的开始品牌运作，实现了“品牌为王”。

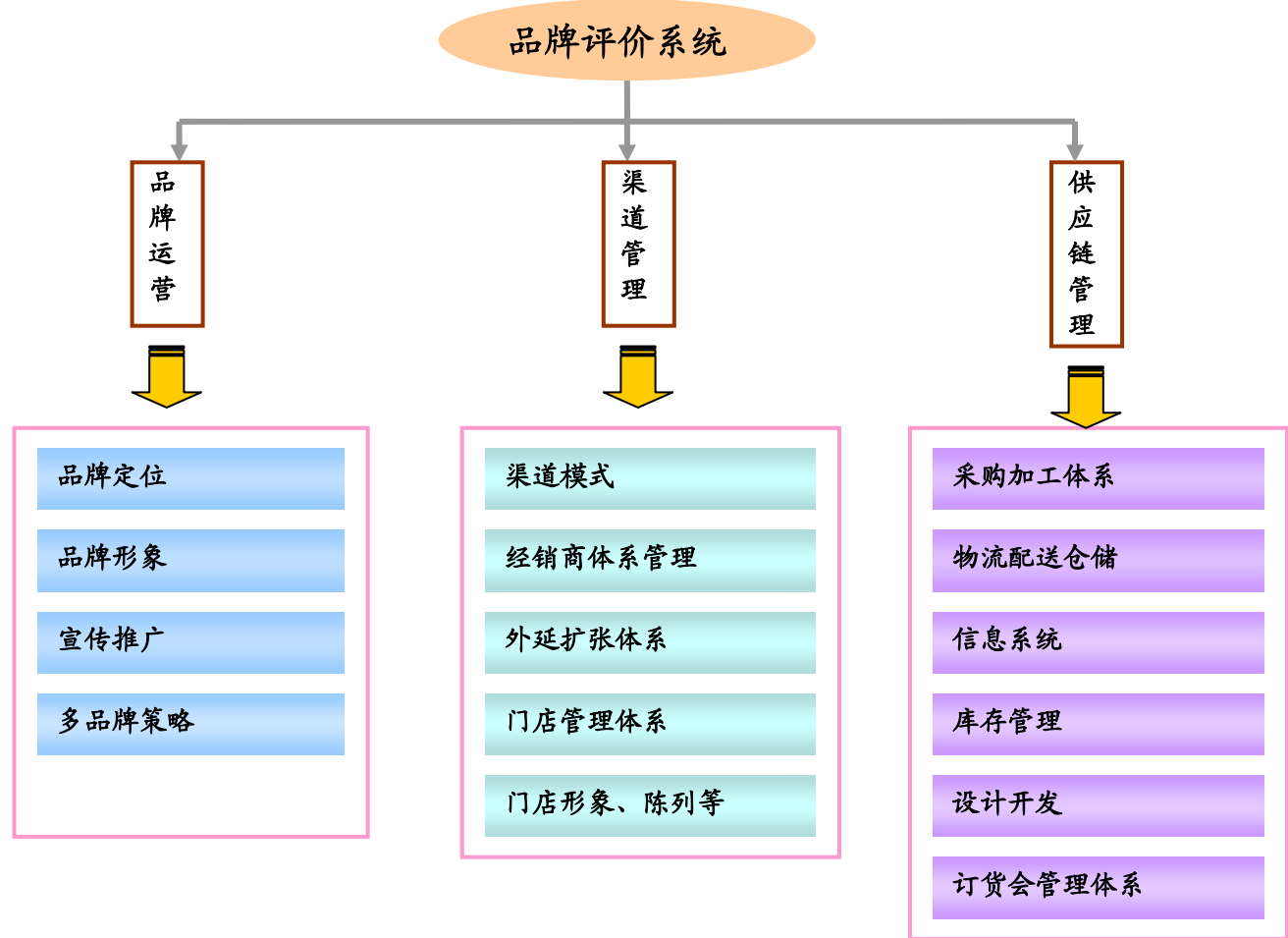
国内大多数童装品牌主要通过百货店形式扩张，而公司则采取植入“森马”休闲装品牌运营管理模式的策略，通过开设童装品牌专卖店，实现渠道差异化的初步构建。并将“森马”休闲装“共赢”的成功经验引进，采取以特许加盟为主，加盟与直营相结合的策略，通过特许加盟模式和二级代理的形式构建庞大的销售网络。

在供应链管理中，公司多年来始终坚持与供应商共同发展、共同壮大的理念，现已拥有分布在多个服装产业集群带中的核心面、辅料供应商和核心成衣商各18家。产业集群优势及长期稳定的供应合作关系，为公司产品实施“平价”策略提供了保障。

二、公司的品牌系统：差异化市场布局，喜迎双丰收

作为品牌服装公司，其最核心的竞争力体现在品牌战略与管理能力上，对此我们选用在《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》中构建的模型，并经过近几年的分析总结略作修改，从品牌运营、渠道管理和供应链管理三分面分别对公司的休闲装品牌“森马”和童装品牌“巴拉巴拉”加以详细分析。

图 3：公司品牌评价系统



资料来源：招商证券

1、“森马”休闲装品牌：强大的加盟管理领军企业

品牌运营能力是决定公司保持差异化竞争优势，维护客户忠诚度的重要标准。公司针对成长性最强的16-25岁成人休闲装细分市场，以类“SPA“的业务模式迅速壮大品牌规模，并通过挖掘自身品牌个性，结合”森马“品牌定位，基于对市场、消费者和竞争对手的比对分析，使用有别于主要竞争对手的、集产品设计、产品陈列、店铺形象、明星代言、广告投放和热点事件营销于一体的整体营销战略。同时，针对品牌细分层次进行相应合理的深度营销大大提升了品牌认知度。

（1）品牌运营：营销一体化全方位提升品牌价值

品牌定位与形象：清晰而准确

公司“森马”品牌由事业部的形式独立运营，品牌以16-25岁年轻有活力的青年一代作为目标消费群体，并针对该群体特性将旗下产品细分为“活力”和“时尚”两大系列，“活力”系列定位16-22岁以学生群体为主的消费群体；“时尚”系列定位在18-25岁的职业群体。两大系列在保持公司产品高性价比特性的基础上，进一步明确了不同消费群体的消费特性和定价策略。

我们认为公司的品牌定位符合了大众消费的主流趋势，16-25岁休闲装市场是休闲装市场中成长性最强的细分市场，公司产品突出的高性价比优势及快速的推陈出新能力均顺应了该部分消费群体（80后和90后）超前的消费观念及喜好追赶潮流的特性。

表 1：“森马”品牌系列产品细分情况

产品线	年龄段	群体	穿着场景	产品特点
活力	16-22	学生群体	校园生活、集体活动、同学聚会、郊游等场景	颜色丰富多彩，款式简洁明快，款式间的混搭性较强
时尚	18-25	职业人群	都市化生活，将穿着场合定位在逛街、购物、约会、派对等休闲	服装款式变化多，颜色紧跟流行趋势，更注重通过服装表达个人态度，强调视觉冲击力

资料来源：公司招股说明书，招商证券

宣传推广：国内休闲品牌中的佼佼者

结合目标消费群体的生活方式及媒体接触习惯，公司围绕青少年群体的潮流热点，通过聘请当红年轻偶像明星，宣传倡导“我就是‘潮’一代”的品牌理念，并通过制定产品股市、传统媒体、数字媒体、视觉创意、陈列推广、店铺形象、促销活动等于一身的整合营销策略，持续提升“森马”品牌的影响力。我们认为公司品牌推广方式繁多、节奏紧凑，宣传推广能力在国内品牌服装中当属佼佼者。

表 2：“森马”品牌近年举办的整合营销推广活动

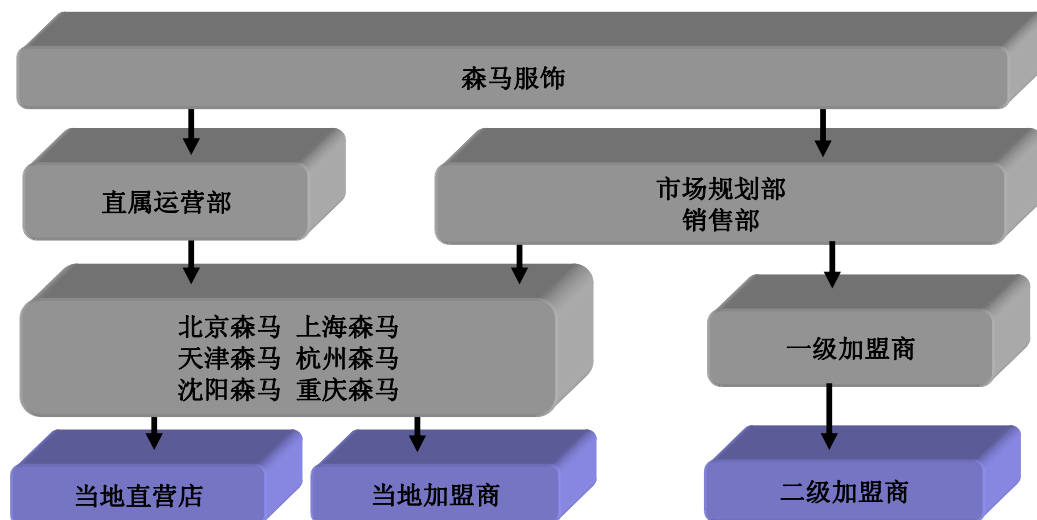
时间	营销活动
2008 年 8 月	签约罗志祥、Super Junior-M 为形象代言人
2008 年 11 月	与央视合作青春励志偶像剧《青春舞台》，开创国内青少年休闲服饰品牌电视剧植入和整合推广的先河
2009 年 7 月	在优酷、土豆等视频网站结合热播剧《我的青春谁做主》，首播全新电视广告
2009 年 9-12 月	推出十二城市“青春潮人帮”潮人招募活动，并联合十二大城市旗舰店共同推广
2010 年 3-6 月	在浙江、湖南、PPS 等媒体投放 SJM 贺岁广告，与腾讯联手打造 SJM QQ 形象，结合高发行量潮流类杂志同步宣传
2010 年 1-3 月	与好莱坞大片钢铁侠 II 合作，推出钢铁侠系列产品，通过线上、线下进行传播，并与淘宝、拍拍网合作，联合销售
2010 年 6-7 月	推广“森马什么 TEE”创意活动
2010 年 10-12 月	推出《Perfect Match》单曲，进行羽绒服产品推广

资料来源：公司招股说明书，招商证券

（2）渠道管理：“共赢”文化打造强大的加盟管理体系

在战略管理方面，公司采取以特许加盟为主，加盟与直营相结合的策略，即本着“共赢”的发展理念，通过特许加盟模式和二级代理的形式实现市场广度及深度的快速扩张和渗透，构建庞大的销售网络，并通过直营的模式发挥中心商圈的示范效应，加强品牌宣传，有效的提升“森马”的品牌影响力和知名度。

图 4: “森马”品牌销售管理模式



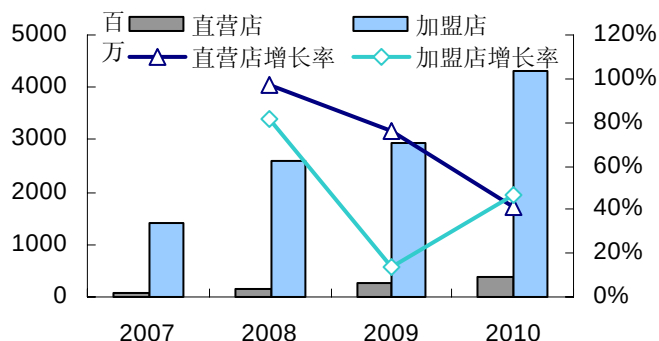
资料来源：公司招股说明书，招商证券

较行业内的其他休闲品牌而言，森马率先业内提出“共赢”理念，在渠道布局上，为避免发生与现有加盟商网络构成冲突的现象，公司将直营店设立在核心城市的重点商圈或具有市场发展潜力的空白区域，这不仅确保了加盟商的区域独家代理权和发展空间，同时提升了公司品牌的宣传效应。

另外，为了培育加盟商的成长，公司事业部专门成立零售支持部，及时、全面的为加盟商提供店面选址、形象设计、零售咨询、促销推广和督导培训等多方面的信息服务及业务指导，积极鼓励和引导加盟商“多开店、开大店”。公司这种全方位的支持策略，大大鼓舞了加盟商的投资热情，迅速形成了加盟的规模经营优势。

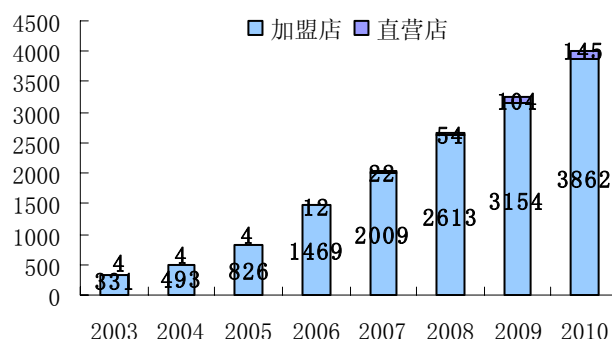
截止至2010年年底，“森马”品牌的门店数量已达到4007家，其中加盟店3862家，直营店145家，销售占比在92:8的水平。2007-2010年，加盟店的数量和收入年均复合增长率分别为24.34%和44.65%，直营店的数量和收入年均复合增长则分别达到87.49%和69.73%。

图 5: “森马”品牌直营店与加盟店收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 6: “森马”品牌直营店与加盟店数量增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

对于选择代理加盟模式发展的品牌，经销商管理体系是否健全是决定其后续发展的关键，尤其像森马这种加盟体系相对复杂的公司而言，如何对一二级加盟商与直营店进行全局的掌控，便成为考核其销售业绩最直接且最重要的指标。从公司多年来发展的情况来看，尽管渠道难以达到扁平化，但公司在对代理商逐级管理的控制能力上居业内领先。

公司目前对一级加盟商进行直接管理，并通过一级加盟商实现对二级加盟商的管理，公司对二级加盟商则实行以店准入、质量控制和窗口指导为主的间接管理，此种两级管理模式既减轻了公司的管理成本，又提高了沟通效率。与此同时，公司还通过强大的信息管理系统对直营店及加盟店进行销售跟踪、分析，以优质的营销网络管理能力保证各地加盟店业绩持续稳定的增长。

（3）“森马”供应链管理：高效的供应链整合能力

公司将“共赢”理念延伸至供应端，充分整合上游面、辅料及成衣生产资源，建立了一套有效的供应商管理机制，实现了供应商生产体系与公司业务发展的良性互动。

为确保公司产品质量、生产成本和生产进度，公司采用严格的供应商甄选、培育、考核和淘汰制度。目前，“森马”品牌已与128家面、辅料供应商和120家成衣厂商展开合作，并与其建立了长期稳定的合作关系。

为了能更好地对供应商实施管理，并实现公司与不同类型生产企业利益的最大化，公司还根据产品特点、市场规模、供应商资源、以及自身管理水平等，选择不同的“生产-采购”方式。目前，公司共有FOB、CFOB、IFOB和ODM四种模式，其中以前三种子模式为主。为更好的控制面、辅料的成本和质量，在CFOB和IFOB模式下的面、辅料供应商均为公司核准制定的。在FOB和ODM的模式下，公司并不指定具体的面、辅料供应商，而是通过成衣商对产品进行严格的审查。

另外，从物流的角度，森马休闲装在上海、温州两地建有物流配发中心，总面积10.25万平方米，其中，上海配发中心拥有国际先进水平的“全自动立库分拣系统”，该系统在每日仅工作7小时的前提下，可实现25.38万件/天的配发能力。

表 3：“森马”品牌配发中心情况

配发中心	取得方式	仓储面积 (m ²)	配送地区	
			子公司/直营店	加盟商
温州	温州娄桥工业园	自建	杭州、沈阳、重庆、温州、广州	上海配送中心覆盖以外的全国其他地区
	强强集团	租赁		
上海	上海工业园	自建	北京、天津、上海	安徽、江苏、上海、北京、天津、河北

资料来源：公司招股说明书，招商证券

强大的信息系统：良好的控制与反馈机制。

同时，公司经过多年的积累，与一般二级代理体系不同，在渠道信息系统方面拥有较好的控制和反馈机制。公司采用MA仓库管理系统和不断升级的道讯分销系统，以及自主开发的BI系统、CRM系统、报表系统等，信息系统的逐步完善有利推动了业务的快速发展，并优化了运营体系。

公司拟利用本次募投资金进行信息化建设，旨通过建立具有国际先进水平的集中式信息化管理平台，顺应公司多品牌经营模式长期、快速发展的要求，全面提升公司对业务数据的集成管理与科学应用能力。

研发设计：设计团队规模庞大，时尚敏感度高。

为保持高性价比的竞争优势，中低档品牌的设计优势更多的体现在对国际时尚潮流的把握及追随上，因此，能够拥有一支规模庞大、时尚敏感度高和理念超前的产品设计团队是本土休闲品牌崛起的关键。“森马”品牌的设计研发团队正是依据此种模式，对顾客

需求和市场流行趋势进行持续追踪，并根据欧、美、日、韩等地休闲服潮流变化特点加以动态的设计，在短时间内开发出可满足年轻消费者需求的高性价比时尚产品。截止至2010年底，森马设计研发中心拥有设计、研发资讯、技术人员共计163人，并具备每年4000多款休闲服饰设计能力，居业内领先地位。

2、“巴拉巴拉”童装品牌：童装领域差异化渠道构建的先驱者

公司的“巴拉巴拉”品牌童装早在2002年便开始采用品牌经营模式，通过一系列的整合优化，现已形成较为完善的供应链体系，与此同时，公司率先在行业内采用连锁加盟的形式迅速抢占市场，后将“森马”品牌经营管理模式成功引入，实现了童装行业渠道的差异化建设，通过近10年的发展，公司创新出一套具有前瞻性的、与童装业发展较为贴切的运作模式。

（1）品牌运营：“品牌为王”

我国儿童服饰行业尚处于一个跑马圈地的阶段，行业呈现碎片化竞争格局，缺少真正意义上的大品牌，因此，在童装这片蓝海中，品牌童装企业所具备的先机优势就显得尤为重要。公司正是抓住了这个机遇，进行多层次、差异化的定位，并配合多形式、多层次的品牌推广，实现了“品牌为王”。

品牌定位与形象：多层次，差异化定位

“巴拉巴拉”品牌与“森马”品牌类似，由单独的事业部独立运作，该品牌定位于专业、时尚、高性价比的童装，适合3-12岁儿童穿着，目标消费群体主要为二、三线城市讲究品位、追求品质、时尚的中产阶级和小康家庭的妈妈群体。

在“童年不同样”主张的倡导下，“巴拉巴拉”品牌经营团队进一步将品牌理念延伸，针对各地区收入差异情况，提出“更多款式、更多选择”的差异化产品组合，并根据不同年龄段儿童的特点，将旗下产品细分为“运动、休闲、时尚、淑女”系列中童服饰产品，“休闲、可爱”系列的小童服饰产品，以及部分适合正式场合穿着的童装、童鞋、配饰等产品。

我们认为公司童装品牌定位层次清晰，覆盖面广，充分显示了其作为国内童装行业领导品牌的专业性。未来随着80后、90后人群逐步过渡成童装消费的主力军，公司专业化的品牌经营优势将成为业绩最初得到提升的最大贡献点。

宣传推广：多形式、多层次的推广

“巴拉巴拉”品牌自2002年创建以来，不仅满足了消费者基本的购买需求，还通过媒体推广、店铺营销、热点事件等多形式、多层次的品牌推广活动，将其倡导的儿童成长理念潜移默化的传导到消费群体中，成功的塑造了国内童装业领导品牌的形象。

表 4：“巴拉巴拉”品牌近年举办的整合营销推广活动

时间	营销活动
2007年9月-2008年6月	在全国三百多个城市和腾讯网开展“多彩校园”作品征集活动
2008年5-9月	在搜狐、百度等热门网站进行“童年不同样、趣味赢童年”网络营销活动
2009年	构建全国、省级、地方联动的媒体投放平台
2009年10月	联合奥美时尚推出“撞衫篇”电视广告

2010年2月	在央视少儿、湖南卫视金鹰卡通、浙江少儿等全国及地方电视台进行广告和栏目合作的双重媒体投放
2010年4月	依托品牌网站，进行大规模网络传播活动
2010年5月启动	全国线上和线下结合的立体式路演活动推广
2010年7-10月	针对秋装校园系列进行整合推广
2010年10-11月	玩出不一样系列广告投放播出

资料来源：公司招股说明书，招商证券

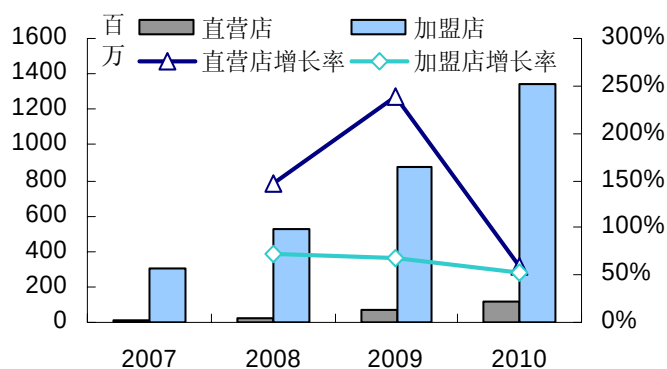
（2）渠道管理：具有前瞻性的差异化渠道发展策略

我国品牌童装企业现多选择在一、二线城市以大、中型综合商场进行销售为主，该部分市场是近年来规模上升最快的，也是品牌、价格、营销手段和市场格局变化最大的。未来随着童装品牌化深入，以及国际化市场开放，童装业渠道销售模式必将经历整体上的整合和升级，届时运营成本低、灵活性强、产品丰富、服务人性化的直营及加盟的专卖店模式将会使销售更加顺畅，并进一步打造品牌基础。整体而言，我们看好品牌童装专卖店渠道模式的发展前景，该模式顺应了童装品牌化的发展趋势。

公司较早的将专卖店扩张模式植入，并将“森马”休闲装“共赢”的成功经验引进，采取以特许加盟为主，加盟与直营相结合的策略，通过特许加盟模式和二级代理的形式构建庞大的销售网络。

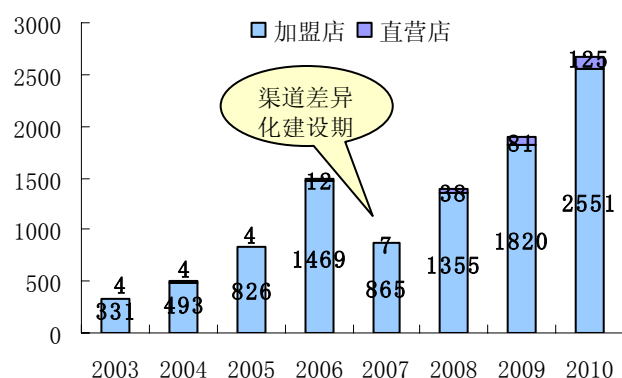
2008年，公司的渠道规模已明显超过国内其他主要竞争对手，后历经近两年渠道的不断整合和优化，现已具有绝对的规模优势。截止至2010年底，“巴拉巴拉”品牌门店数量已达到2676家，其中加盟店2551家，直营店125家。2007-2010年，加盟店的数量和收入复合年均增长率分别为161.38%和137.46%，直营店的数量和收入年均复合增长率则为43.41%和64.31%。

图 7：“巴拉巴拉”品牌直营店与加盟店收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 8：“巴拉巴拉”品牌直营店与加盟店数量增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

（3）供应链管理：依附休闲业务“共赢”模式，实现高效管理

“森马”品牌运作体系的成功经验已在童装业务中得到了良好的体现，公司多年来始终坚持与供应商共同发展、共同壮大的理念，现已拥有分布在多个服装产业集群带中的核心面、辅料供应商和核心成衣商各18家。产业集群优势及长期稳定的供应合作关系，为公司产品实施“平价”策略提供了保障。

“生产-采购”方式上，“巴拉巴拉”品牌以CFOB和IFOB为主，并在休闲装业务的基础

上,根据自身产品特点及发展阶段,制定了“差异化供应商”策略,为求提升童装供应商专业化水平,更好的整合供应商的研发技术能力,以便更好的为公司所用。

仓储物流方面,巴拉巴拉拥有4个独立于森马的配发中心,现均已租赁形式获得使用,总面积4万多平方米。

表 5: “巴拉巴拉”品牌仓储物流情况

配发中心	取得方式	仓储面积 (m ²)	配送地区	
			子公司/直营店	加盟商
温州	森马大厦仓库	租赁	20034	
	惠特仓库	租赁	8000	北京、上海、天津、
	温州瓯宝五金有限公司	租赁	10441	武汉、温州、广州
	东田眼睛制造有限公司	租赁	5272	全国范围 内加盟商

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

研发设计: 突出“专业化”理念的设计团队

目前,我国中低端童装市场专业设计人才匮乏,产品设计多缺乏个性、对时尚的洞察力及文化内涵,童装整体的适体性较差。因此,能够拥有一支专业性强、设计理念超前及运作模式先进的设计团队,是童装企业发展的灵魂。公司的“巴拉巴拉”品牌童装正是通过独立的事业部产品中心负责研发设计,将儿童的审美需求与产品巧妙的融合,并针对儿童不同年龄和性别特征对产品进行精细化分类设计。

截止至 2010 年底,巴拉巴拉设计研发部共设男(中)童、女(中)童、小童和配饰 4 个设计项目部,拥有设计人员、研发人员、技术人员及商品管理人员 88 人。另外,为及时掌握全球童装时尚发展趋势,并开发出贴近儿童内心的童装品牌个性,公司长期与法国知名时尚与色彩资讯公司 Peclers Paris 合作。目前,公司具有年童装开发能力 2645 款,设计能力处于国内童装业领先水平。未来随着童装品牌发展趋势愈加深入,公司突出的研发设计优势将成为真正占有市场的利器。

我们认为公司童装品牌的经营能力已经从品牌、渠道管理等“微观”层面上升到供应链管理的“宏观”层面,现有的差异化运营模式及规模领先优势,配合内部高效的管理运营机制,“巴拉巴拉”品牌在我国童装业品牌化初创时期已占尽先机。

三、行业分析：休闲装及童装行业都颇具发展前景

1、成人休闲服业：年轻化消费快速增长，市场容量巨大

20世纪90年代中后期，“佐丹奴”品牌在广州的首次露面，拉开了我国成人休闲服饰发展的序幕，后随着“真维斯”、“堡狮龙”等品牌陆续登陆内地市场，国人的审美观念及着装习惯逐渐发生转变，品牌消费意识也日渐加强。经过十余载的发展，休闲服装行业迅速壮大，在此期间，国内的休闲服饰企业如雨后春笋般崛起，依赖渠道快速扩张，抢占市场，2006-2008年该类公司获得了快速发展，其中七匹狼、利郎、美邦服饰等公司的收入年均符合增长率分别达到85%、65%和50%，净利润增速为75%、116%和194%。

发展到现在，休闲装目标市场定位的细分，催生出以年龄层为划分标准的休闲装细分市场，其中16-25岁年龄段的成人休闲装市场是增长最快的细分市场。

(1) 中低档休闲装品牌消费：16-25岁成人休闲装市场成长性最强

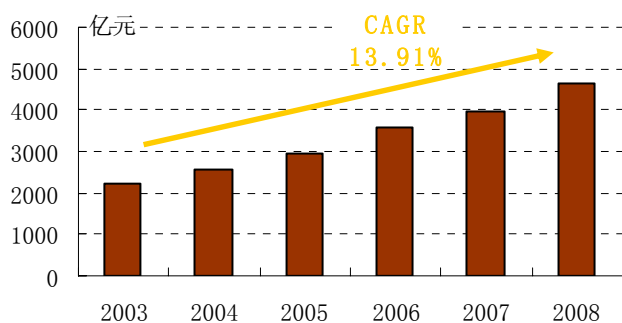
伴随国民经济快速发展，国民收入不断增加，国人服装消费性支出呈现特征鲜明的消费升级加快的趋势。

从国家统计局披露的城镇不同收入阶层人均服装消费数据显示：中高消费阶层逐渐向中低消费阶层渗透。2004-2008年，中、低等收入阶层人均服装消费年均复合增长率分别达到14.29%和15.22%，呈现出与高收入阶层服装消费同步的增长态势。这说明适合中低收入阶层消费者的中低档服装的市场容量正在不断扩大。

另外，从城镇中低收入阶层人均服装购买力来看，中、低收入阶层消费者的服装购买力正的不断提升，从侧面影射出服装行业品牌发展的空间。休闲装市场作为我国服装市场的中坚力量，亦将分享行业高增长的盛宴，其中，休闲装品牌龙头企业将受益于大众消费的普及与升级，获得快速的成长。

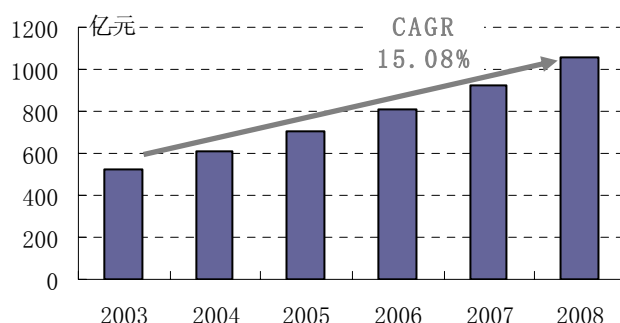
根据Euromonitor的数据测算，2003-2008年，国内成人休闲装销售额以年均13.91%的复合增速攀升，至2008年我国成人休闲装市场规模已达4660亿元。在成人休闲装市场中，16-25岁成人休闲装细分市场的成长性最为显著，2003-2008年的年均复合增长率达到15.08%，高于同期整个服装市场和成人休闲装市场的增速，至2008年市场规模高达1328亿元，占成人休闲装市场销售额的28.49%。

图 9：国内成人休闲装零售额



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 10：16-25岁成人休闲装零售额

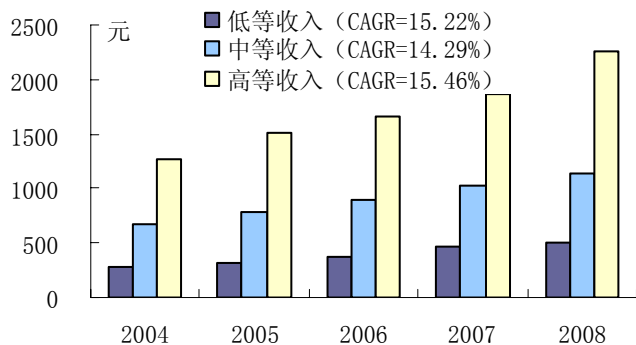


资料来源：公司招股说明书，招商证券

据Euromonitor预测，预计2009-2013年成人休闲消费将继续保持稳步增长，年均复合

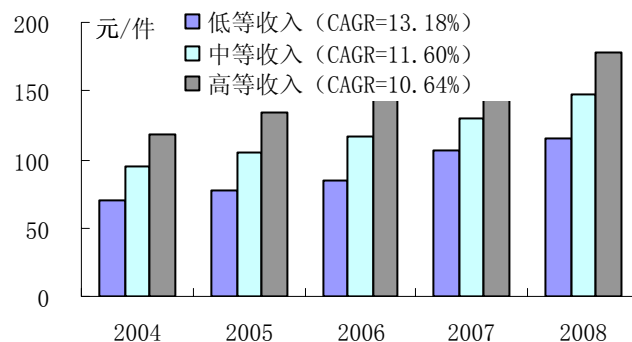
增长率为9.72%，至2013年市场规模可达7472亿元，同期16-25岁年龄段休闲装市场规模将保持11.15%的年均复合增长率，至2013年达到2270亿元的规模，在成人休闲装市场销售额的占比将由28.49%提升至30.38%。

图 11: 城镇各收入阶层人均服装购买额



资料来源: 国家统计局, 招商证券

图 12: 城镇各收入阶层人均服装消费价格



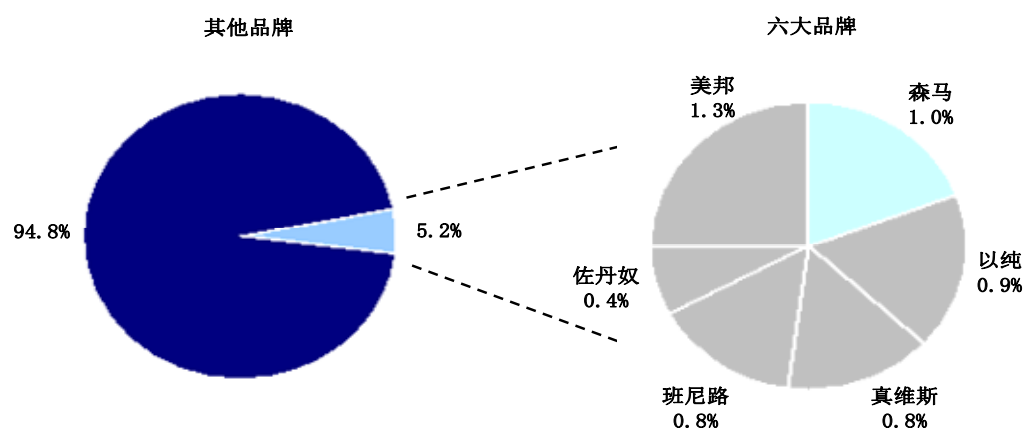
资料来源: 国家统计局, 招商证券

(2) 行业集中度尚待提升, 业内龙头企业发展空间广阔

尽管国内16-25岁成人休闲装细分市场近年来得到了长足的发展, 但总体而言我国休闲服装零售市场的自主品牌、港资品牌及国际品牌众多, 市场格局分散, 品牌集中度较低。

其中以美邦、森马、佐丹奴、正维斯、班尼路和以纯为代表的主要休闲服品牌合计占有国内休闲服零售市场份额的5.23%, 单一品牌仅有美邦和森马的市场占有率超过1%, 但较国外成熟服装品牌3%-4%的市场占有率水平而言, 仍具有一定差距。这恰好表明行业集中度存在进一步提升的空间, 因而在产品开发、销售策略和市场推广等方面占优的龙头企业将充分受益于此。

图 13: 2008年国内休闲服装市场占有率情况



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

(3) 业内品牌竞争优势分析: 公司具有领先的竞争优势

我国休闲服零售市场的国内、国际品牌众多, 市场格局分散。其中, 国内品牌美特斯邦威、以纯, 以及港资品牌真维斯、佐丹奴和班尼路（分别隶属于旭日企业、佐丹奴国际和德永佳公司）在规模和市场占有率上与森马相当, 是公司最主要的竞争对手; 另外,

ZARA、H&M、C&A、ONLY和Vero Moda等国际品牌因在目标消费群的锁定、产品定位和运营模式等方面上均与森马类似，故也对公司构成了竞争压力。

表 6：同类品牌定位对比

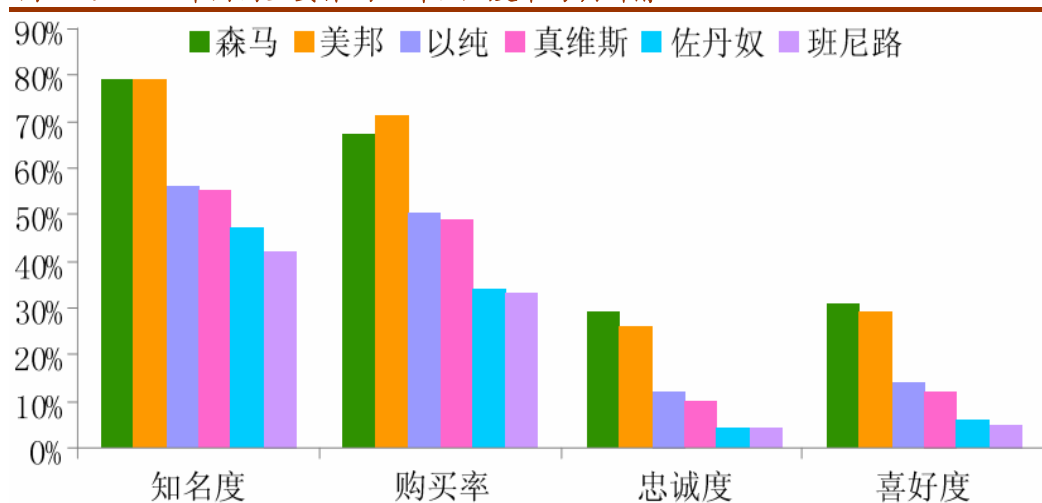
项目	森马	美邦	以纯	真维斯	班尼路	佐丹奴
目标消费群体	16-25 岁适合校园和年轻人	18-25 岁适合校园和年轻人	15-35 岁年轻人	18-25 岁年轻人	18-35 岁年轻人	18-45 岁青年人
消费特征	年轻、时尚、有活力	年轻、时尚、有活力	年轻、时尚、有活力运动型	关注潮流	含蓄、注重质量和潮流	注重质量和个人风格
品牌特点	IN-我就是潮一代，崇尚年轻活力、彰显青春本色	休闲的，贴近中国年轻一代	青春活力、注重健康、热爱运动、追逐时尚、有主见、享受愉悦生活	年轻、健康、向上，倡导一种真诚、乐观的生活态度	自然随性、时尚自信	简约、健康、友善、跨时代
品牌口号	穿什么，就是什么；穿什么潮我看	不走寻常路	青春、活力、自信、纯真	真的、更精彩	-	没有陌生人的世界

资料来源：公司招股说明书，招商证券

总体来说，与国内品牌相比，公司处于领先地位，目前公司已在经营规模、市场占有率、品牌知名度和购买率等方面都有所表现。

而香港品牌近些年并没有表现出持续的品牌精神，品牌形象较为老化，在规模、占有率、品牌形象、品牌运营能力、渠道管理各方面处于落后的局面。

图 14：2009年国内主要休闲品牌认知度市场调研情况



资料来源：TNS，公司招股说明书，招商证券

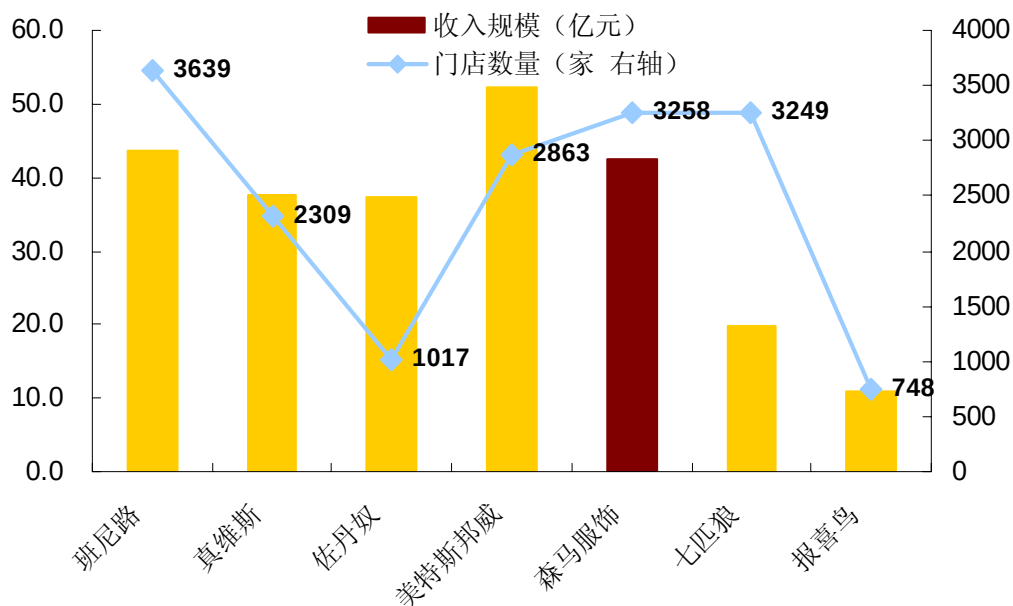
从销售规模来看，“森马”品牌2009年年底的规模在以国内为主销售的休闲品牌中仅次于美邦服饰。其中港资品牌班尼路收入规模略高于公司，主要是因班尼路品牌数据包括了在中东及东南亚的销售部分，而大陆部分随着公司品牌形象日益老化，品牌销售表现平平，规模要低于“森马”休闲装品牌。

从店面数量看，“森马”品牌门店数量要多于销售规模排名第一的美邦服饰。我们认为公司近年来渠道持续维持年均30%的扩张速度（略高于美邦），摊薄单店销售收入以及直营店占比相对较低是造成收入规模略逊美邦服饰的主要原因。未来公司休闲装业务渠道持续高速扩张的驱动力将趋缓，伴随精细化管理水平进一步提升，研发设计能力持续创新，以及直营店适度开发，“森马”品牌内生性增长的发展潜力上具有不小的提升空间。

从盈利指标上看,公司的毛利率水平受加盟业务占比较高影响,相对偏低,净利润率水平在休闲装品牌中居高,而ROE水平在所有公司中居首,体现了公司轻资产模式运作具有较强的盈利能力。未来随着“森马”品牌影响力不断提升,成本上升压力的有效转嫁,直营店的适度增长,毛利率水平将会有所上升,而净利率水平基本维持现有水平,ROE则将随着自购门店比重逐步提升,固定资产的增加而相应有所下降。

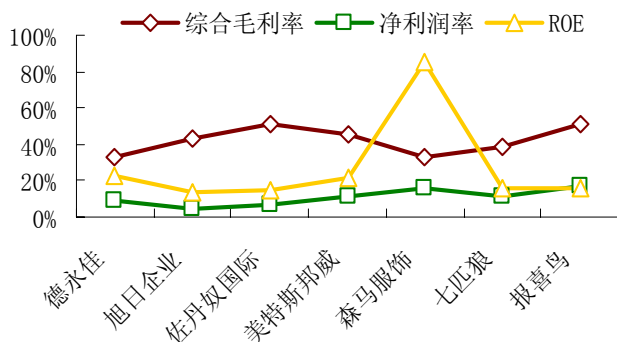
从营运指标来看,公司的应收账款率位于可比公司的最前列。这主要得益于公司对加盟商实施的高效严格的管控措施,在结算方式上严格按照“先打款后发货”原则进行,在销售快速增长的同时降低了应收账款的规模。另外,存货管理能力也较为出色,公司2009年订货制度的全面实施,内部运营管理及信息化效率的提升,促使存货周转率得以保持较高水平,不过以加盟为主的公司的存货周转率并不能实际反应渠道的库存状况。

图 15: 2009年国内休闲装市场主要品牌销售及店面情况



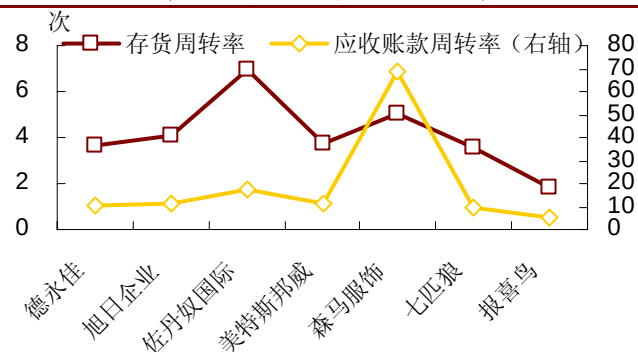
资料来源: 公司招股说明书, 各公司网站, 招商证券 (注: 班尼路数量截止日为2010年3月31日)

图 16: 2009年国内休闲装市场主要品牌盈利指标对比



资料来源: 公司招股说明书, Bloomberg, 招商证券

图 17: 2009年国内休闲装市场主要品牌运营指标对比



资料来源: 公司招股说明书, Bloomberg, 招商证券

在我国休闲装市场中,另外一个不容小视的群体则当属ZARA、H&M和UNIQLO等国际品牌。尽管目前上述国外休闲装品牌在国内的市场份额相对较小,但作为快速时尚潮流的引导者,强大的运作能力、快速的反应能力、丰富的市场经验及雄厚的资金实力均将成为抢夺市场,威胁国内品牌商的利器,若该类品牌有意进行渠道下沉,届时将为国内

众多休闲装品牌带来较大的冲击。

对此，我们与公司进行详细的对比，以寻个中差异。

表 7：三大国际休闲装品牌经营情况

项目	ZARA	H&M	UNIQLO
全球市场			
08 年全球店铺数量（家）	1520	1700	1961
08 年全球店铺区域分布	72 个国家	33 个国家	7 个国家
08 年销售收入	104 亿（欧元）	1040 亿（瑞典克朗）	5864 亿（日元）
中国市场			
进入中国市场的时间	06 年	07 年	05 年
国内店铺数量（家）	07 年末 7 08 年末 23 09 年末 33	7 13 17	9 9 47
09 年末国内店铺分布区域	北京、上海、深圳、天津、杭州、南京、无锡、沈阳、长春、昆明、大连、哈尔滨	北京、上海、深圳、杭州、南宁、宁波、苏州、常州	北京、上海、深圳、天津、杭州、广州、成都、南京、重庆、宁波、苏州、沈阳
07 年终端销售收入（亿元人民币）	4.05	0.93	2.52
07 年终端销售收入（亿元人民币）	8.69	4.63	5.70

资料来源：公司招股说明书，招商证券

表 8：ZARA、H&M、森马经营模式对比

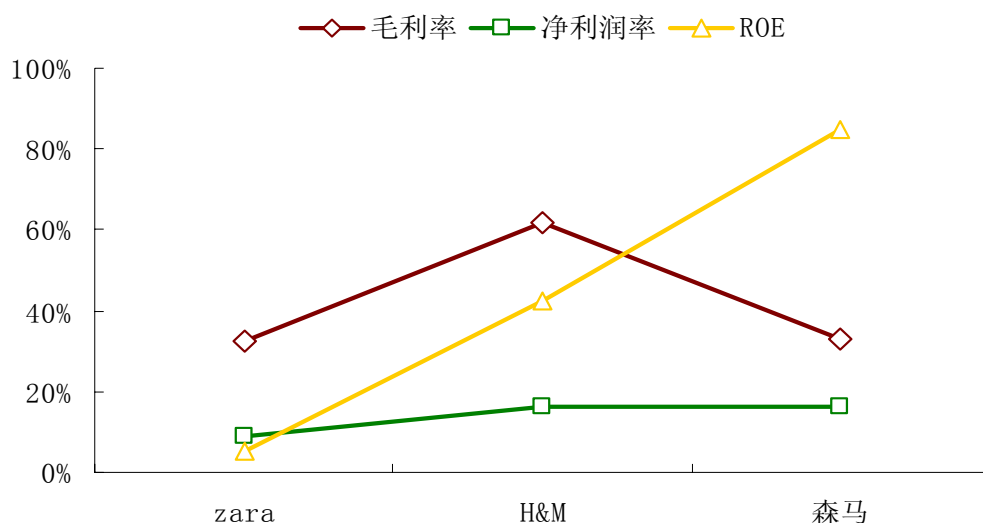
品牌评价指标	ZARA	H&M	森马
品牌运营渠道管理			
营销方式	通过渠道的扩张直接面向消费者，广告投入力度较小	与国际知名设计师合作，并通过一线当红明星代言提升广告效益	广告推广方式，通过聘请谢霆锋、Twins、韩庚等明星代言，提升在年轻消费者群体的品牌形象
渠道策略	以直营为主，直营占比高达 90%	坚持自营所有分店，信息流通更快捷，品牌形象更有保障	“共赢”的发展策略，以特许加盟为主，加盟与直营为辅
供应链管理			
订货模式	变单率高于一般零售商 20% 的上限，达到 40%-50% 的水平，快速的反应能力降低了生产过剩的可能，资源利用达到最大化	N/A	采取订货、配货和补货三种模式，其中，订货模式销售占比达到 76%
生产模式与供应体系	垂直整合的生产管理系统：拥有 20 多家自有工厂，600 多个委托加工厂以及全球 1000 多个供应商；80% 生产在欧洲进行，50% 以上产品份额由自有工厂或控股工厂负责生产	全部外包生产，量化采购，拥有遍布亚洲及欧洲 700 多个供应商	轻资产运营模式，采取全部外包生产；与供应商建立了“共赢”的合作关系，具有成熟的供应管理体系，现拥有 128 家面、辅料供应商和 120 家成衣供应商。
设计研发	“三位一体”的年轻化商务设计团队，包括设计专家、市场化专家和采购人员。现拥有优秀设计师约 400 名，年设计能力超过 40000 款，上市款式约 12000 款	自主研发，设计团队由 100 多名设计师及买手组成	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。

物流管理	“掌控最后一公里”的物流配送模式：配送中心与交通发达的道路网络及机场连接，将全球生产的货品汇集，实现每周两次集中发货；通常欧洲订单运输仅需 24 小时，美国 48 小时，亚洲 48-72 小时；生产环节高效，一般从设计待生产只需 10-15 天，成品上架最长三周时间。	自有配送中心，运输环节外包	拥有上海、温州两个自有配送中心
信息系统	卓越的 IT 通讯信息系统	高效率的信息系统，贯穿整条供应链，使一环紧接一环，前导时间 21 天；高速运转的代价是高成本，H&M 比 ZARA 的周转周期要长 5-7 天，令 H&M 的成本比 ZARA 低 30% 左右	采用道讯分销系统、MA 仓储管理系统，及自有研发的 BI 系统、CRM 系统及报表系统，并拟建具有国际先进水平的集中式信息化管理平台

资料来源：公司招股说明书，各公司年报，招商证券

从盈利能力上看，公司盈利表现良好，毛利率水平居中，净利润率水平略低于 H&M 0.02 个百分点，ROE 最高则因公司采取轻资产运营模式所致，而 ZARA 和 H&M 旗下拥有自有门店资产较多，导致 ROE 低于公司。

图 18：2009 年 ZARA、H&M 与公司盈利指标对比情况



资料来源：公司招股说明书，Bloomberg，招商证券

纵观国内休闲服饰品牌，公司已身处业内第一梯队，竞争优势明显，但较 ZARA、H&M 等国际优质品牌服饰公司而言，在产品丰满度、品牌运作及运营效率等方面还具有一定的差距。

但是由于 ZARA 和 H&M 等国际品牌时尚度很高，且对于中国市场还有个了解过程，其产品属于欧版，对于中国人的体型并不完全合适，需要有个中国化的过程。特别是对中国的渠道体系的了解不是一蹴而就的，所以我们认为这些国际品牌的主要推广空间在一二线大城市，如果国内领先品牌能够充分制定正确合适的渠道战略，未来在中国市场上的发展还是大有可为，这也是我们在 2010/6/8 的《纺织服装行业 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》中阐述的主要内容。

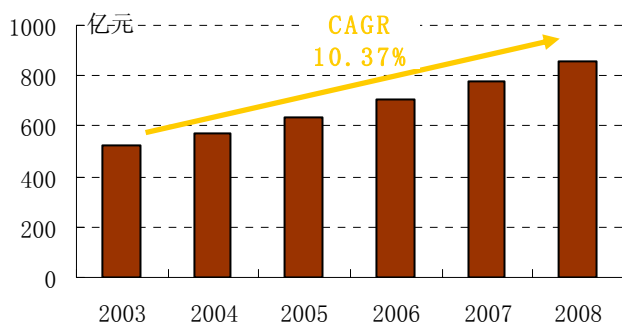
2、童装行业：诱人的童装市场，消费品牌化趋势势不可挡

中国童装市场在八十年代由产品经营逐步转入到品牌经营，经过三十年的磨砺，童装品牌丰硕度逐年提高，消费需求趋于理智化，品牌化。近几年，部分国际品牌导入我国童装市场后，推动了国内童装企业品牌经营理念更新和经营模式变革，境外品牌童装与国内品牌童装共同参与市场竞争，促进了童装市场繁荣。为适应新一轮童装市场发展，不断满足新诞生的消费群体需求，增强品牌核心竞争力是国内童装企业实现快速成长的利器。

（1）3-12岁童装消费占据强势主导地位

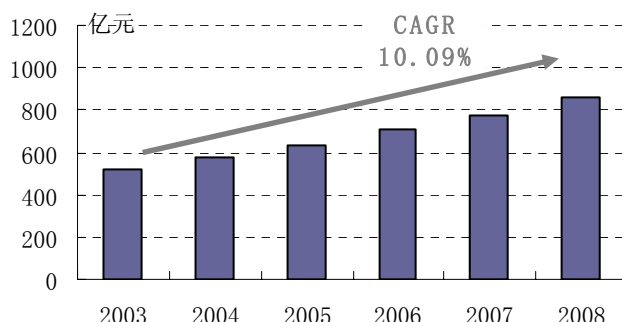
根据Euromonitor的数据测算，2003-2008年，我国童装消费额以年均10.37%的复合增速攀升，至2008年市场规模已达858亿元。同期3-12岁的童装消费额年均复合增长率达到10.09%，至2008年市场规模高达687亿元，占整个童装市场消费额的80.10%，占据强势的主导地位。

图 19：国内童装零售额



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 18：3-12岁童装零售额



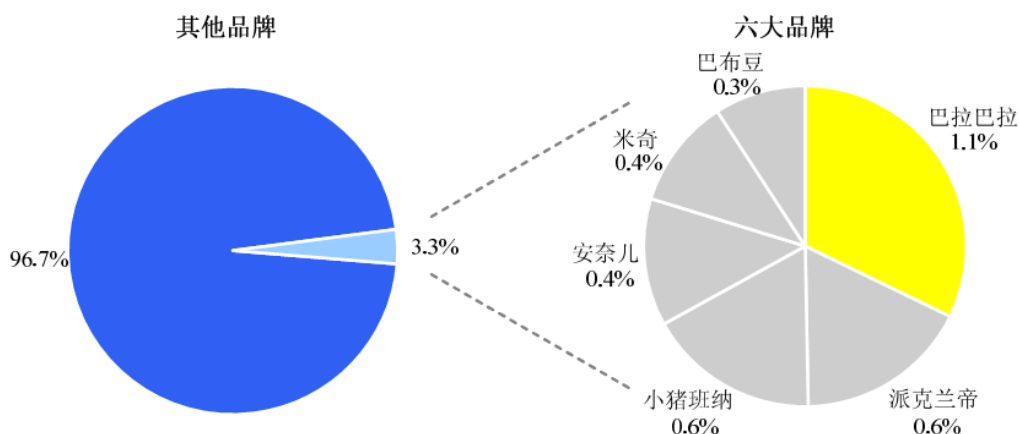
资料来源：公司招股说明书，招商证券

（2）国内品牌童装发展尚处初级阶段

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，促使市场份额逐渐向优势品牌集中，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%，其中仅有巴拉巴拉品牌市场占有率超过1%。

图 19: 2008年国内童装零售行业市场占有率情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

(3) 童装未来发展前景良好

市场规模迅速扩大。我国拥有约860亿元的童装消费市场，但占全球童装消费市场的份额不足8%。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已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，我国童装市场规模将持续增加，预计2009-2013年国内童装市场规模将以10.1%的年均复合增速提升，至2013年童装市场规模有望达到1383亿元，其中，3-12岁童装市场规模占比依旧可维持在近80%左右的水平。

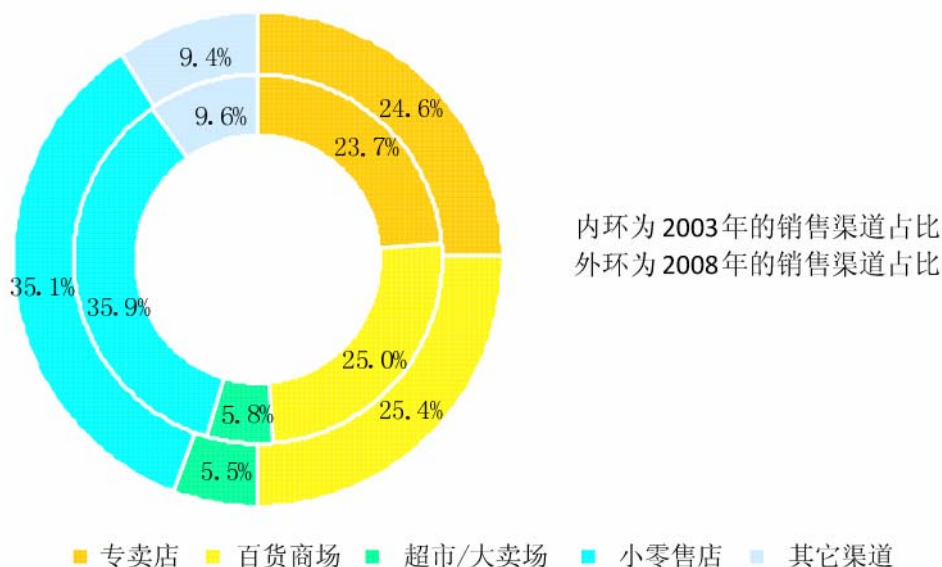
品牌化进程：品牌更迭减速正是一个行业走向成熟的表现之一。童装行业品牌格局正在形成，并在未来五年中从地域、档次、风格类型等多层面形成梯队模式。品牌在各梯队之间的转化和新进品牌跻身梯队都会变得更加困难。另外，随着资源配置全球化的发展，国外高端品牌纷纷入市，除了可以丰富消费者的选择外，其突出个性化设计，让家长更加珍视孩子的天性，启发家长发现和调动儿童个性等品牌文化均对童装消费理念产生了潜移默化的影响。消费者理念的转变，同样为国内童装企业带来了新商机，促进其在产品设计、销售创新、款式推陈出新等方面实现进一步突破。

(4) 行业营销模式趋势：以百货模式为主，逐步向纵深发展

我国童装行业市场较为分散、成熟度低，销售主要以专卖店、百货店和小零售店模式为主，其中，中高端品牌销售主要集中在商场百货店，中低端则集中在社区店和卖场超市等小零售店。

据Euromonitor市场分析数据显示，2003年，小零售店和百货商场店销售占比最高，分别达到35.9%和25.0%。然而，随着童装消费逐渐成为服装消费的热点，针对性强、供货渠道和价格掌握较为灵活的童装及儿童用品专卖店应运而生，2008年，专卖店童装销售占比已达到24.6%，虽仍落后于小零售店及百货店销售，但从发展速度来看，是增长最快的。加之专卖店的店面装修、消费服务和营销手段更贴切童装消费特点，风格更鲜明，未来具有很强的发展潜力。

图 20：国内童装行业零售渠道的构成及占比情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

（5）业内品牌竞争优势分析：规模领先，渠道模式独特

我国儿童服饰行业尚处于一个跑马圈地的阶段，行业呈现碎片化竞争格局，缺少真正意义上的大品牌，而大品牌的缺失正为资质优质的公司提供了一片成长的沃土。近年来，像“巴拉巴拉”、“小猪班纳”、“派克兰帝”及“米奇”等品牌逐渐被国人熟知，并已在国内童装市场占有一席之地。未来随着童装市场愈发繁荣，我们认为行业必将会同成人装一样，经历从市场创造品牌到品牌创造市场的转变。因此，在童装这片蓝海中，品牌童装企业所具备的先机优势就显得尤为重要。

公司的“巴拉巴拉”定位于中端市场，目前国内的童装市场主要层次与特点如下：

表 9：国内童装市场层次与特点

产品价位	代表性品牌	产品特性及市场状况	竞争策略及运作方式	与公司竞争关系
中低端市场	散货为主，无品牌及区域小品牌童装	产品价位低，对品牌消费不敏感，主要占领城乡和农村市场	利用价格优势和丰富的款式来切入市场	与巴拉巴拉的消费群体不一致，直接竞争程度低
中端市场	巴拉巴拉派克兰帝安奈儿小猪班纳米奇	主要占领中档市场，全国布局，并拥有各自的优势区域	采用特许加盟经营方式，利用产品、促销、服务、网络优势等方式展开竞争	与巴拉巴拉展开直接竞争，是最主要的竞争对手
中高端市场	依恋史努比巴布豆耐克等	属于国际一流童装品牌，主要占领中高端市场	利用卡通形象和品牌优势，采取连锁加盟的形式展开竞争	定位较高，主要集中在大城市，与巴拉巴拉错位竞争

资料来源：公司招股说明书，招商证券

国内目前主要的童装竞争品牌情况如下：

表 10：同类童装品牌对比情况

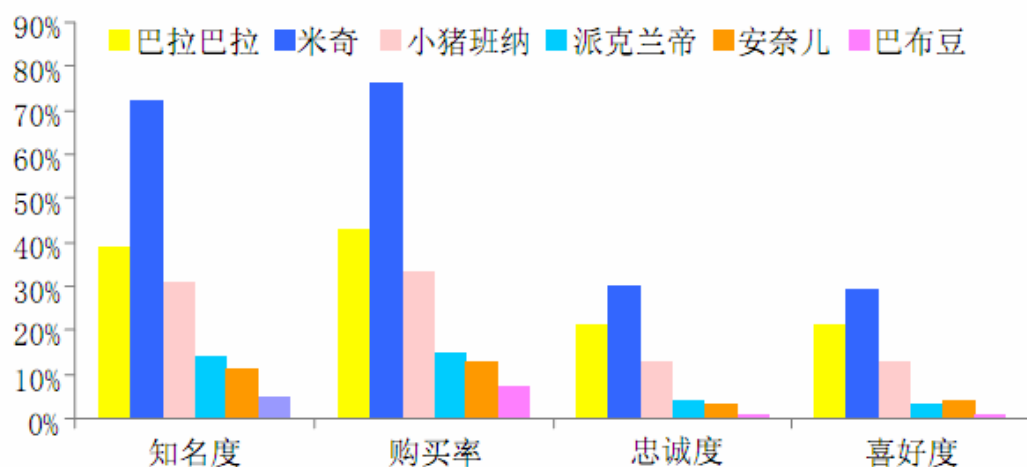
项目	巴拉巴拉	派克兰帝	小猪班纳	安奈儿	巴布豆	米奇
目标消费群	3-12 岁儿童，中产阶级及小康家庭	3-14 岁儿童，受过高等教育、高收入家庭	以 0-15 岁的婴儿、幼儿和儿童，中高收入	2-12 岁的儿童，一二线城市，中高收入家庭	2-16 岁的儿童，一二线城市，中高收入	4-14 岁的儿童，一二线城市，中高收入

	自由、休闲、时尚、健康、运动、品类齐全、风格多样、无拘无束童年不一样；更多款式、更多选择	快乐、舒适、健康和自信	入家庭 时尚、运动、休闲、健康、活力	童趣、自然、简约、舒适、优雅	家庭 活泼、可爱、拟人化的卡通形象，童趣、明丽清新	家庭 融合迪斯尼卡通文化内涵，色彩鲜艳，个性突出
品牌特点						
品牌口号	童年不一样；更多款式、更多选择	Little fish, big ocean(自信的小鱼，缤纷的大海)	做快乐健康的小孩	不一样的舒适	关爱孩子，巴布豆为您想的更多	-
价格定位	专业、时尚、高性价比	出众的品质中高价位	高品质、中高价位	专业设计、高品质，中高价位	高品牌、高品质，合理价位	高端品质，质优价高
运营模式	*自主研发设计、自有物流配送中心 *生产外包、运输环节外包 *加盟为主，加盟与直营相结合	*自主研发设计 *生产外包 *加盟+直营	* 集研发、生产、销售于一体，专营“小猪班纳”品牌童装 * 自营连锁+特许加盟	* 自主研发设计 * 生产外包 * 加盟+直营	代理加盟为主	代理加盟为主

资料来源：公司招股说明书，招商证券

据TNS调研数据显示，2009年在国内主要童装品牌中，“巴拉巴拉”在品牌知名度、购买率、忠诚度和喜好度等指标上仅次于米奇，位居第二。

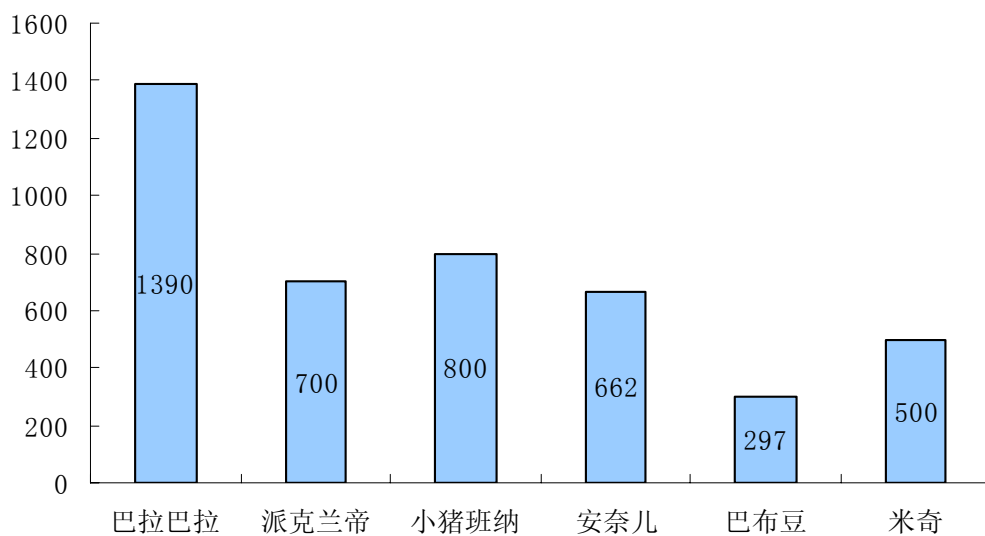
图 21：2009年国内主要童装品牌认知度市场调研情况



资料来源：TNS，公司招股说明书，招商证券

此外，公司利用专卖店的连锁加盟发展模式，渠道规模已明显超过国内其他主要竞争对手，后历经近两年渠道的不断整合和优化，现已具有绝对的规模优势。

图 22: 2008年国内主要童装品牌渠道规模情况



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

四、募集资金项目分析

公司本次A股发行7000万股，募集资金拟投资于营销网络建设项目以及信息化建设项目。

表 11：公司募投项目概览

序号	项目	投资总额	募集资金投入金额
1	营销网络建设项目	26.76	18.00
2	信息化建设项目	2.56	2.56
	合计	29.32	20.56

资料来源：招股说明书

1、营销网络建设项目

该项目拟在公司现有营销网络基础上进行扩张，计划未来两年内在全国新建营销网络63个，其中森马品牌新增店铺34家，巴拉巴拉品牌新增店铺29家；新建的63家店铺将全部采用购置方式，购置总面积达到了59780平米。

表 12：营销网络建设项目拟在全国新建门店 63 家

店铺类型	数量（个）	建筑面积（M2）		
		直营店	合作加盟店	合计
森马品牌	34	8,979	37,943	46,922
巴拉巴拉品牌	29	1,581	11,277	12,858
合计	63	10,560	49,220	59,780

资料来源：招股说明书

公司拟新建的63家店铺均选址于国内一二线城市和核心商圈。其中森马品牌直营店6家，合作加盟店28家；巴拉巴拉品牌直营店6家，合作加盟店23家，项目建成后，森马品牌门店总数将达到3590家，巴拉巴拉品牌门店总数也将扩张至2282家，公司总门店数将达到5872家。

表 13：项目建成后公司营销网络数量变化情况

	2007	2008	2009	2010H	项目建成后
森马品牌	直营店	22	54	104	123
	加盟店	2,009	2,613	3,154	3,433
	合计	2,031	2,667	3,258	3,556
巴拉巴拉品牌	直营店	7	38	81	117
	加盟店	865	1,355	1,820	2,136
	合计	872	1,393	1,901	2,253
合计	2,903	4,060	5,159	5,809	5,872

资料来源：招股说明书

新店铺计划按照公司直营以及合作加盟商两种模式展开经营。公司直营店全部分布在其原有的直营区域，而合作加盟店则是由公司购买店铺后交付加盟商经营，原有的营销体系和模式并不受影响。

公司目前的渠道主要是以特许加盟为主，直营和加盟相结合。但由于加盟商资金实力有限，短期内难以迅速扩大经营，影响了公司的整体战略发展和业绩的进一步提升，因此，

公司通过购置店铺物业提供给加盟商经营的模式，不仅保证了加盟商利益，也稳定了渠道，为公司业绩持续快速增长提供了有力保障。

表 14：新店铺的具体运营模式

项目	直营店	合作加盟店
店铺建设	公司 - 负责购买或租赁店铺 - 负责店铺形象设计及装修 - 负责店铺设备安装 - 负责店铺信息化系统建设	- 协助选择店址和购买店铺 - 负责办理店铺经营的相关手续 - 协助店铺装修和安装工程管理 - 提供销售、陈列、促销、管理等方面的培训
	加盟商 不涉及	
经营管理	公司 - 培训和派驻管理和销售人员 - 负责商品采购和订货 - 负责店铺销售活动 - 负责品牌的形象宣传、新品发布等	- 提供销售商品 - 提供信息化服务 - 提供物流配送服务 - 提供形象宣传、新品发布活动 - 负责店铺的日常运营管理 - 从公司采购商品 - 招聘管理和销售人员并接受公司的统一培训
	加盟商 不涉及	
销售收入	公司 商品零售收入为公司的销售收入	- 公司按照森马品牌合作加盟店铺销售收入的 75% 进行分成 - 公司按照巴拉巴拉品牌合作加盟店铺销售收入的 70% 进行分成 - 加盟商按照森马品牌合作加盟店铺销售收入的 25% 进行分成 - 加盟商按照巴拉巴拉品牌合作加盟店铺销售收入的 30% 进行分成
	加盟商 不涉及	
费用承担	公司 - 承担店铺购买或租赁成本 - 承担经营中的人工杂费、动力及其它杂费支出	- 承担店铺购买或租赁成本 - 承担经营中的人工杂费、动力及其它杂费支出
	加盟商 不涉及	

资料来源：招股说明书

该项目将进一步拓宽公司营销渠道，在提高营销渠道控制力度的同时也保障了后续渠道的持续稳定发展，提升了公司品牌形象，增强公司中长期核心竞争力，为打造国内第一，国际领先的多品牌服饰集团，为公司业绩的快速、稳定增长奠定了坚实基础。

2、信息化建设项目

该项目旨在构建具有国际先进水平的信息化管理平台，全面提升公司的数据集成管理和科学应用能力，进一步规范管理模式，整合业务体系，优化业务流程，降低运营成本，改善内外部沟通渠道，建立科学的管理体系，同时提高供应链管理水平和渠道控制力度，为公司多品牌经营，长期稳定快速发展提供有力保障。该项目主要涵盖设计研发、产品计划、营销管理、数据分析、办公协作及相关硬件设备建设与机房装修、布线建设。

该项目投入运行后，虽然不直接产生经济效益，但其间接效益将在公司利润中得以体现。该项目建设将整体提高公司管理水平与运营能力、降低运营成本、完善客户服务水平，

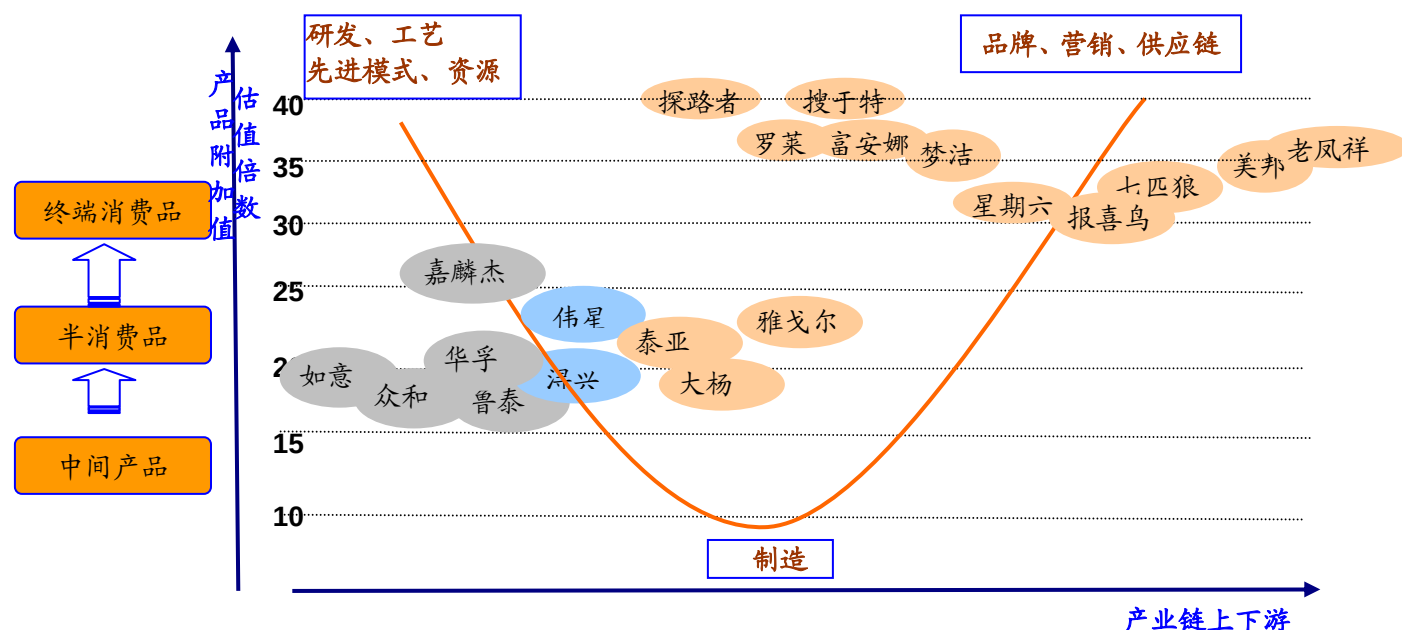
为公司快速可持续性发展提供有力支撑。

五、盈利预测与估值

综上所述，预计公司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，从半年到一年的角度看，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。

在目前的市场环境下，公司较大的市值可能会对公司的股价走势造成一定影响，不过公司的基本面比较优质，若估值继续调整，可择时进行关注。

图 23：V式估值法（根据11年EPS）



资料来源：招商证券

图 24：纺织服装行业历史PEBand

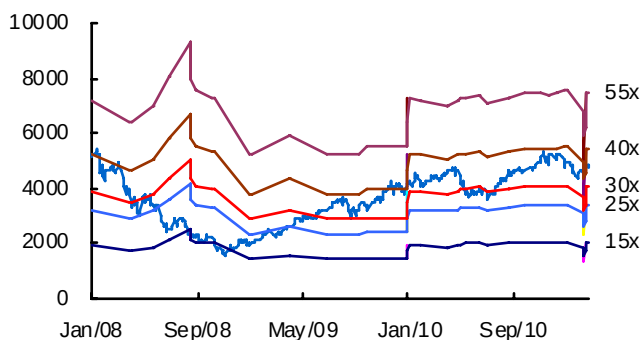
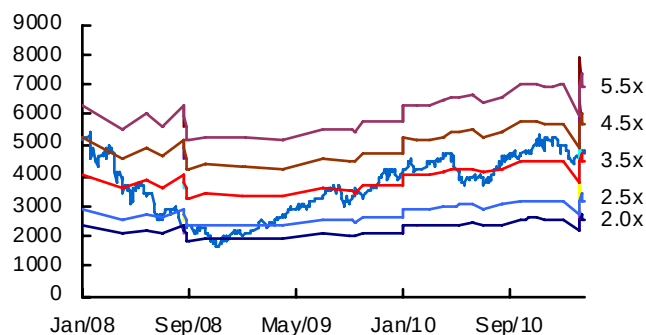


图 27：纺织服装行业历史PBBand



- 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。

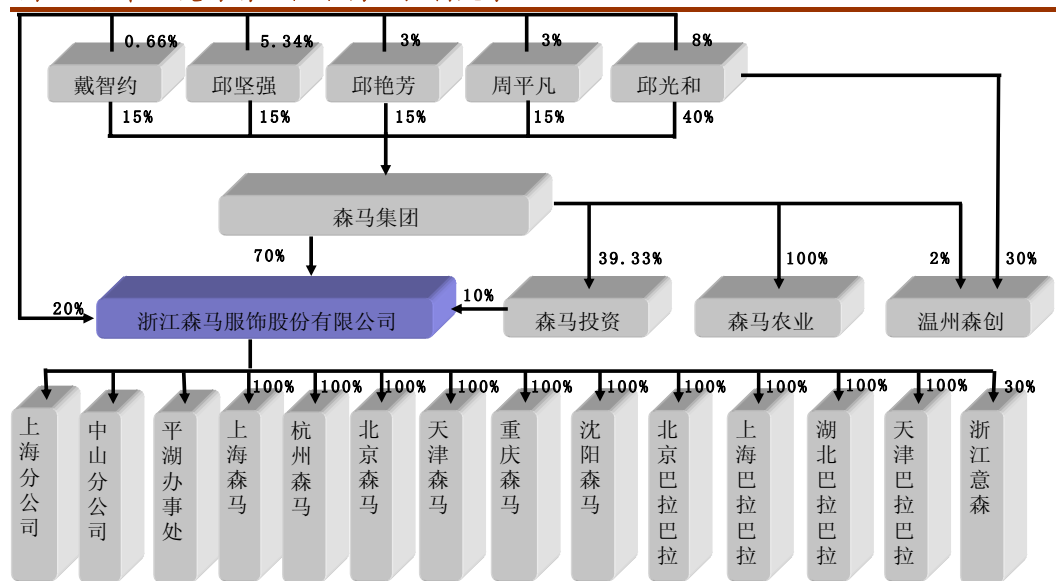
风险因素：成本上涨挤压毛利率；外延扩张不达预期；渠道控制的风险。

六、附录

浙江森马服饰股份有限公司于2007年7月2日由温州森马童装整体变更为股份有限公司，变更时公司注册资本增至人民币5900万元，后经过2008、2009年两次增资，公司注册资本增至6亿元。

公司发行前总股本6亿股，森马集团、森马投资及邱光和等5名自然人作为公司的发起人，分别持有公司70%、10%和20%的股份，森马集团为公司的控股股东。公司现任董事邱光和、周平凡和邱坚强，及监事邱艳芳和戴智约因持有森马集团全部股份，且通过森马集团间接持有森马投资39.33%的股份，故上述五人为公司的实际控制人。本次公司拟发行7000万股，约占发行后总股本的10.45%，发行后总股本价格达到6.7亿股。

图 28：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 15：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

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队图，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	26	54	42	27	19
PB	25.1	37.2	8.0	6.6	5.3
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。