纺织服装行业

公司调研报告

森马服饰（002563）

评级：买入　　首次评级

收盘价（元）47.44 元

目标价（元）68.55 元

2011 年 6 月 13 日	
收盘价	47.44
目标价	
52 周内高	64.58
52 周内低	50.16
总市值(百万元)	34317.4
流通市值(百万元)	2868.32
总股本(百万)	670
A 股(百万股)	670
已流通(百万)	56
限售股(百万)	614

相对股价表现

相关研究　　-/-

零售百货和服装研究小组

证书编号　S0120111050017

联系人

李远

8621-68761616-8556

liyuan@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

http://www.tebon.com.cn

稳健与想象力并存 森马投资价值已现

投资要点:

- **童装蓝海市场想象空间巨大。**随着我国新一轮生育高峰的来临、城市化带来的城镇消费群体的增加以及居民消费能力的提升，预计 2013 年，童装市场将继续保持稳步增长，市场规模将达到 1,383 亿元，份额和资源将向龙头集中。

- **高效的渠道模式带动原有两品牌外延和内生增长。**公司的“大加盟商”渠道模式适应两个子行业的当前发展阶段，渠道效率高。我们认为，与巴拉巴拉相比，森马品牌的规模基数比较大，发展程度相对较高，未来将逐步由外延增长转向以内生增长为主要动力的有质量的增长，具体而言，是偏向通过扩展品类，产品升级，丰富产品线而带来的平效的提升和店铺升级带来的单店面积的提升，从而带动店效的提升，而外延扩张速度比前几年略有放缓。而巴拉巴拉体量更小，外延扩张与内生增长并举将带来更大的增长。

- **多品牌运营能力行业典范。**公司用业绩证明了自己多品牌运营能力。我们认为，两品牌经营管理、代理政策、供应商体系等完全独立，由两套独立班子来运营，可以防止由于人的惯性思维在不同品牌定位运营中带来的混淆。而公司每一单一品牌规模已经够大，可以达到规模效应。

- **预计2011年森马门店数将增加600家左右，巴拉巴拉门店将新增700-800家。预计未来森马休闲服收入以每年30%速度增长、童装收入以40-50%的速度增长。**2011年四季订货会已全部结束，总销售额增长30%以上，其中巴拉巴拉增长超过40%，森马增30%左右，平均提价7-8%。

风险提示：1）随着公司规模扩张，物流业瓶颈带来的风险；　2）公司门店快速扩张带来的管理风险；3）优质店源的获取难度 4) 高市值影响股价反映价值

盈利预测及估值分析。预计公司11/12/13的EPS分别为2.29/2.94/4.03元。公司两个品牌森马和巴拉巴拉分属休闲服装行业和童装行业的第二位和第一位，两个子行业成长空间巨大，龙头企业的整合能力优势显著。公司经营风格稳健，未来三年业绩30%的复合增长是可以保证的，成长确定性强。2011年6月13日公司网下配售股份解禁带来股价大跌，风险已基本释放.给予公司2011年30倍PE，六个月目标价格68.55元。看好公司的长期投资价值，建议买入并长期持有。

重要财务指标　　单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4250.34	6287.07	8911.79	11766.66	15547.75
收入增幅 (%)	27.92%	47.92%	41.75%	32.03%	32.13%
净利润	686.87	1000.68	1531.28	1970.49	2696.60
净利增幅 (%)	54.90%	45.69%	53.02%	28.68%	36.85%
毛利率 (%)	34.04%	35.79%	36.60%	36.70%	36.80%
ROE (%)	68.50%	49.95%	43.32%	35.79%	32.88%
摊薄 EPS (元)	1.025	1.494	2.285	2.941	4.025

目录

1. 双品牌细分市场领先，盈利能力强.....1
2. 轻装上阵快速发展.....4
2. 1. 虚拟经营模式.....4
2. 2. 重加盟，对渠道管控能力强.....5
3. 未来亮点.....7
A) . 原有两个品牌的内生和外延强劲增长.....7
B) . 看好公司在童装蓝海市场的发展.....8
图 14：我国童装零售额的统计与预测.....9
C) . 采购国际化和最大的服装物流中心建成将进一步提升公司的毛利率水平.....10
D) . 多品牌进一步拓展，今年有望推出新的城市白领品牌.....10
4. 风险因素.....11
5. 盈利预测.....11
A 核心假设.....11
B 合理估值.....12
调研纪要.....13

图表

图 1：基本业务情况.....1
图 2：国内休闲装市场占有率情况（2008）.....1
图 3：国内童装市场占有率情况（2008）.....1
图 4：股权结构图.....2
图 5：历年面积和坪效增长情况.....3
图 6：店铺面积构成情况（平方米）.....3
图 7：历年主营业务收入情况.....3
图 8：历年净利润情况.....3
图 9：同业公司比较（2009）.....4
图 10：公司虚拟经营模式.....5

图 11：历年渠道增长情况 6

图 12：森马专卖店 6

图 13：巴拉巴拉专卖店 6

图 14：我国童装零售额的统计与预测 9

图 15：公司盈利预测表 ..... 错误！未定义书签。

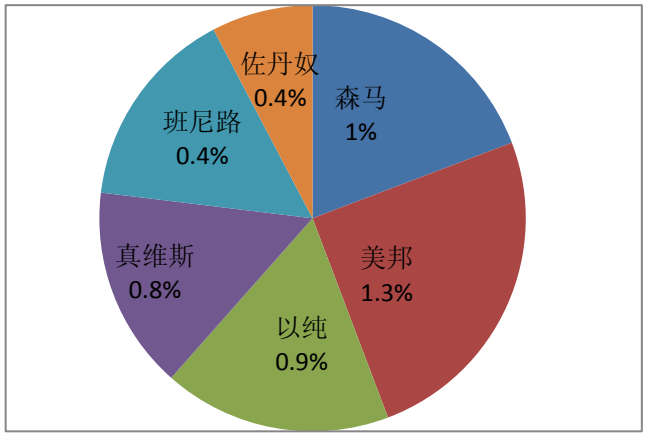
1. 双品牌细分市场领先，盈利能力强

公司是国内领先的多品牌服饰企业，横跨两大差异化的服装细分市场，拥有的森马品牌为我国第二大休闲服饰品牌，巴拉巴拉品牌为我国第一大儿童服饰品牌。公司把主力放在服饰设计与开发、以及营销和分销方面，注重产品、品牌、市场以及供应链上下游的共赢管理，把生产和运输外包。凭借公司优秀的产品研发能力和高效的供应链整合能力，为两大品牌构建了规模庞大、覆盖全面的营销网络体系，实现了规模经营和快速扩张，近几年来公司在品牌效应、市场占有率、营收规模及净利润等方面均处于行业前列。

图 1：基本业务情况

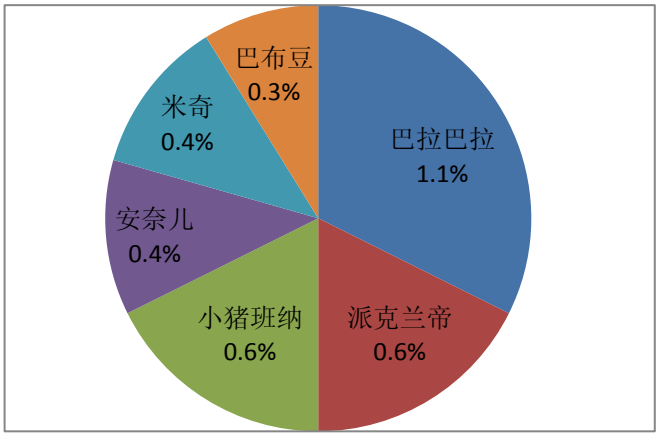
项目	森马休闲服饰	巴拉巴拉儿童服饰
目标消费群	16-25 岁 适合校园和年轻人	3-12 岁中产阶级及小康家庭的童装消费群体
产品系列	活力”与“时尚”两大系列	涵盖中童、小童、童鞋及配饰等众多品类
品牌口号	“穿什么、就是什么”、“穿什么、潮我看”	童年不同样；更多款式、更多选择
品牌特点	IN-我就是潮一代，崇尚年轻活力、彰显青春本色	自由、休闲、时尚、健康、运动、品类齐全、风格多样、无拘无束
价格定位	时尚、舒适、大众价格、高性价比	专业、时尚、高性价比
运营模式	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；加盟为主，加盟与直营相结合	自主研发设计、自有物流配送中心；生产外包、运输环节外包；加盟为主，加盟与直营相结合
美誉	改变了中国休闲服装行业的竞争格局	创造了中国童装行业的发展奇迹

图 2：国内休闲装市场占有率情况（2008）



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 3：国内童装市场占有率情况（2008）

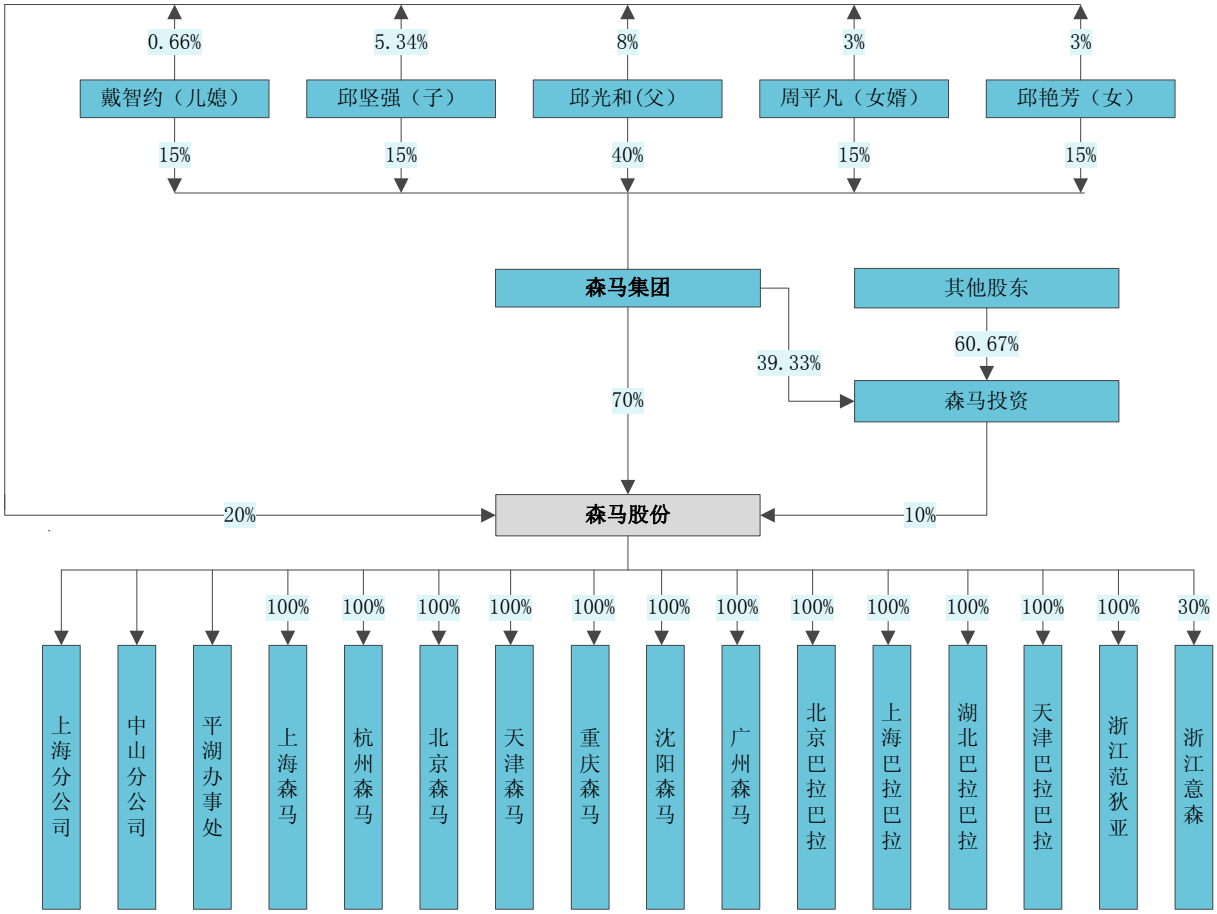


资料来源：公司公告，德邦证券研究所

控股股东森马集团持有本公司 70%股份，公司实际控制人为邱光和家族。公司股权激励到位，46 位中高层和核心技术人员通过森马投资间接持有本公司 10%的股份，有利

于核心团队的稳定和公司长远发展。公司总部在浙江温州，旗下拥有 2 家分公司、1 家办事处、12 家控股子公司及 1 家参股公司。

图 4：股权结构图



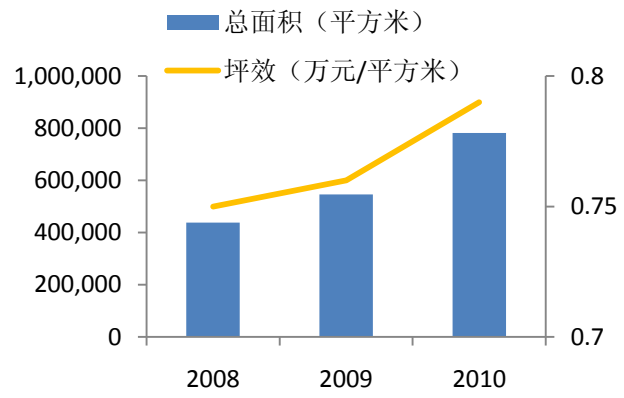
资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

公司已经成功地构建起了多品牌运作平台，2010 年末，全国店铺数量达到 6,683 家，店铺总面积达到 781,907.46 平方米，而平效是保持了一个稳步提升的态势。

规模的扩张带来了收入的快速增长，主营收入 08-10 年的 CAGR 为 36.83%，远远高于上市类服装类上市公司的 19.05%营业收入年均复合增长率。公司利润更是获得了快速增长，08-10 年的 CAGR 为 50.23%。

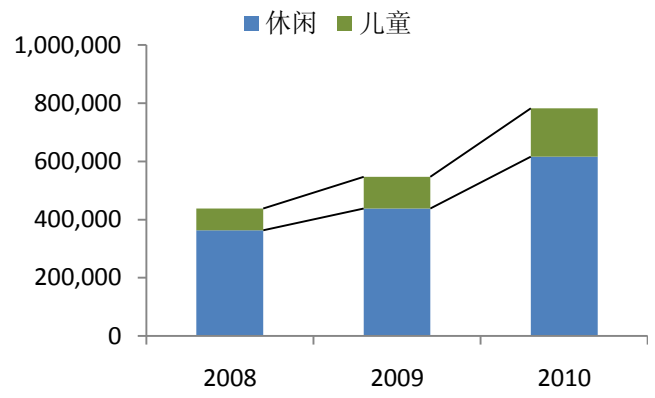
请务必阅读正文后的免责条款部分

图 5：历年面积和坪效增长情况



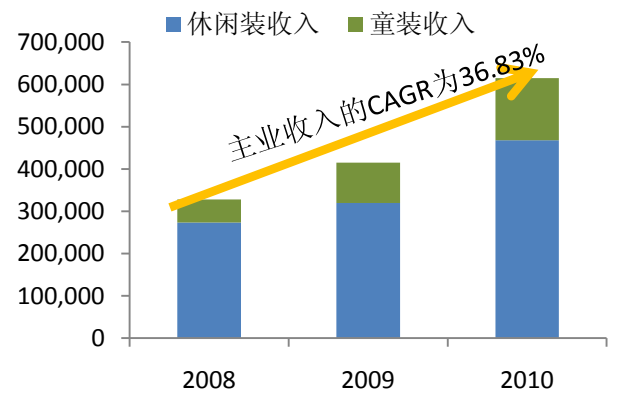
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 6：店铺面积构成情况（平方米）



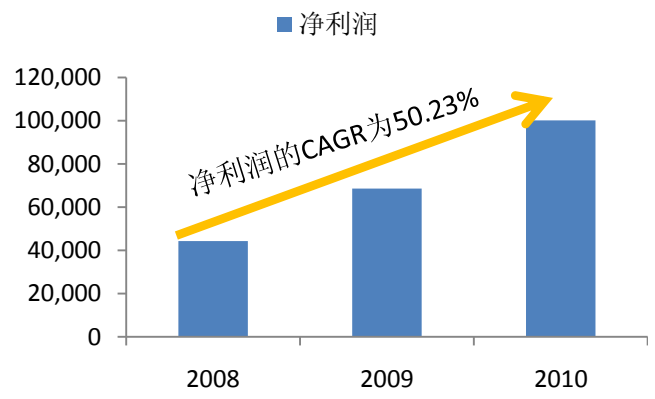
资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 7：历年主营业务收入情况



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图 8：历年净利润情况



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

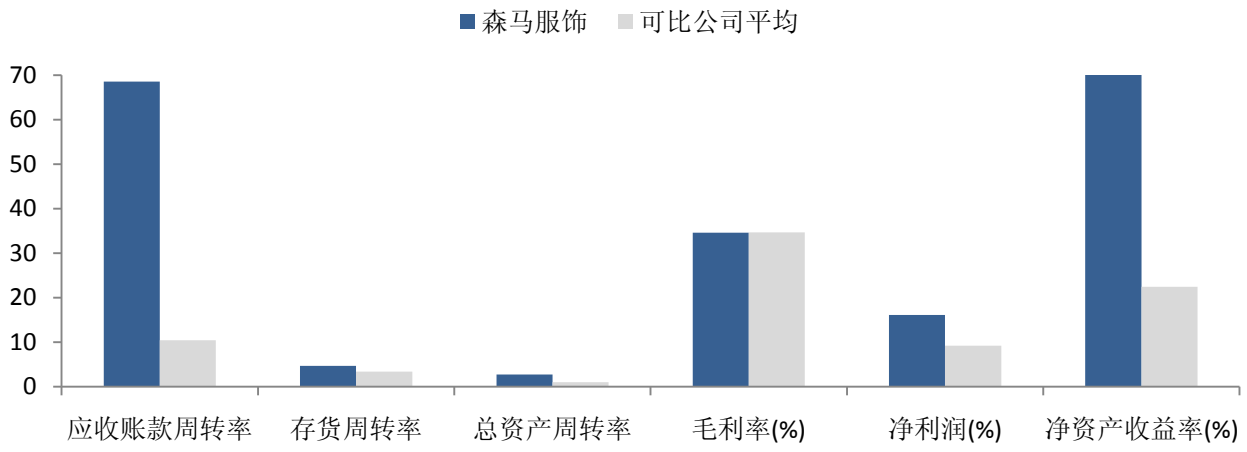
因产品定位及定价、直营销售比例等方面的差异，使得公司的毛利率低于同业可比公司：1）公司以成人休闲服饰和儿童服饰销售为主，产品定位与以中高端西服销售为主的报喜鸟和以中高端男士休闲服为主的七匹狼存在差异。2）公司加盟渠道的销售占比相对较高，而美邦服饰、旭日企业、佐丹奴国际的直营销售比例较高。从纵向看，即便在原材料上涨的情况下，公司的毛利率从 09 年的 29.52%上涨到 10 年的 35.79%，保持了一个稳步上升的态势。公司费用控制能力较强，期间费用率远低于可比上市公司平均水平。净利润率高于平均 3 个百分点，净资产收益率高于平均近 60 个百分点，表明了公司相当高的盈利能力。

请务必阅读正文后的免责条款部分

公司近三年应收账款周转率、存货周转率和总资产周转效率均优于可比公司平均水平，表明公司应收账款和存货管理水平良好，总体资产周转能力较强。尤其 09 年全面推行了订货制，并加强了内部管理、提高了信息化效率，这些措施使得当年周转情况特别是存货周转情况趋于良好。

总体而言，公司的管理稳健，资产运营能力和盈利能力较强，与公司的发展理念和经营状况相匹配。

图 9：同业公司比较（2009）



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

2. 轻装上阵快速发展

相比传统的生产加工模式和简单的代理品牌销售模式，自主品牌经营模式已经成为服装行业发展的方向，公司作为成熟的品牌服装企业，拥有品牌自主权，具备品牌运作、产品设计开发、供应链管理和营销网络管理的综合能力，通过外包模式进行产品生产，以直营、加盟或两者相结合的模式进行产品的销售，使得公司的净利润率和发展速度远远快于业内公司。

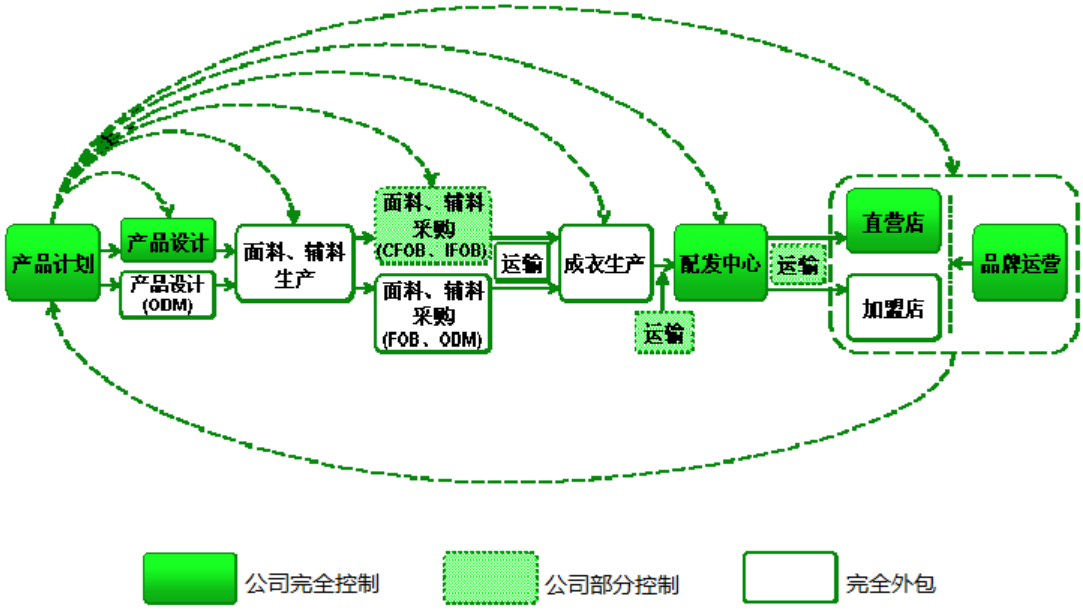
2.1. 虚拟经营模式

公司具有较强的供应链整合和管理能力，采用虚拟经营模式，主抓微笑曲线的两端：

请务必阅读正文后的免责条款部分

注重设计，品牌和渠道建设，现代配送体系的建设，把附加值低的面、辅料与成衣的生产和运输环节全部实行外包。这种运作形式有利于公司节省成本、集中资源于高附加值的核心业务环节，提高公司在行业中的竞争力。

图 10：公司虚拟经营模式



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

生产外包方面，公司积累了丰富的供应商资源，截至 10 年底，森马品牌和巴拉巴拉品牌分别与 248 家和 157 家供应商建立了合作关系。同时公司还制定了一系列生产采购环节的制度及流程，从而最大程度地保证了面、辅料与成衣的质量。

自创立之初公司就成立了专门的研发部门，重点培养产品的自主研发设计能力，截至 10 年底，公司拥有 163 名森马品牌以及 88 名巴拉巴拉品牌的研发团队，研发设计的新产品款型数量为 6,779 款。公司较强的研发设计能力和较先进的服饰业资讯管理系统，能够较好的预测和把握消费者偏好变化，持续开发出适应市场需求的产品。

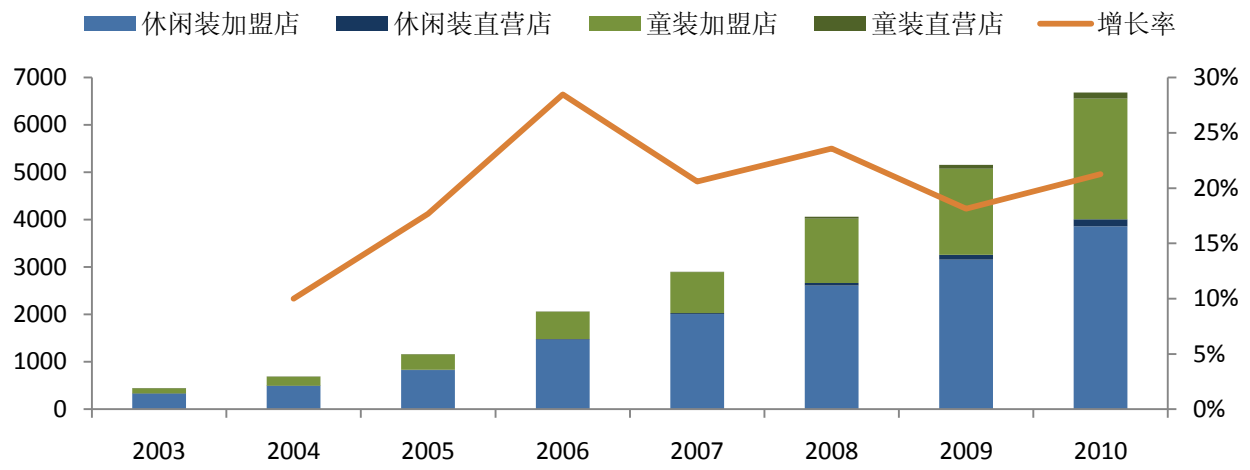
2.2. 重加盟，对渠道管控能力强

公司积极推行以市场为导向的品牌战略，利用森马及巴拉巴拉的品牌资产，通过以特许加盟为主、加盟与直营相结合的渠道发展模式，有效整合社会资源，形成了庞大的销售网络，实现了规模经营和快速扩张。截至 10 年底，森马品牌在全国各地的销售网点为 4,007 家（其中加盟店铺 3,862 家，直营店铺 145 家）；巴拉巴拉品牌在全国的销售

请务必阅读正文后的免责条款部分

网点也达到 2,676 家（其中加盟店铺 2,551 家，直营店铺 125 家）。03-10 年森马和巴拉巴拉渠道数量的复合增长率分别达到 42.6%和 57.8%。

图 11：历年渠道增长情况



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

公司加盟比例高达 96%，该模式有利于公司借助加盟商的优势进行营销网络的扩张，同时也有利于公司节约资金投入，降低投资风险。经过多年的发展，森马与巴拉巴拉的加盟商销售网络均已覆盖全国除港、澳、台以外的所有省份，并深入到二、三、四线城市。

图 12：森马专卖店

图 13：巴拉巴拉专卖店

公司采用的是分级加盟政策。通过森马与巴拉巴拉两个事业部的销售部对一级加盟商实行直接管理，目前公司拥有 196 个正一级的加盟商。一级加盟商对二级加盟商进行直接管理，公司对二级加盟商则是实行以店铺准入、质量控制和窗口指导为主的间接管

请务必阅读正文后的免责条款部分

理，这种两级管理模式直接有效，既减轻了公司的管理成本，又提高了沟通的效率。

公司对经销渠道的管控能力很强，秉承“小河有水大河满”的理念，采取了一系列措施实现与加盟商的共赢发展。1）制定了一套完整的加盟商管理制度及流程，确保了加盟商开店的质量和效益，保持了公司品牌在各地的店铺形象。2）推出了一系列共赢的商务政策，包括为加盟商提供店铺选址及店面形象设计方面的建议与支持，提供对货品组合选择的建议，为加盟店铺提供信息系统方面的 IT 技术支持等；包括在直营店的布局上，主要选择具有战略意义的重点城市、重点商圈或具有市场潜力的空白区域进行覆盖，避免与现有加盟商网络相冲突，确保加盟商的区域独家代理权利和发展空间。3）专门成立了零售支持部门，为加盟商提供各种支持和指导，培育加盟商的成长。

在共赢理念下，森马品牌和巴拉巴拉品牌加盟商对公司营销政策满意度很高，经营积极性不断提升，从而使公司得以快速发展。加盟收入占比达到 92%，96%以上的加盟商都是盈利的，超过 5 年合作关系的加盟商占比超过 80%，加盟商的平均净利率在 10%左右。加盟商实施订货制度，产品更加适销对路。公司加盟商 70%的销售通过订货会来实现，对于当季补货 10%可以退，但目前退货率在 3%左右。

3. 未来亮点

a) . 原有两个品牌的内生和外延强劲增长

公司当前处于新五年战略规划中，预计未来 2-3 年将会大力推进渠道建设。公司主要优势在二、三线城市，特别是三线城市更加强势，在租金快速上涨的今天，三线城市扩张难度相对较小。

公司渠道外延空间包括：1）原有市场开分店：密度布渠道。根据麦肯锡的调研，中国市场上每 2 万人可覆盖一个售点，同一个市场开分店的可能比较大。2）空白市场开新店：目前广东的销售额，还未超过一个亿，与广东经济条件接近的江苏，销售额已过 10 亿，如果未来广东能做到与江苏市场一样的匹配度，将带来 10 个亿的成长空间。还有河北目前 40 家县级空白市场，海南省也只有 4 家店。这些都将成为是公司未来发展的重要区域。

本次募投项目主要用于营销网络建设，投资总额为 267,564.68 万元，计划在 1-2 年

请务必阅读正文后的免责条款部分

时间新建店铺 63 家（其中森马品牌店铺 34 家和巴拉巴拉品牌店铺 29 家），包括直营店和合作加盟店，全部采用购置方式，购置面积合计 59,780 平方米。新增店铺覆盖了 33 个城市的主要商圈，加上原有的店铺网络，将使公司拥有更加稳定和广泛的店铺资源，进一步提升公司对渠道的控制力，有利于产品市场占有率的进一步提高。

51 家加盟店这次采取的是合作加盟方式，是对公司现有连锁加盟与直营模式的一种有效补充。公司购买相应的物业后与当地加盟商合作运营，公司与加盟店按照比例分成，在锁定稀缺资源物业成本基础上保持原有营销管理体系和模式不受影响。

公司内生增长空间包括：1）扩店：目前公司有标准店铺 2000 家，平均面积大概 200-300 平方米，未来将标准店铺扩大到 400-500 平米，将会有 2-3 倍的成长。2）店铺升级：我们已经完成的形象升级的店铺比例约 10%，但是提升业绩的比例 10%-25%。未来 2-3 年将店铺升级的比例扩大到 80%，形象升级的空间非常大。

虽然在西安武汉已有大店，但是以前更多的是抢占机会和市场，大多数店铺面积偏小，产品种类的扩大，也需用大店来提升终端形象。借助大店的客流量、知名度、形象宣传等优势，来增强产品的客户体验和品牌的知名度。核心商圈的优质门店也起到重要的示范作用，能带动所在地区收入的增长速度。

3）对零售加盟体系和加盟商的结构优化，促进加盟商运营管理能力升级。品类的组合，目前集中在服装上面，但是配件的毛利更高，公司将会更加注重品类结构优化，提升单店收入和利润。

我们认为，与巴拉巴拉相比，森马品牌的规模基数比较大，发展程度相对较高，未来将逐步由外延增长转向以内生增长为主要动力的有质量的增长，具体而言，是偏向通过扩展品类，产品升级，丰富产品线而带来的平效的提升和店铺升级带来的单店面积的提升，从而带动店效的提升，而外延扩张速度比前几年略有放缓。而巴拉巴拉体量更小，外延扩张与内生增长并举将带来更大的增长。预计 2011 年森马门店数将增加 600 家左右，巴拉巴拉门店将新增 700-800 家。预计未来森马休闲服收入以每年 30%速度增长、童装收入以 40-50%的速度增长。

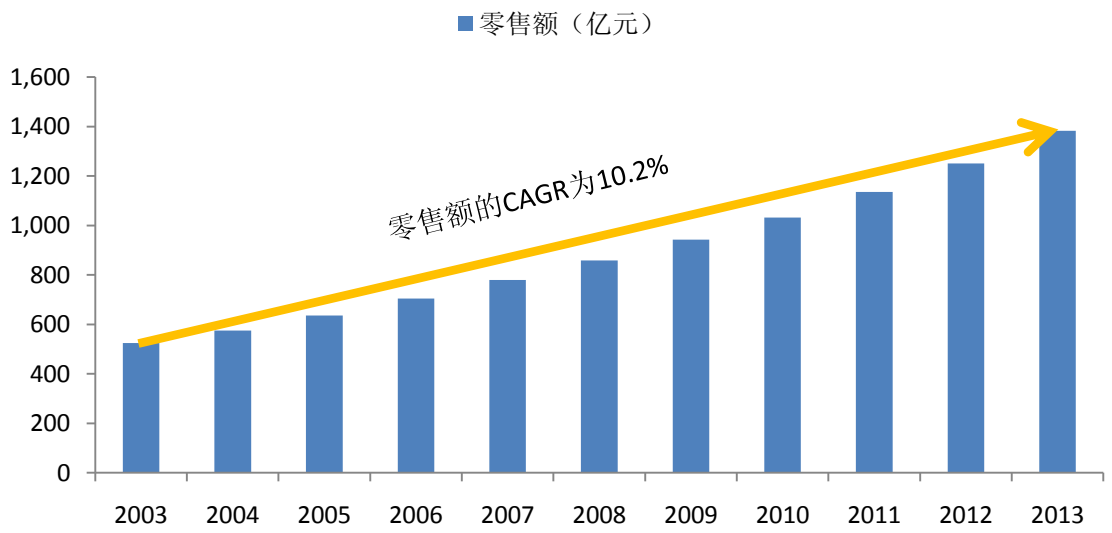
b) ．看好公司在童装蓝海市场的发展

根据 Euromonitor 的市场分析数据，03-10 年，我国童装消费额从 524 亿元增长到

请务必阅读正文后的免责条款部分

1032 亿元，年均复合增长率达 10.2%。随着我国新一轮生育高峰的来临、城市化带来的城镇消费群体的增加以及居民消费能力的提升，预计 2013 年，童装市场将继续保持稳步增长，市场规模将达到 1,383 亿元。

图 14：我国童装零售额的统计与预测



资料来源：招股说明书、德邦证券研究所

童装是一个快速发展的市场，公司在童装方面，虽然遥遥领先，但目前国内市场上前六个品牌市场占有率合计仅有 3.3%，是一个蓝海市场。根据麦肯锡调研，儿童衣服需求很大，产品升级很快，而且儿童服装具有更高的毛利率。

巴拉巴拉将自身定位为专业、时尚、高性价比的儿童服饰品牌。区别于其他公司在百货商场发展，公司童装的发展一开始就以专卖店出现。公司注重品牌包装和传播，巴拉巴拉是第一个实现了国际合作的儿童品牌，与英国空间设计公司打造了 balabala 第五代形象店铺，把传统的店铺经营成充满儿童乐趣和探险空间的儿童场所；巴拉巴拉也是第一个投放在中央电视台儿童频道的儿童品牌，公司播出了以巴拉巴拉卡通形象为主题的卡通片并将后续持续录制，树立了公司的品牌和时尚地位。公司将以儿童消费者为中心，提升品质，提升技术水平，建立技术壁垒，巩固和扩大行业内的优势地位，打造中国儿童市场一站式购物平台。凭借公司自身优势和定位，我们尤其看好处于蓝海而公司业已领先的童装市场。

请务必阅读正文后的免责条款部分

c) ．采购国际化和最大的服装物流中心建成将进一步提升公司的毛利率水平

目前行业面临原材料和人力成本的上涨是系统风险，无法规避，为保持产品竞争的优势，公司采取了多项策略：1）接近 1 亿件的成衣采购总量，使得公司的溢价和定价能力强，公司与 400 多家分布在珠三角，长三角以及华中地区的成衣面料和辅料供应商建立了合作关系以应对成本压力；2）实现淡旺季的综合下单，尤其是基本款，淡季下单以拉低成本上涨比例。

未来成本上涨是必然的，森马很早就开展了全球化采购，以实现国际资源的整合和利用。过去是采取贸易行的保守模式，未来为了加大全球采购的比例，公司计划成立专业的采购团队，加大境外供应商的引进，培养服务力度，这是一条新的降低成本的途径。目前较好的生产目标基地的是越南：1）越南制衣厂的工资幅度是在 80-100 美金，而国内的工资在 2800 元以上；2）越南采用的是消费性的增值税，企业所要承担的增值税是 10%；中国是生产性的 17%的增值税。3）中越关税 0.06%，相当于零关税。

公司目前投资 10 亿元在建温州和上海两个配发中心，并引入 wms 物流管理系统。配发中心总建筑面积约 34 万平方米，建成后，公司拥有中国服装业最大的物流中心，将大大提升公司的仓储和配发能力和效率。截至 10 年末，已经陆续交付部分已具备 1 亿件的年配发能力，订单日清率在 95%以上，订单处理错误率在十万分之五以下。

我们认为，公司对成本上涨的控制以及物流中心的建成将进一步提升公司的毛利率水平。

d) ．多品牌进一步拓展，今年有望推出新的城市白领品牌

多品牌经营的运作平台促进了公司业务的快速、稳固发展，一方面，建立有针对性的品牌组合能够满足日益复杂多变的市场需求，降低或分散单一品牌出现变化对于整个公司可能造成的不利影响；另一方面，多品牌资源及运营经验的汲取与共享能够进一步完善和优化公司多品牌运作平台。多品牌运作平台的成功建立，使得公司始终能够把握国内服饰行业的核心价值环节，也为公司未来打造更多品牌和进行产品延伸打下良好基础，公司会发挥多品牌运作的平台，针对消费者需求，继续细分市场，推出新的品牌，保证未来成长；到 2020 年，中国人口将主要是以年轻人为主，而 25-35 白领发现自己可

请务必阅读正文后的免责条款部分

以选择的品牌是非常少的，公司有望推出以 25 岁年轻人为主的新的城市白领品牌，建立不同品牌的差异性，为公司实现国内第一、世界领先的多品牌服饰集团的目标又迈出一大步。

4. 风险因素

1）随着公司规模继续扩张，物流业瓶颈带来的风险； 2）公司门店快速扩张带来的管理风险；3）优质店源的获取 4）在系统风险下，现有高市值影响股价充分反映公司价值

5. 盈利预测

a 核心假设

一 收入。公司 11/12/13 年收入同比增幅为 41.75%/32.03%/32.13%,我们认为收入增加主要来源于外延扩张和内生增长两个方面，假设公司 11/12/13 年森马品牌新增店铺数分别为 600/693/790 家，其中

1 直营店：假设 11/12/13 年直营店净增数量为 22，25，28 家，直营店平效 1.42/1.38/1.41 元。

2 加盟店：假设加盟店 11/12/13 年加盟店净增数量为 578/668/762 家，加盟店平效 0.81/0.84/0.89 元。

假设公司 11/12/13 年巴拉巴拉品牌新增店铺数分别为 750/750/750 家，其中

1 直营店：假设 11/12/13 年直营店净增数量为 35，35，35 家，直营店平效 1.92/2.1/2.2 元。

2 加盟店：假设加盟店 11/12/13 年加盟店净增数量为 715/715/715 家，加盟店平效 0.96/1.04/1.1 元。

由于单店面积与公司产品的丰富程度相关，随着公司产品的不断丰富，我们假设未来三年单店面积年增速为 8%。

二 毛利率。预计公司未来提价主要用以抵消原材料价格等成本上涨为主，考虑到公司在不断的外延扩张背景下综合的整合能力和规模经济，假设 11/12/13 年毛利率分别为 36.6%/36.7%/36.8%。

三 期间费用率。假设 11/12/13 年管理费用率分别是 2.82%/2.90%/2.90%;

请务必阅读正文后的免责条款部分

销售费用率分别为 10%/11%/10.6%

四 所得税 假设公司 11/12/13 年所得税税率分别为 25%/25%/25%。

b 合理估值

预计公司 11/12/13 的 EPS 分别为 2.29/2.94/4.03 元。公司两个品牌森马和巴拉巴拉分属休闲服装行业和童装行业的第二位和第一位，两个子行业成长空间巨大，龙头企业的整合能力优势显著。公司经营风格稳健，未来三年业绩 30%的复合增长是可以保证的，成长确定性强。2011 年 6 月 13 日公司网下配售股份解禁带来股价大跌，风险已基本释放.给予公司 2011 年 30 倍 PE，六个月目标价格 68.55 元。看好公司的长期投资价值，给予公司买入评级，建议长期买入并持有。

表 1 收入预测表

森马品牌收入预测	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
店铺数量	2667	3258	4007	4607	5300	6090
新增店铺数		591	749	600	693	790
店铺增速		22.2%	23.0%	15.0%	15.0%	14.9%
直营店						
直营店数量	54	104	145	167	192	220
新增数量		50	41	22	25	28
直营店增速		92.59%	39.42%	15.17%	14.97%	14.58%
直营平效(万元)	1.78	1.78	1.33	1.42	1.38	1.41
直营店平效增速		0.0%	-25.3%	6.8%	-2.8%	2.2%
直营收入(万元)	14,644.18	25,765.96	36,366.14	48295.44	58278.10	73686.96
加盟店						
加盟店数量	2613	3154	3862	4440	5108	5870
新增数量		541	708	578	668	762
加盟店增速		20.70%	22.45%	14.97%	15.05%	14.92%
加盟平效（万元）	0.73	0.69	0.73	0.81	0.84	0.89
加盟店平效增速		-5.5%	5.8%	11.0%	3.7%	6.0%
加盟收入（万元）	258,766.13	293,757.92	431,376.00	594309.39	765770.33	1006978.56
森马总收入（万元）	273,410.31	319,523.88	467,742.14	642604.83	824048.43	1080665.52
巴拉巴拉收入预测	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
店铺数量	1393	1901	2676	3426	4176	4926

请务必阅读正文后的免责条款部分

新增店铺数		508	775	750	750	750
店铺增速		36.5%	40.8%	28.0%	21.9%	18.0%
直营店						
直营店数量	38	81	125	160	195	230
新增数量		43	44	35	35	35
直营店增速		113.16%	54.32%	28.00%	21.88%	17.95%
直营平效(万元)	1.19	1.53	1.77	1.92	2.1	2.2
直营店平效增速		28.6%	15.7%	8.5%	9.4%	4.8%
直营收入	2,226.49	7,546.25	12,070.52	18100.38	26058.18	34774.79
加盟店						
加盟店数量	1355	1820	2551	3266	3981	4696
新增数量		465	731	715	715	715
加盟店增速		34.32%	40.16%	28.03%	21.89%	17.96%
加盟平效（万元）	0.72	0.84	0.85	0.96	1.04	1.1
加盟店平效增速		16.7%	1.2%	12.9%	8.3%	5.8%
加盟收入	52,578.82	87,883.47	134,702.88	210357.82	299999.50	404240.23
巴拉巴拉总收入(万元)	54,805.31	95,429.72	146,773.41	228458.20	326057.68	439015.02
两品牌合计						
直营收入（万元）	16,870.67	33,312.21	48,436.66	66,395.82	84,336.28	108,461.74
加盟收入（万元）	311,344.95	381,641.39	566,078.88	804,667.21	1,065,769.83	1,411,218.79
总收入（万元）	328,215.62	414,953.60	614,515.55	871,063.03	1,150,106.11	1,519,680.54
增速		26.43%	48.09%	41.75%	32.03%	32.13%
综合毛利率	29.50%	34.00%	35.80%	36.60%	36.70%	36.80%

调研纪要

一、存货问题：

2010 年公司存货有 10 个亿，其中 90%以上为 11 年备货产品。公司一般提前半年召开订货会，提前两个月发货，同时我们要求经销商要把 70%的销售额在定货会上完成。在订货之外，经销商可以补货，一般当季补货的 10%可以退货，但是目前总退货比例一般在 3%左右。

二、经销商数量

公司采取二级加盟模式，与七匹狼的省代模式和美邦服饰、报喜鸟的“扁平加盟制”不同的是，公司允许在更小的区域发展二级代理商：目前

森马品牌一级加盟商：500-600 左右，二级加盟商：1200-1300

请务必阅读正文后的免责条款部分

巴拉巴拉一级加盟商：300-400 左右，二级加盟商：500-600.

三、终端折扣问题

1、加盟体系：经销商可以自主调配折扣比例，比如在重庆的代理商仅一家，可以自主决策。

2、直营体系：占收入比重约 7-8%，由子公司独立运营，可自主决定促销政策。

直营店在一线城市，竞争激烈则更便宜，同时要消化往季库存，因而折扣幅度大。

一般直营终端 7-7.5 折出售，加盟终端 8 折左右出售

四、出货折扣率：

森马：5-6 折

巴拉巴拉：4-5 折

五、订货会情况

2011 年四季订货会已全部结束，总销售额增 30%以上，其中巴拉巴拉增长超过 40%，森马增 30%左右，平均提价 7-8%。除此，还有 30%的销售来自于当季补货。

根据统计：全年收入 60%-65%集中在下半年

六、租金问题：

1、从财务角度合算：买店的摊销时间长，当期折旧低于租金，

2、存在问题：购店应该与产品丰富程度相匹配，无充够多的品类，则应控制购置店铺数量

3、加盟体系：受租金上升影响较重，会一定程度影响加盟商信心，但最根本的是建立利益纽带。

七、渠道

1、面积：前几年约 100 平左右，而今新开的大店在 1000 平以上，最大的 3000-4000 平。

2、未来产品丰富度将持续提高，主要由于三个方面：细分市场，消费观念升级，生活形态多样化。

请务必阅读正文后的免责条款部分

3、下沉：60%-70%的门店主要分布在二三线城市

11 年预计新开店：

森马 600 家；巴拉：700-800 家。其中直营加盟比例维持现有水平

童装：

多数童装走商场渠道，但商场渠道的问题在于：必须价格提高以获取毛利，而且商场资源有限；

巴拉巴拉：知名度不太高，但走成本低的路线，开在社区店、小商圈，渠道 70%是街边店，社区店。30%走商场店，但盈利能力不如社区店。

八、行业发展

1、体育门店的 8000 家门店瓶颈：

运动品市场在缩小：不是主要衣着形态，以前适应面广，而今，时尚度、潮流感更成为穿衣主流，因此，运动品牌趋向于专业化发展。

2、休闲服概念会比较广：

休闲产品的特质在于便宜，时尚型，品牌形象，易购性（忠诚度低）

店铺扩张来自于：空白区+店铺加密，多数县已经覆盖，而密度可提升。

渠道下沉：江浙乡镇级店铺，由于这一地区的终端销售能力强而且租金低廉，销售业绩良好。

森马 VS 搜于特：

搜于特：店铺小、款式少、在四级市场与森马会有交集，但其是地方性品牌。类似的区域品牌多，但仍可在细分市场中生存，说明休闲服市场容量大、区域差异大。

搜于特的风险存在于：加盟体系过快扩张，管控力度难把握；在营销、财务、配货、结算、供应链等各个环节，还没有经历过考验，而美邦森马已经经历，并已经形成规模效应和经验积累。

九、研发及款式

请务必阅读正文后的免责条款部分

1、研发人员:森马 100 多人，巴拉 80 多，而美邦超过 400 人。同样有外籍设计师。人公司认为，多与少并不重要，关键环节在于对市场的把握了解、对供应链各环节的整合能力。

2、研发投入：10 年起加大投入，改进设计、提升买手制度、整合资源，未来产品品类扩大，产品线扩充，产品升级，这将在冬装中体现出来。

十、为什么不延伸到其他产品品类，如婴儿童装？

1、婴儿童装与中童装的差别会导致整个供应链以及销售体系的差异。婴儿童装：安全性高、优秀供应商、制造资源稀缺，更难做，因此销售价格也更高。公司不会轻易进入，只做中童装，则可降价、降成本

2、森马与巴拉：经营管理、代理政策、供应商体系等完全独立，是两套独立班子来运营，而单一品牌规模已经够大，可以达到规模效应。专业化是未来的趋势。

十一、信息系统：

1、规模大后，ERP 很关键：统计出哪些产品是成功的，帮助加盟店做决策。生产、组织、宣传、推广。

2、SAP 是根据不同公司而定制。

十二、对供应商扶持，减少发生用工荒的可能：

1、加快资金、与制造业担心淡季旺季波动不同的是--服装企业均匀下单，尤其是基本款式，全年平均分布；

2、有趋向性给予资金

3、凭借信誉，当季包下产能。

十三、成本问题

1、原料上涨：棉花占成本比重 20%，提价 12%，可缓解棉花涨 100%的压力。

2、人工成本上涨：是趋势，但也反向促使供应商向优质品牌服装供货。

总趋势：制造厂家、品牌服装呈现向优势企业集中的趋势。

请务必阅读正文后的免责条款部分

品牌服装不担心成本上升，因为有议价力，掌握定价权，公司定价方式，一方面消化成本上涨的压力，同时也参考竞争对手定价。

十四、行业驱动力

1、男装：

营销：打广告、提升产品附加值、绑定客户忠诚度、精细化管理

市场：稳定增长，半饱和状态，快速扩张放缓，靠内生增长保证利润，但提价会有上限，不可能与国外一线品牌齐肩

2、休闲

营销：市场需求大，产品驱动力强。

市场：细分市场，消费者需求多样化，市场自身快速扩容，单品市占率低

十五、国际一线品牌的启示

1、ZARA：款多量少，供应链体系要求高。买手制度+快速反应+时尚度高

2、H&M：时尚度低+开大店+基本款式结合潮流款式

3、GAP：风格几十年不变化，基本款多

4、UNIQLO：基本款多，注重百搭款式，走技术型、品质型路线，面料、材质、舒适度等有讲究，为保持品质，有 100 余个生产厂家，公司与厂家共同研发设计。

相对而言，H&M 更符合公司标杆

十六、配送问题

1、仓储及发货：立体大仓库年捡单量达 1 亿件，自动化、流水线操作。

2、物流运输：外包独立第三方；

十七、对于加盟与直营的比例的探讨

请务必阅读正文后的免责条款部分

美邦 09 年大力发展直营后，当前将直营比例保持稳定。

加盟的优势

1、税收成本低：加盟商是个体户，以小额纳税人计缴定额税款，因此税负轻；

2、人工成本低：雇用人员方面在四金的缴纳等方面均有减少

3、获取店铺资源容易：当地的影响力、谈判力，均胜于直营。

4、代理成本：加盟商自负盈亏，经营动力强，而直营店面临代理人成本，激励动力不足；

5、资金成本：直营店的店铺寻址、铺货、人员招聘及管理等，费时巨大；

6、市场化行为：订货会上加盟商会根据一线销售情况决定进货，最贴切市场，而美邦存货巨大与直营店压货大相关。

直营的优势

1、毛利高

2、节省人员费用的方式可以通过进驻商场，管理成本一部分相对由商场分担。享受促销+宣传+人员+税负的便利

3、适用于管理水平高的公司。

十八、电子商务

今年成立电商部，但非主要运营重点，当前开设淘宝商场店。

请务必阅读正文后的免责条款部分

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3322.70	4250.34	6287.07	8911.79	11766.66	15547.75
增长率(%)	82.34%	27.92%	47.92%	41.75%	32.03%	32.13%
归属母公司股东净利润	443.42	686.87	1000.68	1531.28	1970.49	2696.60
增长率(%)	195.52%	54.90%	45.69%	53.02%	28.68%	36.85%
每股收益(EPS)	0.662	1.025	1.494	2.285	2.941	4.025
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.589	1.551	1.218	2.287	2.790	3.738
销售毛利率	29.52%	34.04%	35.79%	36.60%	36.70%	36.80%
销售净利率	13.35%	16.14%	15.92%	17.18%	16.75%	17.34%
净资产收益率(ROE)	95.18%	68.50%	49.95%	43.32%	35.79%	32.88%
投入资本回报率(ROIC)	121.81%	148.76%	205.40%	119.32%	153.09%	199.37%
市盈率(P/E)	77.39	49.96	34.29	22.41	17.42	12.73
市净率(P/B)	73.66	34.22	17.13	9.71	6.23	4.18
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3322.70	4250.34	6287.07	8911.79	11766.66	15547.75
减: 营业成本	2341.83	2803.65	4036.99	5650.07	7448.29	9826.18
营业税金及附加	17.69	26.78	38.50	54.57	72.06	95.21
营业费用	237.56	339.80	582.83	891.18	1294.33	1648.06
管理费用	91.22	134.20	169.32	251.31	341.23	450.88
财务费用	1.63	-5.74	-12.80	-35.76	-75.28	-126.76
资产减值损失	45.61	37.49	93.02	58.71	58.71	58.71
加: 投资收益	0.05	0.66	-5.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	587.21	914.82	1373.93	2041.71	2627.32	3595.47
加: 其他非经营损益	-10.76	-0.18	-5.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	576.45	914.63	1368.51	2041.71	2627.32	3595.47
减: 所得税	133.03	228.42	367.83	510.43	656.83	898.87
净利润	443.42	686.21	1000.68	1531.28	1970.49	2696.60
减: 少数股东损益	0.00	-0.66	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	443.42	686.87	1000.68	1531.28	1970.49	2696.60
资产负债表	**2008A**	**2009A**	**2010A**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
货币资金	102.46	561.55	805.49	2373.59	4317.97	6949.22
应收和预付款项	103.58	122.03	641.76	63.56	867.26	362.08
存货	542.63	580.66	1034.49	1131.25	1723.77	2042.72
其他流动资产	0.00	0.10	0.33	0.33	0.33	0.33
长期股权投资	0.00	8.60	3.33	3.33	3.33	3.33
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

请务必阅读正文后的免责条款部分

固定资产和在建工程	146.11	461.22	707.51	574.03	440.56	307.08
无形资产和开发支出	98.39	100.72	98.51	87.89	77.28	66.66
其他非流动资产	0.37	5.70	15.40	7.70	0.00	0.00
资产总计	993.53	1840.58	3306.81	4241.68	7430.50	9731.42
短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	467.64	837.83	1303.38	706.96	1925.29	1529.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	527.64	837.83	1303.38	706.96	1925.29	1529.62
股本	188.00	600.00	600.00	600.00	600.00	600.00
资本公积	28.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90
留存收益	248.99	397.85	1398.54	2929.82	4900.30	7596.90
归属母公司股东权益	465.88	1002.75	2003.43	3534.71	5505.20	8201.80
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	465.88	1002.75	2003.43	3534.71	5505.20	8201.80
负债和股东权益合计	993.53	1840.58	3306.81	4241.68	7430.50	9731.42
现金流量表	**2008A**	**2009A**	**2010A**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
经营性现金净流量	394.67	1039.44	816.31	1532.33	1869.10	2504.49
投资性现金净流量	-568.56	-342.28	-499.07	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	270.41	-159.11	-20.95	35.76	75.28	126.76
现金流量净额	96.52	538.06	296.29	1568.10	1944.38	2631.25

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%

请务必阅读正文后的免责条款部分

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。