

森马服饰 (002563.SZ)

服装行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

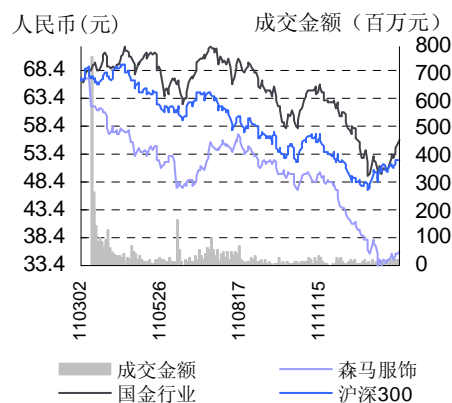
市价(人民币): 36.00元
目标(人民币): 36.04-45.05元

调整中发展

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	70.00
总市值(百万元)	24,120.00
年内股价最高最低(元)	67.00/33.40
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《童装业务增速较快》，2011.8.12
2. 《调研纪要：童装发展是关键》，2011.6.14
3. 《共赢合作和双品牌运作是公司特色和优势所在》，2011.3.10

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.145	1.668	1.802	2.256	2.767
每股净资产(元)	1.67	3.34	11.45	13.30	15.57
每股经营性现金流(元)	1.73	1.36	1.64	2.00	2.63
市盈率(倍)	N/A	N/A	19.98	15.96	13.01
行业优化市盈率(倍)	26.15	26.61	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	54.90%	45.69%	20.65%	25.20%	22.65%
净资产收益率(%)	68.50%	49.95%	15.74%	16.96%	17.77%
总股本(百万股)	600.00	600.00	670.00	670.00	670.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司同时经营双品牌, 专注于渠道扩张:** 1) 拥有“森马”休闲服和“巴拉巴拉”儿童服两大品牌; 2) 加盟式外延扩张是业绩增速较快的主要原因。
- **竞争优势分析:**
 - **森马休闲服: 行业竞争激烈, 具备渠道资源的企业有优势;** 1) 国内休闲服饰市场规模大, 成长速度快; 2) 市场集中度低; 3) 休闲服行业的经营策略与其他行业差异较大, 竞争对手之间的经营策略也相差较大; 4) 森马休闲服的竞争优势是始终坚持加盟为主, 快速推进渠道建设;
 - **儿童服饰: 行业潜力巨大, 提前布局者将领先;** 1) 近几年来童装行业保持快速发展, 内需市场潜力巨大; 2) 童装行业的消费具有消费者双重定位、产品周期短、父母消费习惯逐渐转变的特点; 3) 童装行业呈现“哑铃型”竞争态势, 市场集中度较低, 国内品牌企业目前处于外延式扩张阶段; 4) 巴拉以加盟为主要形式, 开设专卖店, 覆盖二三线城市, 占据领先的市场地位。
- **森马休闲服进入调整期, 巴拉儿童装优势明显:** 1) “森马”竞争优势受到运营成本上升、消费增速下滑的冲击, 步入调整期, 由渠道驱动业绩, 向产品驱动、零售能力驱动过渡, 但调整节奏及效果有待于观察; 2) “巴拉”受益于行业的整体景气度高, 先发优势明显, 未来将拉动公司业绩。

盈利预测及估值

- 目前森马休闲服受运营成本提高、消费增速下滑影响, 未来将进入外延式扩张向内生性增长的调整阶段, 预计未来增速相对平稳, 且略高于行业整体的增长水平; 我们更看好行业增速较快、先发优势明显的童装业务, 加之童装目前的业绩基数较低, 未来增速将超过公司整体的增速水平; 考虑到行业未来的发展趋势及公司所制定的短中期发展战略, 我们预计 2011-2013 年净利润分别为 12.07、15.12、18.54 亿元, EPS 分别为 1.802、2.256、2.767 元, 分别同比增长 20.65%、25.20%、22.65%。
- A 股市场上与公司具有可比性的 6 家公司, 目前股价对应的 2011 年平均估值为 24 倍; 考虑到童装业务的快速成长将带动公司未来业绩的提升, 我们认为给予公司 2011 年 20-25 倍动态市盈率是比较合理的, 对应的股价为 36.04-45.05 元, 目前股价 36.00 元, 给予买入评级。

风险

- 童装业务发展低于预期的风险、休闲服业务调整不达预期或调整时间过长的风险、店铺扩张低于预期的风险、商业运营成本上涨带来的风险。

内容目录

同时经营双品牌，专注于渠道扩张	4
公司拥有“森马”休闲服饰和“巴拉巴拉”儿童服饰两大品牌.....	4
加盟为主的外延式扩张是公司业绩增速较快的主要原因.....	4
双品牌竞争优势分析	5
森马休闲服：行业竞争激烈，具备渠道资源的企业有优势.....	5
儿童服饰：行业潜力巨大，提前布局者将领先.....	9
森马休闲服进入调整期，巴拉儿童装优势明显	13
“森马”竞争优势受到冲击，步入调整期.....	13
“巴拉”先发优势明显，将拉动公司未来业绩.....	16
投资建议	16
风险	18
附录：三张报表预测摘要	20

图表目录

图表 1：两大品牌的具体特点.....	4
图表 2：2007-2011 年中期收入、利润、净利润及增速.....	5
图表 3：2007-2011 年中期店铺数量及增速.....	5
图表 4：2007-2011 年中期童装业务贡献率逐渐增加.....	5
图表 5：2007-2011 年中期各项业务毛利率水平.....	5
图表 6：2003-2013 年国内休闲服市场规模及增速.....	6
图表 7：休闲服的三个发展阶段.....	6
图表 8：休闲服市场占有率缓慢提高，但依然较低.....	6
图表 9：休闲服行业的经营策略与其他行业差异较大.....	7
图表 10：森马、美邦之间的经营策略也相差较大.....	8
图表 11：2007-2010 年森马休闲服店铺数量及增速.....	9
图表 12：森马休闲服渠道数量领先于同行（2009 年）.....	9
图表 13：2006-2010 年童装市场行业产销量增长统计.....	9
图表 14：2003-2010 年我国童装零售额的统计及预测.....	9
图表 15：消费购买童装最先考虑的是品牌.....	10
图表 16：家长购买童装考虑的最主要因素是品质.....	10
图表 17：国外童装品牌分析.....	11
图表 18：2008 年童装市场品牌结构.....	11
图表 19：2008 年前六大国内品牌市场占有率仅为 3.3%.....	11
图表 20：童装所经历的两个发展阶段.....	12

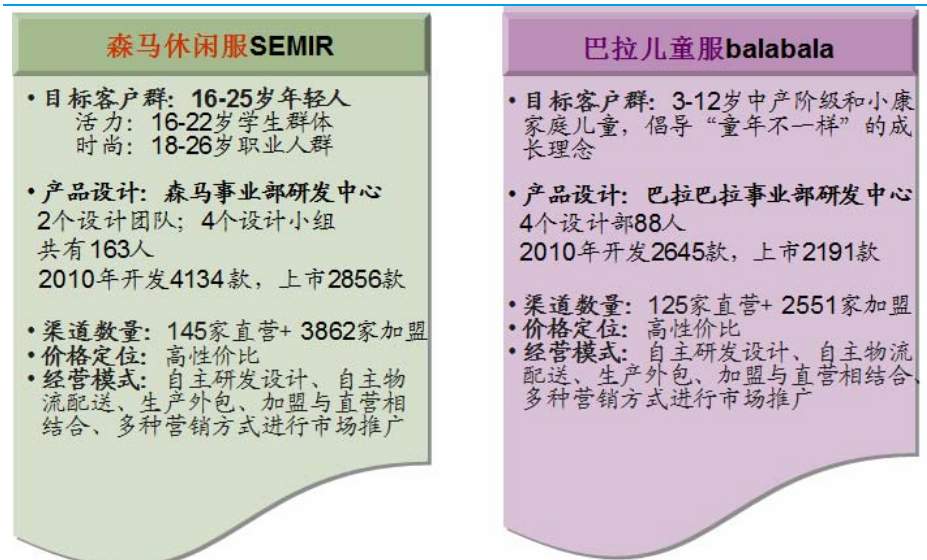
图表 21: 2003 年 (内圈)、2008 年童装渠道结构对比	12
图表 22: 国内自主童装品牌对比: 巴拉、派克兰帝、博士蛙	12
图表 23: 2007-2010 年巴拉儿童装的店铺数量及增速	13
图表 24: 2009 年巴拉的店铺数占绝对优势	13
图表 25: 重点城市平均价格/租金指数同比变化	14
图表 26: 重点城市平均价格/租金指数环比变化	14
图表 27: 04 年以来制造业及批发零售业职工平均工资增速	14
图表 28: 近年来, 百家重点商场零售额及销量增速	15
图表 29: 2011 年各月百家重点商场零售额及零售量增速	15
图表 30: 经济波动对休闲服的三次冲击	15
图表 31: 经济波动的冲击体现在收入和毛利率的下滑上	15
图表 32: 巴拉品牌门店面积约为森马品牌的 50%	16
图表 33: 巴拉店铺平效有较大提升空间	16
图表 34: 可比公司估值水平	17
图表 35: 销售预测——按照渠道扩张分拆业务	19

同时经营双品牌，专注于渠道扩张

公司拥有“森马”休闲服饰和“巴拉巴拉”儿童服饰两大品牌

- **公司经营两个品牌：**公司从事“森马”和“巴拉巴拉”两大品牌的设计、外包生产和产品销售，是为数不多的同时运作双品牌的服饰运营商之一，根据 Euromonitor 的市场调查数据，以 2008 年的终端销售收入计算，两个品牌的市场占有率分别为 1.07%和 1.03%，分列细分行业第二和第一位，公司主要收入和利润来源于“森马”休闲服饰，2011 年中期收入占比为 73%；
- **品牌具体特点：**森马品牌定位于 16-25 岁的大众休闲服饰，旗下具有活力和时尚两个系列，分别针对学生群体和职业人群，2010 年拥有销售终端 4007 家（其中加盟 3862 家，直营 145 家），实现销售收入 46.77 亿元；巴拉品牌定位于 3-13 岁的儿童市场，提倡“童年不一样”的成长理念，2010 年拥有销售终端 2676 家（其中加盟 2551 家，直营 125 家），实现销售收入 14.68 亿元；
- **品牌之间的关系：**公司利润主要来源于森马休闲服，公司借力于加盟商的外延式扩张，逐渐奠定了森马休闲服的龙头地位；巴拉儿童装在模式上借鉴森马，在森马休闲服原有加盟商的支持下，快速覆盖二三线市场，建立起了先发优势。

图表1：两大品牌的具体特点



发展过程和特色

- **森马：**贡献了大部分利润，公司依靠建设森马品牌发展而来。品牌建设初期，充分利用了当时国内休闲服竞争不激烈、香港品牌对市场变化不够灵敏的市场契机，以三四线城市为主，在共赢合作理念指引下，形成和美邦的差异化竞争，逐渐奠定了当前休闲服龙头企业的地位；
- **巴拉：**模式上借鉴森马，充分利用了21世纪初童装市场竞争不激烈的时机，在森马品牌原有加盟商的支持下，快速覆盖全国市场，形成了先发优势。

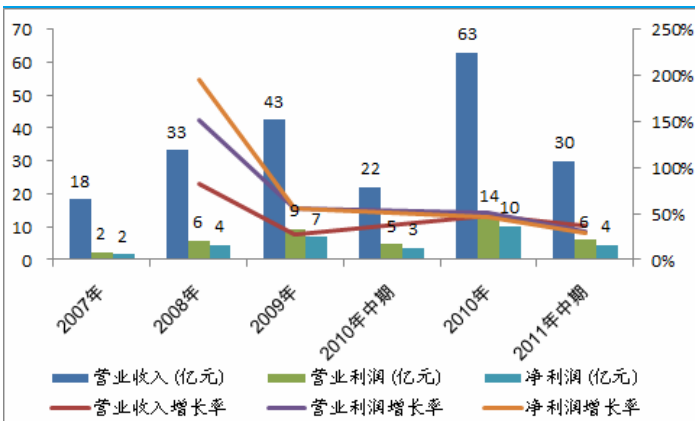
来源：国金证券研究所、公司年报

加盟为主的外延式扩张是公司业绩增速较快的主要原因

- **2007-2010 年，公司营业收入、净利润的复合增长率分别高达 51%、88%：**国内休闲服行业的快速增长，促进市场份额逐渐向优势品牌集中，公司秉承合作共赢的理念，坚持以加盟为主，进行外延式扩张，此举契合了休闲服的产品属性及消费者的购买特性，此外童装业务的高速发展也不断推高公司业绩；

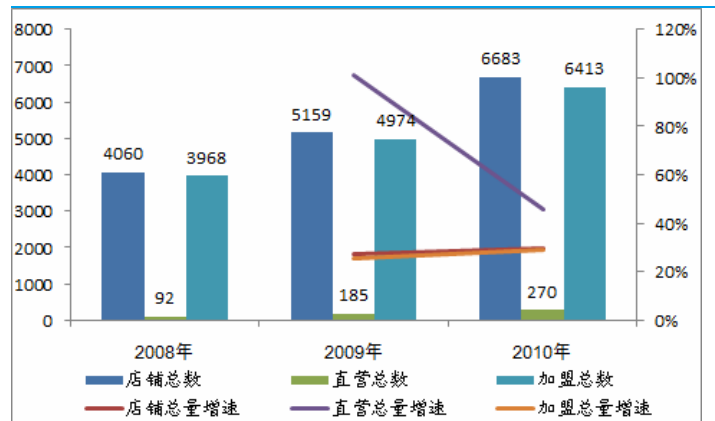
- **生产及销售模式：**公司两大品牌均采用 100%的生产外包和特许加盟的轻资产模式，专注于品牌设计和渠道控制等核心环节，而将生产加工等中低附加值且固定资产投入大的业务环节外包，利用供应商的生产资源和当地加盟商的销售资源获得收入的迅速增长；
- **公司依靠加盟模式进行外延式扩张，推动业绩快速增长：**2010 年销售渠道共有 6683 家（其中直营 270 家，加盟 6483 家），实现销售收入和利润总额分别为 62.87 亿元和 13.69 亿元；
- **巴拉儿童服贡献率明显提高：**较之于森马休闲服的平稳增长，巴拉休闲服业绩增速较快，对公司收入的贡献率，已由 2007 年的 17%，上升到 2011 年中期的 25%，未来有望继续提高贡献率；
- **毛利率水平呈现上升的态势：**受益于公司品牌知名度的提升及新产品的推出，公司毛利率水平，尤其是森马休闲装，呈现出上升的态势。

图表2：2007-2011 年中期收入、利润、净利润及增速

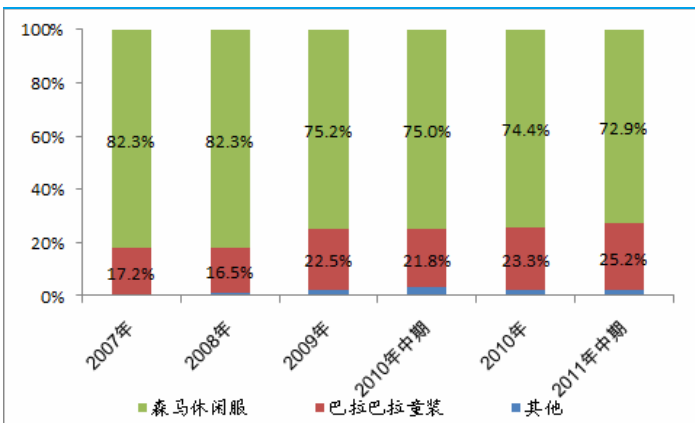


来源：国金证券研究所、公司年报

图表3：2007-2011 年中期店铺数量及增速

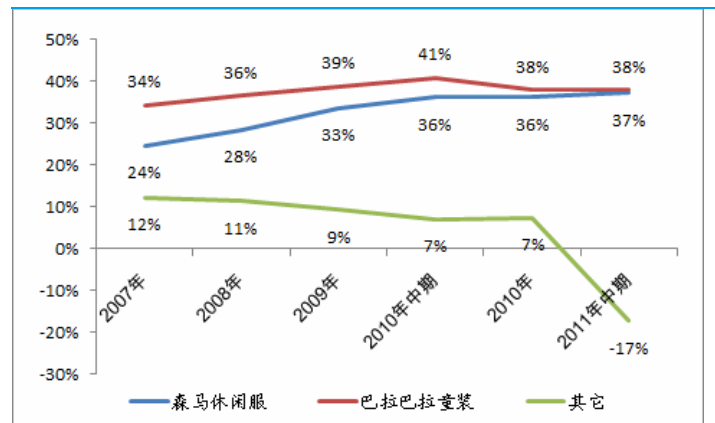


图表4：2007-2011 年中期童装业务贡献率逐渐增加



来源：国金证券研究所、公司年报

图表5：2007-2011 年中期各项业务毛利率水平



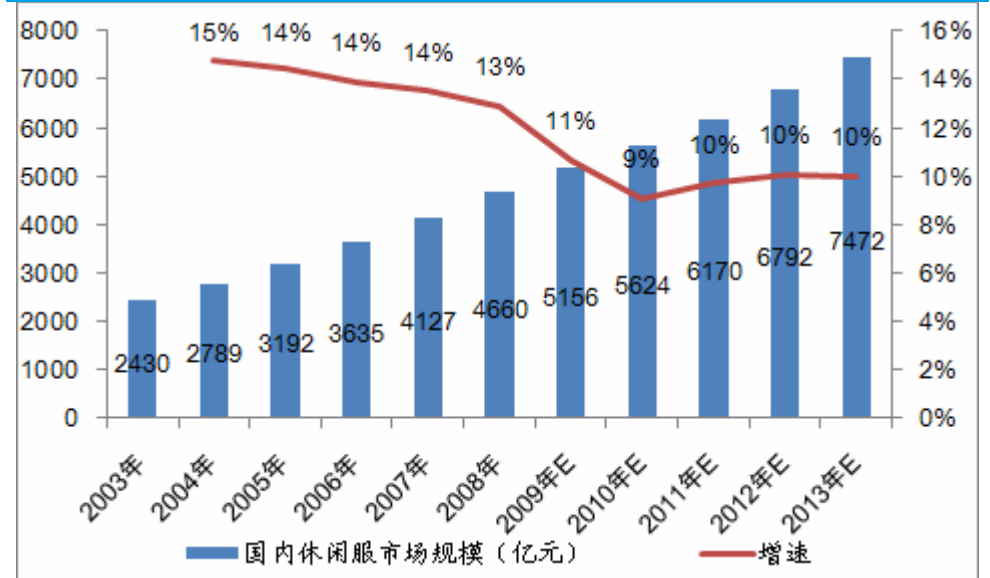
双品牌竞争优势分析

森马休闲服：行业竞争激烈，具备渠道资源的企业有优势

- **国内休闲服饰市场规模大，成长速度快：**根据欧睿国际统计数据，预计未来我国休闲服装市场零售总额的年复合增长率仍将保持 10% 以上，2013 年可达到 7472 亿元。
- **欧睿国际统计数据**显示，2001 年国内休闲服装市场零售总额为 1752 亿元，至 2008 年规模达到 4660 亿元，年复合增速为 15%，预计未来我国休闲服装市场零售总额的年复合增长率仍将保持 10% 以上增速，2013 年可达到 7472 亿元的规模；

- 在成人休闲装市场中，16-25 岁年龄段的服装市场增长显著，2003-2008 年的复合增长率为 15.1%，2008 年零售额近 1328 亿元，占成人休闲服装市场的 28%；随着年轻群体消费意愿的提高，预计这一年龄段 2009-2013 年休闲服零售复合增速保持在 11.2%，到 2013 年，市场规模将达到近 2270 亿元，在成人休闲服装的份额提高到 30%。

图表6: 2003-2013 年国内休闲服市场规模及增速



来源: 国金证券研究所、欧睿国际

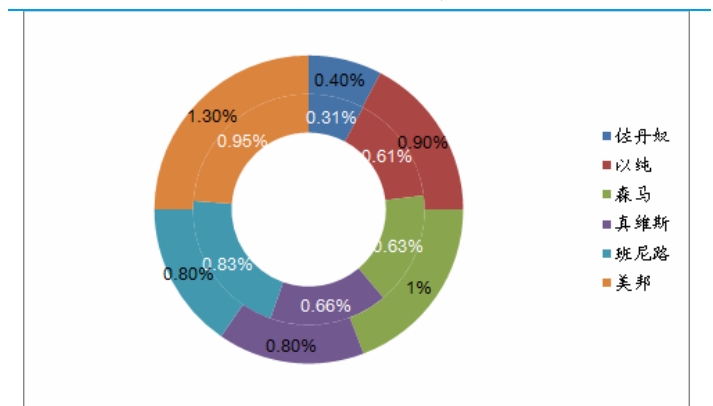
- 市场集中度低:** 经过自上世纪 90 年代以来的三个阶段的发展，目前行业处于激烈竞争的阶段，市场集中度呈现出缓慢提高的态势，但目前依然较低。
 - 休闲服行业的进入门槛不高，国内巨大的消费市场为各品牌的崛起提供了广阔的市场空间，休闲服自上世纪 90 年代以来经历了三个阶段的发展，目前处于第三发展阶段，市场竞争激烈；
 - 2006 年前 6 大品牌的市场集中度仅为 3.99%，2008 年则提高到 5.2%，呈现出缓慢上升的态势，但目前市场集中度依然较低。

图表7: 休闲服的三个发展阶段

	第一阶段	第二阶段	第三阶段
时间	1992年左右	1995年左右	2000年之后
特点	港澳台等品牌进入大陆带来休闲服装概念	休闲服着装方式普及，国内品牌崛起	追求个性化、时尚化、高品质化、体现新生活方式的理念出现
代表	真维斯、佐丹奴、班尼路	美邦、森马	ZARA、H&M、优衣库
原因分析	压抑已久的消费热情得以释放，香港品牌率先进入国内，个性化、舒适感强，成为消费者的首选品牌	采用轻资产模式，抓住设计及渠道两端，借助外延式扩张迅速占领市场	国内消费者购买能力到达一定的水准后，旺盛的消费需求吸引了国际知名品牌的涌入
总结	休闲服介入门槛不高，国内巨大的市场容量为各品牌的发展提供了广阔的市场空间，市场竞争激烈，格局变化周期较短		

来源: 国金证券研究所、Euromonitor

图表8: 休闲服市场占有率缓慢提高，但依然较低



- 休闲服行业的经营策略与其他行业差异较大，竞争对手之间的经营策略也相差较大。
 - 休闲服行业已经经历过了快速发展期，目前处于平稳发展阶段，预计 2009-2013 年行业平均增速为 10%，增速高于高档服装，但低于家纺；较之于高档服装和家纺购买的目的性较强，消费者购买休闲服具

有很大的随意性，休闲服企业故而采取密集开店的形式，广泛覆盖消费人群，增加购买机会；

图表9：休闲服行业的经营策略与其他行业差异较大

	休闲服	运动服饰	童装	家纺	女鞋	高档服装	
宏观背景	品牌零售经历了前一阶段的黄金发展期，充分受益于居民收入水平的提高及消费观念的转变，消费诉求的结构性变化与消费能力的区域性差异充分利好不同定位的企业，目前随着通胀带来的运营成本增加、市场竞争程度的不断加剧、后通胀时期量价转换的压力，未来品牌零售将进入调整阶段，具备品牌特色的企业有望胜出，品牌特色的经营，关键在于企业对未来发展趋势的判断、经营策略的调整及管理水平的提高						
品牌运作	既有单品牌运营模式，又有多品牌经营尝试，目前以单品牌运作为主	单一品牌运作模式，单一品牌下运营系列化产品		以主品牌为核心，尝试多品牌建设，满足细分市场的需求	多品牌运作模式，通过代理国际品牌提高企业品牌经营能力、扩大知名度	单一品牌，注重品牌形象及消费者忠诚度	
外延式扩张	渠道模式	加盟直营并存，但加盟占比较高，休闲服与运动品牌的定位偏中低档，跑量为主的盈利模式决定了加盟模式的重要性		目前童装的渠道模式尚处于摸索中	加盟直营并存，依靠加盟迅速外延式扩张	直营比例较高	倾向于直营模式，以维护品牌的高端形象
	终端模式	以专卖店为主	以专卖店和百货商场店中店为主		专卖店、商场专柜并存	百货商场店中店模式	高档商场店中店为主，部分采用专卖店模式
	品牌营销	采用密集开店模式				单品牌谋求渠道覆盖率，利用其他品牌增加渠道密集度	开店数量受制于高档商场数量
内生性增长	供应链管理	轻资产模式：自产比例低，甚至完全外包，重心在于品牌经营及渠道建设		大部分产品自产，新产品占比40%，产品质量与安全保障最为关键	外币比例不高，女鞋时尚性强，对补单速度要求较高，自产能够快速反应终端需求	几乎全部自产，产品品质最为关键	
业绩驱动因素	渠道覆盖率、品牌知名度		目前处于外延式扩张驱动业绩增长阶段		渠道覆盖率、品牌知名度	品牌知名度	
总结	<p>1) 产品属性及消费者购买习惯决定了不同行业在经营策略方面差异较大，各类公司业绩驱动因素也各有侧重，一般而言，高档服装更多依赖品牌形象的提升带动内生性增长，因此高档服装专注于品牌影响力的提升，供应链的每个环节都围绕产品品质及品牌影响力；大众消费品更多依赖外延式扩张，如运动服饰通过大规模外延式扩张的策略，以实现“农村包围城市”，而家纺行业在品牌运作、供应链管理方面与女鞋类似，但不同于女鞋行业竞争格局已定，家纺行业目前仍然处于“跑马圈地”的阶段；</p> <p>2) 休闲服行业已经经历了快速发展期，目前处于平稳发展阶段，预计2009-2013年行业平均增速为10%-15%，增速高于高档服装，但低于家纺；较之于高档服装和家纺购买的目的性，消费者购买休闲服具有很大的随意性，休闲服企业故而采取密集开店的形式，广泛覆盖消费人群，增加购买机会；</p>						

来源：国金证券研究所

- 与主要竞争对手美邦相比，管理层经营风格的差异是导致两家公司经营策略对比明显的根本原因，森马经营风格以稳健、谨慎为主，相应的经营策略是坚持共赢合作理念（共赢合作发展理念具体体现在销售渠道优势和供应链优势，供应链优势使得公司逐渐摆脱产品是美邦“学生”的定位，渠道优势更是公司与美邦的最大差异）、坚持加盟为主的销售渠道、强化原有两个品牌的建设和经营、坚持在原有强势的3、4线城市重点发展。

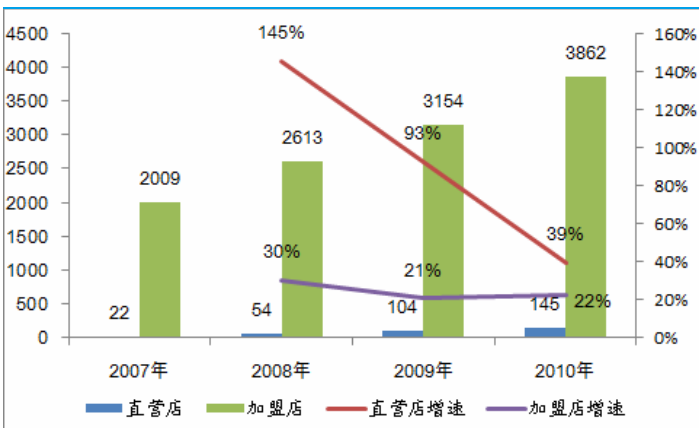
图表10: 森马、美邦之间的经营策略也相差较大

	森马	美邦	对比分析
基本情况	销售规模	2010年收入62.87亿, 净利润10亿; 2011年中期收入30.09亿, 净利润4.37亿	2010年收入75.06亿, 净利润7.57亿; 2011年中期收入37.95亿, 净利润3.76亿
	终端数量	2010年直营145家, 加盟3862家	2010年直营523家, 加盟2340家
相似之处	品牌定位	都是偏中低档的休闲装, 都强调时尚和个性, 美邦价位相对较高	
	供应链	全部外包, 都非常强调供应链管理和物流水平的提高	
	市场营销	广告营销、主题营销、形象代言人、店铺装潢相结合的模式	
不同之处	管理层风格	稳健经营, 保守谨慎	激进
	品牌结构	单品牌、多系列	多品牌 (MB、MC)、多系列
	产品设计	设计实力一般, 追随美邦; 2010年开发4134款, 上市2856款	自始至终是美邦一直保持的竞争优势, 2010年, MB和MC共设计近万款, 推出6000款以上
	强势区域	以2、3、4线城市为主, 渠道不断下沉, 在县城竞争力较强	以1、2线城市为主
	渠道模式	两级代理制, 二级代理集中在县城	市级代理, 基本上一个城市一个经销商
	销售渠道	坚持加盟为主, 直营收入占比约10%, 努力实现与加盟商的共赢、大力扶持加盟商是公司的特色, 也是公司核心竞争力之一	上市后大力发展直营, 目前直营和加盟的收入比例接近1:1
	店铺情况	店铺面积与一般休闲服品牌相似, 在100-200平米之间	大店策略是公司的特色和优势之一, 店铺在500平米左右, 但因公司之前在直营店经营方面风格较为激进, 目前直营店建设速度已放缓
	信息化建设	实施MA仓库管理系统和不断升级的通讯分销系统, 自主开发的BI系统、CRM系统、报表系统等	1997年开始开发信息系统, 2003年美邦供应链资源整合系统全面完成
业绩驱动因素	依赖外延式扩张, 目前企业处于整合期, 力图提高设计实力, 转入内生性增长阶段	目前依然通过直营店建设和加盟店扩张进行外延式增长, 但美邦希望通过产品设计、市场营销等方面的举措提高产品附加值, 提升品牌形象和档次	
总结	<p>森马经营较为稳健、谨慎, 兢兢业业以加盟模式为主, 推进外延式扩张, 美邦一直以来都希望通过提升品牌形象和产品品质来提升产品附加值, 森马目前外延式扩张已经遇到瓶颈, 2012年希望学习美邦在产品设计方面的能力, 提升产品设计实力</p> <p>与主要竞争对手美邦相比:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 管理层经营风格的差异是导致两家公司经营策略对比明显的根本原因; 2) 国内休闲服市场空间巨大, 经营策略能够适应市场变化的企业才能走得最远; 3) 森马经营风格以稳健、谨慎为主, 相应的经营策略是坚持共赢合作理念 (共赢合作发展理念具体体现在销售渠道优势和供应链优势, 供应链优势使得公司逐渐摆脱产品是美邦“学生”的定位, 渠道优势更是公司与美邦的最大差异)、坚持加盟为主的销售渠道、强化原有两个品牌的建设和经营、坚持在原有强势的3、4线城市重点发展; 		

来源: 国金证券研究所

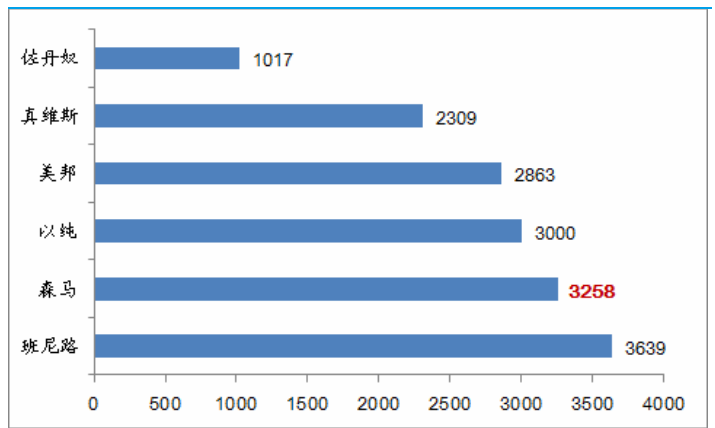
- 森马休闲服的竞争优势是始终坚持加盟为主, 快速推进销售渠道建设。
 - 公司始终坚持加盟为主, 有力扶持加盟商: 公司将加盟商利益放在首位, 对加盟商进行多方位的信息服务和业务指导, 保持直营渠道布局与现有加盟商网络互相独立, 并采取合作加盟方式将购买店铺外包给加盟商;
 - 加盟渠道扩张迅速, 成为过去几年推动业绩的核心驱动力: 2010年, 公司拥有加盟商1100个, 其中, 一级加盟商614人, 加盟商构成中五年以上合作关系的占80%, 96%的加盟商处于盈利状态;
 - 公司横向在全国布局, 纵向往县城下沉: 通过引入以省(市)为主的两级加盟制, 公司推动渠道的迅速扩张, 公司根据区域的消费实力, 确认加盟商的数目(部分城市有20-30个加盟商), 这种一个城市多个加盟商的措施更容易获得渠道规模的迅速扩张, 目前森马的销售网络都已经覆盖除港、澳、台以外的国内所有的省和直辖市, 截止2010年底, 森马品牌渠道数目达到4007家, 其中直营147家, 加盟3862家。

图表11: 2007-2010年森马休闲服店铺数量及增速



来源: 国金证券研究所、公司年报

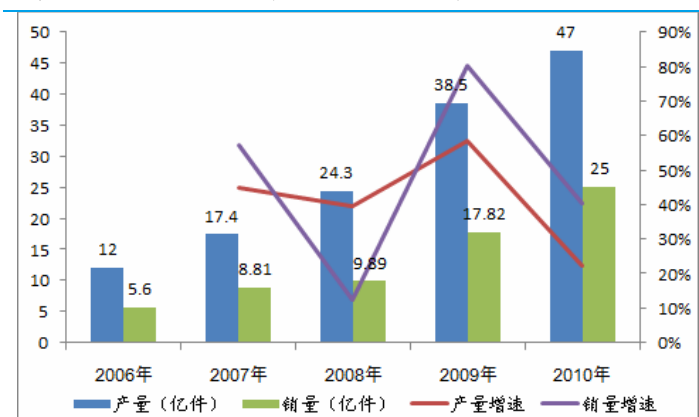
图表12: 森马休闲服渠道数量领先于同行(2009年)



儿童服饰: 行业潜力巨大, 提前布局者将领先

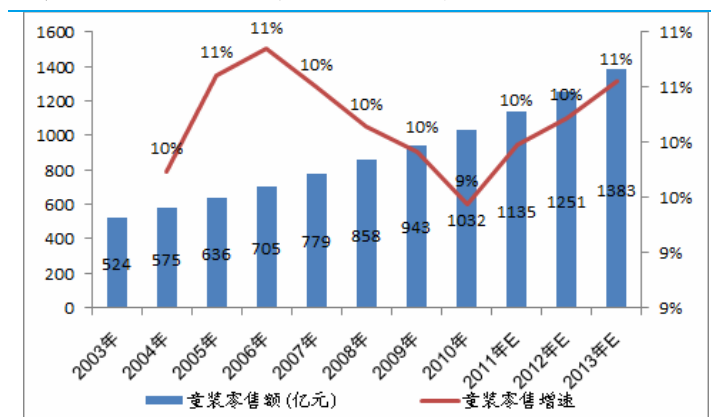
- **童装行业现状:** 受益于家庭收入的进一步提高, 城镇居民消费能力的升级, 近几年来童装行业保持快速发展, 内需市场潜力巨大:
 - **童装行业发展的背景分析:** 家庭收入的进一步提高, 城镇居民消费能力的升级, 中国童装市场的消费需求由过去满足基本生活的实用型开始转向追求美观的时尚型, 部分经济发达的城市, 消费者对童装需求趋向潮流化、品牌化;
 - **童装行业发展迅速:** 根据中国纺织工业协会统计信息中心、中国国家统计局的研究显示, 虽然经历金融危机, 但是 2006-2010 年中国童装供给量呈现上升趋势, 2006 年供给量达到了 12 亿件, 截止到 2010 年产量达到了 47 亿件, 随着国内经济发展, 我国童装市场销量增长速度也快速回升, 2010 年我国童装市场销量达到 25 亿件;
 - **内销市场潜力巨大:** 尚普咨询预计童装需求量将达到 10% 以上的年增长速度, 童装市场零售额预计将于 2013 年突破 1000 亿: 1) 根据国家统计局第六次人口普查显示, 0-14 岁的儿童为 2.2 亿, 占总人口的 16.6%, 消费需求空间很大, 据尚普咨询发布的童装研究数据显示, 目前国内童装消费需求在 25 亿元左右, 预计未来几年, 需求量将达到 10% 以上的年增长速度, 城镇居民对各式儿童服饰的消费量近年来一直呈上升趋势, 年增长率为 26.5%, 童装市场是我国最有增长潜力的市场之一; 2) 近几年, 我国童装市场保持稳步增长, 2010 年零售额为 1032 亿元, 预计到 2013 年将达 1383 亿元。其中 3-12 岁的童装占据整个市场零售额的 80% 以上, 预计至 2013 年, 市场规模将突破 1000 亿元, 达到 1085 亿元。

图表13: 2006-2010年童装市场行业产销量增长统计



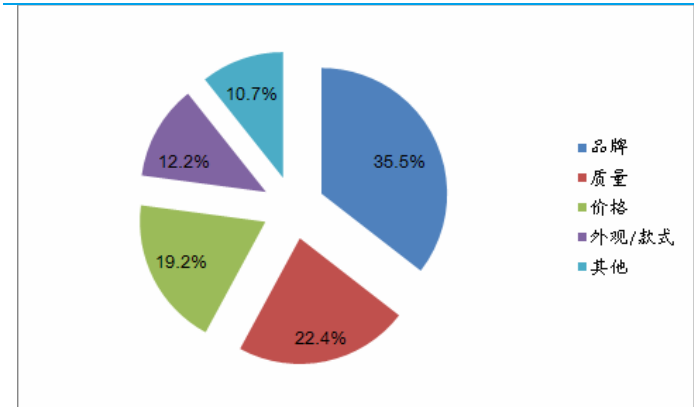
来源: 国金证券研究所、尚普咨询

图表14: 2003-2010年我国童装零售额的统计及预测



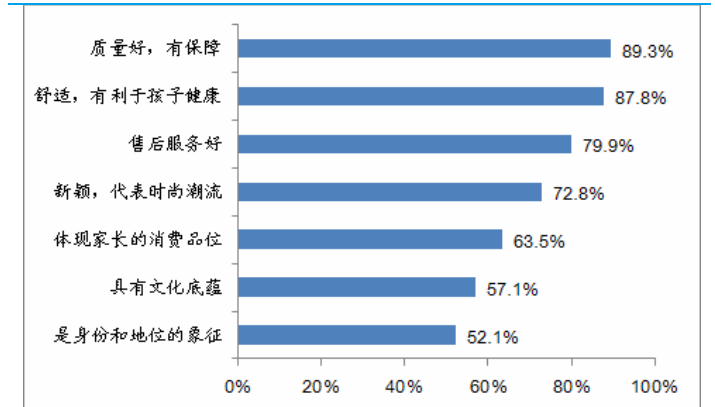
- **童装行业的消费特点分析：**消费者（家长）购买童装最先考虑的是品牌，其次分别是质量及价格，消费者（家长）购买童装考虑的最主要因素是产品的品质，其次分别是穿着舒适、售后保障及时尚；
 - **童装品牌的消费者定位具有双重性：**儿童可以分为五个群体：婴童（0岁-1岁），幼童（1岁-3岁），小童（4岁-6岁），中童（7岁-12岁），大童（13岁-16岁），对于童装来说，除了童装的设计、工艺外的不同，另一点独特之处是在童装的消费群体上，儿童作为一个消费群体其消费方式比较特殊，不但没有经济收入，也不拥有消费决定权，特别是12岁以下的儿童，多数是在家长的指导下购买，童装销售的对象不仅是孩子，还有孩子的父母，品牌不仅要讨得儿童的喜爱，也要迎合父母的喜好；
 - **产品使用周期短：**儿童这个群体在自身成长过程中，其心理和生理都处于高速变化时期，这就导致产品的周期比成人市场的产品周期更为短暂，甚至父母们在决策购买的时候，会因为孩子的身体每年都在成长变化而产生临时性凑合的想法，导致消费者在采购产品的时候，往往会选择那些性价比高的产品作为首选；
 - **父母消费习惯逐渐转变：**80后年轻父母渐渐成为童装消费群体中的主力，他们更加注重产品的舒适度、环保性和一站式购物体验，他们是传统和现代过渡的一代，家庭观念比较强，在孩子的消费上会更加注重产品品质；
 - **性价比较高的品牌产品将受益：**根据童装消费者，尤其是父母的消费特点及消费选择，性价比高的品牌产品最能满足消费者的需求。

图表15：消费购买童装最先考虑的是品牌



来源：国金证券研究所、欧睿国际

图表16：家长购买童装考虑的最主要因素是品质



- **童装行业呈现“哑铃型”竞争势态，市场集中度较低，国内品牌企业目前处于外延式扩张阶段：**
 - **竞争格局呈现出“哑铃状”：**国内童装行业起步较晚，其朝阳特性吸引了国外众多知名品牌的介入，目前竞争格局呈现“哑铃状”，即国际品牌占据高端市场，国内产品主要填补了大众市场，童装自主品牌并不强势，据统计，国内外产品各占国内市场的一半，国内厂家不足50%的份额中，品牌产品不足30%，并扎堆在1、2、3线城市；

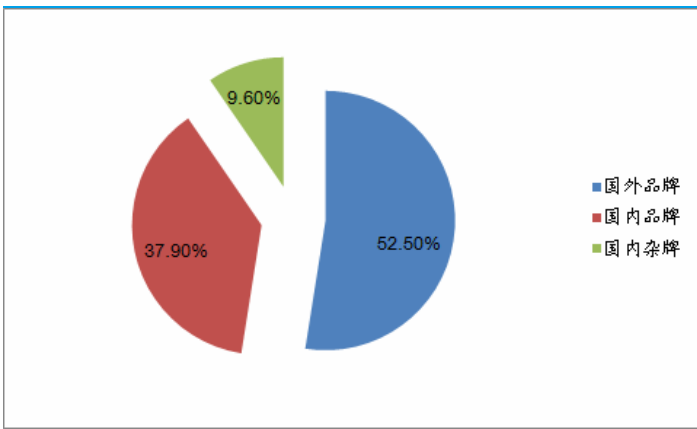
图表17: 国外童装品牌分析

品牌	D&G DOLCE&GABBANA	ZARA	Jacoda PARIS	E-LAND	OSHKOSH B'GOSH	mirtille	DIESEL KID	benetton	crewcuts	BURBERRY
中文名	D&G	ZARA	亚卡迪	衣恋	OSHKOSH B'GOSH	米提诺	迪赛童装	贝纳通	J.Crew Crewcuts	巴宝莉
国家	意大利	西班牙	法国	韩国	美国	意大利	意大利	意大利	美国	英国
创建时间	1985年	1975年	1976年	1980年	1895年	1976年	1984年	1965年	1983年	1856年
所属机构	DOLCE&GABBANA集团	INDITEX集团	/	韩国衣恋集团	OSHKOSH B'GOSH公司	意大利 MAGLIFICIO BARBARA公司	Genius集团	贝纳通公司	J.Crew	BURBERRY集团
产品	童装、童鞋	童装	童装	童装	童装	BB装、童装	童装	童装	童装	童装
风格	奢华、高贵、	商旅休闲与时尚经典的结合	高贵典雅、传统考究、简单朴素、舒适自然	古典休闲、贵族气质、时尚经典	经典、舒适、实用耐穿	个性顽皮、时尚又不失华贵、内敛、经典	色彩明亮、款式新颖、摩登、很少展现童真	设计随意幽默、剪裁易于穿着，色彩鲜艳丰富	简单休闲、亲民、混搭	高贵典雅、传统实用
消费年龄	13岁以下儿童	/	0-14岁儿童	5-13岁儿童	/	1-16岁儿童	/	/	/	/
产品价格	1199-12999元	199-1599元	/	/	/	/	/	/	/	/
市场规模 (2010年)		在62个国家拥有917个专卖店	/	/	在50多个国家拥有5000多家专卖店	在20个国家拥有1000多家体验馆	/	/	/	/
经营策略	传统经营	快速时尚、直营专卖、终端导向	传统经营	传统经营	传统经营	传统经营	传统经营	特许经营专卖经营	传统经营	传统经营

来源: 国金证券研究所

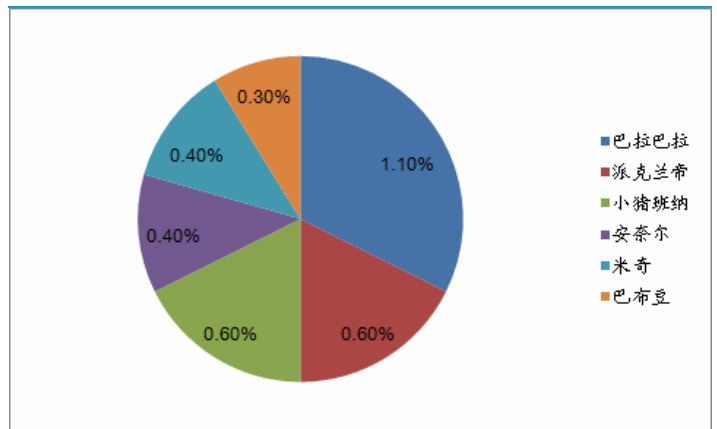
- **市场集中度低:** 国际品牌均拥有非常强的文化、研发与营销能力, 促进中国童装企业加速品牌化、国际化、精细化, 但同时也导致品牌时代加速来临, 竞争进一步加剧, 目前国内童装品牌的市场集中度很低, 2008年, 前6大品牌市场集中度仅为3.3%;

图表18: 2008年童装市场品牌结构



来源: 国金证券研究所

图表19: 2008年前六大国内品牌市场占有率仅为3.3%



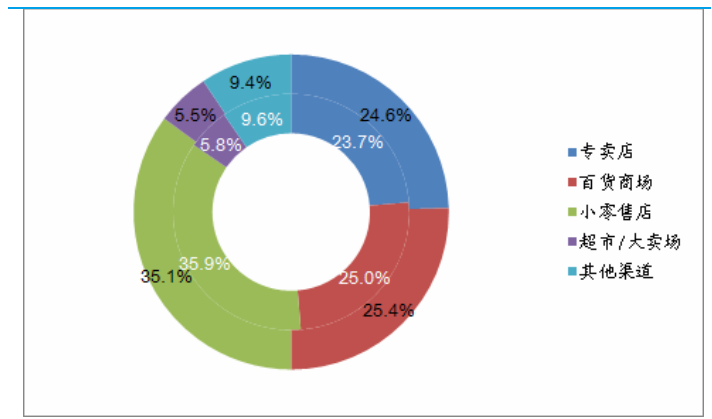
- **童装先后经历了两个发展阶段, 目前渠道以专卖店和百货店为主, 1) 童装先后经历了两个发展阶段:** 第一阶段在上世纪的90年代初期, 品牌童装开始形成, 当时的童装企业以进入百货业态为主要渠道, 这主要是由于当时消费者的消费习惯决定的, 代表品牌有派克兰帝(1994年)、水孩儿(1995年)、小猪班纳(1996年); 第二阶段开始于2000年以后, 专卖店开始成为最初创立品牌的渠道模式, 典型代表是以二、三线市场专卖店为主营渠道的巴拉的崛起(2002年), 专卖模式与商场模式出现了势均力敌的局面, 消费者的购物习惯在悄然改变, 消费场所开始出现多元化趋势; 2) **童装目前销售模式主要以专卖店、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, 童装专卖店以针对性强、供货渠道和价格掌握较为灵活等优点将受到更多商家青睐, 发展潜力大, 与2003年相比, 2008年专卖店童装销售占比已达到24.6%;

图表20: 童装所经历的两个发展阶段

	第一阶段	第二阶段
时间	上世纪的90年代初期	2000年以后
阶段特征	品牌童装的形成	以专卖店为最初开创品牌的渠道模式
渠道特征	以进入百货业态为主要渠道	专卖模式与商场模式出现了势均力敌的局面
形成原因	由于当时消费者的消费习惯决定的	消费者的购物习惯在悄然改变, 消费场所开始出现多元化趋势
代表品牌	派克兰帝 (1994年)、水孩儿 (1995年)、小猪班纳 (1996)	巴拉巴拉 (2002年)

来源: 国金证券研究所、Euromonitor

图表21: 2003年(内圈)、2008年童装渠道结构对比



- 国内童装品牌的经营模式仍处于探索中, 多数品牌处于外延式扩张阶段, 与竞争对手相比, 巴拉在外延式扩张方面优势明显: 1) 与派克兰帝相比, 巴拉受益于上市红利, 品牌影响力更大, 对加盟商的吸引力更强, 并且一年4次订货会, 时尚度和对销售的把控力度更强; 2) 与博士蛙相比, 巴拉的开店启动资金更低, 意味着更容易合作, 并且巴拉在设置地级加盟商时会有排他性, 更能照顾加盟商的利益, 而博士蛙仅保证在加盟店方圆2公里内不开自营店, 会引发加盟商对未来潜在竞争的忧虑。

图表22: 国内自主童装品牌对比: 巴拉、派克兰帝、博士蛙

	巴拉巴拉	派克兰帝	博士蛙
创立时间	2002年	1994年	1996年
公司所处地理位置	上海	北京	上海
强势销售区域	华东	北京	华东
品牌结构	单品牌: 巴拉巴拉	自主品牌: 派克兰帝; 代理品牌: 李宁童装、美国品牌 Babyme	自主品牌: 博士蛙、baby2; 授权品牌NBA、哈利波特、网球王子
产品品类	童装为主, 逐步发展童鞋	童装为主	童装、童鞋、童车等儿童生活用品
经营策略	自主研发童装为主	自主研发与代理其他品牌、引入卡通形象并重	自主品牌占比70%, 代理其他品牌
渠道模式	代理商: 分为一级、二级	代理或经销	品牌代理和店铺加盟的形式
加盟费		无	
开店面积	70-80平米	30-50平米	100平米(街边专卖店)、300-400平米(生活馆)
资金支持	装修费用返还给订货额较多的加盟商	装修费等在若干年内返还或抵扣货款	首年平效达1万/平米以上, 可返还装修费
培训支持	定期督导员辅佐和店长培训	开店前督导员培训, 开业后店长店员学习	培训督导和店长店员培训
订货模式	以订货会为主, 新加盟商及小加盟商会进行配货	首次订货为公司配发, 以后改为订货会模式	期货和现货订货会并重
订货会次数	春、夏、秋、冬各一次	春夏、秋、冬三次	一年春夏、秋冬二季订货会
铺货金额	20-30万(季)	8-10万(半年)	30万(一季)
启动资金	40-50万	20-40万	70-80万
总结	与派克兰帝相比, 巴拉巴拉受益于上市效益, 品牌影响力更大, 对加盟商的吸引力更强, 并且一年4次订货会, 时尚度和对销售的把控力度更强 与博士蛙相比, 巴拉巴拉的开店启动资金更低, 意味着更容易合作, 并且巴拉巴拉在设置地级加盟商时会有排他性, 更能照顾加盟商的利益, 而博士蛙仅保证在加盟店方圆2公里内不开自营店, 会引发加盟商对未来潜在竞争的忧虑		

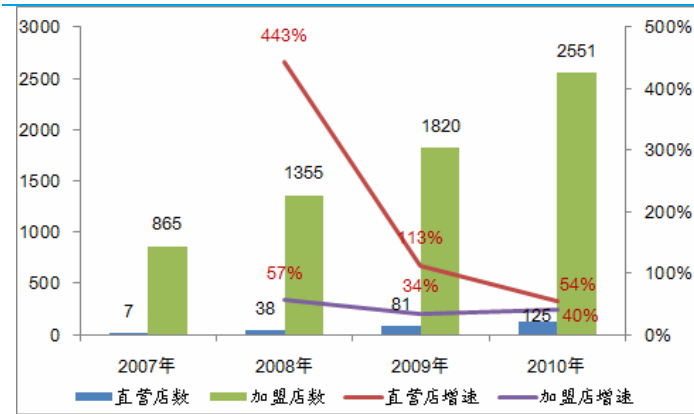
来源: 国金证券研究所

- 巴拉: 借助森马品牌的资源及经验, 最先布局渠道, 先发优势突出
- 巴拉的终端渠道广泛覆盖二三线城市, 绝对优势明显: 1) 巴拉借助于森马休闲服的加盟制度及虚拟经营所累积的经验, 率先建立起以专卖店为主, 商场专柜为辅的渠道形式, 并于2002年大力推进加盟商体系的运行; 2) 在童装品牌拘泥于自建工厂, 采用产供销一体化模式

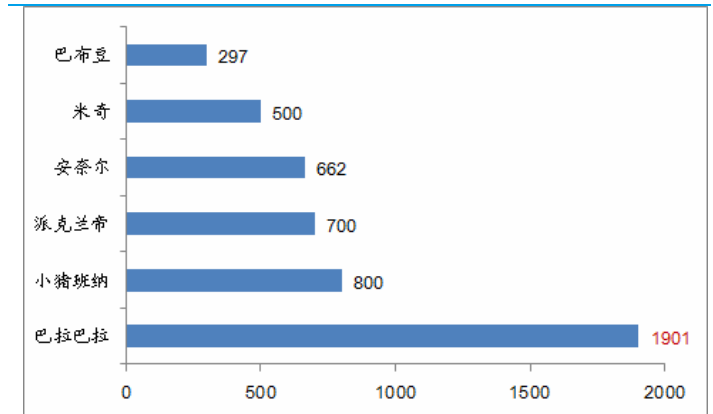
之际，巴拉直接采用生产外包，主打研发和渠道的虚假经营模式，集中资源建设终端渠道，较之于传统百货商场，二三线城市集中于文化街、购物街的街边店，具备运营成本低、服务人性化、灵活性强、产品丰富等特点，公司开设街边专卖店的举措取得了较好的效果，截至2010年巴拉儿童装共有终端门店2676家，其中直营店125家，加盟店2551家，在童装行业中，巴拉儿童装的渠道优势最为突出；3)店铺的外延式扩张也带来了广告宣传和聚拢人气的效果，根据中华商业信息中心的统计，虽然巴拉的商场渠道占比仅为1/3，但在商场每年的童装品牌知名度评选中，巴拉一直跻身前列；

- **巴拉产品定位、设计契合了渠道所覆盖的消费者需求：**巴拉产品丰富、设计差异化（不过分强调卡通）、性价比突出（均价70元，满足60%的城市中等家庭的消费能力），迎合了目前童装消费者（家长）的消费需求；
- **中国童装第一品牌：**巴拉在童装市场上实现了销售渠道（2676家，2010年）与销售额（15亿，2010年）的领先地位。

图表23: 2007-2010年巴拉儿童装的店铺数量及增速



图表24: 2009年巴拉的店铺数占绝对优势



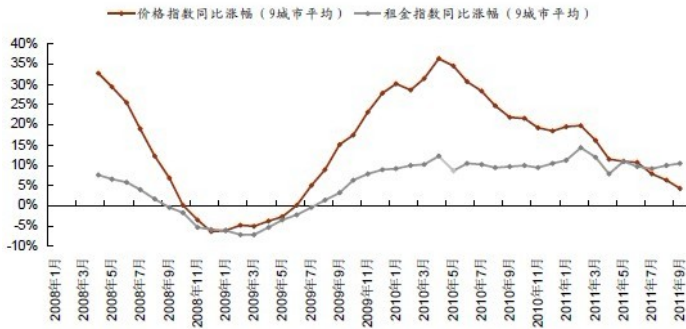
来源：国金证券研究所、Euromonitor

森马休闲服进入调整期，巴拉儿童装优势明显

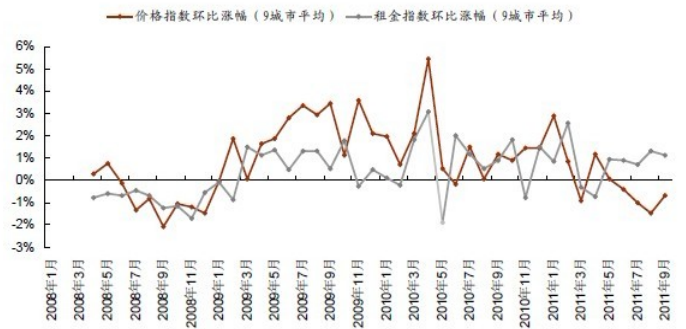
“森马”竞争优势受到冲击，步入调整期

- **跑量为主的中低端休闲服受到成本上升、消费增速放缓的冲击：**中低端休闲服的目标消费群，价格敏感性高，中低端品牌在通胀背景下提价能力有限；前期因成本上涨推高产品价格，未来消费增速将呈现出缓慢震荡下滑的趋势，以跑量为主的企业将直接受此影响。
- **成本首先冲击中低端品牌：**1) 原材料棉花等成本虽然已经回落，但目前商业租金成本、人力成本（工资自然上升、福利补交等）依然上升，企业运营成本增加；2) 中高端产品本身的利润空间较大，成本上涨后，一方面中高端品牌依靠品牌形象或口碑，具备一定的顺利提价能力；另一方面中高端品牌利润空间足以覆盖成本上涨的幅度；中低端产品吸引目标消费者的价格优势，在成本上涨的背景下逐渐弱化，加之中低端消费者价格敏感性较高，成本上涨首先冲击中低端品牌；

图表25: 重点城市平均价格/租金指数同比变化

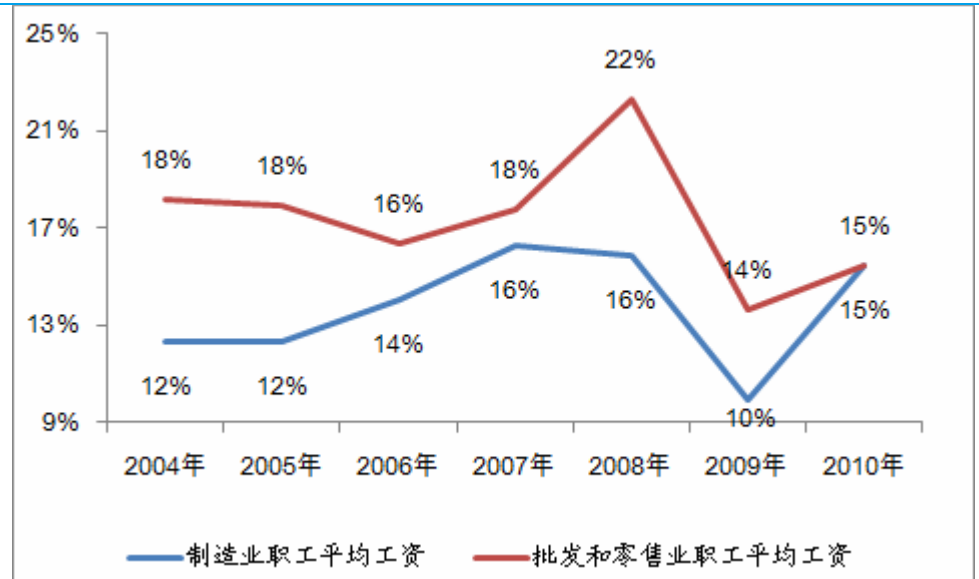


图表26: 重点城市平均价格/租金指数环比变化



来源: 国金证券研究所、中金租金指数

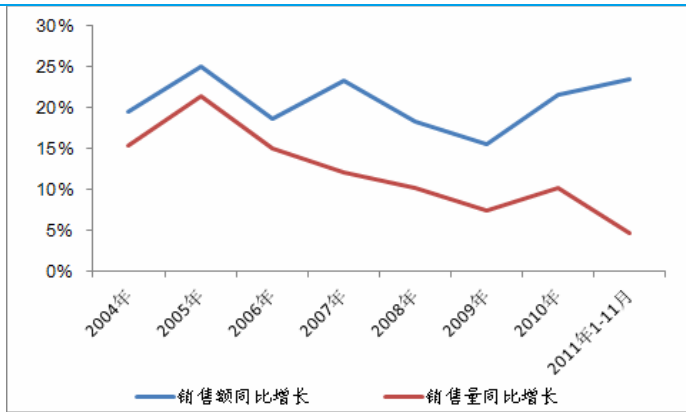
图表27: 04年以来制造业及批发零售业职工平均工资增速



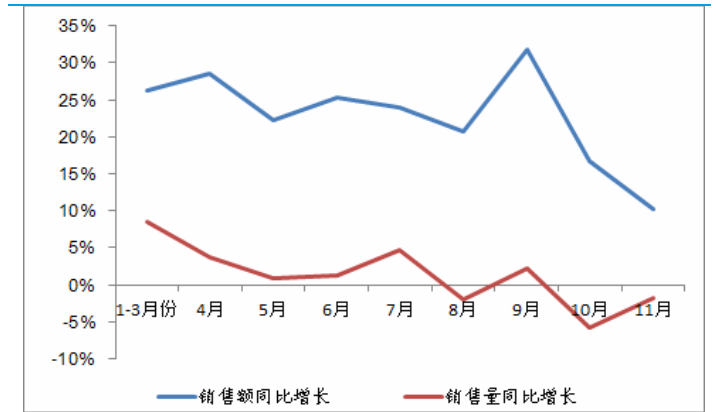
来源: 国金证券研究所、WIND

- 国内消费呈现出中期趋势性缓慢震荡下滑的态势: 1) 消费增速减缓的核心原因是高价产品对需求的抑制作用逐渐显现以及宏观经济对消费的影响, 高价棉等原材料成本、不断上升的人力成本, 推高终端产品价格, 高价产品对消费具有一定的抑制作用, 国内消费目前已经呈现出量价背离的局面, 目前消费被抑制的作用逐渐显现出来, 以跑量为主的中低端品牌直接受此影响; 2) 以 1997 年以来经济波动对休闲服行业的三次影响为例, 消费意愿受抑制时, 零售行业普遍快速反应, 降低售价或加大折扣力度, 造成收入及毛利率的下滑。

图表28: 近年来, 百家重点商场零售额及销量增速

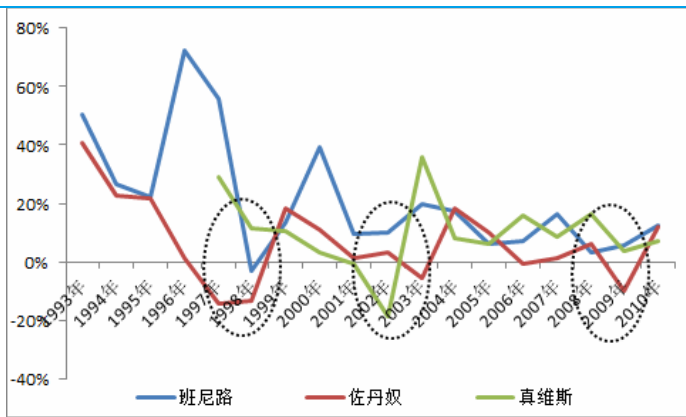


图表29: 2011年各月百家重点商场零售额及零售量增速



来源: 国金证券研究所、中华商业信息中心

图表30: 经济波动对休闲服的三次冲击



来源: 国金证券研究所、公司年报

图表31: 经济波动的冲击体现在收入和毛利率的下滑上

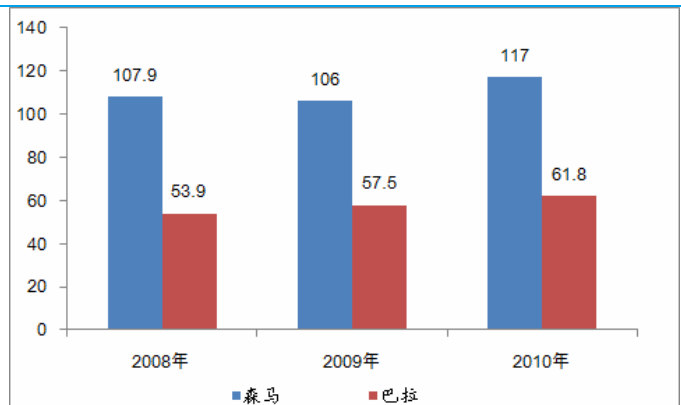
	1997-1998年	2001-2002年	2008-2009年
佐丹奴	1997年经济危机时, 零售企业的第一反应是削价, 或者加大折扣力度, 1998年佐丹奴、班尼路收入分别下滑3%、13%	经济环境欠佳导致可比较店铺销售下降4.3%, 毛利下降2.8%	金融海啸严重打击上半年业绩, 营业额下跌14.5%, 毛利率则下降3.5%
真维斯		通缩阴影挥之不去, 总收入下跌7.85%	购买意愿下降, 需大幅削价方能吸引消费者, 存货水平高企, 使经营环境严峻, 毛利率受压
班尼路			下半年受到消费信心下滑影响, 减价以控制存货水平, 毛利率下跌3.89%

- **森马未来步入调整期, 未来业绩驱动因素逐渐转变为内生性增长:** 森马休闲服的核心优势在于其秉承共赢理念所建设成功的渠道资源, 关键在于休闲服行业的快速发展所带来的行业机遇, 在外延式扩张逐渐进入瓶颈阶段, 公司正在进入转型期, 由粗放型管理到精细化管理过渡, 未来业绩驱动因素转变为内生性增长。
 - 消费增速下滑、外延式扩张成本上升 (租金成本、人力成本), 渠道扩张压力不断加大, 外延式扩张对业绩的贡献边际效用逐渐降低;
 - 由渠道驱动业绩, 向产品驱动、零售能力驱动过渡: 1) 公司未来将强化产品设计能力, 增加产品系列、多样化产品设计风格, 形成不同的风格线、产品线, 扩大消费者选择范围, 增加购买机会; 2) 强化对代理商的培训体系以提高加盟商的零售能力, 精细化管理终端渠道, 提升单店平效。
- **调整节奏及效果有待观察:**
 - **相对于调整结果, 调整节奏较为关键:** 森马希望走 H&M 的模式, 在单一品牌之下, 聚集目标消费群所能适应任何场合的服装、配饰等, 计划于明年推出商务系列, 我们认为相对于调整结果, 调整节奏较为关键, 否则很容易存货问题;
 - **调整结果有待于观察:** 森马休闲装渠道资源丰富, 但在产品设计、营销等方面欠缺较多, 此次公司对休闲装的调整, 主要聚焦在产品设计、零售能力这两方面, 提高终端渠道的平效, 但相对于外延式扩张而言, 内生性增长是一个较为长期的过程, 更加考验公司的经营管理水平, 调整的过程也并非爆发式增长的模式, 未来的调整结果有待于进一步的观察。

“巴拉”先发优势明显，将拉动公司未来业绩

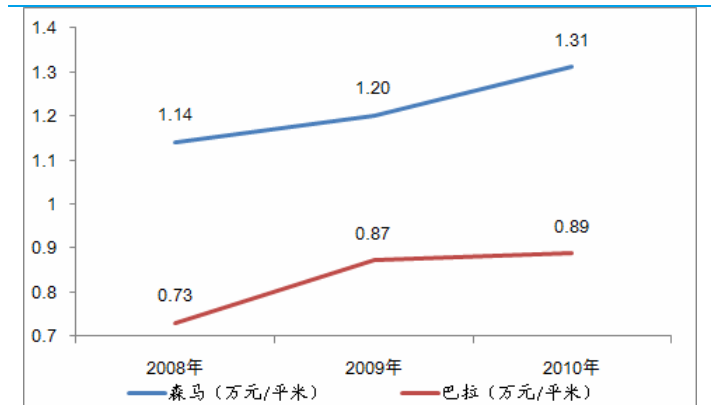
- **童装行业处于快速发展期，行业增速较快：**童装市场目前处于 5 年前的休闲服发展阶段，行业目前处于快速发展期，且巴拉儿童装竞争优势突出，消费增速下滑对巴拉业绩的影响有限。
 - 巴拉在业内规模最大，但市场占有率仅为 1%，以其领先的知名度、突出的性价比、广泛的销售渠道，有望继续领跑童装行业；
 - 巴拉采用生产外包及加盟为主的运营模式，借助成人装森马品牌强大的后台基础及供应链系统，能够以较低的成本获得高速增长。
- **童装定位中高端，具备一定的提价能力，且童装盈利水平较高，应对成本上涨的弹性较大。**
- **童装业务基数较低，未来增速将快于公司整体增速：**截至 2010 年，巴拉休闲服店铺数量占公司门店总数的 40%，销售占比约为 23%，未来外延式扩张及品牌成熟度提高所带来的平效提高，童装业务增速有望拉动公司整体业绩增速。
 - 销售占比低于门店数量比例的原因是，童装门店面积较小，约为森马休闲服门店的 50%；
 - 随着巴拉品牌成熟度的提高，巴拉品牌的销售平效有望进一步提高，目前巴拉平效低于森马休闲服，未来提升潜力较大；
 - 此外，巴拉品牌未来将会开出更多 100 平方米以上的大店，2011 年 1 季度，童装门店平均面积提升 26%，拉动收入增长 65%，高于公司整体业绩增速。

图表32：巴拉品牌门店面积约为森马品牌的 50%



来源：国金证券研究所、公司年报

图表33：巴拉店铺平效有较大提升空间



投资建议

■ 盈利预测假设

- **在外延式扩张的门店增长方面：**预计 2011-2013 年森马直营店分别新增 40、40、40 家；森马加盟店分别新增 300、350、400 家；预计 2011-2013 年巴拉直营店分别新增 50、55、60 家；巴拉加盟店分别新增 500、550、600 家；
- **预计 2011 年森马休闲服的收入增速为 17%：**1) 公司三季度销售收入增速放缓，渠道外延式扩张压力加大；2) 四季度是传统销售旺季，但暖冬等天气原因、消费受抑制导致需求减缓等原因，预计四季度收入情况不达预期；3) 参考公司在 2009 年金融危机之际的收入增速（16.87%）水平，17%的增速较为合理；
- **预计 2011 年巴拉儿童装的收入增速略低于 2011 上半年收入增速，预计为 41%：**1) 童装行业处于快速发展期，行业增速快；2) 公司童装

业务规模在业内最大，未来将有望继续领跑童装行业；3) 童装业务基数较低，未来增速将快于公司整体增速；

- 预计 2012、2013 年行业景气程度略有下降将影响收入增速，但考虑到公司，1) 将加大对森马休闲装产品设计方面的投入；2) 童装业务外延式扩张将继续，且童装品牌成熟度的提升有望带动平效的增长；假设 2012 年森马、巴拉的收入增速分别为 22%、36%；2013 年森马、巴拉的收入增速分别为 18%、32%；
- 我们认为森马休闲服在消费增速放缓之际，终端折扣力度将加大，预计 2011 年毛利率水平略有下降，目前休闲服处于调整期，未来将强化设计实力的提升，内生性增长是一个长期投入且不断尝试的过程，考虑到产品设计实力是公司的短板，我们保守预计 2012-2013 年毛利率水平将基本保持在 2011 年经过下调的水平上，因此我们预计 2011-2013 年毛利率水平分别为 33.92%、33.70%、33.75%；童装业务的毛利率水平有望随着品牌成熟度的提高，略有改善，保守预计童装 2011-2013 年毛利率分别为 36.92%、37.01%、37.13%；
- 按照公司外延式扩张的速度（森马开大店、巴拉外延式扩张保持现有增速），我们预计 2011-2013 年销售费用率分别为 9.6%、9.65%、9.65%，之所以 2012 年销售费用率略微高 0.05 个百分点，是因为公司计划 2012 年重启代言人营销策略，加大广告投入；考虑到公司未来将加大终端渠道零售能力的培养、提高产品设计能力，我们预计 2011-2013 年管理费用率分别为 3%、3.05%、3.05%，之所以假设 2012 年管理费用率比 2011 年略高 0.05 个百分点，是考虑到公司 2012 年将加大产品设计方面的投入；
- 受 2011 年下半年以来的终端销货压力的影响，我们预计 2011 年存货周转天数略有提高，此外，考虑到今年暖冬情况的存在，我们充分假设为 80 天；2012 年之后提高产品设计能力可能导致部分滞销款的存货，预计存货周转率将有所下降，保守估计 2012-2013 年存货周转天数分别为 85、85 天。
- 目前森马休闲服受运营成本提高、消费增速下滑的压力较大，未来将进入外延式扩张向内生性增长调整的阶段，我们预计森马休闲服的未来增速相对平稳，收入增速略高于行业整体的增长水平；较之于休闲服业务，我们更看好行业增速较快、先发优势明显的童装业务，加之童装业务目前的业绩基数较低，未来增速将超过公司整体的增速水平；综合来看，我们预计公司 2011-2013 年净利润分别为 12.07 亿元、15.12 亿元和 18.54 亿元，EPS 分别为 1.802 元、2.256 元和 2.767 元，分别同比增长 20.65%、25.20%和 22.65%。
- 参考 A 股市场上，在主营业务方面与公司具有可比性的 6 家公司，目前股价对应的 2011 年平均估值为 24 倍；考虑到森马休闲服步入调整期，童装业务的成长将带动公司未来业绩的增长，我们认为给予公司 2011 年 20-25 倍动态市盈率是比较合理的，对应的股价为 36.04-45.05 元，目前股价 36.00 元，给予买入评级。

图表34：可比公司估值水平

	股价	市值	EPS			PE		
	(元)	(亿元)	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
美邦服饰	25.18	253.06	1.07	1.45	1.74	23.51	17.40	14.51
搜于特	26.44	42.30	0.96	1.48	2.16	27.54	17.92	12.21
七匹狼	35.99	101.82	1.42	1.93	2.61	25.30	18.60	13.77
九牧王	21.59	123.70	0.88	1.20	1.61	24.41	18.03	13.41
报喜鸟	11.48	67.44	0.58	0.82	1.02	19.71	14.05	11.30
希努尔	19.97	39.94	0.92	1.18	1.51	21.81	16.92	13.23
平均估值						23.71	17.15	13.07

来源：国金证券研究所、WIND 注：股价为 2 月 10 日收盘价

风险

- **公司童装业务发展低于预期的风险：**公司童装主要在于销售优势和渠道优势，不过我们也注意到由于儿童生长迅速，服装主要由母亲挑选，客户的忠诚度不高、消费频率也一般；全国大范围的市场营销活动作用不如休闲服那么大和明显；此外近年来，随着童装市场发展，品牌增加很多，竞争加剧；
- **休闲服业务调整不达预期或调整时间过长的风险：**内生性增长的提高是一个长期、需要公司持续投入的过程，若调整不达预期，或调整时间过长，将会导致休闲服发展低于预期的风险；
- **店铺扩张低于预期的风险：**由于租金过快上涨，以及市场品牌快速增加，优质店铺资源稀缺，如果店铺盲目扩张，可能导致增收不增利，此外，许多纺织服装零售上市后，由于市场变化过快，募股项目中的店铺扩张计划需要不断修改，这些都可能导致外延式扩张可能低于我们预期，从而导致业绩可能低于预期；
- **商业运营成本上涨带来的风险：**虽然棉花等原材料价格已经回落，但商业租金、人力成本、物流仓储费用的上涨压力依然较大，存在未来毛利率下降可能。

图表35: 销售预测——按照渠道扩张分拆业务

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
森马直营店						
门店净增		50	41	40	40	40
门店数	54	104	145	185	225	265
店铺面积	8250	14453	27354	36075	47250	59625
平均单店面积	152.78	138.97	188.65	195.00	210.00	225.00
同比增长		-9.04%	35.75%	3.37%	7.69%	7.14%
平效(万元/平米)	1.78	1.78	1.33	1.25	1.20	1.15
销售额(万元)	14644	25766	36366	45093.75	56700	68568.75
同比增长		75.95%	41.14%	24.00%	25.74%	20.93%
毛利率	48.10%	52.80%	54.40%	52.00%	52.00%	52.00%
毛利额	7043.764	13604.448	19783.104	23448.75	29484	35655.75
森马加盟店						
门店净增		541	708	300	350	400
门店数	2613	3154	3862	4162	4512	4912
店铺面积	354737	423094	589252	707540	857280	1006960
平均单店面积	135.76	134.15	152.58	170.00	190.00	205.00
同比增长		-1.19%	13.74%	11.42%	11.76%	7.89%
平效(万元/平米)	0.73	0.69	0.73	0.71	0.71	0.71
销售额(万元)	258776	293758	431376	502353.4	608668.8	714941.6
同比增长		13.52%	46.85%	16.45%	21.16%	17.46%
毛利率	27.30%	31.80%	34.50%	32.30%	32.00%	32.00%
毛利额	70645.848	93415.044	148824.72	162260.148	194774.016	228781.312
巴拉直营店						
门店净增		43	44	50	55	60
门店数	38	81	125	175	230	290
店铺面积	1877	4946	6837	10500	14950	20880
平均单店面积	49.39	61.06	54.70	60.00	65.00	72.00
同比增长		23.62%	-10.43%	9.70%	8.33%	10.77%
平效(万元/平米)	1.19	1.53	1.77	1.80	1.80	1.80
销售额(万元)	2226	7546	12071	18900	26910	37584
同比增长		238.99%	59.97%	56.57%	42.38%	39.67%
毛利率	57.60%	57.70%	56.40%	56.00%	56.00%	56.00%
毛利额	1282.176	4354.042	6808.044	10584	15069.6	21047.04
巴拉加盟店						
门店净增		465	731	500	550	600
门店数	1355	1820	2551	3051	3601	4201
店铺面积	73146	104378	158465	221197.5	298883	390693
平均单店面积	53.98	57.35	62.12	72.50	83.00	93.00
同比增长		6.24%	8.31%	16.71%	14.48%	12.05%
平效(万元/平米)	0.72	0.84	0.85	0.85	0.85	0.85
销售额(万元)	52579	87883	134703	188017.875	254050.55	332089.05
同比增长		67.14%	53.28%	39.58%	35.12%	30.72%
毛利率	35.50%	37.00%	36.10%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利额	18665.545	32516.71	48627.783	65806.2563	88917.6925	116231.168
门店总数	4060	5159	6683	7573	8568	9668
门店面积合计	438010	546871	781908	975313	1218363	1478158
主营业务收入合计	328225	414953	614516	754365	946329	1153183
同比增长		26.42%	48.09%	22.76%	25.45%	21.86%
主营业务毛利率	29.75%	34.68%	36.46%	34.74%	34.69%	34.84%
主营业务毛利额	97637.33	143890.24	224043.65	262099.15	328245.31	401715.27

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,323	4,250	6,287	7,544	9,463	11,532	货币资金	173	717	1,004	6,565	7,496	8,779
增长率	27.9%	47.9%	20.0%	25.4%	21.9%		应收账款	55	87	324	514	721	942
主营业务成本	-2,342	-2,804	-4,037	-4,923	-6,181	-7,515	存货	543	581	1,034	1,079	1,439	1,750
%销售收入	70.5%	66.0%	64.2%	65.3%	65.3%	65.2%	其他流动资产	48	35	318	396	496	603
毛利	981	1,447	2,250	2,621	3,282	4,017	流动资产	819	1,420	2,681	8,553	10,153	12,073
%销售收入	29.5%	34.0%	35.8%	34.7%	34.7%	34.8%	%总资产	76.4%	70.6%	75.8%	89.9%	90.3%	90.9%
营业税金及附加	-18	-27	-38	-45	-57	-69	长期投资	0	9	3	4	3	3
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	146	461	708	854	982	1,092
营业费用	-238	-340	-583	-724	-913	-1,113	%总资产	13.6%	22.9%	20.0%	9.0%	8.7%	8.2%
%销售收入	7.1%	8.0%	9.3%	9.6%	9.7%	9.7%	无形资产	99	106	114	104	109	113
管理费用	-91	-134	-169	-226	-289	-352	非流动资产	254	593	858	964	1,096	1,211
%销售收入	2.7%	3.2%	2.7%	3.0%	3.1%	3.1%	%总资产	23.6%	29.4%	24.2%	10.1%	9.7%	9.1%
息税前利润 (EBIT)	634	946	1,459	1,625	2,024	2,483	资产总计	1,073	2,013	3,539	9,518	11,249	13,284
%销售收入	19.1%	22.3%	23.2%	21.5%	21.4%	21.5%	短期借款	60	0	0	0	0	0
财务费用	-2	6	13	9	20	24	应付款项	468	838	1,303	1,386	1,740	2,116
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	79	161	220	463	597	736
资产减值损失	-46	-37	-93	-3	-2	-2	流动负债	607	999	1,524	1,849	2,337	2,852
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	-5	0	0	0	其他长期负债	0	11	11	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	607	1,010	1,535	1,849	2,337	2,853
营业利润	587	915	1,374	1,632	2,043	2,505	普通股股东权益	466	1,003	2,003	7,668	8,912	10,431
营业利润率	17.7%	21.5%	21.9%	21.6%	21.6%	21.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-11	0	-5	0	0	0	负债股东权益合计	1,073	2,013	3,539	9,518	11,249	13,284
税前利润	576	915	1,369	1,632	2,043	2,505	比率分析						
利润率	17.3%	21.5%	21.8%	21.6%	21.6%	21.7%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-133	-228	-368	-424	-531	-651	每股指标						
所得税率	23.1%	25.0%	26.9%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益	2.359	1.145	1.668	1.802	2.256	2.767
净利润	443	686	1,001	1,207	1,512	1,854	每股净资产	2.478	1.671	3.339	11.445	13.301	15.568
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.097	1.730	1.357	1.644	2.002	2.626
归属于母公司的净利润	443	687	1,001	1,207	1,512	1,854	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.400	0.500
净利率	13.3%	16.2%	15.9%	16.0%	16.0%	16.1%	回报率						
							净资产收益率	95.18%	68.50%	49.95%	15.74%	16.96%	17.77%
							总资产收益率	41.34%	34.13%	28.28%	12.69%	13.44%	13.96%
							投入资本收益率	92.79%	70.02%	52.97%	15.68%	16.81%	17.62%
							增长率						
							主营业务收入增长率	82.34%	27.92%	47.92%	19.99%	25.45%	21.86%
							EBIT增长率	146.22%	49.10%	54.29%	11.36%	24.53%	22.71%
							净利润增长率	195.52%	54.90%	45.69%	20.65%	25.20%	22.65%
							总资产增长率	97.39%	87.63%	75.81%	168.96%	18.19%	18.09%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.6	5.1	7.3	15.0	18.0	20.0
							存货周转天数	64.5	73.1	73.0	80.0	85.0	85.0
							应付账款周转天数	27.7	46.2	39.8	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	1.6	19.2	30.2	32.2	30.6	28.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-24.23%	-71.53%	-50.13%	-85.61%	-84.11%	-84.15%
							EBIT利息保障倍数	388.9	-164.7	-114.0	-172.9	-99.3	-105.5
							资产负债率	56.57%	50.18%	43.38%	19.43%	20.78%	21.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	1	9
买入	1	3	4	8	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.67	1.73	1.80	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-06-14	买入	47.80	51.31 ~ 59.52
2 2011-08-12	买入	55.40	61.57

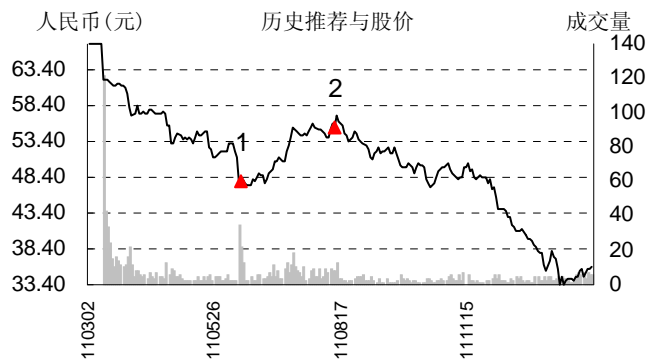
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B