

坚守加盟模式 持续快速增长

——森马服饰（002563）调研快报

2011年7月11日

强烈推荐/首次

纺织服装

调研快报

谭可	纺织服装行业分析师	执业证书编号：S1480209100080
	010-6655 4011	MSN:elims1028@hotmail.com

事件：

近日我们走访森马服饰，与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 坚守加盟模式，快速抢占市场。

公司一直以来通过拓展特许加盟渠道的方式进行扩张，未来这一主体方向不变。目前，公司自营收入占总收入的比例不足 10%，未来将基本维持这一比例，渠道拓展仍然以加盟为主。与加盟商共赢发展是公司的核心文化，“小河有水大河满”的理念贯彻在公司运营中的每个环节，公司与加盟商关系稳定，特别是与 120 个一级加盟商关系密切。

与美邦近年大规模投入直营体系不同，公司坚持自己擅长的加盟模式。这一模式的好处在于，在当下国内休闲服饰行业集中度低的现状下，加盟是最有效和快速的抢占市场方式。此外，虽然同类企业很多也以加盟为主，但公司对加盟这种模式理解更深，与加盟商关系更稳定、密切，与加盟商的互利共赢模式已经成为公司发展的独特模式。未来，公司会鼓励一级加盟商多发展二级加盟，快速向空白市场渗透。

表 1：公司与美邦模式比较

	森马	美邦
产品品类	时尚快消品、童装	时尚快消品、童装初尝试
发展模式	加盟为主，自营占比 10%以下。公司坚持自己擅长的特许加盟模式，以抢占市场作为当前最主要的发展目标。公司自成立以来就非常注重加盟商的这些弱伙伴利益，提出与加盟商互利共赢，并将此贯彻到工作中的每个环节，成为重要的公司文化。公司与加盟商关系稳定，很多加盟商已与公司合作多年，俨然成为公司大团队中的一部分，与加盟商稳固的合作关系是公司的核心竞争力。	自营+加盟，自营占比总收入 45%。公司从 08 年开始自营体系的大规模投入，暂时将提升内力放在首位，抢占市场次之。经过三年的磨合和巩固期，公司自营体系构建渐进发力，除有力稳定终端布局，提高对市场的把握等作用，还能有效辐射自营体系周边加盟商，全面提高终端平效。
对加盟商支持	对加盟商开店、运营辅导等常规支持；加盟商订货为买断式，补货允许退货 5%	对加盟商开店、运营辅导等常规支持；加盟商订货及补货全部为买断式，不允许退货
总结	公司策略明确，在当前休闲服饰行业集中度低，市场快速发展的行业背景下，公司沿用的擅长的加盟方式，快速抢占市场。特别是对于公司子品牌巴拉巴拉，目前正是跑马圈地的时候，而加盟模式又是最有效最快速的抢占市场的方法，抢占市场还是修炼内功，孰重孰轻较难评判，这取决于公司的风格和经营模式，只要这种模式是适应公司核心优势和当前市场发展的，就值得认同。	对于公司这类快销时尚品，对自营模式提出的挑战要大于加盟模式。挑战大所受的阵痛就大，可以说公司几年来是以牺牲短期市场来提升内功的。但是，亲历中的收获也是巨大的，公司已基本摆脱国内休闲品牌把市场反应、存货消化等事情交给加盟商的模式，自身对品牌的管控力大大增强，对供应链管理功力也明显提升。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 休闲服向三、四线城市渗透，童装继续快速布局二、三线。

公司未来重点目标市场将放在二、三、四线城市。当前消费者习惯已与几年前有所不同，几年前，森马休闲服可以覆盖到的目标人群从初中到大学甚至大学后工作的头三年，而现在穿森马的人群是高中到大学，大学一毕业基本上就不会穿森马，同时又有新增的消费群体，这个群体以农村年轻人为主，因此，森马未来的将加速向三四线城市渗透。

而巴拉巴拉所处的童装市场又有所不同，目前国内童装市场集中度较休闲服饰更低，品牌参差度更大，跑马圈地成为当务之急，大片的市场等待公司去填补。童装市场，面向的消费群体是 80 后，他们有文化、追求环保注重品牌，公司将在安全、品质、文化上下功夫，同时，目标市场定位在二、三线城市，公司在这些区域的布局还有较大空间。

预计公司 11-12 年，森马将分别新增 800 家左右门店，巴拉将分别新增 800 和 900 余家门店。

表 2：森马休闲服零售终端预测

		2010A	2011E	2012E	2013E
森马	门店总数（家）	4,007	4,801	5,595	6,512
	增加（家）	749	794	794	917
	YOY		19.82%	16.55%	16.39%
其中：加盟店	门店数量（家）	3,862	4,612	5,350	6,206
	增加（家）	708	750	738	856
	YOY		19.42%	16.00%	16.00%
其中：直营店	门店数量（家）	145	189	245	306
	增加（家）	41	44	56	61
	YOY		30.34%	29.63%	24.90%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：巴拉巴拉零售终端预测

		2010A	2011E	2012E	2013E
巴拉巴拉	门店总数（家）	2,676	3,475	4,401	5,610
	增加（家）	735	799	926	1,209
	YOY		29.86%	26.65%	27.47%
其中：加盟店	门店数量（家）	2,551	3,301	4,168	5,295
	增加（家）	731	750	867	1,127
	YOY		29.40%	26.26%	27.04%
其中：直营店	门店数量（家）	125	174	233	315
	增加（家）	4	49	59	82
	YOY		39.20%	33.91%	35.19%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 订货会与存货情况

公司秋冬订货会情况正常，订货金额增速与上半年销售增速相当。目前存货水平正常，过季库存量小，基本都控制在 10% 以下，主要库存为新品和新店铺货。由于公司的模式是加盟为主，因此库存不会是很大的问题，新品中大部分为加盟商订货，属于买断式，对公司不会造成库存压力。此外，由于加盟商对各自所在的市场需求熟悉，且一旦订货不能退货，因此订货时会相当审慎，未来会堆积到零售渠道的存货也不会太多，整体对公司的品牌影响不大。对于过季存货，公司将通过自营渠道中统一打折处理。

结论：

目前上市的休闲类服饰品牌已有几家，公司常常被拿来和美邦比较，美邦无疑是休闲品牌的老大，正如同美邦的口号“不走寻常路”，美邦敢为行业先，公司位于行业第二，同样也走出了自己的特色。过去公司很多的举措被指在模仿美邦，但现在看来，公司最核心的战略却坚持地异常坚定，即始终坚持自己最擅长目前看来也是最适合公司的加盟模式。选择加盟模式的企业在国内是大多数，但是能成就公司这种休闲品牌业内第二、童装品牌业内第一，我们相信公司在这条看似无奇的路上，必有自己独到的心得。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.06、2.75 和 3.6 元，对应 11 年动态市盈率仅为 24 倍，低于同类上市公司，且公司发展战略明晰，步骤稳健，值得给予溢价，30 倍动态市盈率下，公司对应的年内目标价为 61.8 元，距离目前市场价还有 22% 的空间，给予“强烈推荐”评级。

表 3：公司盈利预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,250.34	6,287.07	8,720.09	11,492.76	14,987.49
营业收入增长率	27.92%	47.92%	38.70%	31.80%	30.41%
EBITDA（百万元）	918.39	1,395.61	1,966.86	2,659.29	3,465.48
EBITDA 增长率	53.11%	51.96%	40.93%	35.20%	30.32%
净利润（百万元）	686.87	1,000.68	1,378.86	1,843.89	2,410.83
净利润增长率	54.90%	45.69%	37.79%	33.73%	30.75%
ROE	68.50%	49.95%	18.00%	20.60%	22.66%
EPS（元）	1.14	1.67	2.06	2.75	3.60
P/E	44.65	30.48	24.73	18.50	14.15
P/B	30.46	15.24	4.45	3.81	3.21
EV/EBITDA	32.47	21.16	14.51	10.67	8.09

资料来源：东兴证券研究所

风险提示：公司一旦增速过快，内部消化不畅，可能面临调整。

分析师简介

谭可

英国 DURHAM 大学硕士，曾赴香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。