



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品：纺织品及服装

苏敏

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090001
(8621) 2032 8510
cheng.su@bocichina.com

*陈作佳为本报告重要贡献者

森马服饰投资交流会纪要

调研的主要结论

- **产能紧缩、渠道变革推动行业进入转型期。**随着制衣行业的整合和国际快时尚品牌的扩张，品牌对供应商的强势地位开始扭转，对优质供应商资源的竞争日趋激烈。同时由于消费习惯的转变电商、购物中心，对传统街边店渠道分流效应日益显著。行业环境的改变导致过去以渠道和规模驱动的时代已经结束，行业将进入品牌整合和分化的转型期。
- **低线城市街边店仍有机会，试水线上和购物中心渠道。**国际品牌的优势主要集中在一二线城市和购物中心渠道，而在低线城市，街边店仍是行业渠道模式的主导。公司短期的渠道战略以既有渠道改造和零售能力提升为核心，通过开设500㎡“蘑菇店”的形式降低平租压力。公司的新渠道发展以稳定推进为主。目前线上渠道发展的主要困难是对线下加盟店体系的冲击，虽然行业内存在“集中订货-区域划分”和多经销商同时运营等发展模式，公司目前对线上渠道的推进仍然较为谨慎。购物中心方面，由于当前缺乏相关的运营经验和强势的品牌资源，公司短期内仍以积累内功为主，进驻速度亦会较为平稳。
- **打造多品牌平台。**公司目前的品牌以大众定位为主，街边店为主要渠道。未来通过内部孵化和外源并购、合作的方式，公司拟建立覆盖高中低端、多种风格、不同渠道的多品牌发展平台。目前公司的多品牌尚处于投入期，随着1年后品牌的逐步成熟，新品牌的成长有望成为公司未来3-5年发展的主要动力。
- **基本面逐步稳定，战略执行仍需观察。**我们认为公司短期基本面业已企稳，主要原因在于：1) 电商去库存能力得以大幅增强，电商毛利率稳定在30%以上，对主营业务毛利率的冲击并不显著；2) 公司12年下半年改变存货跌价准备计提基础，全年跌价准备计提充分导致13年毛利率压力降低；3) 直营较大规模的关店导致费用压力有所降低。而就长期而言，公司的改革涉及既有渠道的改善、新渠道运营和新品牌引进，对公司的人力储备、物流建设、渠道拓展等资源以及公司自身的执行率均有较大挑战。我们认为公司目前的财务和运营信息尚不足以支撑对战略执行效率的判断，公司转型的效果仍有待观察。

战略规划稳步推进

随着消费者需求的变化，过去以渠道和规模驱动的时代已经结束，行业将进入品牌整合和分化的时代。

为应对行业趋势的变化，公司制定了1-3-5-7规划。

1年调整既有渠道

街边店渠道还有开店空间，例如同样定位青春休闲的以纯在广东实现40亿终端零售，其中乡镇级市场实现7.9亿元。未来街边店，特别是低线城市街边店仍有扩张空间，但在渠道形式上公司会采用“蘑菇店”的形式降低平租水平，并在短期内回避国际品牌强势的Shopping mall渠道。

3年进军电商、强化供应链

目前纯电商没有产生过 10 亿的品牌，主要原因是线上需求和线下供应链的不匹配。国内供应链仍以大批量加工为主，随着人工成本的上升，优质加工厂的稀缺性提高。而线上需求主要为价格驱动，由于加工批次较小导致上游厂商排单生产的不经济，线上品牌的供应链成本远高于线下，从而导致盈利和库存情况不容乐观。

公司电商发展的思路将基于现有的供应链优势，强化与供应商和经销商的联动，并尝试合作方式的创新。例如海澜之家将产品开发、生产等职能完全外包给上游供应商，在给予更高利润空间的同时要求供应商承担存货风险，进而调动供应商的自主性。

5年扎实内功，逐步进入 Shopping mall 渠道

当前 shopping mall 渠道的同质化程度较高，业主差异化的需求给予新品牌进驻的机会。森马旗下品牌虽有进入机会，但门店位置和租金条件均不理想。在中期内，公司会以强化产品和零售终端运营为主，同时通过并购代理品牌熟悉 shopping mall 渠道运营方式，最终择机进入购物中心渠道。

7年试验国际化

目前拟定以东南亚国家为突破口，逐步进入海外发展中国家市场。

从战略执行的进展上看，11 和 12 年主要集中处理历史遗留包袱，13 年将进入战略执行阶段。公司短期内的的发展仍会以结构转型为主，不会尝试激进的业绩冲刺。

童装事业部：品牌延伸、多品牌和复合渠道策略并举

童装事业部的战略目标是在 3-5 年内构建集合自主和代理品牌、线上和线下的多品牌平台，并实现 100 亿的终端零售规模（13 年为 50 亿元左右的零售规模）。具体而言，公司战略将围绕既有品牌延伸、新品牌引进和复合渠道拓展三个层面进行：

- 1) 强化主品牌巴拉巴拉的研发和零售能力，并通过目标客群的延展和 SKU 的丰富维持稳健增长；
- 2) 通过内部孵化、品牌合作、品牌代理、合资经营等方式逐步建立多品牌平台以降低对主品牌的依赖和支持未来 3-5 年的增长；
- 3) 在既有的加盟、直营体系之外，大力发展电子商务、多品牌集合店等新兴渠道形式以满足消费者不断分化的购物体验需求。

主品牌 balabala 目前已拥有 3300 多家门店，是国内最大的童装品牌。通过聘请法国和西班牙时尚资讯公司和招聘兼职时尚买手和设计师，巴拉品牌的时尚度和 SKU 数量已有显著提升，未来产品层面的发展方向是进一步加大研发投入、做深和做广 SKU 数量、加快供应链速度，打造儿童快时尚。

主品牌之外，公司通过内部孵化和国际代理的形式发展童装多品牌矩阵。目前 Mini balabala、Mondodo 以及代理品牌 Sarabanda 正处于发展早期，在 1 年左右的成本投入期后，新品牌发力有望成为公司未来 3-5 年的主要发展动力。公司预计未来童装新品牌将有望贡献约 20 亿元的终端销售收入，占童装事业部收入比例有望达到 20%。

渠道发展层面，童装事业部将致力打造直营+加盟+电商的复合运营平台。其中线下渠道将以城市层级不同采取差异化的渠道规划：一二线城市将聚焦 Shopping mall 渠道，同时以 mini-balabala 品牌和 balabala town 等方式尝试童装集合店形式；在 Shopping mall 未能有效覆盖的低线城市，公司将通过发展“蘑菇店”的方式有效降低街边店平租水平和提神渠道盈利能力；在线上渠道，目前公司的线上渠道以过季存货为主，随着终端存货逐步恢复到正常水平，预计13年冬季将有部分新品上线，14年将推出线上专供产品。2013年，我们预计公司线上销售将达2亿元的规模，公司计划在3-5年的时间内将线上销售提升至10亿元水平（零售口径），线上渠道占比有望提升至10%。

图表 1. 森马服饰多品牌多业态发展状况

	品牌	年龄层	品牌风格	发展规划
自有品牌	Balabala	0-14 岁	时尚实用、高性价比	引进法国和西班牙的时尚咨询公司和招聘兼职时尚买手和设计师增加 SKU 的数量和质量，强化终端零售和供应链反应速度，打造童装快时尚： 未来仍将维持稳定的门店增长，一二线城市聚焦 shopping mall，三四线城市仍集中于街边店和蘑菇店
	Mini-Balabala	0-4 岁	风格接近于欧洲第一童装品牌 Jarcadi，但价格更具竞争力。	2013 年 11 月将于上海开出首店，13-14 年将重点关注品类延伸，计划涵盖服饰、家纺、玩具等品类，打造一站式购物体验
	Mondodo	3-12 岁	潮流路线，风格偏向家居生活讲求时尚搭配	2013 年 11 月将于上海开出首店，致力于成为国内首家儿童一站式时尚搭配中心
	Balabala Town	0-14 岁	为 Balabala、Mini Balabala 和 Mondodo 集合店	首店已于沈阳开出
代理品牌	Sarabanda	0-14 岁	意大利轻奢品牌，产品风格时尚、个性化、注重产品的安全和品质感	首店于上海久光开出

资料来源：公司数据、中银国际研究

投资公司：以品牌代理并购助力多品牌发展

目前商场和购物中心的同质化现象严重，加之供应商对品牌理解较弱，在达到一定规模需要来自品牌商的新品牌供给，这客观上产生了对新品牌的需求。具体而言，投资公司成立的目的在于：

- 1) 实现多品牌发展战略
- 2) 服务现有两大品牌业务
- 3) 通过并购代理再创 100 亿品牌集群

从森马目前的品牌来看，商业模式以加盟为主、渠道形式以街边店为主。投资公司将主要致力通过直营和 Shopping mall 渠道品牌的收购和代理，引进部分具备一定渠道议价能力并在国外建立竞争优势的品牌。

公司目前完成了对时尚休闲装 GXG 的收购和童装品牌 Sarabanda 的代理，同时与韩国中淑女装品牌（连衣裙定价 800-1500 元）It Machaa 合资公司的建立和 Marc O' Polo 品牌的代理亦在进行中。

未来 GXG 将作为购物中心渠道发展的平台，在保留现有渠道的同时，通过引进韩国设计师团队、推出新男女装品牌的方式扩大品牌覆盖面。

It Michaa 将成为日韩产品线的切入点，旨在再创日韩风格品牌。

Marc O'Polo 引进前已具备一定竞争优势，对渠道存在一定的议价能力，通过品牌的代理，公司希望积累中高端品牌和购物中心渠道的运营经验。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371