

公司研究

新股研究

建议询价区间：64.4-75.9 元

## 休闲服加童装的双料强势企业

——森马服饰(002563)新股研究

### 核心观点

**询价结论:** 预计 2011-2013 年全面摊薄 EPS 为 2.30 元、3.00 元和 3.64 元，考虑服装板块估值水平与公司成长性，对应 2011 年业绩，我们给出的市盈率区间为 28 倍-33 倍，建议询价区间为 64.4-75.9 元。

### 核心依据:

**1、森马休闲服已是市场成熟品牌** 定位于 16-25 岁目标消费群体，以时尚舒适、高性价比为核心，打造贴近消费者的休闲品牌。通过十余年的品牌建设，“穿什么、就是什么”的品牌口号已在消费者中树立了良好的品牌形象，其知名度、购买率排名第二，公司休闲服 2010 年销售收入达到 46.77 亿元，三年复合增速 46%，毛利率为 36%。

**2、儿童装初具规模，竞争中占得先机** 巴拉巴拉品牌 2002 年推出，以“童年不一样”为品牌主张，旨在向二三线城市 25-40 岁中产阶级和小康家庭提供时尚、优质的儿童服饰，2010 年销售收入 14.68 亿元，近三年复合增速达到 67%，在知名度和购买率上仅次于米奇，而与国内品牌的竞争中无论从渠道数量及收入规模已处于领先地位。

**3、轻资产模式下依托加盟连锁快速成长** 产品的面辅料及成衣全部采用外包生产，森马品牌与巴拉巴拉品牌分别与 248 家和 157 家供应商建立了合作关系。公司专注于品牌运营和渠道建设，根据休闲服饰、儿童服饰细分市场特点，以一线城市为战略核心，二三线城市为基础，深入四线市场，构建两个独立的营销网络。以加盟为主、加盟与直营相结合的渠道发展模式，实现快速扩张。森马品牌已拥有销售网点 4,007 家，其中加盟店铺 3,862 家，巴拉巴拉品牌销售网点达到 2,676 家，其中加盟店铺 2,551 家。公司基于对渠道控制和品牌维护考虑，未来计划提高直营店比例，同时也将逐步对原有市场进行优化和升级。

**4、发展二级加盟商，加盟管理立体化** 对于加盟商的管理，公司建立品牌事业部—一级加盟商—二级加盟商的垂直管理线条，同时公司对二级加盟商也实行以店铺准入、质量控制和窗口指导为主的间接管理，这种管理模式降低了管理成本，又提高了沟通效率。

**5、产品开发能力强**，公司研发设计实力较强，两个品牌共拥有研发人员 251 人，2010 年设计新品 6779 款，上市 5047 款。并于国外机构建立合作关系，引入国际时尚流行元素，不断提升产品设计能力。

**风险因素:** 无法及时把握服装市场趋势，导致品牌竞争力下降。

### 基础数据

总股本(万股)	60000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	35.39
每股净资产(元)	3.34
建议询价区间(元)	64.4—75.9

### 财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	6287	9526	12462	15059
同比增速(%)	47.92	51.52	30.82	20.84
净利润(百万)	1001	1539	2011	2439
同比增速(%)	45.69	53.57	30.72	21.24
EPS(元)	1.67	2.30	3.00	3.64

研究员: 李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120006

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 1. 本次发行方案概况

**表 1: 发行概况**

公司名称	浙江森马服饰股份有限公司
公司简称	森马服饰
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2011 年 3 月 2 日
申购代码	002563
发行股数 (万股)	7,000
发行方式	网下配售与网上定价
发行后总股本 (万股)	67,000
发行后全面摊薄每股收益 (2010 年) (元)	1.67
发行前每股净资产 (元)	3.34

数据来源: 公司招股说明书, 国都证券研究所

## 2. 募投项目分析

**表 2: 募集资金投向 (亿元)**

项目名称	新增产能	投资额
营销网络建设	新建店铺 63 家, 总面积 59780 平米, 布局一二线城市核心商圈。	18
信息系统改进	涵盖研发设计、营销管理、数据分析等相关硬件建设与机房建设。	2.56
合计		20.56

数据来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

## 3. 盈利预测与核心假设

1、森马品牌直营店 2011-2013 年开店平均增速 30%, 平效年复合增速为 2.72%; 森马品牌加盟店 2011-2013 年开店平均增速 17%, 平效年复合增速为 4.63%。

2、巴拉巴拉品牌直营店 2011-2013 年开店平均增速 40%, 平效年复合增速为 8.32%; 巴拉巴拉品牌加盟店 2011-2013 年开店平均增速 25%, 平效年复合增速为 6.65%。

3、2011 年森马直营店平效为 1.40 万元, 加盟店平效为 0.97 万元。

4、2011 年巴拉巴拉直营店平效为 1.94 万元, 加盟店平效为 0.93 万元。

**表 3: 2011-2013 分品牌收入预测**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>森马直营店</b>						
店面数量	54	104	145	189	251	326
YOY		92.59%	39.42%	30.00%	33.00%	30.00%
销售金额 (万元)	14644	25766	36366	52748.33	75136.31	101002.9
YOY		75.95%	41.14%	45.05%	42.44%	34.43%
平效 (万元)	1.78	1.78	1.33	1.40	1.43	1.44
<b>森马加盟店</b>						
店面数量	2613	3154	3862	4519	5242	6080
YOY		20.70%	22.45%	17.00%	16.00%	16.00%
销售金额	258766	293758	431376	643056.8	826756.6	968628.1
YOY		13.52%	46.85%	49.07%	28.57%	17.16%
平效	0.73	0.69	0.73	0.79	0.83	0.84
<b>巴拉巴拉直营店</b>						

店面数量	38	81	125	188	263	341
YOY		113.16%	54.32%	50.00%	40.00%	30.00%
销售金额(万元)	2226	7546	12071	21848.56	33340.91	45943.77
YOY		238.99%	59.97%	81.00%	52.60%	37.80%
平效(万元)	1.19	1.53	1.77	1.94	2.12	2.24
<b>巴拉巴拉加盟店</b>						
店面数量	1355	1820	2551	3291	4113	4936
YOY		34.32%	40.16%	29.00%	25.00%	20.00%
销售金额	52579	87883	134703	213436.5	282803.3	356332.2
YOY		67.14%	53.28%	58.45%	32.50%	26.00%
平效	0.72	0.84	0.85	0.93	0.98	1.03
<b>合计</b>						
销售收入	328215	414953	614516	931090.1	1218037	1471907
YOY	81.00%	26.43%	48.09%	51.52%	30.82%	20.84%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

表 4：2011 - 2013 盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6287.07	9526.16	12462.13	15059.24
营业成本	4036.99	6115.80	7963.30	9607.79
营业税金及附加	38.50	57.16	76.02	91.86
营业费用	582.83	952.62	1248.71	1505.92
管理费用	169.32	261.97	345.20	414.13
财务费用	-12.80	-56.00	-40.00	-38.00
资产减值损失	93.02	142.89	186.93	225.89
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-5.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	1373.93	2051.73	2681.97	3251.64
营业外收入	1.16	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	1368.51	2051.73	2681.97	3251.64
所得税	367.83	512.93	670.49	812.91
净利润	1000.68	1538.80	2011.48	2438.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1000.68	1538.80	2011.48	2438.73
EPS (摊薄)	1.67	2.30	3.00	3.64

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

## 4. 询价建议

我们预计 2011 - 2013 年全面摊薄每股收益为 2.30 元、3.00 元和 3.64 元，综合考虑公司所处行业地位和产品属性，对应公司 2011 年业绩，我们给出的市盈率区间为 28 倍 - 33 倍，建议询价区间为 64.4 - 75.9 元。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			