

# 森马服饰（002563） 服装、服饰

## —多品牌成功运营，全球采购应对成本上涨

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

### 投资要点:

- **公司具备多品牌成功运营经验。**1996 年创立森马品牌，5 年后推出儿童服装巴拉巴拉。儿童服装品牌推出的第一年便开始盈利。公司的战略定位是中国第一、全球领先的多品牌服饰运营商。对于每一个品牌，公司的目标都是该细分市场的前三名。公司目前拥有森马青春休闲服饰、巴拉巴拉童装 2 个品牌，森马品牌在休闲服饰排第二，巴拉巴拉在童装服饰排第一，公司计划于 11 年推出针对 25 岁以上白领的品牌。公司 10 年净利润逾 10 亿，是 A 股最赚钱的品牌服饰公司。
- **共赢理念管理加盟体系，96%的加盟商长期持续盈利。**公司一直保持“小河有水大河满”的共赢理念，多年来将主要资源用于对加盟体系的管理，使得 96%的加盟商持续盈利。公司目前拥有两级加盟体系，截止 2010 年公司共有 1100 个经销商，一级加盟商有 614 个，公司对加盟商的管理尚未出现失控的迹象。门店方面，加盟店占比逾 90%，公司未来仍将维持这样一个比例，我们认为加盟比重大的模式更为适合中国的国情。
- **全球采购应对成本上涨压力。**公司已在 2 年前就开始全球采购的研究，从人工成本、增值税、关税等角度考虑，公司确定了全球采购的目标基地为越南。公司未来将组建自己的外贸采购团队。假设整个服装行业的成本上涨 20%，公司希望控制在 15%以下。
- **未来 3 到 5 年公司仍将采取强有力的渠道扩张计划。**截止 2010 年年底，公司拥有森马直营店 145 家、加盟店 3862 家，巴拉巴拉直营店 125 家、加盟店 2551 家，店铺总面积为 78 万平方米。未来 3 到 5 年，公司仍将采取强有力的渠道扩张计划，具体有已有店铺扩大面积、旧店铺重新装修进行形象升级、在空白市场开设新店、开设合作加盟店等方式。公司预计 11 年仍将维持 10 年的店铺面积增长速度。
- **估值。**我们给予公司 11、12、13 年营收增长率分别为 43%、41%、40%，对应的 EPS 分别为 2.32、3.16、4.29 元，我们认为公司 2011 年合理 PE 在 35-40 倍，对应的估值区间为 81.2-92.8 元。

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	6287	8991	12677	17747
营业收入增长率	47.9%	43.0%	41.0%	40.0%
净利润（百万元）	1001	1558	2117	2875
净利润增长率	45.7%	55.7%	35.9%	35.8%
EPS（元）	1.67	2.32	3.16	4.29
ROE	49.9%	43.7%	37.3%	33.6%

发布时间：2011 年 2 月 25 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	
上证指数/深圳成指	2862.63/12492.71
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	
股息率	

### 基础数据

流通股(百万股)	0.00
总股本(百万股)	600.00
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	
每股净资产(元)	3.34
净资产负债率	76.63%

### 股东信息

大股东名称	森马集团有限公司
持股比例	70.00%
国元持仓情况	

### 52 周行情图

2010/2/24~2011/2/24

森马服饰 沪深300

### 相关研究报告

### 联系方式

研究员：李茂娟  
 执业证书编号：S0020110100005  
 电话：021-51097188-1852  
 电邮：limaojuan@gyzq.com.cn  
 研究员：周海鸥  
 执业证书编号：S0020208060732  
 电话：021-51097188-1803  
 电邮：zhouhaiou@gyzq.com.cn  
 联系人：赵喜娟  
 电话：(86-21) 51097188-1952  
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn  
 地址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号  
 (230001)

## 目录

第一部分 公司概况 .....	3
1.1 公司在 2 个品牌服饰细分市场领先，品牌已进入成熟阶段 .....	3
1.2 公司股权结构 .....	3
第二部分 行业分析 .....	4
1.1 16-25 岁青春休闲服市场增长空间大 .....	4
1.2 童装市场将成为一个快速成长的市场 .....	5
第三部分 公司竞争优势分析 .....	6
1.1 多品牌成功运营经验，A 股最赚钱的品牌服饰公司 .....	6
1.2 全球采购策略应对成本上涨压力 .....	7
1.3 终端门店加盟逾 9 成，以共赢理念管理 .....	8
1.4 未来 3 到 5 年公司仍将采取强有力的门店扩展计划 .....	11
第四部分 估值与风险 .....	12

## 图表目录

图表 1 青春休闲服 3 品牌 A 股公司成熟度比较 .....	3
图表 2 公司股权结构 .....	3
图表 3 国内成人休闲服零售额的统计与预测 .....	4
图表 4 国内休闲服装市场占有率情况（2008 年） .....	5
图表 5 我国童装零售市场的统计与预测 .....	5
图表 6 国内童装零售行业市场占有率情况（2008 年） .....	6
图表 7 公司品牌构成 .....	6
图表 8 国内主要休闲服饰品牌的市场调研（2009 年） .....	7
图表 9 国内主要儿童服饰品牌的市场调研（2009 年） .....	7
图表 10 公司外包产品生产的成本构成（单位：万元） .....	8
图表 11 公司历年加盟店与直营店占比情况（单位：个数） .....	8
图表 12 公司与加盟商订货流程情况 .....	9
图表 13 加盟店与直营店销售模式对比 .....	10
图表 14 公司店铺数量历年增长情况 .....	11
图表 15 森马品牌店铺数量增长情况 .....	11
图表 16 巴拉巴拉品牌店铺增长情况 .....	11
图表 17 近 3 年公司店铺面积及平效情况 .....	12
图表 18 近 3 年分品牌营收增长情况（单位：万元） .....	12
图表 19 预测利润表（单位：百万元） .....	13

## 第一部分 公司概况

森马服饰全称浙江森马服饰股份有限公司，注册地在温州，此次公开发行 7000 万股，发行后总股本为 67000 万股。公司是一家多品牌服饰运营企业，主营业务包括服饰设计与开发、外包生产、服饰营销和分销。

### 1.1 公司在 2 个品牌服饰细分市场领先，品牌已进入成熟阶段

公司目前拥有 2 大品牌，一是青春休闲服细分市场中的森马，二是儿童服饰细分市场中的巴拉巴拉。森马创建于 1996 年，5 年后公司创立了巴拉巴拉，这 2 个品牌都已进入品牌的成熟阶段。根据 Euromonitor 的市场调查数据，以 2008 年度的终端销售收入计算，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。

图表 1 青春休闲服 3 品牌 A 股公司成熟度比较

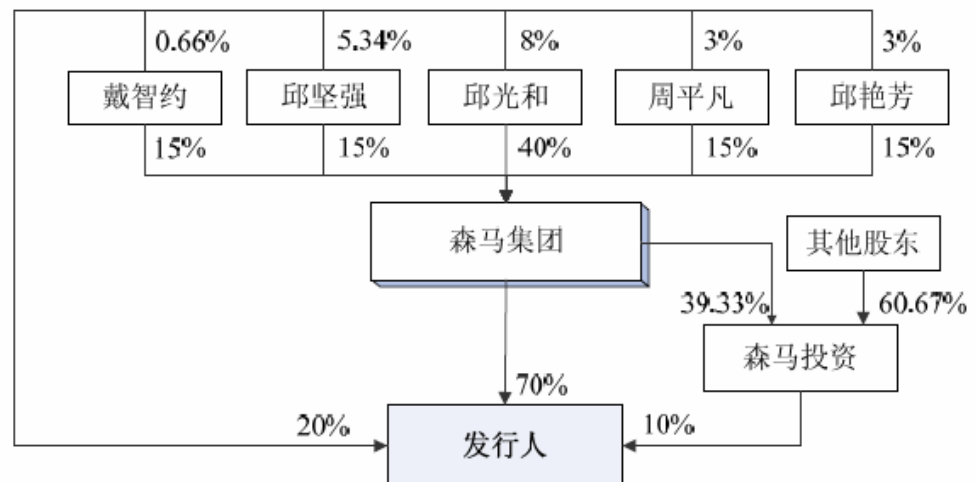


数据来源：国元证券研究中心

### 1.2 公司股权结构

邱光和、周平凡、邱坚强、邱艳芳、戴智约为公司实际控制人，其中邱光和与邱坚强为父子关系，邱光和与邱艳芳为父女关系，周平凡与邱艳芳为夫妻关系，邱坚强与戴智约为夫妻关系。

图表 2 公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 第二部分 行业分析

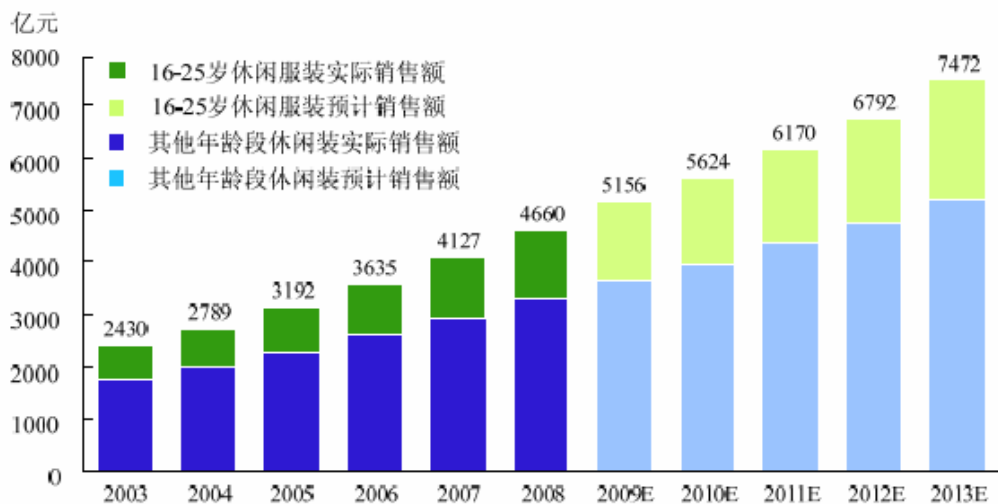
自设立以来，公司一直从事服装零售行业，公司目前拥有的森马品牌属于青春休闲服饰细分市场，巴拉巴拉品牌属于童装服饰细分市场。

### 1.1 16-25 岁青春休闲服市场增长空间大

成人休闲装市场是服装行业的主要市场。根据 Euromonitor 的市场分析数据，以终端销售收入计算，2003-2008 年，成人休闲装销售额 3 的年均复合增长率为 13.91%，2008 年市场规模达到 4,660 亿元，占服装市场销售总额的 47.48%。预计 2009-2013 年，成人休闲装消费将继续保持稳步增长，年均复合增长率为 9.72%，到 2013 年，我国成人休闲装市场消费额将达到 7,472 亿元。

在成人休闲装市场中，16-25 岁的成人休闲装是增长最快的细分市场。2003-2008 年，16-25 岁休闲服装市场的销售额年均复合增长率达到 15.08%，高于同期整个服装市场和成人休闲装市场的增长速度，2008 年市场规模达到 1,328 亿元，占成人休闲装市场销售额的 28.49%。预计 2009-2013 年，16-25 岁休闲服装市场仍将保持 11.15% 的年均复合增长率，至 2013 年，市场规模有望达到 2,270 亿元，占成人休闲装市场销售额的比例将提高至 30.38%。无论从市场规模还是从增长速度来看，16-25 岁的年轻一代休闲装市场都具有广阔的发展空间。

图表 3 国内成人休闲服零售额的统计与预测

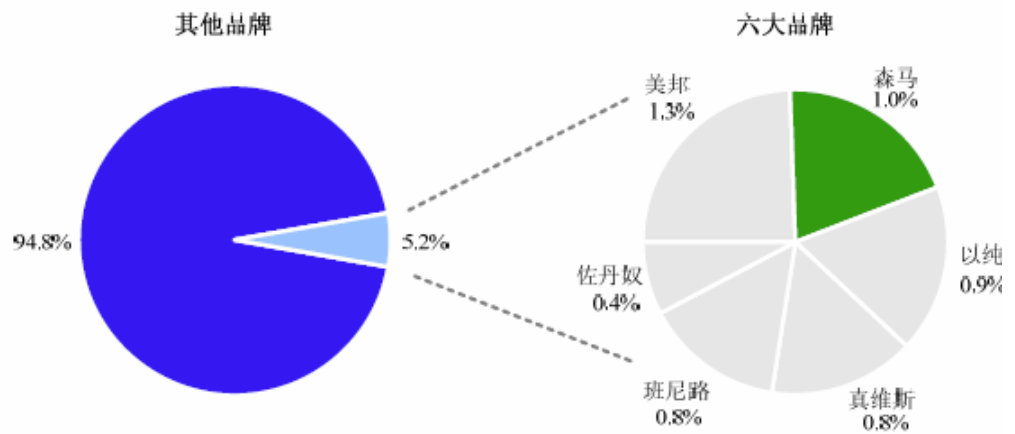


数据来源：公司招股说明书，Euromonitor，国元证券研究中心

国内休闲装品牌主要集中于平价市场的竞争，在市场、顾客、价格等方面的定位存在较大重合，如美邦、森马、以纯、真维斯、班尼路、佐丹奴等。由于看好国内休闲装市场的发展潜力，ZARA、H&M、UNIQLO、ESPRIT、JACK & JONES、LEVI' S 等国际大众休闲装品牌凭借着强大的品牌影响力，快速的反应能力和卓越的全球资源整合能力，纷纷大举进入中国市场，在国内中档休闲装市场展开竞争。

国内休闲装市场的自主品牌、港资品牌与国际品牌众多，市场集中度较低。根据 Euromonitor 的市场分析数据，以终端销售收入计算，2008 年，美邦、森马、以纯、真维斯、班尼路和佐丹奴这六大品牌的市场占有率为 5.23%，比 2003 年的 2.75% 提高了 2.48 个百分点，行业呈现出向优势休闲装品牌集中的趋势。其中，美邦品牌以约 1.27% 的市场份额居首位，森马品牌以约 1.03% 的市场份额紧随其后。

图表 4 国内休闲服装市场占有率情况（2008 年）



数据来源：公司招股说明书，Euromonitor，国元证券研究中心

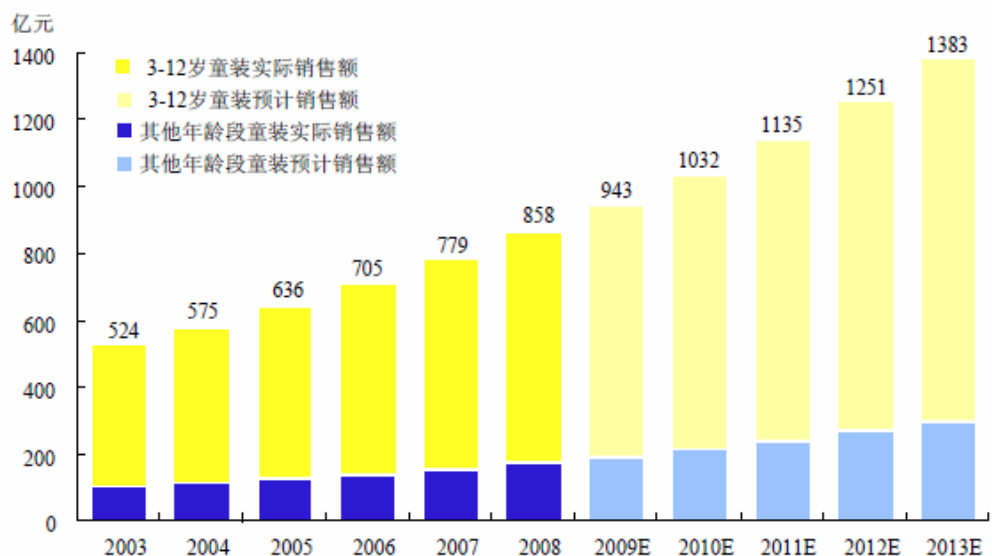
## 1.2 童装市场将成为一个快速成长的市场

随着家庭消费能力的不断增强，家长和儿童对童装需求从满足数量转向追求品质、从满足基本功能需求转向追求时尚和品牌，尤其是新一轮婴儿潮的来临和儿童一季多衣的需求拉动了童装消费总量的持续增加，使得童装市场成为一个快速成长的市场。

根据 Euromonitor 的市场分析数据，2003-2008 年，我国童装消费额 5 从 524 亿元增长到 858 亿元，年均复合增长率达 10.37%。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 2009-2013 年，童装市场将继续保持稳步增长，童装消费额的年均复合增长率将达 10.06%，至 2013 年，市场规模将达到 1,383 亿元。

在我国童装市场中，3-12 岁的童装消费占据着主导地位。2003-2008 年，我国 3-12 岁的童装消费额从 425 亿元增长到 687 亿元，年均复合增长率达 10.09%，占整个童装市场消费额的 80.10%。预计 2009-2013 年，3-12 岁的童装市场将保持 9.57% 的年复合增长率，至 2013 年，市场规模将突破 1,000 亿元，达到 1,085 亿元。

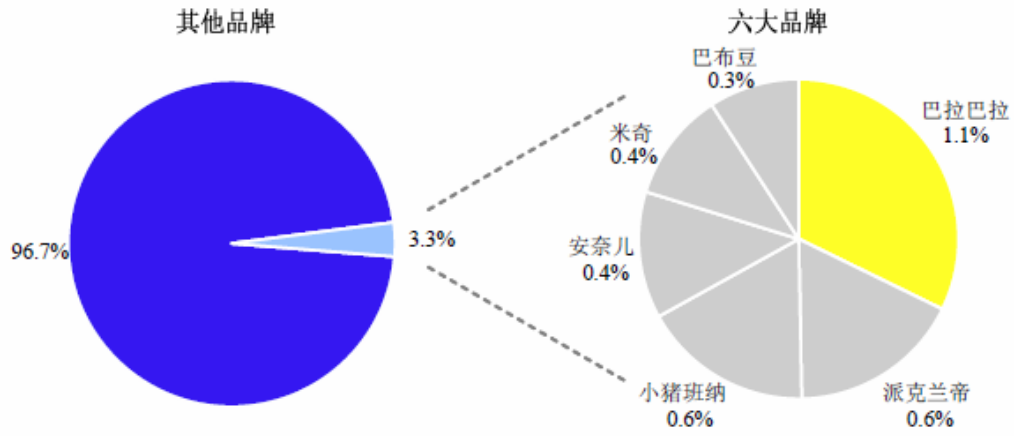
图表 5 我国童装零售市场的统计与预测



数据来源：公司招股说明书，Euromonitor，国元证券研究中心

童装行业市场集中度低，市场份额向优势品牌集中，但单个品牌的市场占有率都不高，品牌之间的差距相对较小。根据 Euromonitor 的市场分析数据，2008 年，巴拉巴拉、派克兰帝、小猪班纳、安奈儿、米奇和巴布豆六大品牌的销售额合计占儿童服装总销售额的比重为 3.31%，比 2003 年提高了 1.97 个百分点。其中，巴拉巴拉品牌以 1.07% 的市场占有率独占鳌头，其他品牌的市场占有率均低于 1%。

图表 6 国内童装零售行业市场占有率情况（2008 年）



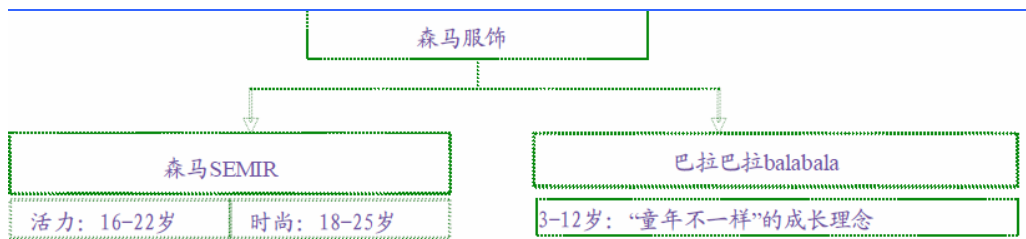
数据来源：公司招股说明书，Euromonitor，国元证券研究中心

## 第三部分 公司竞争优势分析

### 1.1 多品牌成功运营经验，A 股最赚钱的品牌服饰公司

经过多年的积累，公司已构建起了多品牌运作平台，横跨两大差异化的服装细分市场，以事业部制的形式独立地运营森马休闲服饰和巴拉巴拉儿童服饰两大品牌。

图表 7 公司品牌构成



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

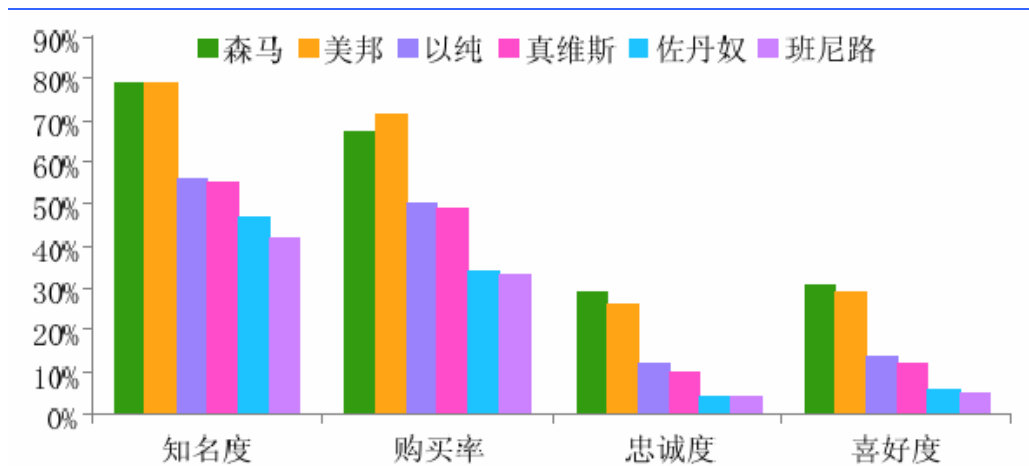
森马休闲装主要为 16-25 岁的目标消费群体而设计，目前产品主要分为“活力”与“时尚”两大系列。“活力”系列主要面对 16-22 岁的激情活力且追求潮流的年轻消费人群，“时尚”系列主要面对 18-25 岁的年轻并且勇于彰显自我的时尚青年。产品种类主要有 T 恤、牛仔裤、水洗裤、衬衫、棉服、外套、绒服、马夹、毛衫、裙子、腰带、休闲鞋、帽子、手套、围巾、袜子、眼镜、休闲包、饰品等。

巴拉巴拉童装适合 3-12 岁的儿童穿着。巴拉巴拉倡导“童年不一样”的儿童新成长理念，其产品线涵盖中童、小童、童鞋及配饰等众多品类，满足儿童不同生活场景下的穿着需求。产品种类主要有 T 恤、马夹、衬衫、毛衫、夹克、棉服、羽绒服、长裤、中裤、短裤、短裙、连衣裙、内衣、袜子、皮带、帽子、围巾、各种鞋类、泳衣、手表、头饰、发卡、笔袋等。

2010 年森马服饰主营收入规模61.45 亿元（其中，森马品牌收入46.77 亿元，巴拉巴拉品牌收入14.68 亿元），实现毛利润22.4 亿元（其中，森马品牌毛利16.85 亿元，巴拉巴拉品牌毛利润5.55 亿元），实现净利润10 亿元；是目前A 股上市公司中最赚钱的品牌服饰零售企业。

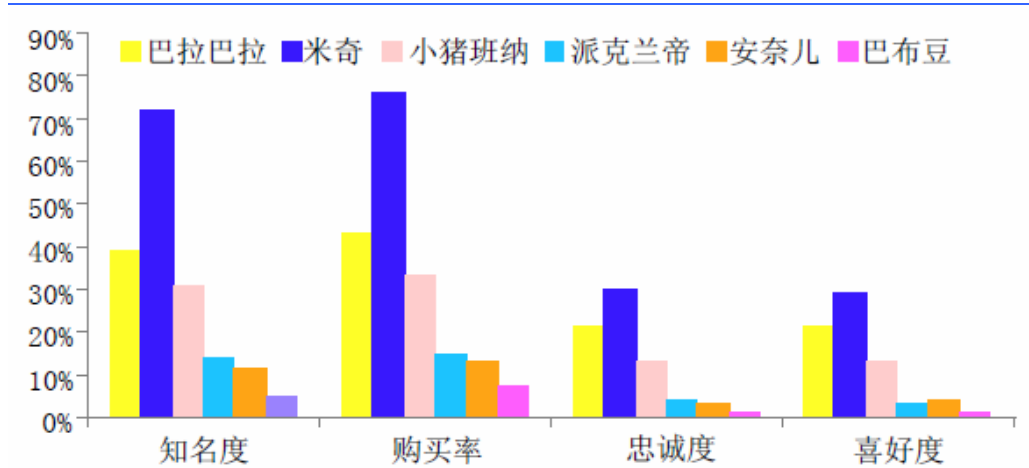
公司愿景定位于中国第一、全球领先的多品牌服饰运营商，并且在各个细分市场的目标是前3名。公司计划于2011年推出定位于25岁以上白领的品牌。虽然国内诸多品牌服饰公司也在陆续进入针对白领的青春休闲服饰，但大多出师不利，公司曾经在推出巴拉巴拉的第一年就盈利，这说明公司具有多品牌成功运营的经验，多年的成功运营2个跨细分市场的品牌的经验能否在即将推出的白领服饰品牌上成功复制还需时间的检验，一旦成功，无疑将大幅提升公司的估值水平。

图表 8 国内主要休闲服饰品牌的市场调研（2009 年）



数据来源：公司招股说明书，TNS，国元证券研究中心

图表 9 国内主要儿童服饰品牌的市场调研（2009 年）



数据来源：公司招股说明书，TNS，国元证券研究中心

## 1.2 全球采购策略应对成本上涨压力

原材料、人工成本等上涨是必然趋势，公司在 2 年前就着手研究全球采购。由于越南的人工成本较低、关税几乎为零、增值税率比国内低，公司已将全球采购的目标锁定在越南。公司将改变过去单一的依靠外贸公司下单的方式，组建自己的外贸采购团队。假设行业的平均成本上涨 20%，公司希望控制在 15%以下。另外，公司由于有规模优势，在采购方面具有更强的议价能力。

**图表 10 公司外包产品生产的成本构成（单位：万元）**

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	采购成本	占比	采购成本	占比	采购成本	占比
一、休闲服 饰	340,269.78	76.71%	212,022.74	77.14%	218,402.92	85.08%
二、儿童服 饰	103,336.51	23.29%	62,834.83	22.86%	38,300.65	14.92%
三、合计	443,606.29	100%	274,857.57	100%	256,703.57	100%

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

### 1.3 终端门店加盟逾 9 成，以共赢理念管理

公司终端门店始终坚持以加盟为主，从历年的数据看，加盟占比逾 9 成。公司未来仍将保持这样一个比例。目前公司在一线城市进行战略布局，以二、三线城市为基础，深入四线市场，两个品牌都已覆盖了中国除港、澳、台地区之外的所有省份。

**图表 11 公司历年加盟店与直营店占比情况（单位：个数）**

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
直营店	4	4	4	12	22	54	104	145	
直营占比	1.19%	0.80%	0.48%	0.81%	1.08%	2.02%	3.19%	3.62%	
加盟店	331	493	826	1469	2009	2613	3154	3862	
森马 店铺	加盟占比	98.81%	99.20%	99.52%	99.19%	98.92%	97.98%	96.81%	96.38%
合计	335	497	830	1481	2031	2667	3258	4007	
直营店	3	4	4	6	7	38	81	125	
直营占比	2.73%	2.08%	1.20%	1.03%	0.80%	2.73%	4.26%	4.67%	
巴拉 店铺	加盟店	107	188	330	578	865	1355	1820	2551
加盟占比	97.27%	97.92%	98.80%	98.97%	99.20%	97.27%	95.74%	95.33%	
合计	110	192	334	584	872	1393	1901	2676	

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

对于加盟商的管理，公司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，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。

公司非常重视与供应商和加盟商的长期合作，创立并发展了“小河有水大河满”的经营思想，这种和谐共赢的发展理念贯穿了设计、生产、物流和销售等各个业务环节。

为了确保加盟商能获得较好的盈利，公司先后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。在直营店的布局上，公司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。为了培育加盟商的成长，公司两大事业部专门成立了零售支持部门，及时、全面地为加盟商提供零售咨询、促销推广、店面设计、督导培训等多方面的信息服务和业务指导，为加盟商的市场拓展和品牌宣传提供必要的销售支持，并根据市场需求的变化积极鼓励和引导加盟商“多开店、开大店”，形成规模经营的优势。目前，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。

多年来，公司将大部分资源都投入对加盟商的管理，实现了 96%的加盟商持续盈利，这使得公司在推出新品牌时能迅速获得加盟商的认可。2011 年春夏订货商，加盟商所占的订货金额大幅增长，显示出加盟商对公司未来发展的认可。

由于国内的特殊国情，各地区差异较大，店铺资源掌控较为集中，我们认为加盟模式更有利于品牌服饰零售。

**图表 12 公司与加盟商订货流程情况**

	订货	配货	补货
适用品牌	森马、巴拉巴拉	森马、巴拉巴拉	森马、巴拉巴拉
适用情况	公司多数的客户 公司多数的货品品类	新加盟客户，加盟时 当季产品的订货会已 结束； 规模比较小的加盟商	订货会上没有订足，或公司 配货没有配足的情况； 用于满足四个销售季节中以 及春节期间对新款服饰的需 求； 发生偶发性事件，如天气， 使得市场需求超过预期
适用对象	加盟商； 各地子公司	新加盟客户； 规模较小的加盟商	加盟商； 各地子公司
销售渠道	通过直营店与加盟店 进行销售	通过部分加盟店进行 销售	通过直营店与加盟店进行销 售
订货途径	森马、巴拉巴拉每年 分别举办春、夏、秋、 冬 4 季大型订货会	不需客户订货，司根 据货品结构及加盟店的 门店定位将一定数 量、款式的货品直接 配发给加盟商客户	通过公司内部网的库存信息 管理系统进行补货
货额占比	森马占到 2010 年 4 季产品销售金额的 76%左右； 巴拉巴拉占到 2010 年 4 季产品销售金额 的 89%左右	森马占到 2010 年 4 季产品销售金额的 1%左右； 巴拉巴拉占到 2010 年 4 季产品销售金额 的 3%左右	森马占到 2010 年 4 季产品销 售金额的 23%左右； 巴拉巴拉占到 2010 年 4 季产 品销售金额的 8%左右
订单满足情况	稳定的供应商资源基 本可以满足全部订单	公司会预留出用于配 货的货物	基本可以满足补货需求，个 别情况下可能在款式之间进 行调配
价格折率	森马配货、补货适用相同折率，并高于其订货折率； 巴拉巴拉配货、补货适用相同折率，并高于其订货折率		
产品计划	提前 8-10 个月左右进行相应的产品计划工作		
产品设计	提前 7-9 个月左右进行产品设计，一般需 1-2 个月时间，少量款根据市场反馈 可在上市后用 1 周左右完成设计		
产品生产	上市前 4 个月开始备料下单，订货会后开始正式大批量生产，上市后还会		

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

**图表 13 加盟店与直营店销售模式对比**

	通过直营店销售	通过加盟店销售
营业执照	<p>子公司住所同时为店铺的，店铺使用子公司营业执照；</p> <p>子公司以其名义申请的分支机构营业执照；</p> <p>商场专柜使用商场营业执照</p>	<p>加盟商为公司法人的，使用公司营业执照或公司申请的分支机构营业执照；</p> <p>加盟商为个体工商户的，直接使用个体工商户营业执照；</p> <p>加盟商开设商场专柜的，使用商场营业执照</p>
销售模式	<p>由子公司向公司订货，之后通过其直营店铺和商场专柜进行销售</p>	<p>一级加盟商向公订货（或由公司配货），二级加盟商通过一级加盟商订货（或由一级加盟商配货），公司以批发的形式将货品销售给一级加盟商，一级加盟商可通过自己的加盟店进行零售，或者再将货品配发给二级加盟商，二级加盟商通过自己的加盟店进行零售</p>
产品定价	<p>公司根据外包生产的成本以及一定的毛利率水平确定产品的终端零售价格；</p> <p>对于换季促销的产品，会在成本分析的基础上，结合促销计划确定促销价格</p>	<p>公司根据零售价格和一定的折扣比率确定对一级加盟商的批发价格（一级加盟商与二级加盟商自行约定一、二级之间的订货及配货的价格折率，公司会对该折率设定一个上限，或者给出公司的建议折率）；</p> <p>促销或者清仓的产品会根据具体情况确定批发价格</p>
货款结算及开具发票	<p>商场专柜以外的直营店铺以现金或POS机结算，消费者开具发票的，直营店按照子公司办理的税务登记的名称开具发票；</p> <p>每个月公司按照商场提供的结算单给商场开具增值税发票，结算单金额为专柜销售的零售额扣除商场折扣额及相关费用后的结余金额，商场收到发票后将货款汇入公司账户；</p> <p>消费者购物后可要求商场开具发票</p>	<p>发货前加盟商通过其银行帐户直接将货款发到公司的银行帐户，实行款到发货；</p> <p>加盟商支付货款之后，公司按照国家规定向其开具相应金额的票据</p>
信用政策	<p>根据子公司的资金情况合理调节</p>	<p>公司对年度授信额度的管理实行总额管理；</p> <p>事业部根据加盟商具体情况进行评估，将授信额度分配给单个加盟商</p>

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

### 1.4 未来 3 到 5 年公司仍将采取强有力的门店扩展计划

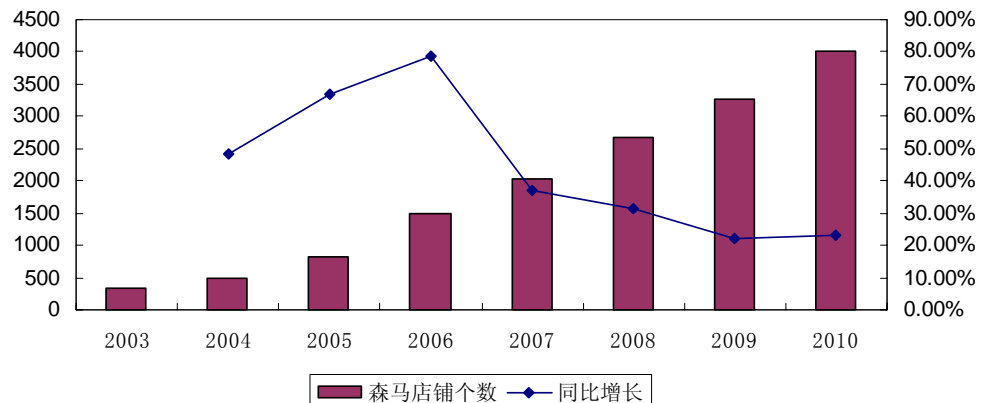
截止 2010 年，公司拥有森马直营店 145 家、加盟店 3862 家，巴拉巴拉直营店 125 家、加盟店 2551 家，店铺总面积为 78 万平方米。未来 3 到 5 年，公司仍将采取强有力的渠道扩张计划，具体有已有店铺扩大面积、旧店铺重新装修进行形象升级、在空白市场开设新店、开设合作加盟店等方式。预计 11 年仍将维持 10 年的店铺面积增长速度。

**图表 14 公司店铺数量历年增长情况**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
森马 直营店	4	4	4	12	22	54	104	145
森马 加盟店	331	493	826	1469	2009	2613	3154	3862
森马 小计	335	497	830	1481	2031	2667	3258	4007
森马 同比增长		48.36%	67.00%	78.43%	37.14%	31.31%	22.16%	22.99%
巴拉 直营店	3	4	4	6	7	38	81	125
巴拉 加盟店	107	188	330	578	865	1355	1820	2551
巴拉 小计	110	192	334	584	872	1393	1901	2676
巴拉 同比增长		74.55%	73.96%	74.85%	49.32%	59.75%	36.47%	40.77%
合计	445	689	1164	2065	2903	4060	5159	6683

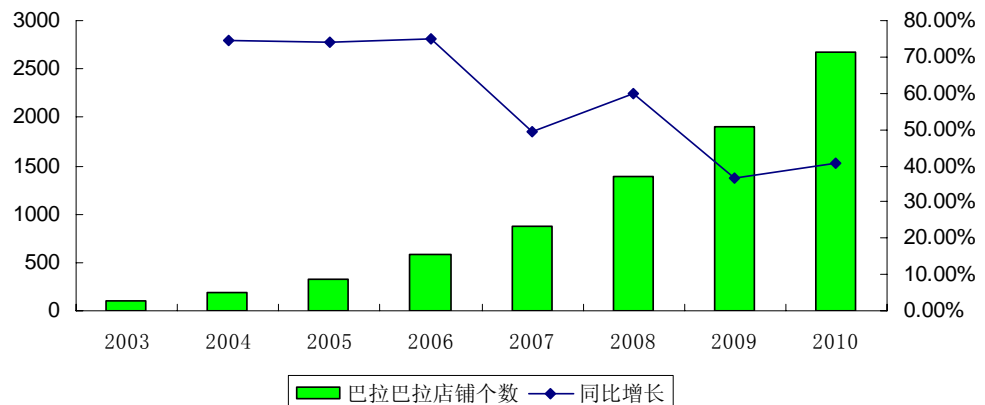
数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

**图表 15 森马品牌店铺数量增长情况**



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

**图表 16 巴拉巴拉品牌店铺增长情况**



数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 17 近 3 年公司店铺面积及平效情况

年度		2008 年	2009 年	增长	2010 年	增长
森马	直营门 面积（平方米）	8,250.00	14,452.62	75.18%	27,353.70	89.26%
	店 店销售额（万元）	14,644.17	25,765.97	75.95%	36,366.14	41.14%
	平均平效	1.7751	1.7828	0.44%	1.3295	-25.43%
加盟门	面积（平方米）	354,737.10	423,094.40	19.27%	589,251.86	39.27%
	店 销售额（万元）	258,766.13	293,757.91	13.52%	431,376.00	46.85%
	平均平效	0.7295	0.6943	-4.82%	0.7321	5.44%
小计	面积（平方米）	362,987.1	437,547.0	20.54%	616,605.6	40.92%
	销售额（万元）	273,410.3	319,523.9	16.87%	467,742.1	46.39%
	平均平效	0.7532	0.7303	-3.05%	0.7586	3.88%
巴拉	直营门 面积（平方米）	1,876.60	4,946.16	163.57%	6,837.35	38.24%
	店 销售额（万元）	2,226.49	7,546.24	238.93%	12,070.52	59.95%
	平均平效	1.1864	1.5257	28.59%	1.7654	15.71%
加盟门	面积（平方米）	73,146.20	104,378.40	42.70%	158,464.55	51.82%
	店 销售额（万元）	52,578.82	87,883.48	67.15%	134,702.89	53.27%
	平均平效	0.7188	0.8420	17.13%	0.8501	0.96%
小计	面积（平方米）	75,022.8	109,324.6	45.72%	165,301.9	51.20%
	销售额（万元）	54,805.31	95,429.72	74.12%	146,773.41	53.80%
	平均平效	0.7305	0.8729	19.49%	0.8879	1.72%
总计	面积（平方米）	438,009.9	546,871.6	24.85%	781,907.5	42.98%
	销售额	328,215.61	414,953.60	26.43%	614,515.55	48.09%

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图表 18 近 3 年分品牌营收增长情况（单位：万元）

	森马营收	占比	同比增长	巴拉巴拉营收	占比	增长	合计增长
2010 年	467,742.14	76.12%	46.39%	146,773.41	23.88%	53.80%	48.09%
2009 年	319,523.88	77.00%	16.87%	95,429.72	23.00%	74.12%	26.43%
2008 年	273,410.31	83.30%		54,805.31	16.70%		

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 第四部分 估值与风险

根据公司店铺面积和形象升级的速度，我们给予公司 11、12、13 年营收增长率分别为 43%、41%、40%，对应的 EPS 分别为 2.32、3.16、4.29 元。根据 A 股可对比公司美邦服饰、搜于特、七匹狼、罗莱家纺、探路者 2011 年平均 PE34 倍，我们认为公司 2011 年合理 PE 在 35-40 倍，对应的估值区间为 81.2-92.8 元。公司面临的风险主要来自成本上涨、渠道拓展等。

图表 19 预测利润表（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6287	8991	12677	17747
营业成本	4037	5754	8240	11713
营业税金及附加	38	54	78	108
营业费用	583	763	1099	1546
管理费用	169	257	362	502
财务费用	-13	-32	-68	-114
资产减值损失	93	75	81	79
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-5	-3	-4	-4
营业利润	1374	2116	2882	3910
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	7	6	5	6
利润总额	1369	2112	2878	3906
所得税	368	554	761	1030
净利润	1001	1558	2117	2875
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1001	1558	2117	2875
EBITDA	1361	2112	2846	3830
EPS（元）	1.67	2.32	3.16	4.29

数据来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn