


2015-7-29


公司研究(深度报告)

 评级 **买入** **维持**

当前股价: 22.29 元


分析师 雷玉

 (8621)68751070

 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040005


分析师 王冯


 (8621)68751070

 wangfeng6@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490513110001

联系人 曹轶俊

 (8621)68751070

 caoyj1@cjsc.com.cn

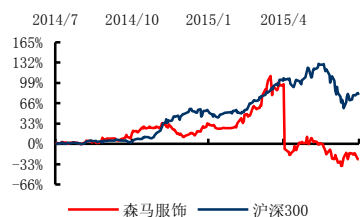
联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

| 公司基本数据 | 2015.07.28 |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股) | 67000 |
| 流通A股/B股(万股) | 67000/0 |
| 资产负债率 | 18.00% |
| 每股净资产(元) | 12.98 |
| 市盈率(当前) | 26.5 |
| 市净率(当前) | 3.72 |
| 12个月内最高/最低价 | 63.44/17.09 |

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《与韩国跨境电商合作 互联网+环境下打造森马时尚产业》2015-4-21

《渠道变革显成效 儿童服饰稳步增长休闲服饰筑底回升》2015-3-17

《森马品牌逐步趋好,巴拉巴拉稳定增长》2014-10-29

森马服饰(002563)

“森”严壁垒 “马”踏飞燕

报告要点

■ 森马休闲装业务晋升国内第一

近几年服饰行业进入买方市场,整个行业面临更多新挑战,受竞争加剧影响,不少实力薄弱的企业陆续被洗牌出局,市场为行业强者挪腾更多发展空间。公司通过近几年的改革(供应链、终端渠道、品牌提升方面等),综合实力明显改善,进入新的上升通道,业绩逆市增长,公司旗下森马品牌目前已经成为国内休闲装第一品牌,2015年初起在线下展开新一轮的强势扩张。

■ 巴拉巴拉品牌稳居童装行业龙头

巴拉巴拉品牌在童装行业中优势明显,营收规模和影响力都居行业首位;童装行业拥有高标准、高工艺、高规格的壁垒,极大限制了行业竞争者入侵,而公司具备先发优势,牢据龙头地位,目前中国市场没有第二品牌可以与其竞争;巴拉巴拉市占率约3%,我们预计该品牌未来的市场规模能达10%,终端销售有望超越百亿规模。此外,公司培育童装新品牌,探索儿童产业,这都将为公司业绩增长带来积极影响。

■ 全渠道覆盖,电商渠道表现突出

公司终端渠道由之前的街边店、步行店、社区店,转型为全渠道(包括街边店、步行店、社区店、购物中心、百货、电商渠道);公司看重购物中心和线上电商两大新兴渠道的发展,后者表现尤为突出,目前公司已完成入驻第三方电商平台、自建互联网品牌平台以及收购跨境电商的全方位探索;公司旗下的电子商务公司已有1000名员工,为全渠道战略执行提供充分保障。

■ 公司极有可能成为国际性的服饰集团

中国将成为全球最大的品牌服装消费市场,未来本土极有可能出现国际性的品牌服饰集团;从公司目前的发展成就和多品牌战略定位来看,公司最有望率先实现这一目标,跻身国际服饰集团行列。

主要财务指标

| | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8147 | 9445 | 11450 | 13884 |
| 增长率(%) | 12% | 16% | 21% | 21% |
| 归属母公司所有者净利润(百万元) | 1092.3 | 1419.3 | 1744.4 | 2165.2 |
| 增长率(%) | 21% | 30% | 23% | 24% |
| 每股收益(元) | 0.815 | 1.059 | 1.302 | 1.616 |
| 净资产收益率(%) | 12.8% | 14.3% | 15.0% | 15.7% |
| 每股经营现金流(元) | 1.14 | | | |

目录

| | |
|------------------------------|----|
| 森马休闲装业务晋升国内第一 | 6 |
| 公司总体业绩持续增长 | 6 |
| (一) 营收与利润处于行业前列 | 6 |
| (二) 成本费用控制能力增强 | 6 |
| (三) 儿童服饰业务比重提高 | 7 |
| (四) 盈利能力明显提升 | 8 |
| 休闲服饰业务新一轮扩张 | 9 |
| (一) 休闲装业务筑底回升 | 9 |
| (二) 市场扩容, 行业整合进行时 | 10 |
| (三) 2015 年线下逆势扩张 | 12 |
| 巴拉巴拉品牌稳居童装行业龙头 | 13 |
| 儿童服饰业务稳中求进 | 13 |
| (一) 童装表现可圈可点 | 13 |
| (二) 童装存在行业壁垒 | 14 |
| (三) 以实力把握机遇 | 15 |
| 收购早教机构, 布局儿童教育 | 17 |
| (一) 儿童早教市场前景 | 17 |
| (二) 早教市场竞争格局 | 18 |
| (三) 收购早教机构股权 | 19 |
| 集团打造“梦多多”, 为儿童产业链蓄势 | 20 |
| (一) 投资《快乐梦多多》, 动漫先锋做铺垫 | 20 |
| (二) 建设梦多多小镇, 为儿童商业摸索经验 | 21 |
| 全渠道覆盖, 电商渠道表现突出 | 23 |
| 跟随大势, 线下挺进购物中心 | 23 |
| (一) 购物中心是线下渠道新主流 | 23 |
| (二) 初步探索取得成就 | 24 |
| 积极行动, 拥抱电商新机遇 | 25 |
| (一) 服装电商市场发展迅速 | 25 |
| (二) 公司电商业绩表现出色 | 26 |
| (三) 电商新探索——哥来买 | 27 |
| 进军跨境电商领域 | 29 |

| | |
|----------------------------|----|
| (一) 跨境电商市场前景看好 | 29 |
| (二) 跨境电商市场竞争现状 | 29 |
| (三) 森马与韩国跨境电商 ISE 合作 | 30 |
| 公司极有可能成为国际性的服饰集团 | 32 |
| 多品牌运营 | 32 |
| (一) 公司始终注重品牌管理 | 32 |
| (二) 资源充沛, 支持多品牌战略 | 33 |
| (三) 森马多品牌战略布局 | 34 |
| 维持“买入”评级 | 35 |
| 投资风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 森马服饰营业收入及同比 | 6 |
| 图 2: 森马服饰归属于母公司的净利润及同比 | 6 |
| 图 3: 2014 年服装行业上市公司营业收入规模对比 | 6 |
| 图 4: 2014 年服装行业上市公司归属于母公司的净利润规模对比 | 6 |
| 图 5: 2009-2014 年公司营业收入和营业成本增长率对比 | 7 |
| 图 6: 2014 年休闲服饰上市企业营业收入和营业成本增长率对比 | 7 |
| 图 7: 2008-2014 年森马服饰期间费用率 | 7 |
| 图 8: 2008-2014 年休闲服饰上市企业期间费用率对比 | 7 |
| 图 9: 森马服饰休闲装与童装营业收入规模对比 | 8 |
| 图 10: 森马服饰休闲装与童装毛利规模对比 | 8 |
| 图 11: 2008-2014 年休闲服饰上市公司毛利率对比 | 8 |
| 图 12: 2014 年森马服饰休闲装与童装收入占比 | 8 |
| 图 13: 2008-2014 年休闲服饰上市公司净利率对比 | 8 |
| 图 14: 2014 年年底森马门店数为 3542 家 | 9 |
| 图 15: 2008-2014 年休闲服饰上市公司应收账款周转率对比 | 9 |
| 图 16: 2008-2014 年休闲服饰上市公司存货周转率对比 | 9 |
| 图 17: 2008-2014 年森马服饰应收账款和存货 | 9 |
| 图 18: 森马服饰休闲装业务营业收入及同比 | 10 |
| 图 19: 森马服饰休闲装业务毛利及同比 | 10 |
| 图 20: 居民可支配收入不断增长 | 11 |
| 图 21: 居民人均衣着消费支出不断增长 | 11 |
| 图 22: 到 2017 年, 休闲服装市场规模有望突破 8000 亿元 | 11 |
| 图 23: 到 2017 年, 中档休闲服装市场规模有望突破 2900 亿元 | 11 |
| 图 24: 森马温州五马街旗舰店夜景 | 13 |

| | |
|--|-------------------|
| 图 25: 森马旗舰店内景..... | 13 |
| 图 26: 森马服饰童装业务营业收入及同比..... | 14 |
| 图 27: 森马服饰童装业务毛利及同比..... | 14 |
| 图 28: 森马服饰童装业务毛利率..... | 14 |
| 图 29: 2014 年年底巴拉巴拉门店数为 3540 家..... | 14 |
| 图 30: 儿童健康更容易受到某些特定化学物质影响的原因..... | 15 |
| 图 31: 绿色和平调查显示世界品牌童装存在多种有毒有害物质残留..... | 15 |
| 图 32: 我国与儿童服装产品相关的标准..... | 15 |
| 图 33: 童装生产中多个环节都需注意安全标准..... | 15 |
| 图 34: 中国童装市场销售额逐年增长..... | 16 |
| 图 35: 前十大童装品牌市场占有率..... | 16 |
| 图 36: 不同服装公司做童装的风格不一..... | 16 |
| 图 37: 中国中产阶级家庭比例将不断上升..... | 16 |
| 图 38: 巴拉巴拉折纸概念店..... | 17 |
| 图 39: 巴拉巴拉第六代形象店开幕仪式..... | 17 |
| 图 40: 2015 年中国家庭每月教育支出情况..... | 18 |
| 图 41: 2015 年中国 0-6 岁家庭月收入/每月教育支出情况..... | 18 |
| 图 42: 早教机构数目众多..... | 18 |
| 图 43: 早教机构教师学历分布..... | 18 |
| 图 44: 2013 年知名早教企业支持率..... | 19 |
| 图 45: 儿童教育产业链..... | 19 |
| 图 46: 动画片《快乐梦多多》登录央视少儿频道..... | 20 |
| 图 47: 《快乐梦多多》里的卡通人物形象..... | 20 |
| 图 48: 动画片《海尔兄弟》为一代人的回忆..... | 21 |
| 图 49: 海尔集团标志性 Logo..... | 21 |
| 图 50: 梦多多小镇于 2015 年暑假开张..... | 22 |
| 图 51: 香港迪斯尼乐园宣传海报..... | 22 |
| 图 52: 梦多多小镇官方海报..... | 22 |
| 图 53: 梦多多小镇内景图..... | 22 |
| 图 54: 梦多多职业体验店参展文博会..... | 23 |
| 图 55: 梦多多小镇斩获 2015 文博会“最佳人气”奖..... | 错误! 未定义书签。 |
| 图 56: 森马服饰货币资金..... | 23 |
| 图 57: 儿童产业生态图..... | 23 |
| 图 58: 我国每年新增购物中心数量..... | 24 |
| 图 59: 截止到 2014 年, 我国已有近 4000 家购物中心..... | 24 |
| 图 60: 2014 年网络购物交易规模达到 2.8 万亿, 增长 48.7%..... | 25 |
| 图 61: 2014 年网购交易规模占社会消费品零售总额的 10.6%..... | 25 |
| 图 62: 2014 年服装网购市场规模达 6153 亿元..... | 25 |
| 图 63: B2C 购物占比不断增加..... | 25 |
| 图 64: 森马已入驻天猫商城等主流电子商务平台..... | 26 |
| 图 65: 电商部门的运营对公司降低库存起积极作用..... | 26 |
| 图 66: 森马电商与电商女装第一品牌韩都衣舍的销售业绩对比..... | 26 |
| 图 67: 2014 年电商收入占公司业务收入的 12%..... | 26 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 68: 哥来买口号“极致产品尽显品味” | 27 |
| 图 69: 2015 年森马电商三周年庆 | 27 |
| 图 70: 目前零售进口规模极小, 增长潜力最大 | 30 |
| 图 71: 国内跨境电商三大阵营 | 30 |
| 图 72: WIZWID 网站页面设计简洁, 用户体验感佳 | 31 |
| 图 73: WConcept 网站目前已提供中文页面 | 31 |
| 图 74: CHIC2015 巴拉巴拉展台 | 33 |
| 图 75: 宝洁中国的多品牌阵营 | 33 |
| 图 76: 森马服饰休闲装业务鞋类和衬衫毛利率最高 | 34 |
| 图 77: 森马服饰童装业务配饰类毛利率近乎 50% | 34 |
| | |
| 表 1: 我国 2014 年城市分级情况 | 10 |
| 表 2: 2015 年五一期间部分森马品牌新开门店情况 | 12 |
| 表 3: 部分快时尚品牌在中国的发展情况 | 13 |
| 表 4: 巴拉巴拉品牌历史 | 16 |
| 表 5: 幼儿园教育和早期教育的差异 | 17 |
| 表 6: 中国早教市场知名品牌 | 18 |
| 表 7: 天才宝贝和小小地球在早教领域经验丰富 | 19 |
| 表 8: 《海尔兄弟》和《快乐梦多多》对比 | 21 |
| 表 9: 梦多多小镇的业态类型 | 22 |
| 表 10: 儿童业态对购物中心的贡献 | 24 |
| 表 11: 三种 B2C 电商模式 | 28 |
| 表 12: 2015 年各大平台型电商的入驻费用标准 | 28 |
| 表 13: 2015 年 4 月以来我国支持跨境电商的部分政策 | 29 |
| 表 14: ISE 旗下两大主要电商网站具备多年行业经验 | 31 |
| 表 15: 2002-2014 年森马品牌运营历程 | 32 |
| 表 16: 森马目前资源充沛, 足以支撑多品牌的发展 | 33 |
| 表 17: 森马服饰的多品牌阵营 | 34 |

森马休闲装业务晋升国内第一

森马服饰是国内服装行业上市企业中的佼佼者，公司于 2011 年 3 月上市，截止到 2014 年年底总资产规模达 103.7 亿。公司主要产品为年轻休闲服饰和儿童服饰，分别定位于大众休闲服饰市场和中端儿童服饰市场。除公司旗下巴拉巴拉为童装龙头品牌外，目前公司森马品牌已晋升为国内休闲服饰第一品牌。

公司总体业绩持续增长

(一) 营收与利润处于行业前列

2014 年报告期间，公司营业收入 81.47 亿元，相比上年同期增长 11.70%，归属于母公司的净利润 10.92 亿元，相比上年同期增长 21.09%。与整个服装行业对比来看，公司营业收入和净利润水平皆处于行业前列，表现远超其他休闲服饰上市企业。2015 年第一季度公司实现营业收入 16.5 亿元，相比上年同期增长 13.60%，归属于母公司的净利润 1.96 亿元，相比上年同期增长 21.98%。

图 1：森马服饰营业收入及同比

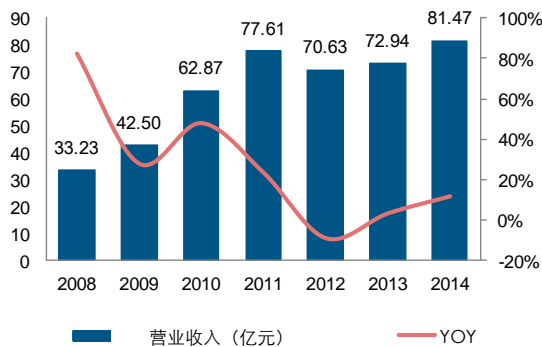
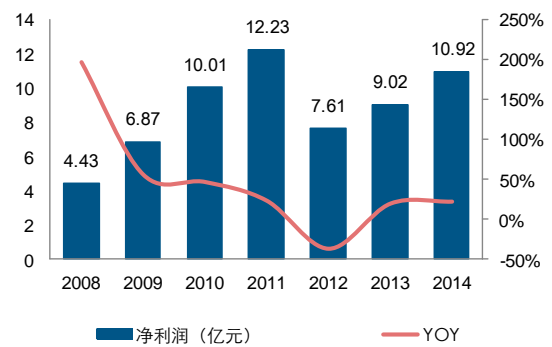


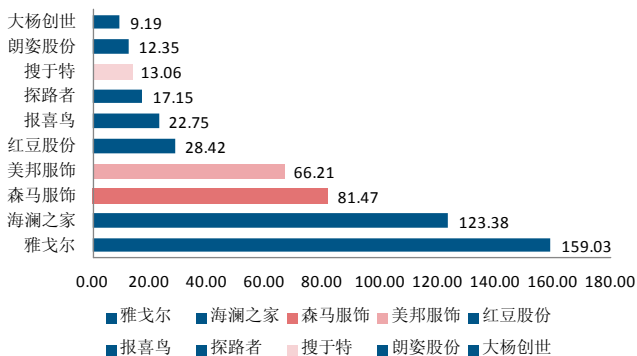
图 2：森马服饰归属于母公司的净利润及同比



资料来源：Wind，长江证券研究部

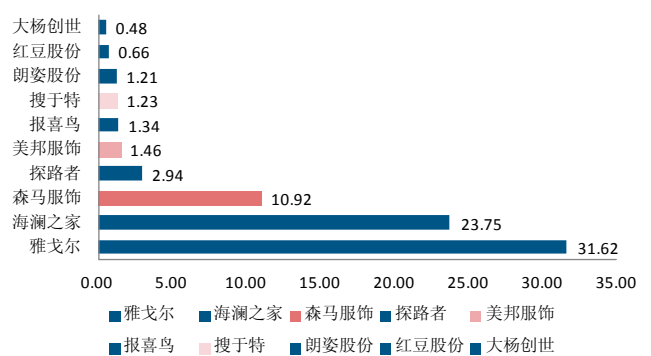
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：2014 年服装行业上市公司营业收入规模对比



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：2014 年服装行业上市公司归属于母公司的净利润规模对比



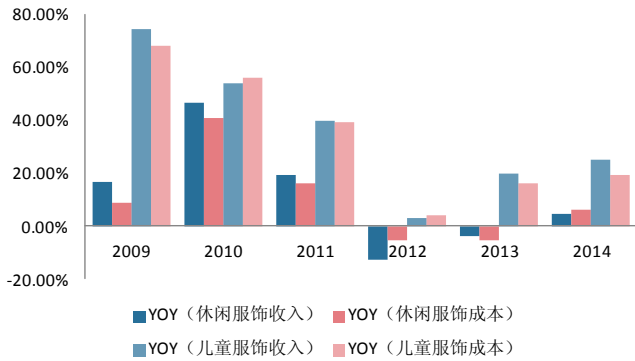
资料来源：Wind，长江证券研究部

(二) 成本费用控制能力增强

近年来，公司加强对供应链和销售终端的资源整合，成本费用控制能力进一步增强。

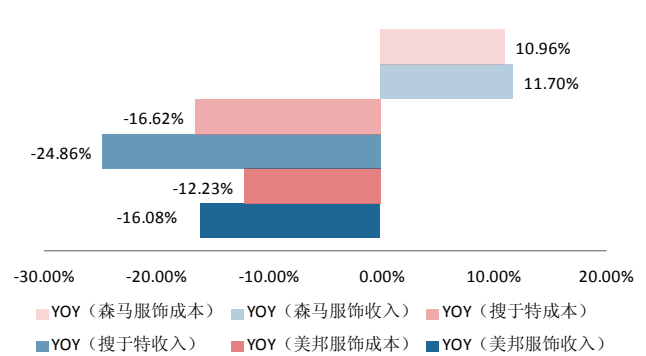
供应链管理水平的提高。2014 年公司提出供应商减半工作目标，目前公司的供应商数量已从 400 多家降低至 200 家左右。公司的供应链管理从松散型转为紧密合作型，产品 SKU 数量得以优化，产品更加聚焦，规模效应得到进一步的体现。

图 5：2009-2014 年公司营业收入和营业成本增长率对比



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：2014 年休闲服饰上市企业营业收入和营业成本增长率对比

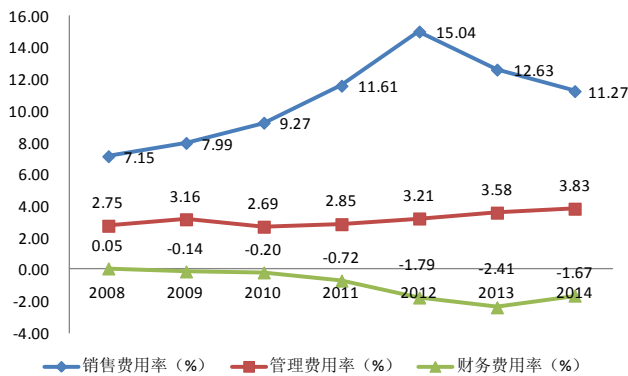


资料来源：Wind，长江证券研究部

销售终端明显改进。公司销售以加盟模式为主，直营模式为辅，过去几年，公司逐步对加盟店进行调整，“小店变大店”，门店地理位置和面积都得到改善，随着各地门店陆续升级换代，公司销售终端的业绩将有明显提升。

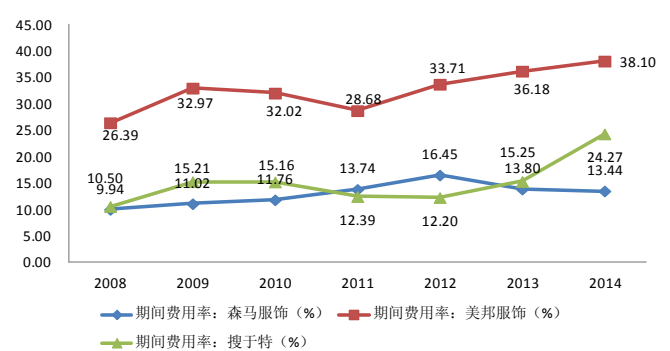
2014 年，公司销售费用率为 11.27%，保持下降趋势，管理费用率和财务费用率有小幅上升；从 2012 年到 2014 年，公司期间费用率已是连续三年下降；与行业中其他两家休闲服饰上市企业对比，2014 年公司 13.44% 的期间费用率处于低值水平。

图 7：2008-2014 年森马服饰期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：2008-2014 年休闲服饰上市企业期间费用率对比

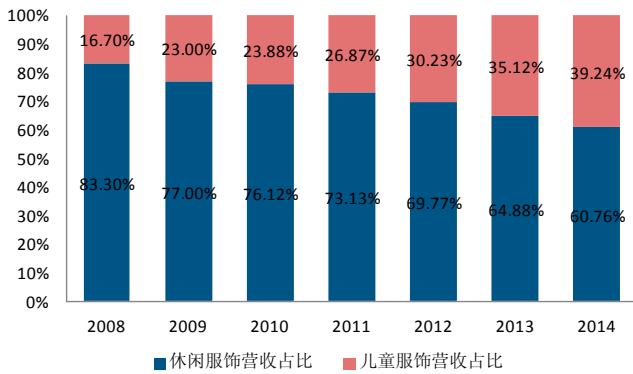


资料来源：Wind，长江证券研究部

(三) 儿童服饰业务比重提高

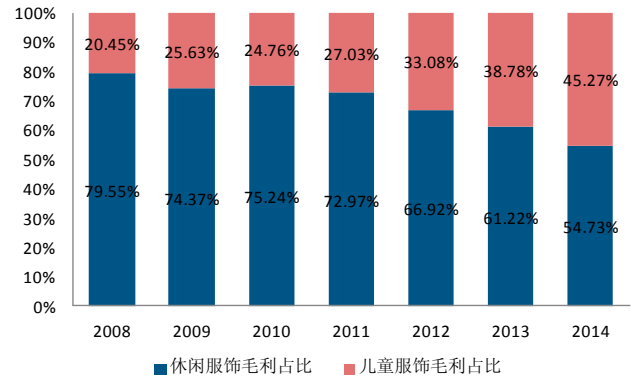
童装业务占公司业务比重不断提升。2014 年全年儿童服饰收入占公司服饰营业收入的 39.24%，相比上年提高 4.12 个百分点；儿童服饰毛利规模占公司总毛利的 45.27%，相比上年提高 6.49 个百分点。

图 9: 森马服饰休闲装与童装营业收入规模对比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 10: 森马服饰休闲装与童装毛利规模对比

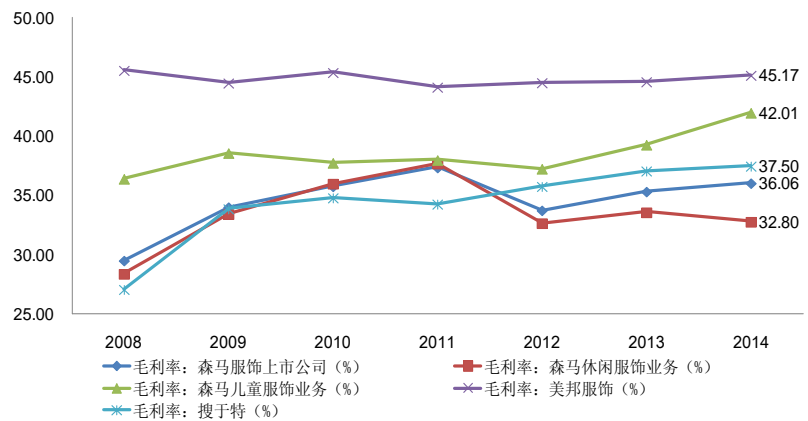


资料来源: Wind, 长江证券研究部

(四) 盈利能力明显提升

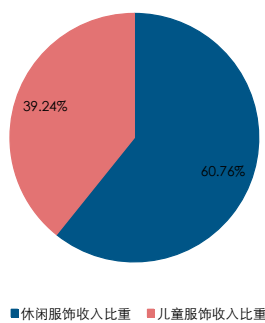
受益于成本费用控制能力增强和童装业务比重加大, 公司整体盈利能力有明显提升。2014 年公司净利润率为 13.35%, 远远领先于同行, 且保持上升趋势; 公司休闲服饰业务毛利率为 32.80%, 儿童服饰业务毛利率为 42.01%, 前者小幅下降, 后者明显提升; 上市公司总体毛利率为 36.06%, 低于美邦水平, 但处于连续提升状态。

图 11: 2008-2014 年休闲服饰上市公司毛利率对比



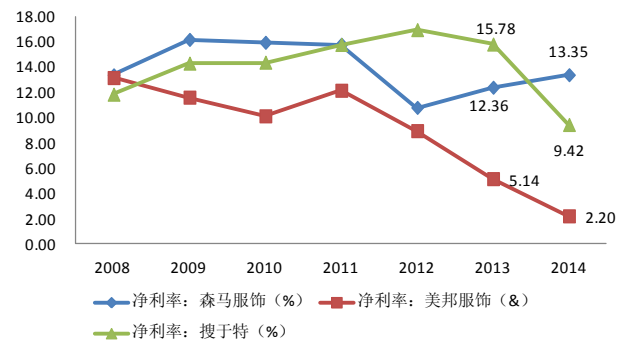
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 12: 2014 年森马服饰休闲装与童装收入占比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 13: 2008-2014 年休闲服饰上市公司净利润率对比



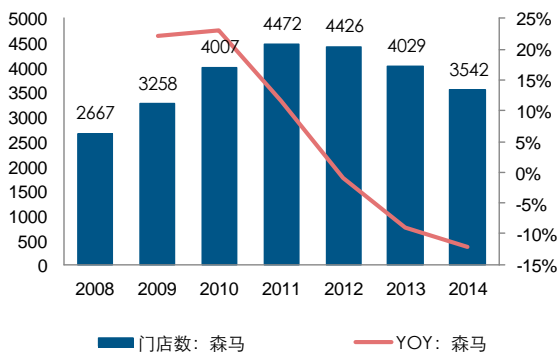
资料来源: Wind, 长江证券研究部

休闲服饰业务新一轮扩张

(一) 休闲装业务筑底回升

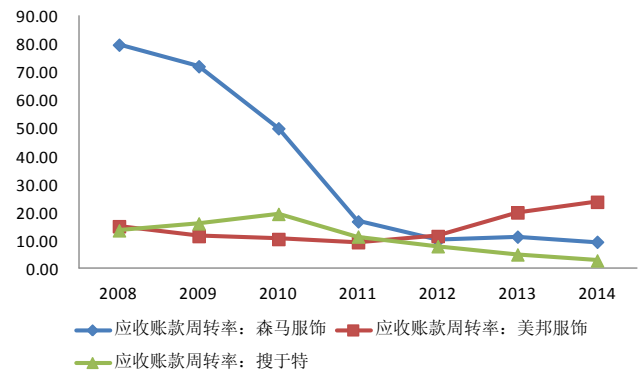
公司率先走出行业危机，目前已经完成门店调整。从 2012 年到 2014 年，整个服装行业遭遇了市场寒流，传统的简单粗放外延扩张模式受到严重挑战；外来的服装品牌侵占市场份额，以致于大量国内服装企业库存积压，门店倒闭；而市场竞争加剧和需求变动对公司休闲服饰业务影响最大，公司从 2012 年开始对森马品牌门店进行调整，逐步关闭盈利不佳的门店，并对部分门店进行扩充升级；截止到 2014 年年底，森马品牌门店数目调整至 3542 家，营业面积与往年基本一致。

图 14：2014 年年底森马门店数为 3542 家



资料来源：Wind，长江证券研究部

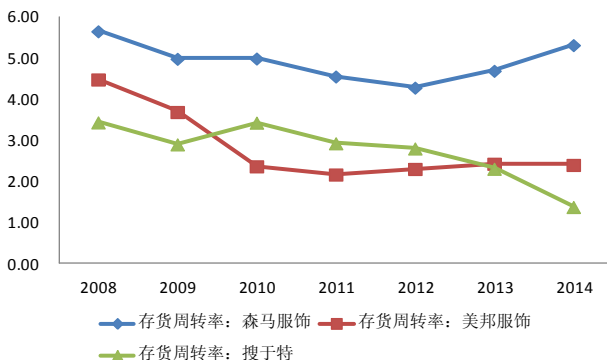
图 15：2008-2014 年休闲服饰上市公司应收账款周转率对比



资料来源：Wind，长江证券研究部

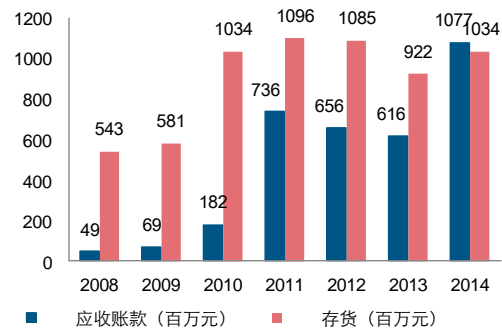
危机应对效果显著，业绩拉动应收账款和存货回升。公司秉承“小河有水大河满”的理念，通过向加盟商出让部分利益，加快商品库存的周转；从 2011 年开始，公司应收账款周转率有明显下降，应收账款回收期拉长，但存货周转率显著提升；公司存货周转率明显高于同处休闲服饰领域的美邦服饰；从 2011 年到 2013 年，公司存货和应收账款水平逐步下降，直到 2014 年业务拓展开始回升。

图 16：2008-2014 年休闲服饰上市公司存货周转率对比



资料来源：Wind，长江证券研究部

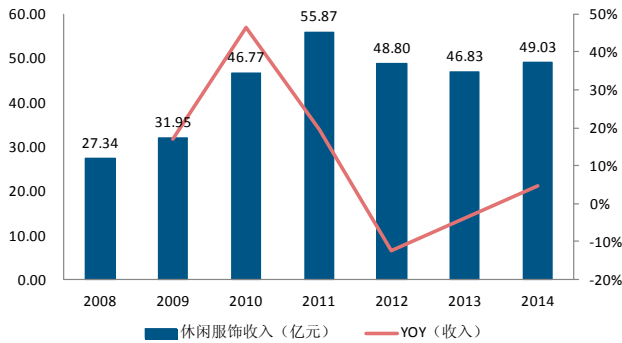
图 17：2008-2014 年森马服饰应收账款和存货



资料来源：Wind，长江证券研究部

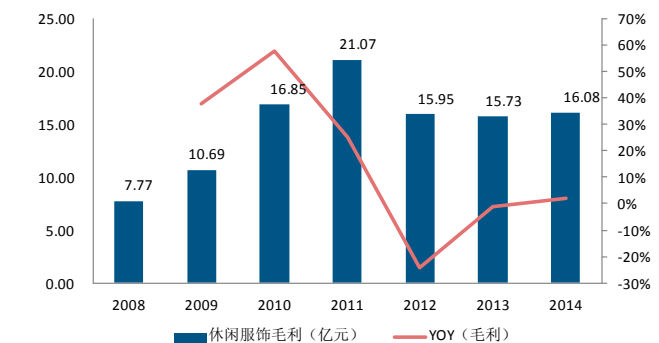
2014 年，公司休闲服饰业务营业收入为 49.03 亿元，同比增长 4.69%，毛利润为 16.08 亿元，同比增长 2.22%，扭转 2012 年、2013 年连续两年下滑趋势；预期随着公司休闲服饰供应链完善、渠道优化，休闲服饰营业收入将有明显增长。

图 18: 森马服饰休闲装业务营业收入及同比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 19: 森马服饰休闲装业务毛利及同比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

(二) 市场扩容, 行业整合进行时

经济发展推动服饰等消费品需求增长。过去多年, 我国经济水平保持平稳增长趋势, 居民可支配收入也在不断增长。作为衣食住行等基本生活需求之一, 居民对服饰产品的消费量和频次也在增加, 服饰需求增长, 服饰市场整体扩容。

在市场扩容过程中, 三四线城市的市场潜力逐步凸显。根据《第一财经周刊》2014年的调查, 目前我国存在19个一线城市、36个二线城市、74个三线城市、76个四线城市和200个五线城市。随着城市经济的发展, 一线城市居民可支配收入增长较为平缓, 而二、三、四线城市经济则进入快速增长期, 居民可支配收入水平增长较为迅速。以北京(一线城市)和九江(三线城市)为例: (1) 2014年全年北京市城镇居民人均家庭总收入49730元, 同比增长9.8%, 其中, 人均可支配收入43910元, 同比增长8.9%; (2) 2014年全年九江城镇居民人均可支配收入25077元, 比上年增长10.2%; 人均消费性支出15718元, 增长12.8%。后者消费潜力增速高于前者。

表 1: 我国 2014 年城市分级情况

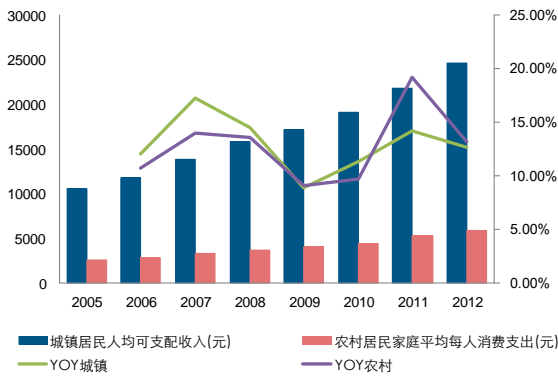
| 城市分级 | 个数 | 典型城市 |
|------|-----|--|
| 一线城市 | 19 | “北上广深”4个传统一线城市; 成都、杭州、南京、武汉、天津、西安、重庆、青岛、沈阳、长沙、大连、厦门、无锡、福州、济南15个 |
| 二线城市 | 36 | 宁波、昆明、苏州、郑州、长春、合肥、南昌、哈尔滨、常州、烟台、南宁、温州、石家庄、太原、南通、扬州、徐州、大庆等36个城市 |
| 三线城市 | 74 | 三亚, 赣州, 九江, 金华, 泰安, 榆林, 许昌, 新乡, 舟山, 慈溪, 南阳, 聊城, 海口, 东营, 淄博, 漳州, 保定, 沧州, 丹东等74个城市 |
| 四线城市 | 76 | 衢州、太仓、张家口、湛江、眉山、常德、盘锦、枣庄、资阳、宜宾、赤峰、余姚、清远、蚌埠、宁德、莆田、诸暨等76个城市 |
| 五线城市 | 200 | 玉溪、铜陵、宿州、菏泽、益阳、衡水、梧州、汉中、嘉善县、宜春、莱芜、达州、海门、本溪、即墨、自贡、如皋等200个城市 |

资料来源: 第一财经周刊, 长江证券研究部

三四线城市周边的农村居民消费力提升。目前我国城镇居民和农村居民的人均可支配收入和衣着消费支出存在较大差距; 随着农村经济水平的发展和消费结构的变化, 近几年农村居民人均衣着消费支出的增幅超过城镇居民相应支出的增幅; 而农村居民普遍分布

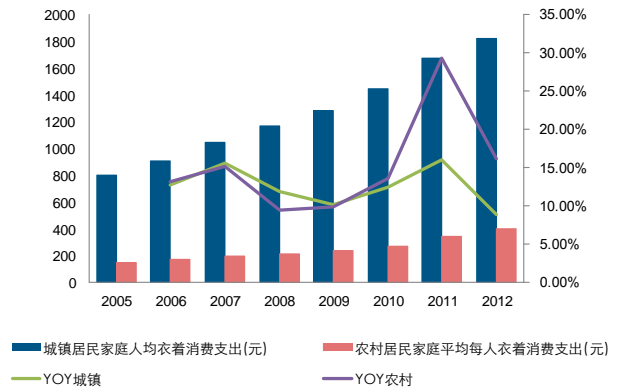
在三四线城市周边，随着其消费观念的转变、出行交通方案的日益便捷，越来越多农村居民减少或放弃在零售批发市场的服饰购买行为，转为在中心城市的品牌门店进行消费。在此背景下，市场上包括国外快时尚品牌在内的众多服饰品牌都开始渠道下沉，以囊括更多消费者。

图 20：居民可支配收入不断增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

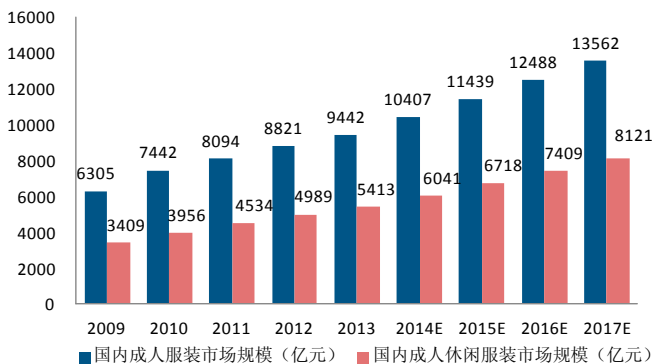
图 21：居民人均衣着消费支出不断增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

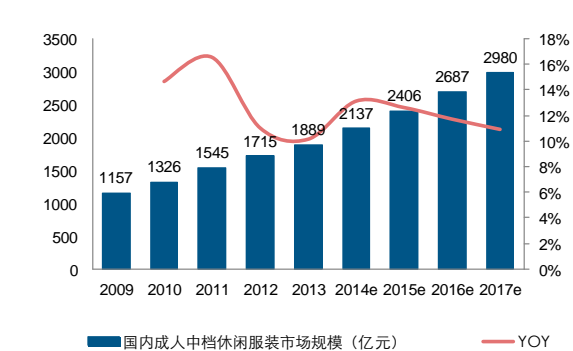
在所有的服装种类中，休闲装是服饰市场最庞大的分支。作为人们在日常休闲生活中穿着的服饰，休闲装所涵盖的品类和适用情形远远超过正装和运动装，它适合工作、学习、旅游、社交等诸多场合；休闲装按功能分为商务休闲、高尔夫、时尚休闲、时尚运动、青春休闲等类型，按设计风格分为前卫、运动、浪漫、古典、民俗和乡村休闲等类型，丰富的品类充分满足消费者个性化需求；根据中国产业信息网的数据，2013年，中国成人休闲服装的市场零售额规模达到5413亿元，较上一年增长8.5%，占同期总体成人服装市场的57.3%；预期到2017年，成人休闲服装市场规模有望突破8000亿元，中档休闲服装市场规模将突破2900亿元。

图 22：到 2017 年，休闲服装市场规模有望突破 8000 亿元



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究部

图 23：到 2017 年，中档休闲服装市场规模有望突破 2900 亿元



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究部

目前整个休闲装行业呈现快速集中化的特点。在过去几年的行业库存危机中，大量中小品牌因资本实力的缺失、危机应对措施的匮乏而快速退出市场；Zara、H&M、Gap、UNIQLO等国际品牌的强势入驻和扩张加剧了行业竞争，市场日益考验企业的产品研发设计、品牌运营、供应链管理等综合能力。森马服饰作为本土休闲服饰的领军企业，有望在这一轮行业快速洗牌过程中占据有利地位，赢取更多市场份额。

(三)2015 年线下逆势扩张

从 2015 年年初开始，公司开展新一轮市场拓展。2015 年第一季度，森马品牌新增 70 家门店，五一期间，森马在全国市场开设门店 128 家，上半年森马品牌新增门店已超 200 家；预期全年森马品牌门店新增 500 家，门店新增面积将达 15 万平方米。此次拓展不同于创业初期市场拓展，主要表现包括：

多开店：渠道继续向二三线城市下沉

以五一期间为例，公司新增门店多位于二三线城市。此类城市及其周边居民消费水平的提高为公司扩张奠定了客观基础；一线城市市场竞争的加剧，促使公司进行新渠道建设；公司向二三线城市进一步下沉，符合自身品牌定位，并可利用早期门店扩张布局优势，进一步发挥公司品牌价值，为公司赢得发展空间。

表 2：2015 年五一期间部分森马品牌新开门店情况

| 市场 | 开业时间 | 面积 (m ²) | 市场 | 开业时间 | 面积(m ²) |
|----|----------|----------------------|-----|-----------|---------------------|
| 曲靖 | 2015/5/1 | 882 | 天津 | 2015/4/30 | 1326 |
| 顺德 | 2015/5/1 | 710 | 博爱 | 2015/4/30 | 556 |
| 邵阳 | 2015/5/1 | 637 | 宝安 | 2015/4/30 | 434 |
| 侯马 | 2015/5/1 | 522 | 镇江 | 2015/4/30 | 420 |
| 延安 | 2015/5/1 | 430 | 驻马店 | 2015/4/29 | 562 |
| 石岩 | 2015/5/1 | 428 | 太原 | 2015/4/25 | 1000 |
| 公明 | 2015/5/1 | 420 | 广州 | 2015/4/25 | 1035 |
| 闽良 | 2015/5/1 | 404 | 上饶 | 2015/4/25 | 1000 |
| 寮步 | 2015/5/1 | 402 | 厚街 | 2015/4/25 | 1000 |

资料来源：公司官网，长江证券研究部

开大店：单店面积明显提升。

创业期的森马品牌门店多为街边小店，位于商业建筑一层，以 100 平米左右面积为主，租金成本较高，容纳产品系列有限；而此次市场拓展公司推行的是面积为 200~400 平方米、400~800 平方米、800~1000 平方米的店铺，店铺位置上移至二三楼，成本下降，并可容纳多个产品系列。

开好店：店铺升级带来消费体验改善。

公司通过推广森马第十代店铺新形象以及向符合条件的经销商发放百万红包，目前已经在全系统展开终端门店店铺升级方案，各城市地区森马门店陆续升级换装；新门店经营布局合理，各个品类的面积结构与消费者的需求匹配，设计注重氛围打造，消费者购物体验明显改善。

对于公司而言，此次在线下进行门店扩张和升级，是充分把握渠道资源整合机遇、积极应对国际品牌挑战的表现。据数据统计，截止至 2015 年 6 月 30 日，十大快时尚品牌已在中国开设超 1322 家门店；包括 UNIQLO、H&M 在内的多家快时尚品牌在过去几年

内不断增设对中国市场的投入，门店增长迅速，且同样向二三线城市渠道下沉；品牌竞争向二三线城市蔓延，公司抢先整合优质渠道资源，有利于未来直面国际品牌的挑战。

图 24：森马温州五马街旗舰店夜景



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 25：森马旗舰店内景



资料来源：公司官网，长江证券研究部

表 3：部分快时尚品牌在中国的发展情况

| 品牌名称 | UNIQLO | H&M | Zara | Gap |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 进入中国市场的时间 | 2002年 | 2007年 | 2006年 | 2010年 |
| 2014年内地门店增长数 | 80家 | 60家 | 17家 | 10家 |
| 2015年上半年内地门店增长数 | 28家 | 18家 | 5家 | 1家 |
| 截止2015年6月底内地门店数 | 363家 | 263家 | 164家 | 90家 |

资料来源：赢商网，长江证券研究部

巴拉巴拉品牌稳居童装行业龙头

儿童是消费群体中的重要力量，具备巨大的市场潜力。在 2010 年我国第六次人口普查统计中，0-14 岁儿童业人数合计为 2.2 亿人，占当时人口 13.3 亿总数的 16.54%；近年来随着 80-90 后进入婚育高峰期，再加上单独二孩政策实施，新一波婴儿潮掀起，儿童群体数目将维持巨量；儿童相关产业利润率较高，受经济水平提高、家庭结构变化等相关因素影响，家庭在儿童相关支出上普遍更舍得投入。从人口学角度和经济发展水平来看，瞄准儿童群体，开拓儿童相关产业，存在极大的价值成长空间。

公司旗下巴拉巴拉品牌为国内童装龙头，在市场中占据绝对优势，行业壁垒和“强者愈强”的竞争格局将为公司业务增长进一步带来增长空间。此外，公司积极布局儿童早教、动漫影视等相关儿童产业，向儿童产业综合服务商转变。

儿童服饰业务稳中求进

(一) 童装表现可圈可点

公司童装业务历史表现卓越

公司从 2002 年开始生产儿童服饰，多年来童装业务始终保持增长，2008 年到 2014 年期间童装营收复合增长率高达 33.96%；2014 年公司儿童服饰营业收入合计 31.67 亿元，相比上年同期增长 24.91%，儿童服饰业务毛利为 13.31 亿，相比上年同期增长 33.49%，儿童服饰毛利率为 42.01%，提高 0.27%。

童装业务未来形势依旧看好

2014 年年末巴拉巴拉在全国的门店数达 3540 家，在一二三四线城市均有覆盖，预计 2015 年开店 400-500 家，其中 20% 的巴拉巴拉门店将开在购物中心；除巴拉巴拉之外，公司童装事业部拥有婴童品牌 minibalabala、代理奢侈品牌 Sarabanda 和儿童配饰品牌梦多多，差异化品牌有利公司在童装领域精耕细作；线上电商部分，2014 年童装业务电商收入约 4 亿元，2015 年目标为 7 亿元；目前公司儿童服饰品牌在市场处于遥遥领先的地位，公司已经建立完善的线下体系，未来计划打造对接线上线下儿童服务资源的平台。

此外，公司控股股东森马集团打造的儿童商业综合体梦多多小镇，定位儿童一站式购物，创新试验模式将对上市公司童装经营产生积极影响。

图 26: 森马服饰童装业务营业收入及同比

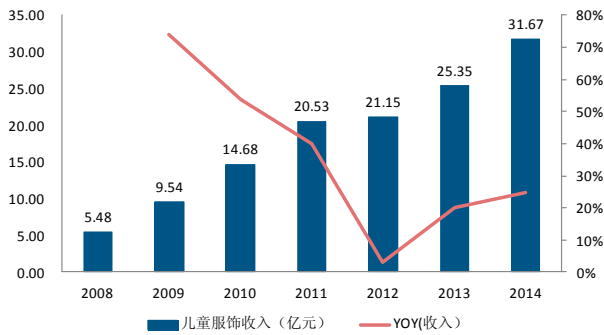
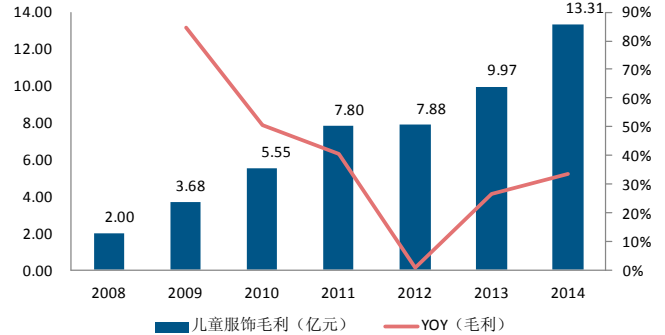


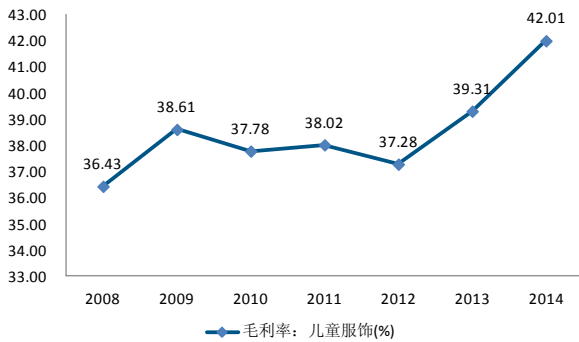
图 27: 森马服饰童装业务毛利及同比



资料来源: Wind, 长江证券研究部

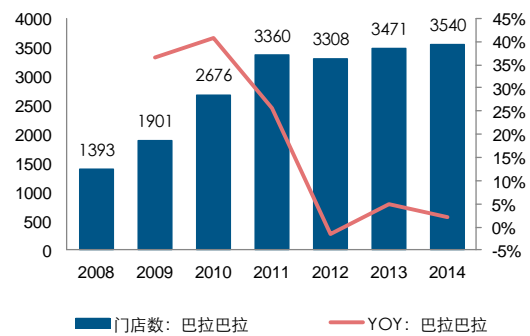
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 28: 森马服饰童装业务毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 29: 2014 年年底巴拉巴拉门店数为 3540 家



资料来源: 长江证券研究部

(二) 童装存在行业壁垒

童装行业存在较高的行业壁垒，并非所有企业都能做好童装。公司作为开拓童装领域的领先者，具备先发优势。

童装生产要求标准高

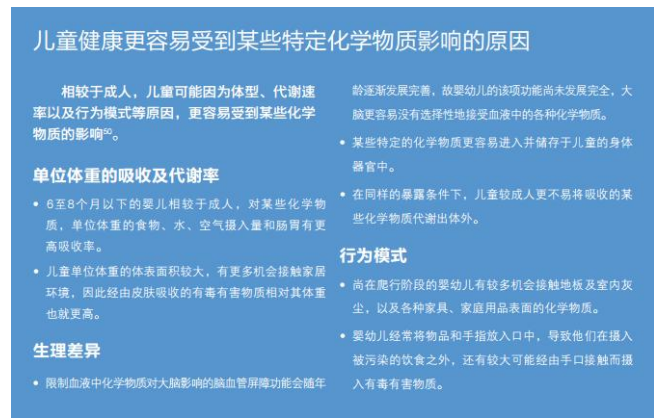
出于体型、代谢速率以及行为模式等原因，儿童相比成年人更容易受到某些化学物质的影响，因而童装生产需更注重安全环保；2012 年世界环保组织绿色和平公布《童流河污——全球品牌童装有毒有害物质残留调查》的报告披露了阿迪达斯、迪斯尼、李宁等

多个品牌童装存在有害物质残留的童装安全现状；随着各国政府针对儿童服装所颁发的生产标准数目和条件日益增多，行业标准提升，资金实力薄弱、缺乏技术研发的中小企业将陆续被淘汰出局。

生产工艺和规格要求

童装在生产工艺以及生产规格上较成人装都更为复杂。首先，为体现出童装富有童趣，在童装设计生产中往往采用绣花、贴花、印花、嵌线、镶拼等工艺作为点缀，这些工艺的采用会延长生产流程，增加生产耗时。其次，童装规格的广度远远高于成人装的，以年龄定位在 5-12 岁的童装为例，投产一个款式必须将每个年龄段、每个颜色、每个性别都备齐，按 8 个年龄段计算，每款有 3 个颜色，就必须生产 24 件，如一组款式系列为 5 款，再分男童和女童，最终服装类型将超过百个。

图 30：儿童健康更容易受到某些特定化学物质影响的原因



资料来源：国际环保组织绿色和平，长江证券研究部

图 32：我国与儿童服装产品相关的标准

| 儿童服装标准 | |
|------------------------------------|-----------------------------|
| 国家强制性标准 | |
| GB18401 - 2010《国家纺织品安全技术和规范》 | |
| GB5296.4 - 1998《消费品使用说明纺织品和服装使用说明》 | |
| 国家推荐标准 | |
| GB/T1335.3 - 1997《儿童服装号型》 | |
| 产品标准 | |
| FZ/T81014 - 2008《婴幼儿服装》 | FZ/T73025 - 2006《婴幼儿针织服饰》 |
| FZ/T81003 - 2003《儿童服装、学生服》 | FZ/T73007 - 2002《针织运动服》 |
| FZ/T73008 - 2002《针织T恤衫》 | FZ/T73021 - 2004《针织学生服》 |
| FZ/T81004 - 2003《连衣裙、裙套》 | SN/T1522 - 2005《儿童服装安全技术规范》 |

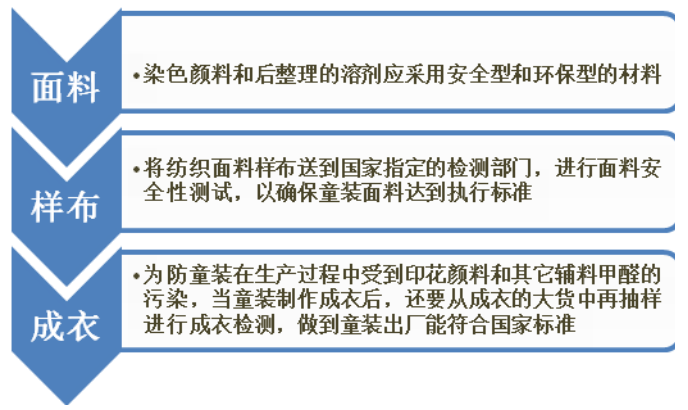
资料来源：全国纺织品标准化技术委员会，长江证券研究部

图 31：绿色和平调查显示世界品牌童装存在多种有毒有害物质残留

| 样品数 | 壬基酚聚氧乙烯醚 | 邻苯二甲酸酯 | 有机磷 | 全氟化合物 | 镍 |
|--------------------|----------|--------|-----|-------|-------|
| adidas 11 | 5/11 | 6/6 | 2/4 | 3/3 | 10/10 |
| American Apparel 4 | 3/4 | 1/1 | 0/0 | 0/0 | 1/1 |
| BURBERRY 9 | 6/9 | 1/1 | 0/0 | 2/2 | 1/1 |
| C&A 7 | 3/7 | 4/4 | 0/2 | 1/1 | 1/1 |
| Disney 5 | 4/5 | 3/3 | 0/3 | 1/1 | 2/2 |
| GAP 11 | 4/11 | 5/7 | 0/7 | 0/0 | 2/2 |
| H&M 7 | 6/7 | 4/4 | 1/2 | 2/2 | 3/3 |
| LI-NING 4 | 3/4 | 2/2 | 0/2 | 0/0 | 2/2 |
| NIKE 9 | 5/9 | 3/3 | 0/4 | 2/2 | 5/5 |

资料来源：国际环保组织绿色和平，长江证券研究部

图 33：童装生产中多个环节都需注意安全标准

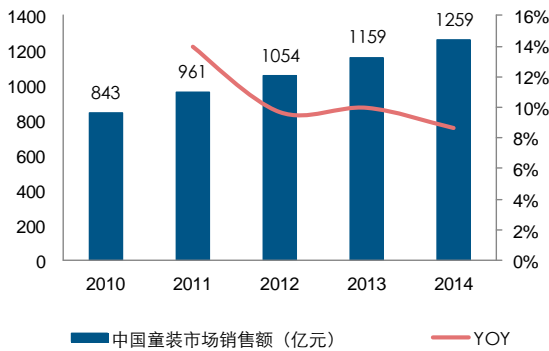


资料来源：全国纺织品标准化技术委员会，长江证券研究部

(三)以实力把握机遇

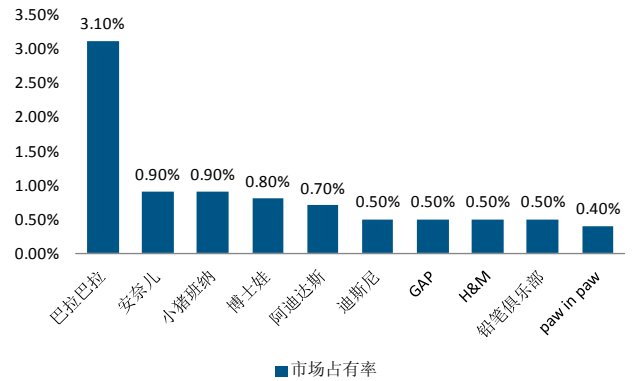
新一轮婴儿潮和消费升级为童装市场带来更大市场机遇。目前，各个童装品牌市场份额都处于较低水平，公司作为行业龙头，占有 3%左右的市场占有率；根据发达国家的市场经验，童装龙头品牌可实现 10%以上的市场占有率，我们预计公司有望在中国市场率先做到 10%市占率，若该目标最终得以实现，仅以目前市场规模计算，便能为公司带来逾百亿的收入规模。

图 34: 中国童装市场销售额逐年增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 35: 前十大童装品牌市场占有率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

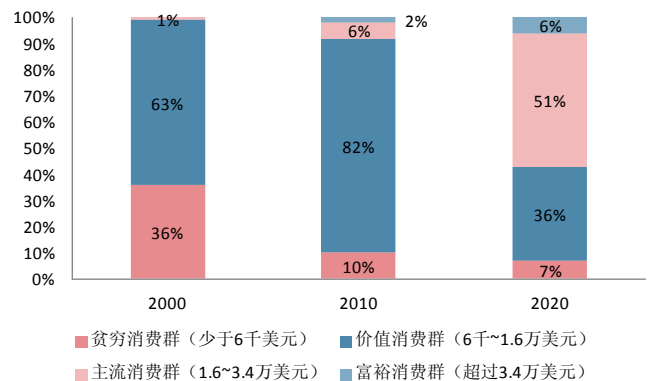
市场前景的看好, 带来了更多的竞争对手。目前不断有服装企业宣布进军或重点布局儿童产业: 包括 ZARA、H&M、无印良品、优衣库等快时尚品牌, 耐克、阿迪达斯、安踏、李宁、361 度等运动品牌, Gucci、Dior、Fendi、Burberry 等奢侈品品牌; 与巴拉巴拉在童装领域的专业形象不同, 这些品牌做童装带有明显的母公司痕迹, 如优衣库的童装设计较为简洁, 李宁的童装品牌偏向运动风格, 相比巴拉巴拉而言, 适用场合和风格较为受限, 而 Burberry 的童装价格较为高昂, 大部分家庭难以承受。

图 36: 不同服装公司做童装的风格不一



资料来源: 天猫商城, 长江证券研究部

图 37: 中国中产阶层家庭比例将不断上升



资料来源: 麦肯锡咨询公司, 长江证券研究部

公司拥有强大的童装生产实力, 足以应对各方挑战。作为国内最早开拓童装市场的品牌, 公司巴拉巴拉童装业务已突破人才、供应链、设计、采购规模等行业门槛, 积累了丰富的童装生产经验和资源; 目前巴拉巴拉拥有 10 多条产品线, 超过 3000 款 SKU, 其综合实力水平领先于绝大多数对手; 此外, 巴拉巴拉品牌锁定大众中产阶层, 凭借市场的广泛认可, 未来公司仍可获得较为宽裕的发展空间。

表 4: 巴拉巴拉品牌历史

| 时间 | 事件 |
|------------|-------------------------------|
| 2002 年 1 月 | 温州市森马童装有限公司创立, 巴拉巴拉品牌诞生 |
| 2007 年 3 月 | 巴拉巴拉荣获中国十大品牌童装称号, 产品质量三年免检 |
| 2014 年双 11 | 双十一购物狂欢节, 巴拉巴拉品牌牢牢占据母婴类产品热度之首 |

2015年3月 巴拉巴拉品牌在北京荣获2015年中国服装大奖最佳童装品牌

其他 目前公司董事长担任中国服装协会第三届童装专业委员会主任委员

资料来源：公司官网，长江证券研究部

公司在增加童装门店数目的同时，也陆续对线下门店进行升级。2014年12月20日，巴拉巴拉全国首家第六代新形象店巴拉巴拉杭州拱墅万达广场店开业，该店以“时尚动物园”为设计概念，人性设计满足年轻父母购物习惯和儿童情感喜好，备受消费者欢迎。

图 38：巴拉巴拉折纸概念店



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 39：巴拉巴拉第六代形象店开幕仪式



资料来源：公司官网，长江证券研究部

收购早教机构，布局儿童教育

(一) 儿童早教市场前景

根据中国大陆学者对早期教育的定义：早期教育是指孩子在0~6岁这个阶段，根据孩子生理和心理发展的特点以及敏感期的发展特点，而进行有针对性的指导和培育，从而为孩子多元智能和健康人格的培养打下良好基础。按照美国幼儿教育协会的定义，早期教育是指对0~8岁儿童实施的教育，某些情况下，早期教育特指0~3岁儿童的教育或学龄前儿童的教育。美国幼儿教育协会指出，儿童早期的生活经验不仅对于其后在学校的学习生活有影响，而且对其一生都有深远影响。

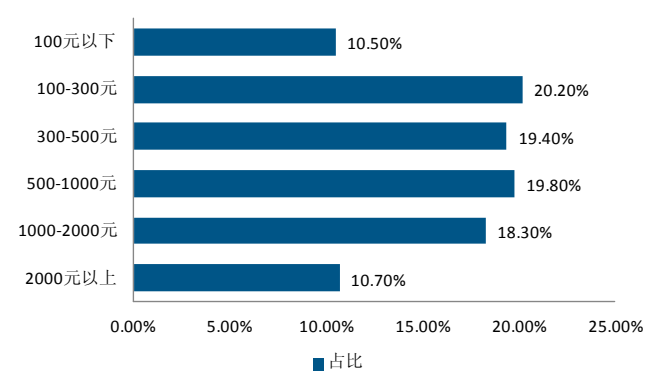
表 5：幼儿园教育和早期教育的差异

| | 幼儿园 | 早期教育 |
|------|-----------------|--------------------|
| 教育对象 | 幼儿为教育主要对象 | 教育对象包括孩子和家长 |
| 课程形式 | 以教师讲解、幼儿学习为主 | 强调亲子互动，家长与孩子共同游戏学习 |
| 教育目标 | 培养孩子各种能力，促进全面发展 | 教会家长对孩子实施科学亲子教育 |
| 活动时间 | 一个学期一学段，周一至周五在园 | 三个月或更短为一时段，每次1到2小时 |

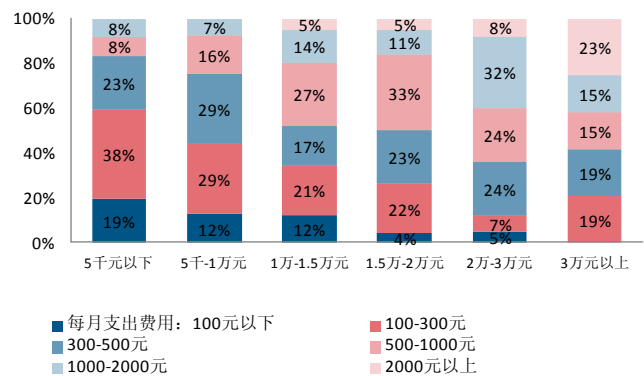
资料来源：长江证券研究部

在西方发达国家甚至一些发展中国家，早教已非常普遍。国内早教市场在上世纪90年代末开始萌芽，经过十几年的发展已经走过一波迅速扩张期。目前儿童人口庞大的基数、城镇家庭稳定增长的收入，进一步奠定儿童早教市场的发展基础。国家统计局数据表明，有56.5%的家长把儿童教育投资列在首位。目前《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》已正式公布，学前教育首次作为一个独立章节被列入国家教改规划，“重视0-3岁早期婴幼儿教育”首次提出并被放在重要位置。

根据艾瑞咨询 2015 年的调查,近五成家长每年家庭教育支出费用达 6000 元以上,其中 29.1%的家长投入万元;家庭收入越高,家庭教育支付费用占比越高;关于学龄前教育,家庭月收入达到 10000 元以上,平均每月家庭早教支出达 1000 元以上。在 GDP 持续高增长、80 后父母思想新潮、国人重视教育等因素的推动下,中国早教市场成为一个“千亿级别”的产业。中国幼儿教育市场发展迅速,据相关部门统计,2013 年就达到 2130 亿人民币,市场规模呈逐年上升趋势。

图 40: 2015 年中国家庭每月教育支出情况


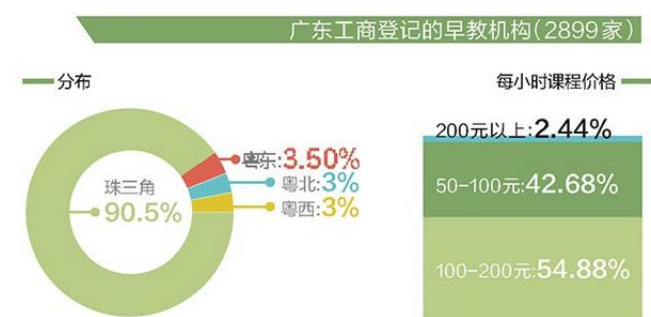
资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究部

图 41: 2015 年中国 0-6 岁家庭月收入/每月教育支出情况


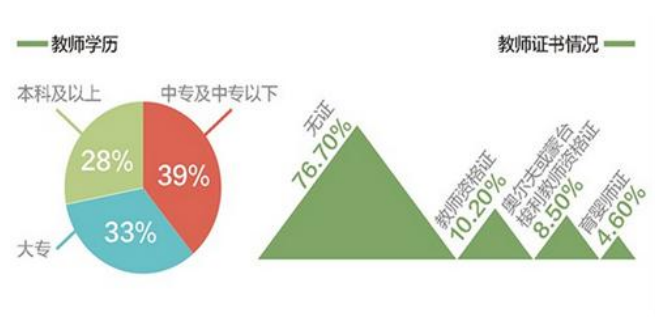
资料来源: 艾瑞咨询 长江证券研究部

(二) 早教市场竞争格局

虽然早教市场是商业蓝海,然而该市场仍处于混沌状态。目前中国市场上有数万家早教培训机构,绝大多数培训机构规模较小,市场上鱼龙混杂,真正有实力、有品牌的早教机构并不多。根据《南方周末》2015 年 1 月份对广东省早教市场进行的调查,早教这一朝阳产业有诸多监管盲区和规范空白,如课程收费过贵、教师资历不足等等。

图 42: 早教机构数目众多


资料来源: 南方周末, 长江证券研究部

图 43: 早教机构教师学历分布


资料来源: 南方周末, 长江证券研究部

随着早教消费的日益普及,巨大的市场机会带动资本进入。目前,国内市场上有包括金宝贝、天才宝贝和美吉姆在内的国际品牌以及红黄蓝、赢在起点、瑞思学科英语和东方爱婴在内的民营品牌发展态势良好,在资本的参与下日益壮大。早教市场正在出现垂直细分化、专业化的现象,因新的理念、科技的引用,这种趋势进一步加快。

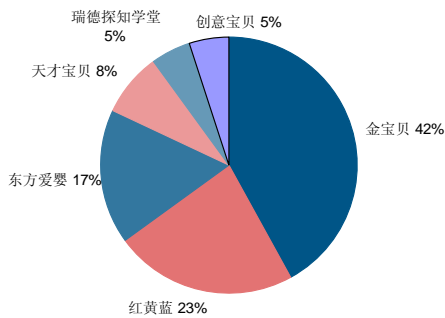
表 6: 中国早教市场知名品牌

| 品牌类型 | 品牌名称 | 品牌简介 |
|------|------|--|
| 海外品牌 | 金宝贝 | 美国上市公司, 2003 年进入中国市场, 开设在中国的第一家线下机构, 目前已成为涉及早教培训、儿童周边如服饰等综合性早教服务机构 |

| | | |
|------|--------|---|
| | 天才宝贝 | 2004年进入中国市场，2011年融资800万美元，智基创投、德同资本、CID参与投资。2014年7月，森马服饰收购天才宝贝母公司香港睿稚集团，天才宝贝品牌独立运营。 |
| | 美吉姆 | 1983年成立于美国，2009年进入中国 |
| 民办品牌 | 红黄蓝 | 2011年11月融资2000万美元，纪源资本领投，银瑞达、和通集团跟投 |
| | 赢在起点 | 2001年成立赢在起点能力早教研究院，采用加盟制度 |
| | 瑞思学科英语 | 2007年成立，2013年被贝恩资本收购，定位“入读美国幼儿园、小学” |
| | 东方爱婴 | 2007年获联讯创业、CID的400万美元投资 |

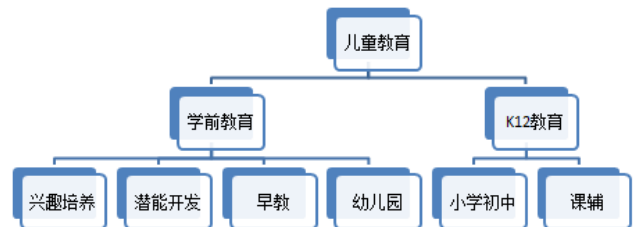
资料来源：长江证券研究部

图 44：2013 年知名早教企业支持率



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究部

图 45：儿童教育产业链



资料来源：长江证券研究部

(三) 收购早教机构股权

公司已开始挖掘早教市场的价值空间，并通过收购早教机构进军儿童教育。2014年7月，公司与香港睿稚集团有限公司签署购买资产协议，公司出资1.022亿元收购后者所持有的育翰（上海）信息技术有限公司70%的股权。育翰上海为睿稚集团全资子公司，旗下拥有FasTrackKids（天才宝贝）和FasTracEnglish（小小地球）两个教育品牌及相关儿童教育业务。截至2013年12月31日，育翰上海的总资产为12891.26万元，净资产为7309.93万元，2013年营业收入为5865.21万元，净利润为423.08万元。

表 7：天才宝贝和小小地球在早教领域经验丰富

| | |
|------------------------------|--|
| FasTrackKids (天才宝贝) | 创立于1998年，是以全面开发3~6岁儿童潜能为宗旨的学前教育机构，总部设在美国，目前在50多个国家拥有超过400家中心，被誉为全球学前教育领域的领导者。育翰上海及其子公司通过品牌和知识产权买断方式，引进全套课程。截至2014年7月，天才宝贝在我国64个城市合计开设91家教学中心。 |
| FasTracEnglish (小小地球少儿英语) | 育翰上海整合国际资源创建的自有品牌，由国际语言专家及少儿心理学家根据孩子的身心发展以及学习特性，为3~12岁少儿度身定制“Positive Innovative English Reinforcement (PIER) 教学法”，配以丰富及标准化的课程内容设置，让孩子们在毫无压力的环境下遍游37个国家，快乐学习英语。截至2014年7月，FasTracEnglish（小小地球）在全国5个城市拥有12家教学中心。 |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司此时进军儿童早教领域，具备多项先天优势：（1）公司的海量客户资源，公司巴拉巴拉品牌作为国内童装龙头，拥有 500 万—600 万 VIP 客户，这些客户都有成为儿童早教学员的可能；（2）公司在全国各地都有加盟商和代理商，包括 3000 多家线下店，已有渠道为早教业态展开提供协同效应；（3）公司资金充裕，可提供相应支持。

除公司布局早教领域之外，公司集团也在筹备国际学校。2015 年 2 月，温州瓯海区政府、森马集团有限公司、上海浦东新区协和教育中心（集团）三方代表签署温州森马和国际学校办学协议，目前该学校正在积极筹备中。

集团打造“梦多多”，为儿童产业链蓄势

公司控股股东森马集团在儿童产业的布局更具探索性，其中打造“梦多多”业务为典型。2013 年森马集团成立梦多多文化创意投资管理有限公司，主营公司服装外的儿童用品业务，经营业务涵盖商业地产、文化娱乐以及零售三大板块。其中，梦多多小镇为儿童商业地产项目，为整合所有家庭消费业态和产品的购物中心；文化娱乐业务为衍生品开发销售、授权管理，主要基于动漫作品《快乐梦多多》；零售业务为“梦多多”儿童用品体验店，目前已与上市资源相互联动。

（一）投资《快乐梦多多》，动漫先锋做铺垫

《快乐梦多多》是针对 4—12 岁受众的一部动画长片，由温州市梦多多文化创意投资管理有限公司与天津瑞格奇迹影视动漫文化有限公司联合打造，耗时 18 个月，2013 年 9 月份在央视少儿频道上映。该作品在央视获得平均收视率 1.4，超过少儿频道的平均值，随后在各省市地方电视台播放，在儿童群体中产生积极影响。

目前梦多多品牌知识产权属于森马上市公司，在此基础上，公司积极探索衍生品开发销售和授权管理。2013 年 8 月，公司推出儿童服饰新品牌梦多多；2013 年 9 月温州梦多多小镇正式开工；2014 年 3 月《快乐梦多多》同名手游正式上市发行；此外，《快乐梦多多》三四季的内容及动画电影正在紧锣密鼓的筹备中。

图 46：动画片《快乐梦多多》登录央视少儿频道



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 47：《快乐梦多多》里的卡通人物形象



资料来源：公司网站，长江证券研究部

将动漫作品融入商业运作并非森马首创，此前有不少成功例子，如卡西欧集团与《铁臂阿童木》、海尔集团与《海尔兄弟》，动漫作品的高人气为商业品牌价值带来积极的影响。以《海尔兄弟》为例，该动画由海尔集团出资 6000 万拍摄，于 1996 年播出，作品播出后获得极高人气，海尔兄弟形象深入人心。海尔集团因此获得巨大的社会效益和经济效益，且该品牌影响力经久不衰，当年的童年观众成年之后，仍旧对该品牌有良好认知。

以此模式，森马以打造梦多多小镇动漫人物为先锋，打造 IP 品牌，为之后开辟文化娱乐业务、梦多多零售业务和梦多多小镇商业地产项目奠定品牌基础。

图 48：动画片《海尔兄弟》为一代人的回忆



资料来源：谷歌图片，长江证券研究部

图 49：海尔集团标志性 Logo



资料来源：谷歌图片，长江证券研究部

表 8：《海尔兄弟》和《快乐梦多多》对比

| | 《海尔兄弟》 | 《快乐梦多多》 |
|------|----------------------|-------------------------|
| 集数 | 212 集 | 104 集 |
| 目标观众 | 4-16 岁 | 4-12 岁 |
| 类型 | 科普冒险片 | 奇幻 益智 |
| 主角 | 海尔哥、海尔弟 克鲁德、詹妮和爷爷 | 巴宝、麦小萌、宅呆呆 波拉、飞豆和酷哈哈 |
| 剧情 | 以环球历险世界一周为主线 | 梦多多小镇上，6 个小朋友解决各种问题 |
| 上映时间 | 1996 年 | 2013 年 |

资料来源：长江证券研究部

(二)建设梦多多小镇，为儿童商业摸索经验

梦多多小镇是集团投资 2.5 亿元打造的业态高度集中、资源高度融合的儿童商业中心。该中心全面融入公司现有的童装品牌及早教、动漫以及未来有希望整合的新兴产业，是集团在探索儿童商业过程中的大胆尝试。

打造梦多多小镇，符合温州当地人口和经济形势特色。温州为浙江省第二大儿童城市，0-14 岁儿童保有量约为 125 万至 135 万；温州家庭结构普遍为“4+2+1”，家长不吝惜消费投入，儿童消费市场潜力巨大；而温州本地目前并没有针对儿童服务的大型产业综合体，梦多多小镇的建设将弥补这一空白；温州是典型高经济水平城市，民众生活水平较高，消费者注重情景与商品结合的体验式消费，梦多多小镇符合这一特点。

梦多多小镇定位儿童商业地产，类似迪斯尼乐园和万达商业广场的结合体。小镇业态丰富，涵盖多种零售和体验；除儿童生命安全体验、军事体验、体育竞技体验和职业体验项目由公司自行组织外，大部分项目采用招商的形式完成项目布局；职业体验馆是最大特色，包含 45 家体验店，70 多种社会职业，儿童情景体验基地的模式，将为小镇吸引家庭消费群体提供极大裨益。

图 50: 梦多多小镇于 2015 年暑假开张



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

图 51: 香港迪斯尼乐园宣传海报



资料来源: 谷歌图片, 长江证券研究部

表 9: 梦多多小镇的业态类型

| 梦多多小镇涵盖的业态类型 | | | | | |
|--------------|------|--------|------|------|------|
| 文化创意 | 早教 | 艺术特长培训 | 特色餐饮 | 休闲轻餐 | 时尚饮品 |
| 儿童玩具 | 安全椅 | 室内游乐场 | 安全体验 | 童装童鞋 | 儿童食品 |
| 职业体验 | 户外用品 | 室内拓展训练 | 军事体验 | 母婴用品 | 家居用品 |

资料来源: 长江证券研究部

梦多多小镇的建设也得到当地政府和媒体的大力支持。2014 年 12 月初温州瓯海区风景旅游管理局就梦多多小镇及森马工业旅游基地规划与森马进行工作对接;2015 年 2 月 6 日, 温州网和梦多多小镇举行战略合作签约仪式, 温州网将利用自身全媒体宣传平台为其提供品牌宣传、活动策划宣传等;梦多多小镇是温州市重点建设的文化产业项目之一, 符合条件的入驻文化企业机构可享受税收优惠和财政补贴等专项扶植政策。

图 52: 梦多多小镇官方海报



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

图 53: 梦多多小镇内景图



资料来源: 艾瑞广告, 长江证券研究部

图 54: 梦多多职业体验店参展文博会



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

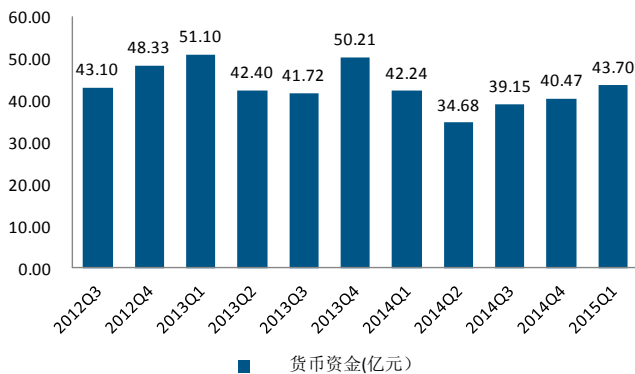
图 55: 梦多多小镇斩获 2015 文博会“最佳人气”奖



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

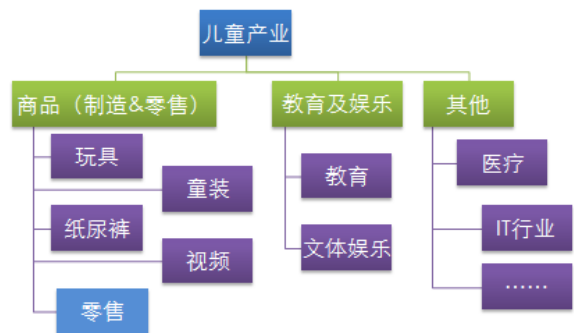
至此, 公司 2014 年 4 月所提出的转型战略蓝图, 日益明朗。通过童装、动漫影视、儿童教育等产业向“儿童产业综合服务商”转变, 打造一站式综合服务平台, 此战略在梦多多小镇得到初步实验, 未来亦有可能在其他城市予以复制。目前来看, 公司现金充足, 2014 年年末货币资金为 40.5 亿元, 2015 年度第一季度末货币资金为 43.7 亿元, 且财务状况稳健, 仍具备儿童产业链并购预期, 如动漫、影视、儿童游戏、幼儿园等。

图 56: 森马服饰货币资金



资料来源: WIND, 长江证券研究部

图 57: 儿童产业生态图



资料来源: 长江证券研究部

全渠道覆盖, 电商渠道表现突出

公司销售渠道的构建围绕街边店、步行街店、社区店、购物中心、百货商场和线上电商全方位展开, 其中购物中心和线上电商作为两大新兴渠道, 相比传统渠道有较大优势, 公司在战略层面极为重视两者的发展。目前公司在电商渠道上已有抢眼表现。

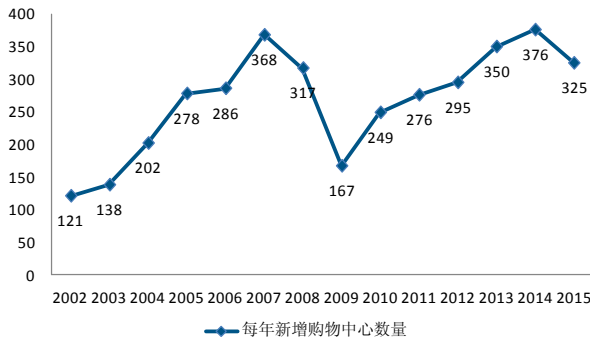
跟随大势, 线下挺进购物中心

(一) 购物中心是线下渠道新主流

购物中心是指多种零售店铺、服务设施集中在一个建筑物内或一个区域内, 向消费者提供综合性服务的商业集合体, 通常由企业有计划地开发和运营。购物中心模式区别于普通百货纯购物模式, 前者是强调娱乐、购物、餐饮、运动等因素的一站式超大购物平台, 涵盖了后者, 成熟完善的购物中心可满足人们全部日常需求, 形成封闭消费王国。

德勤等机构公布的《2014 中国购物中心与连锁品牌合作发展报告》显示，在零售行业增速持续下滑情况下，购物中心依然较其他传统零售渠道保持较快发展态势，商业地产的投资开发和消费需求的演变共同拉动购物中心的快速增长。目前我国已有近 4000 家购物中心，根据中国购物中心产业咨询中心的预测，从 2014 年到 2025 年，还会有 7000 家购物中心建成开业，届时中国大陆的购物中心将超过 1 万家。

图 58: 我国每年新增购物中心数量



资料来源: 中购联购物中心发展委员会, 长江证券研究部

图 59: 截止到 2014 年, 我国已有近 4000 家购物中心



资料来源: 中购联购物中心发展委员会, 长江证券研究部

(二) 初步探索取得成就

公司对购物中心渠道的探索始于童装业务和直营体系。2011 年巴拉巴拉订货会上，公司管理层提出布局大渠道发展，重视购物中心、城市综合体等新兴业态；2011 年巴拉巴拉事业部组建城市综合体项目组，推进购物中心标杆店建设；2012 年公司直营的巴拉巴拉旗舰店在温州龙湾万达开业，出色业绩打消加盟商顾虑，有效推动巴拉巴拉购物中心模式在全国其他城市和加盟商体系的推广；过去三年间，3000 多家巴拉巴拉品牌门店中有 200 多家成为购物中心品牌店，未来该数值将进一步增长。

对于购物中心而言，童装等儿童业态具备招揽人气的强大效果；作为童装品牌佼佼者，公司巴拉巴拉品牌有望成为各大购物中心的主力，战略合作实现互利共赢。2015 年 3 月，公司在披露的《投资者关系活动记录表》中表示，巴拉巴拉品牌已建立购物中心店铺盈利模式，2015 年公司将着力推进购物中心、综合体渠道的建设，公司已与万达、龙湖、银泰、宝龙、世茂、深国投等商业地产达成战略合作，拟在购物中心设立 300-500 平方米的大型童装体验店，提升国内第一童装品牌的形象和影响力。

表 10: 儿童业态对购物中心的贡献

| 优点 | 具体说明 |
|--------|---|
| 缩短养铺期 | 新建购物中心开业之后通常需 3 到 5 年的养铺期，提高儿童体验业态的比重可缩短这一周期。 |
| 抗衡电商 | 受认知能力和经济能力限制，电子商务对儿童群体而言天然无吸引力，传统百货和购物中心可以倚重儿童业态以抗衡电子商务的部分影响。 |
| 带动全家消费 | 儿童与家庭相连，引入儿童消费者可提高购物中心顾客群体的黏性消费，带动餐饮、服装、美容美发等成人业态的消费。 |
| 差异化竞争 | 国内购物中心入驻品牌同质化严重，引入童装体验馆之类的儿童业态， |

可以增强购物中心的差异性，提升对消费者的吸引力。

资料来源：长江证券研究部

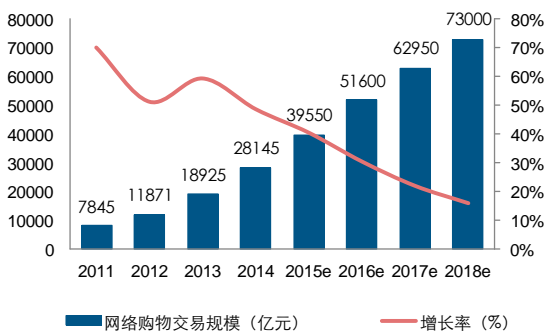
此外，森马品牌也逐渐进入购物中心体系。公司正着力打造森马品牌的购物中心店铺模型，以进行大范围推广。值得一提的是，购物中心正不断往三四线城市进行下沉扩张，与森马目前的渠道下沉战略相呼应。从购物中心发展趋势和目前巴拉巴拉童装入驻购物中心的情况来看，公司可通过该渠道获得卓越业绩。

积极行动，拥抱电商新机遇

(一) 服装电商市场发展迅速

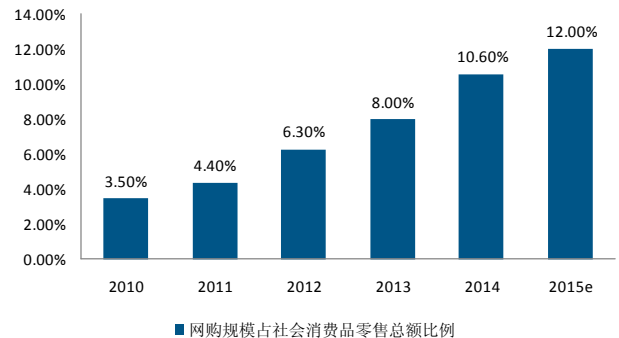
过去几年，网络购物增势迅猛，居民消费不断转向线上。2014年，中国网络购物市场交易规模达到2.8万亿，增长48.7%；2014年网络购物交易额大致相当于社会消费品零售总额的10.6%，呈逐年上涨趋势；随着移动购物市场的飞速发展、典型电商企业向三四线城市和农村市场的扩张及国际化战略的布局，未来几年，中国网络购物市场仍将保持27%左右的复合增长率。

图 60：2014 年网络购物交易规模达到 2.8 万亿，增长 48.7%



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究部

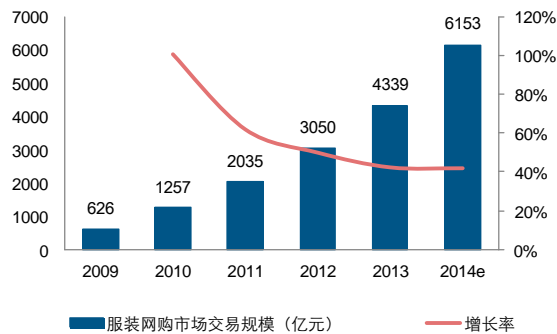
图 61：2014 年网购交易规模占社会消费品零售总额的 10.6%



资料来源：中国电子商务研究中心，长江证券研究部

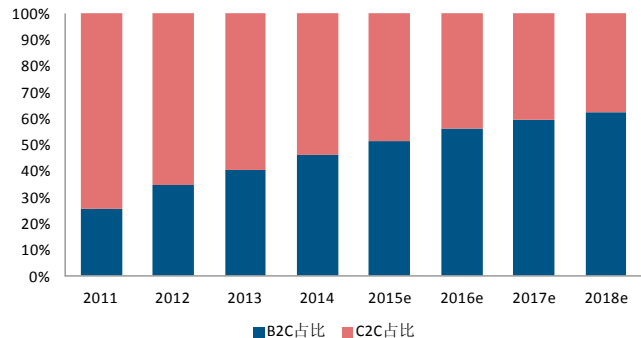
在庞大的网购市场中，服装产品和 B2C 模式为主要推动力：2014 年全年服装网购市场规模达 6153 亿元，占网购市场总规模的 20% 左右；2014 年 B2C 交易规模在网络购物市场交易规模的比重达到 45.8%，增长 5.4 个百分点，增速高于 C2C 增长，未来 B2C 模式将进一步取代 C2C 模式。

图 62：2014 年服装网购市场规模达 6153 亿元



资料来源：中国电子商务研究中心，长江证券研究部

图 63：B2C 购物占比不断增加



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究部

(二) 公司电商业绩表现出色

经过数年探索，公司已有丰富的电商运营经验，业绩表现出色。

公司探索电商时间早，范围广。早在2012年6月，公司就建立了全资子公司浙江森马电子商务有限公司专门负责电子商务的运营，与天猫京东等主流电商平台进行对接；目前森马电商运营的森马系品牌均已入驻天猫、淘宝、唯品会、京东商城、当当网、1号商城、亚马逊、聚美优品、凡客诚品等第三方主流电商平台。

电商运营为公司带来丰厚回报。电商运营在公司降低库存过程起到积极作用，是公司安全度过2012年至2013年行业库存危机的重要因素；公司2012年、2013年、2014年电商业绩分别为2.56亿、5.14亿和9.4亿，几乎逐年翻番，成长步调与电商女装第一品牌韩都衣舍接近；2014年森马电商收入高达9.6亿元，约占公司年度总收入的12%，2015年公司电商销售目标为16亿元。

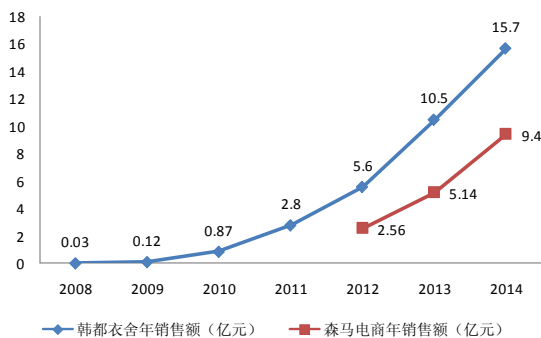
持续投入确保线上竞争力。2015年6月15日，公司公告称将分别向旗下全资子公司浙江森马电子商务有限公司、上海森马服饰有限公司增加注册资本1.7亿元和6.5亿元，分别用于建设浙江森马电子商务产业园项目和森马平湖嘉兴港区仓储物流基地，未来电子商务产业园将进一步开展电商领域的投资并购，推动O2O业务的发展，而仓储物流基地的落成将全面提升公司供应链整合能力。目前公司电商部门拥有近千名员工，充足的人才储备将确保全渠道运营的高效运转。此外，公司已对线上线下进行差异化管理，电商特供款的推出将避开对线下渠道的空间挤压。

图 64：森马已入驻天猫商城等主流电子商务平台



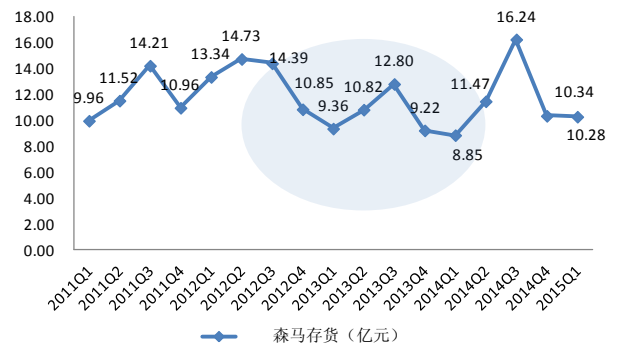
资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 66：森马电商与电商女装第一品牌韩都衣舍的销售业绩对比



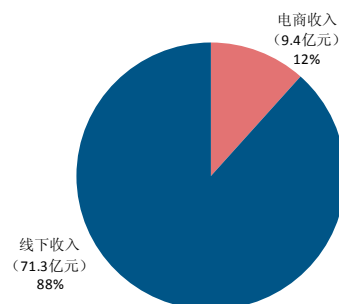
资料来源：长江证券研究部

图 65：电商部门的运营对公司降低库存起积极作用



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 67：2014 年电商收入占公司业务收入的 12%



资料来源：Wind，长江证券研究部

(三) 电商新探索——哥来买

公司在电商领域的探索并不限于将线下品牌入驻第三方电商平台，2014 年公司推出线上新品牌哥来买和新平台哥来买网站，以探索在电商领域的进一步发展。

独立品牌：哥来买

哥来买是公司打造的互联网服装品牌。2014 年 6 月，哥来买高性价比衬衫在天猫森马时尚旗舰店推出，公司邀请当时正热门的韩国明星金秀贤代言，在 626 日当天聚划算售价 149 元，销售超过 1 万件；2014 年 9 月，“哥来买”极致系列又出新款轻薄羽绒服产品，同样收到火爆的销售效果；2015 年 4 月，森马电商三周年庆典，联合天猫聚划算推出的 1 万件免单活动，凭借红遍亚洲的韩国明星金秀贤、李钟硕，迅速聚集大量的人气 and 关注度，上线 2 分钟即销售 100 万，多款李钟硕同款 T 恤售罄。

图 68：哥来买口号“极致产品尽显品味”



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 69：2015 年森马电商三周年庆典



资料来源：公司网站，长江证券研究部

哥来买作为公司推出的新品牌，其成功具备可预见性：

弥补市场上高性价比男装供给的缺口：需求方面，以大学生和城市白领男性为主的目标客户群对产品日益看重，受经济条件的限制，对高性价比男装有需求；供给方面，国内服装高端市场九成以上受欧美大牌主导，产品价格昂贵，而本土品牌受供应链、产品设计等诸多限制，尚未成气候；公司拥有在服装领域的多年经验和供应链资源，推出的哥来买产品在材料、工艺、版型、价格等方面都符合市场需求。

定位契合男性消费心理及行为特征：男性注重商品的实用效果及整体质量，与之对应的是哥来买男装注重产品质量，不再以设计师为主，而是以面料优先；男性购买商品目的明确、迅速果断，与之对应，哥来买产品系列追求极简的产品调性，推出的产品都简洁精悍；男性购物时喜欢选购高档气派的产品，不愿讨价还价，而哥来买定位“奢侈品”、“高质量”，迎合了顾客消费心理。

巧妙借助网络营销的影响力：公司营销队伍根据主流网购群体的消费特性，借助粉丝效应，通过聚划算、微信、微博、官网等多种媒体平台进行集中宣传，有效推动销售；在“双十一”以及三周年店庆等活动中，哥来买以主打“衬衣”、主打“羽绒服”等产品吸足人气，促进整体品牌产品的销售；由于产品本身质量可靠，价格亲民，哥来买在短时间内聚集数量可观的粉丝群，且大部分顾客在第一次购买后都会选择再购买，顾客黏性极高。

自主平台：哥来买网站

B2C 电商包括平台型综合电商，平台型垂直电商和品牌型垂直电商三类。受资金实力和技术门槛的限制，大多数服装品牌多采用“入驻综合类平台模式”开展电商，而随着其电商运营经验的积累，部分企业开始建立自己的电商平台。

表 11：三种 B2C 电商模式

| 类型 | 具体说明 |
|---------|--|
| 平台型综合电商 | 如京东、天猫、苏宁易购、一号店等 销售 3C、服装、化妆品等多品类，每个品类下涉及多个品牌产品 |
| 平台型垂直电商 | 销售单一品类下多个品牌产品 如乐蜂网、聚美优品，覆盖化妆品类多品牌产品 |
| 品牌型垂直电商 | 销售单品类、单品牌产品 如小米商城、华为商城均是小米、华为品牌旗下产品 |

资料来源：长江证券研究部

公司推出的哥来买网站属于品牌垂直电商网站，通过自身搭建的平台，向消费者直接提供包括男士毛衫、羽绒服、衬衫、T 恤、牛仔裤、休闲裤、配饰和箱包在内的多品类产品。开展品牌垂直类电商，具备战略意义，包括：

业务展开的费用更低，收款权限直接掌握在企业自身。与线下入驻商场类似，入驻平台同样要缴纳扣点、入驻费用以及广告等其他相关费用；汇款周期较长，通常为一个月左右。预期未来随着综合型平台的垄断性增强，品牌入驻平台的费用水涨船高，收款期限也会越拉越长，而公司未雨绸缪自建电商网站，逐步培育顾客的消费信任和消费习惯，未来即便不入驻平台电商，也可实现与目标消费群的接触。

表 12：2015 年各大平台型电商的入驻费用标准

| 平台 | 入驻费用 | 结算周期 |
|------|---------------------------------------|---------|
| 天猫 | 入驻费用保证金 5 万或 10 万，年费 6 万，扣点 5% | 15 天左右 |
| 淘宝 | 入驻费用保证金 1000 元，以及广告等其他相关费用 | 15 天左右 |
| 京东 | 入驻费用保证金 1 万-10 万，年费 1.2 万，服饰类扣点 8%左右 | 1 个月 |
| 唯品会 | 特卖模式，没有入驻费，扣点 30%左右（不同类目有所不同） | 3 个月左右 |
| 当当网 | 保证金 1 万-10 万，年费 6000 元-3 万元，扣点 5%左右 | 1 个月 |
| 1 号店 | 入驻费用保证金 1 万-5 万，平台服务费 650 元/月，扣点 6%左右 | 30 天 |
| 聚美优品 | 入驻费用保证金 1 万-5 万，扣点 20%左右 | 30-45 天 |

资料来源：长江证券研究部

避开与其他品牌的正面竞争。入驻综合类平台意味着在同一个网页界面中面对其他众多品牌的竞争；消费者选择可能性越多，单个品牌获得青睐的相对可能性就越小；诸多品牌为争夺页面有利往往需要投入更多资源；而企业打造自主电商平台，可构建相对封闭独立的购物环境，巧妙避开竞争对手的挑战和平台提供者的苛刻要求。

更利于改善消费者体验，培养顾客忠诚度。从平台型电商和垂直型电商的特点来看，做垂直电商更符合“来买”品牌的特点。前者客户大都是“货比三家”的淘客型，看重价格因素；后者客户大都是价格不敏感型，对商品及服务要求高。公司有意通过“来买”提高整体品牌形象，而专门打造垂直型电商网站，在精准定位基础上，更能开展优质营销和服务。

以目前公司的电商销售规模来看，打造自主电商平台已具备相对性价比。“来买”作为公司新品牌和新平台的试错探索，已取得初步成就。未来公司有望以此为模板，将更多品牌纳入此类运作。

进军跨境电商领域

(一) 跨境电商市场前景看好

跨境电子商务，简称跨境电商，是指分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成信息或是商品交易的国际商业活动。近年来，随着互联网，尤其是基于智能手机和平板电脑的移动互联网的渗透，以及支付和物流等基础设施的完善，消费者对跨境网购的兴趣不断增强，跨境 B2C 电子商务市场呈现高速增长趋势。

2015 年 6 月，阿里研究院与埃森哲联合发布报告《全球跨境 B2C 电商市场展望——数字化消费重塑商业全球化》，为跨境电商描述了未来蓝图：全球跨境 B2C 电商市场规模在 2014 年超过 2300 亿美元，到 2020 年全球跨境 B2C 电商交易额将达到 9940 亿美元，年均增长高达 27%，在整体 B2C 电商中的比重将由 2014 年的 14% 增为 2020 年的 29%；到 2020 年，接近半数的网上消费者会进行跨境网上消费，而拥有超过 2 亿跨境 B2C 电商消费者的中国，将成为全球最大的跨境 B2C 电商消费市场。

目前，国家在政策和部门上对跨境电商的支持力度正不断加大，政策文件在税收调节、通关、检验检疫方面提出具体要求，在物流、融资、保险等产业配套服务上也做出部署。国家政策的扶持将进一步打开跨境电商的市场。

表 13: 2015 年 4 月以来我国支持跨境电商的部分政策

| |
|---|
| 2015 年 4 月 28 日李克强总理主持召开国务院常务会议，部署完善消费品进出口相关政策 |
| 2015 年 5 月 7 日国务院发表《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》 |
| 2015 年 5 月 12 日国务院出台《国务院关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》 |
| 自 2015 年 5 月 15 日起，海关对跨境贸易电子商务监管实行“全年(365 天)无休日、货到海关监管场所 24 小时内办结海关手续”的作业时间和通关时限要求 |
| 2015 年 5 月 15 日，质检总局发布《关于进一步发挥检验检疫职能作用促进跨境电子商务发展的意见》，要求建立跨境电子商务风险监控和质量追溯体系，实施跨境电子商务备案管理 |
| 2015 年 5 月 15 日商务部公布《“互联网+流通”行动计划》，提出在两年内推动建设 100 个电子商务海外仓 |
| 2015 年 6 月 1 日起中国降低部分消费品进口关税，包括部分服装、鞋靴等产品 |

资料来源：长江证券研究部

(二) 跨境电商市场竞争现状

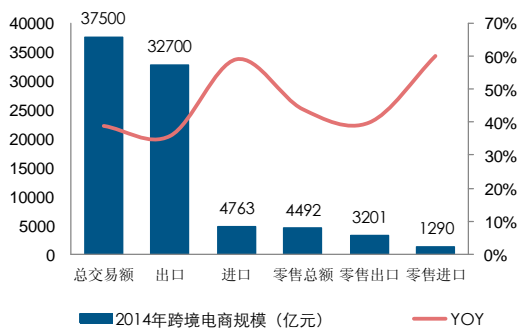
目前跨境电商市场呈现以下特点：

跨境电商整体规模庞大，进口零售市场规模较少。根据商务部统计，2014 年我国跨境电商交易为 3.75 万亿，其中进口规模为 4763 亿，相比出口规模甚小；跨境零售总额为 4492 亿元，其中零售进口 1290 亿的交易规模占比极小；2014 年零售进口增长速度高达 60%，拥有极强的增长潜力。

消费者偏好明显，服饰品类产品为市场主力。德国市场研究公司 ystats.com 在《2015 年全球服装 B2C 电子商务发展现状》中指出，2014 年服饰品类产品占有所有跨境网购商品总量的三分之一；艾瑞咨询《2013 年跨境网购调查报告》表明护肤美妆、婴幼儿食品、服饰、保健品、电子产品五大类消费品为消费者最为关注的产品品类。

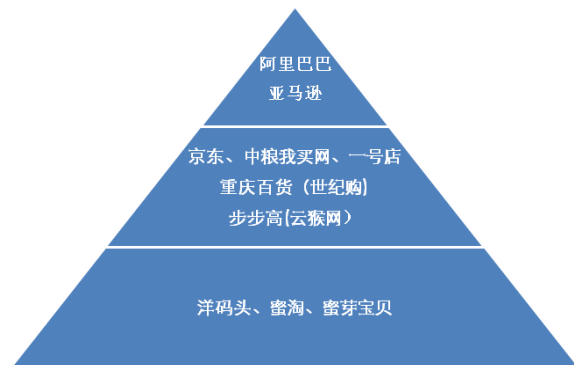
消费者动机明显，价格因素至关重要。根据相关调查，消费者跨境购物动机明显。在驱动消费者进行跨境网购的因素中，排名前三位的分别是：品质保证、国内网站、价格便宜。即消费者对商品本身的品质、网站的易用性和购物流程友好程度、跨境价格对比这三项最为关注。

图 70：目前零售进口规模极小，增长潜力最大



资料来源：商务部，长江证券研究部

图 71：国内跨境电商三大阵营



资料来源：长江证券研究部

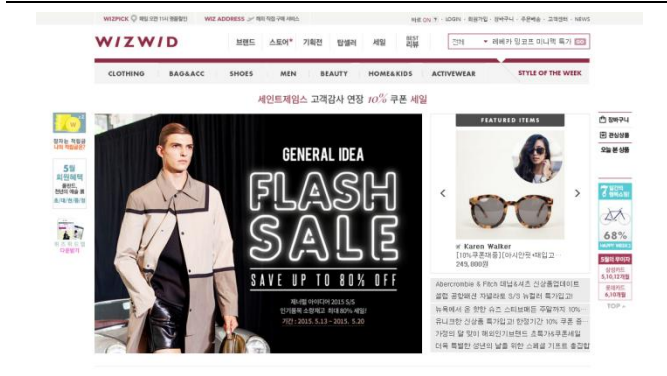
目前国内的跨境零售电商大致分为三大阵营，多为综合类或母婴用品、化妆品等细分品类的跨境电商，服饰类跨境电商尚未有巨擘出现：**第一梯队**为阿里巴巴和亚马逊两大电商巨头，实力雄厚。其中阿里巴巴以多平台（淘宝全球购、天猫国际和一淘网）为主，亚马逊重在商品多品类；阿里以海外集货对接国内物流，亚马逊建自贸区仓储直邮发货。**第二梯队**包括京东、中粮我买网、一号店、重庆百货、步步高等本土电商和零售企业，其优势包括强大的资金后援、优秀的物流配送服务或线下门店渠道。**第三梯队**包括洋码头、蜜淘和蜜芽宝贝等新兴创业企业，团队年轻活跃，其在初期的市场竞争中表现出色，此前它们先后拿到 1 亿美元、3000 万美元和 6000 万美元的投资。

(三) 森马与韩国跨境电商 ISE 合作

在进军跨境电商的路径上，公司选择收购现有的国际电商企业，而非自己打造平台。2015 年 4 月 17 日，公司出资 1.15 亿元认购韩国电商 ISE COMMERCE COMPANY LIMITED（简称“ISE”）17.67% 股份，成为 ISE 的第二大股东。2015 年 6 月 19 日公司全资子公司上海森马投资有限公司与 ISE 签署协议，双方设立合资公司上海深智信息科技有限公司，上海森马出资 4645.8 万元，拥有 80.1% 股权；ISE 公司出资额为人民币 1154.2 万元，拥有 19.9% 股权。新建公司将在中国构建移动互联平台，将欧美及韩国的时尚消费品通过跨境电商形式引入中国市场。

森马与 ISE 的合作，是森马进军跨境电商领域的战略性举措。ISE 旗下拥有两家跨境电商网站，其中 WIZWID 网站是韩国第一家提供跨境电商服务的网站，WConcept 网站是一家面向韩国市场提供时尚品牌的电商平台，聚焦于中高端客户，以时尚消费品作为销售品类，且拥有完善的欧美供应链以及仓储、配送体系资源和强大的行业经验，公司通过投资 ISE 可以获得相应的欧美供应链资源，为向跨境电商拓展奠定坚实基础。

图 72: WIZWID 网站页面设计简洁，用户体验感佳



资料来源：长江证券研究部

图 73: WConcept 网站目前已提供中文页面



资料来源：长江证券研究部

表 14: ISE 旗下两大主要电商网站具备多年行业经验

| |
|--|
| <p>WIZWID 网站——鞋帽服饰全球购网站</p> <p>韩国国内第一家提供跨境电商服务的网站，在韩国代购电商市场占有率达 50%</p> <p>经营多年的海外直购业务，拥有美国、英国、意大利、韩国、日本等国家的商品资源</p> <p>2001 年开展海外直购服务，目前在全球 7 个城市有 11 个仓库物流，从仓库直接发货给消费者</p> <p>拥有约 300 万会员，186000 种商品，年度购买人数约 27 万人，有 1845 家供应商</p> <p>网站的客单价约 990 元人民币，是同业最高，平均单价 580 元人民币</p> <p>2014 年，该网站商品销售总额（GMV）约 2.85 亿元人民币</p> |
| <p>WConcept 网站——时尚品牌电商平台</p> <p>一家面向韩国市场提供时尚品牌的电商平台，在韩国时尚品牌电商市场占有率排第 6 位</p> <p>2006 年首次提供服务，2011 年开设网店，2012 年开设美国网站，2013 年开设手机客户端</p> <p>提供韩国设计师品牌，旗下拥有 Frontshow、Wstudio 等多个品牌</p> <p>以每月流行元素和文化为主题，发行网络杂志介绍 WConcept 的商品和品牌</p> <p>拥有近 300 万会员，53000 种商品，年度购买人数达到 118000 人，约 1000 多家供应商</p> <p>2014 年网站 GMV 约 9700 万元人民币。</p> <p>网站的商品价格为 460~470 元人民币（即 81767 韩元），平均客单价约 730 元人民币</p> |

资料来源：长江证券研究部

到目前为止，公司已完成从入驻主流电商平台，到探索成立独立电商品牌网站，再到收购时尚电商和跨境电商品牌的蜕变，公司线上的布局不断往外延伸，前景看好。尤其是跨境电商部分，随着中韩自贸协定的签订以及一系列支持跨境电商发展的政策陆续出台，未来公司有望在电商领域获得更多增长空间。

公司极有可能成为国际性的服饰集团

公司在服装板块的布局并不限于休闲服饰和儿童服饰，目前公司积极推行多品牌战略，开拓其他品类的服饰业务，其目标为在 2018 年实现 500 亿元终端销售收入。从其进取姿态来看，未来公司极有可能成为国际性服饰集团。

多品牌运营

(一)公司始终注重品牌管理

公司一直重视品牌的宣传推广，在品牌管理上颇具匠心：

休闲装方面：公司近几年来选用的森马品牌代言人是在中国具备超高人气的韩流明星（李敏镐、金秀贤、李钟硕、金宇彬），追捧韩剧的人群刚好与公司森马品牌休闲装的顾客群相对应，选用韩流明星代言人有效促进相关产品的销售。

童装方面：公司是最早（2007 年）在央视少儿频道黄金时段投放广告的童装品牌，此举为打造巴拉巴拉行业龙头地位奠定品牌基础；随着在央视少儿频道的童装品牌不断增加，森马除继续在央视投放童装广告外，同时开辟网络媒体新阵地，增加网络营销投入；公司积极参与中国国际服装服饰博览会(CHIC)等会展活动，有效提升品牌影响力。

表 15: 2002-2014 年森马品牌运营历程

| 森马品牌运营历程 |
|--|
| 2002 年，森马聘请国际奥美广告公司担任品牌管家，导入“360 度品牌管理”，并于 2003 年和 2005 年分别邀请谢霆锋和 Twins 担任品牌代言人，“穿什么就是什么”品牌理念深入人心。 |
| 2008 年，森马邀请罗志祥和 SJ-M 共同成为代言人，网罗更多目标消费者。 |
| 2009 年，森马通过对消费者更深入研究，对时下年轻人生活形态的洞察，将品牌定位作了重新梳理。广告语也正式从“穿什么就是什么”升级为“穿什么潮我看”。 |
| 2010 年，森马与 Marvel 漫威、Disney 迪士尼相继携手合作，推出“钢铁侠”、“Mickey”、“Winnie the Pooh”等系列服饰。森马在服饰内容提供上进一步扩大。 |
| 2011 年，森马携手创意生活杂志《新视线》，推出“什么 TEE”创意理念，携手潮流艺人及新进艺术家，推动 YOU 青年创意计划，扶植年轻人，助力创意事业。 |
| 2011 年 12 月，森马邀请李敏镐成为森马新一代代言人。 |
| 2012 年，森马打造“微电影+微博”新型推广互动模式，全方位推广品牌时尚蜕变，结合微电影及开业计划，将传播落地到终端。 |
| 2014 年 4 月，韩国影视明星金秀贤成为森马品牌形象代言人。 |
| 2014 年 7 月 29 日，偶像级韩国影视明星李钟硕成为森马品牌形象代言人。 |
| 2014 年森马全面启动终端第十代新形象。 |
| 2014 年 10 月 20 日，森马启用全新女代言人韩国人气女子组合 GIRLSDAY。 |

资料来源：公司官网，长江证券研究部

图 74: CHIC2015 巴拉巴拉展台



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

图 75: 宝洁中国的多品牌阵营



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

(二)资源充沛, 支持多品牌战略

多品牌战略是指企业发展到一定程度后, 利用自己创建起来的一个知名品牌进行延伸, 培育发展出多个知名品牌的战略计划, 各个品牌保持相对独立又互相关联; 多品牌战略具有的优点包括较强的灵活性、充分适应市场的差异性、有利于提高产品的市场占有率; 多品牌战略由宝洁公司首创, 在宝洁公司崛起过程中发挥重要作用, 目前宝洁在中国有三大类 23 个品牌。

对于森马来说, 实行多品牌战略是其实现雄心的必然之举: 公司目标是在 2018 年再造一个森马, 达到 500 亿的销售额, 2014 年公司终端销售为 80 多亿, 如果要在 2018 年完成目标, 就需要培育新品牌; 市场需求方面, 服装领域正经历一场“快时尚风暴”, 消费者服装类产品的消费频次加快, 对多样性要求提高; 而公司内外部资源充沛, 足以支撑多品牌的发展。

表 16: 森马目前资源充沛, 足以支撑多品牌的发展

| | |
|------|--|
| 资金 | 现金流充沛 |
| 管理层 | 成员分工明确, 工作勤恳, 凝聚力强, 管理团队稳定 |
| 员工队伍 | 公司实行稻盛和夫的阿米巴经营哲学, 员工工作积极, 人才储备充分 |
| 供应链 | 大部分经销商与森马保持多年合作关系, 公司供应链渠道稳定 |
| 政府关系 | 公司为温州市最大的上市企业, 多次得到政府的相关表彰 |
| 信息技术 | 2002 年, 森马与法国 PROMOSTYL 公司共同组建了森马国际时尚信息中心。2005 年, 森马启动“院校联盟”计划, 与韩国 C&T 公司、上海东华大学、浙江理工大学联手合作, 成立森马产品技术研发中心, 促进自主研发、自主创新。 |
| 广告营销 | 2002 年, 森马聘请国际奥美广告公司担任品牌管家, 开始全面导入“360 度品牌管理”, 分别从产品、声誉、顾客、视觉识别、形象等方面提升森马品牌影响力。 |
| 物流配送 | 2007 年, 森马与德国永恒力合作打造国内领先技术的现代化物流配送中心。公司与各家实力较强的全国性物流公司和各省主要物流公司建立长期合作关系。 |

资料来源: 公司官网, 长江证券研究部

(三) 森马多品牌战略布局

森马多品牌战略布局已有成效。从 2012 年开始，森马就开始有意培育新品牌，到目前为止，森马旗下囊括了针对不同年龄层次、不同收入层次目标客户群的多个品牌。

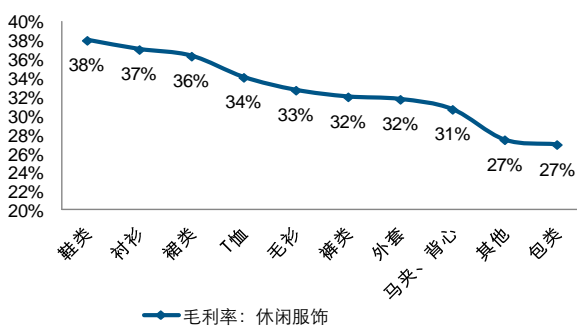
表 17: 森马服饰的多品牌阵营

| 品牌 | 品牌基本情况 |
|---------------|--|
| 森马 | 自有品牌，大众服饰，适合 16-30 岁年轻人，1997 年推出 |
| Minette | 自有品牌，浪漫优雅的快时尚品牌，适合 17-28 岁女性，2012 年推出 |
| It MICHAA | 合资品牌，韩国时尚都市女装，适合 23-40 岁职业女性，2013 年 9 月推出 |
| Marc O' polo | 代理品牌，欧洲高端休闲品牌，适合 25-40 岁都市男性，2013 年 11 月推出 |
| 哥来买 | 电商品牌，高品质平价男装，适合 20-40 岁职场男士，2014 年 6 月推出 |
| Balabala | 自有品牌，专业时尚的童装品牌，适合 3-14 岁儿童，2002 年推出 |
| Mini balabala | 自有品牌，婴童一站式购物平台品牌，适合 0-4 岁婴童，2013 年推出 |
| Sarabanda | 代理品牌，意大利入门级奢侈品童装，适合 0-16 岁儿童，2013 年 7 月推出 |
| mongdodo | 自有品牌，一站式儿童鞋服搭配品牌，适合 0-14 岁儿童，2013 年 8 月推出 |

资料来源：公司官网，长江证券研究部

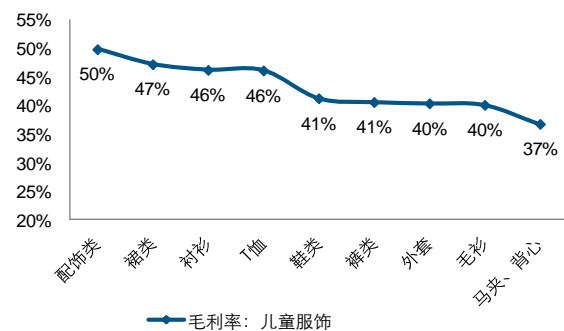
公司多品牌战略不仅仅分散公司的经营风险，更进一步提升公司的盈利能力。公司在开拓新品牌的时候，选择的是利润率更高的产品系列。分析公司 2014 年的年报数据发现，公司儿童服饰类产品的毛利率集中在 40% 左右，休闲类服饰产品的毛利率集中在 30% 左右，另外，休闲服饰中鞋类和衬衫类产品的毛利率最高（38%、37%），儿童服饰中配饰类和裙类产品的毛利率最高（50%、47%）。公司推出的童装品牌梦多多和电商男装品牌哥来买，分别主打儿童配饰和男士衬衣产品，可以推测此类产品销售额的进一步提升会对公司总体销售的毛利率产生积极影响。

图 76: 森马服饰休闲装业务鞋类和衬衫毛利率最高



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 77: 森马服饰童装业务配饰类毛利率近乎 50%



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司在休闲服饰、儿童服饰领域已占据领先优势，从公司战略发展路径、执行运营能力以及资本实力来看，未来公司极有可能实现数百亿销售收入，跻身国际性服饰集团行列。

维持“买入”评级

公司目前为国内休闲服饰与儿童服饰的领导者，主营经营稳健。公司通过升级线下门店、加强线上电商运营，渠道优势进一步增强。同时公司培育新品牌，向多品牌国际服饰集团转变。预计公司 15~16 年摊薄 EPS 分别为 1.04 元、1.26 元；维持“买入”评级。我们预计公司业绩主要从休闲装和童装两部分来预测，未包括其他品牌的贡献以及公司收购的其他业务在内。

投资风险提示

风险提示：（1）国际品牌下沉对中国市场的影响（2）儿童产业进展不达预期。

财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 8147 | 9445 | 11450 | 13884 | 货币资金 | 4047 | 5226 | 6487 | 8048 |
| 营业成本 | 5209 | 5866 | 7074 | 8502 | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 2938 | 3579 | 4377 | 5382 | 应收账款 | 1174 | 1361 | 1650 | 2001 |
| %营业收入 | 36.1% | 37.9% | 38.2% | 38.8% | 存货 | 1034 | 1164 | 1404 | 1687 |
| 营业税金及附加 | 64 | 74 | 90 | 109 | 预付账款 | 112 | 127 | 153 | 183 |
| %营业收入 | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 其他流动资产 | 1302 | 1682 | 2039 | 2473 |
| 销售费用 | 919 | 1228 | 1489 | 1805 | 流动资产合计 | 7670 | 9560 | 11733 | 14393 |
| %营业收入 | 11.3% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 可供出售金融资产 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 管理费用 | 312 | 362 | 439 | 532 | 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 长期股权投资 | 0 | 5 | 10 | 15 |
| 财务费用 | -136 | -17 | -21 | -26 | 投资性房地产 | 649 | 649 | 649 | 649 |
| %营业收入 | -1.7% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | 固定资产合计 | 1521 | 1460 | 1408 | 1369 |
| 资产减值损失 | 365 | 0 | 0 | 0 | 无形资产 | 152 | 150 | 149 | 147 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 商誉 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 投资收益 | 60 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 204 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1474 | 1931 | 2380 | 2962 | 其他非流动资产 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| %营业收入 | 18.1% | 20.4% | 20.8% | 21.3% | 资产总计 | 10373 | 12002 | 14127 | 16750 |
| 营业外收支 | 29 | 30 | 30 | 30 | 短期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1503 | 1961 | 2410 | 2992 | 应付款项 | 1118 | 1258 | 1517 | 1823 |
| %营业收入 | 18.5% | 20.8% | 21.0% | 21.5% | 预收账款 | 36 | 42 | 51 | 62 |
| 所得税费用 | 415 | 542 | 666 | 827 | 应付职工薪酬 | 90 | 101 | 122 | 147 |
| 净利润 | 1088 | 1419 | 1744 | 2165 | 应交税费 | 244 | 313 | 385 | 476 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1092.3 | 1419.3 | 1744.4 | 2165.2 | 其他流动负债 | 88 | 101 | 122 | 147 |
| 少数股东损益 | -4 | 0 | 0 | 0 | 流动负债合计 | 1575 | 1816 | 2197 | 2655 |
| EPS (元/股) | 0.82 | 1.06 | 1.30 | 1.62 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 递延所得税负债 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 其他非流动负债 | 261 | 261 | 261 | 261 |
| | | | | | 负债合计 | 1867 | 2077 | 2458 | 2916 |
| | | | | | 归属于母公司 | 8503 | 9922 | 11666 | 13832 |
| | | | | | 少数股东权益 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 股东权益 | 8506 | 9925 | 11669 | 13835 |
| | | | | | 负债及股东权益 | 10373 | 12002 | 14127 | 16750 |
| | | | | | 基本指标 | | | | |
| | | | | | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| | | | | | EPS | 0.815 | 1.059 | 1.302 | 1.616 |
| | | | | | BVPS | 12.69 | 14.81 | 8.71 | 10.32 |
| | | | | | PE | 27.35 | 21.04 | 17.12 | 13.80 |
| | | | | | PEG | 1.07 | 0.82 | 0.67 | 0.54 |
| | | | | | PB | 1.76 | 1.51 | 2.56 | 2.16 |
| | | | | | EV/EBITDA | 17.84 | 11.78 | 9.18 | 6.96 |
| | | | | | ROE | 12.8% | 14.3% | 15.0% | 15.7% |

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名 | 分工 | 电话 | E-mail |
|-----|--------|------------------|-----------------------|
| 周志德 | 主管 | (8621) 68751807 | zhouzd1@cjsc.com.cn |
| 甘露 | 副主管 | (8621) 68751916 | ganlu@cjsc.com.cn |
| 杨忠 | 华东区总经理 | (8621) 68751003 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 鞠雷 | 华南区总经理 | (86755) 82792756 | julei@cjsc.com.cn |
| 李敏捷 | 华北区总经理 | (8610) 66290412 | limj@cjsc.com.cn |

投资评级说明

| | |
|--------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 看好： | 相对表现优于市场 |
| 中性： | 相对表现与市场持平 |
| 看淡： | 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买入： | 相对大盘涨幅大于 10% |
| 增持： | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 |
| 中性： | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 |
| 减持： | 相对大盘涨幅小于-5% |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告发布之日，我公司已持有森马服饰002563（上市公司）1%以上的股份，但我公司持有上述股份是投资部门经独立研究分析，而非依据本研究报告做出，也不表示我公司对该证券的观点或对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。我公司在研究报告发布时，已经按照法律法规的规定采取了有效的信息隔离和利益冲突防范措施。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。