

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: X2010156145

UDC\_\_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

森马服饰投资价值分析

An Investment Value Analysis of Semir

何红军

指导教师姓名: 王志强 教授

专业名称: 工商管理(EMBA)

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩日期: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2013 年 4 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

森马服饰是国内领先的以系列青少年休闲服饰和儿童服饰为主导产品的品牌服饰企业，公司旗下拥有“森马”和“巴拉巴拉”两大服饰品牌。其中，“森马”品牌是我国休闲服第二大品牌；“巴拉巴拉”品牌是我国儿童服饰行业的第一大品牌，但在 2012 年，森马服饰遭遇了经营困难，未来森马是否还具有长期投资价值是本文的主要研究目标。

本文通过行业分析、竞争格局分析以及企业自身经营和财务分析等方面来研究森马服饰的外部经营环境和内部经营状况，然后通过三种估值方法对森马进行内在价值的评估。

本文研究主要结论如下：

1、随着经济结构的调整压力增大，服装行业增速必将随之放缓，体现在本土品牌服饰企业身上，过去单纯的外延式扩张模式将逐步走到尽头。

2、与青少年休闲服市场相比，我国童装市场目前还处于不太成熟的阶段，而且整个市场潜力非常大。但越来越多强有力的服装品牌对国内的童装市场显示了浓厚的兴趣，随着强势服装品牌的逐步进入，预计未来国内的童装市场将会面临越来越激烈的竞争。

3、尽管面临着短期的经营压力，但森马毕竟属于国内休闲服与童装两大市场的龙头，未来如果成功摆脱外延扩张依赖，加强品牌力与产品研发设计，由粗放型管理成功过渡至精细化管理，内生性增长仍将给公司提供长期的发展驱动力。

4、预计森马服饰在 2012-2014 年主营业务收入将分别增长-11.0%、12.0%和 11.0%，净利润将分别增长-36.3%、11.4%和 13.3%。

5、综合市盈率估值和 DCF 估值，我们认为森马服饰的合理每股价值在 19.5 元--26.69 元之间，截止 2013 年 3 月 8 日公司收盘价为 21.65 元，对应 26.69 元的上限还有 23.3%的上涨空间。但上限对应的是 DCF 模型估计的企业长期内在价值，如果考虑到市场短期给服装行业以及森马主要竞争对手的市盈率估值，我们认为森马服饰目前的股价处于合理范围之内，公司股价暂时不具备大幅上

涨的基本面基础，给予“中性”评级。未来需要紧密跟踪森马的存货处理以及公司业务调整的有效性，以修正我们目前的判断与价值评估。

**关键词：**森马服饰；服装行业；投资价值

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

Semir Garment is the leading brand, which consists two major garment components--Teenagers casual garment brand and children's garment brand in China. The company Owns “Semir” and “Balabala” two Garment brand, of which, Semir is the top 2 brand of casual garment in China and Balabala is the top 1 brand of the children's garment brand in China. However in the year of 2012, Semir Garment encountered operating difficulties. “Does Semir Garment still have long-term investment value in the future.” is the main topic of this paper.

Based-on the industry analysis, competition pattern analysis and the operational and financial analysis of the company itself, the paper uses three evaluation methods to estimate Semir Garment's intrinsic value.

The main conclusions are as follow:

1. With the pressure of economy structure adjustment, in the future, the garment industry's growth rate would be slow down. It means that a purely external expansion mode will gradually come to an end for the local garment firms.

2. Compare to the Teenagers casual garment market, children's wear market in China still at its infant, and the market potential is very large. However there are more and more competitive garment brand on the domestic children's wear market therefore local brands will face increasingly intensive competition.

3. Despite of short-term pressure on the operation, Semir Garment, as a leading company of adult's casual wear and children's wear of domestic China market, its endogenous growth will continue to be the driving force to provide the long term development if the firm successfully get rid of the reliance on extension of the expansion mode, strengthen brand power with product development and design, successfully transition from extensive management to fine management.

4. Expected prime operating revenue income growth rate of the firm in the year of 2012-2014 is -11%, 12% and 11% respectively. The net profit growth would

be -36.3%, 11.4% and 13.3%.

5. Combining P/E evaluation with DCF evaluation, we believe that the reasonable share price of Semir should be around RMB 19.5 Yuan to 26.69Yuan. As at 8th March of 2013, the closing price of the company's share was RMB 21.65 Yuan, i.e. 23.3% upside to the upper limit of 26.69 Yuan. But the upper limit is derived from DCF model which gives the intrinsic enterprise value in the long-term.

In consideration of the valuation of its main competitors in the short-term, we believe that the current share price of Semir is within a reasonable range, and reiterate our “neutral” rating on Semir due to lack of solid fundamental basis. In the following days, it is necessary to closely track Semir’s inventory process and business adjustment. We will revise our view and evaluation when necessary.

Key words: Semir clothing; apparel industry; Investment value

# 目 录

引言.....	1
一、研究背景 .....	1
二、相关研究概述 .....	1
三、本文研究思路及论文框架 .....	2
第一章 青少年休闲服饰及童装市场研究 .....	4
第一节 我国服装行业总体市场情况.....	4
第二节 青少年休闲服市场研究.....	10
第三节 童装市场研究.....	26
第四节 休闲服与童装行业发展小结.....	32
第二章 森马服饰公司分析 .....	34
第一节 公司概况.....	34
第二节 公司经营状况.....	36
第三节 公司经营战略与优劣势分析.....	37
第四节 公司短期面临的困难.....	49
第五节 公司长期发展驱动力.....	50
第六节 财务分析.....	52
第七节 小结.....	63
第三章 森马服饰估值研究及风险分析 .....	65
第一节 盈利预测.....	65
第二节 市盈率估值.....	69
第三节 市盈率相对盈利成长比率（PEG）估值 .....	70
第四节 自由现金流折现（DCF）估值.....	70
第五节 风险分析.....	74
结论.....	76

附录.....	77
参考文献.....	85
致谢.....	86

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Contents

<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 Researches on Teenagers Casual Clothing Market and Children's Clothing Market.....</b>	<b>4</b>
Section 1 Overview of China's Garment Industry.....	4
Section 2 Researches on Teenagers Casual Clothing Market.....	10
Section 3 Researches on Children's Clothing Market.....	26
Section 4 Conclusions.....	32
<b>Chapter 2 Analysis on Semir.....</b>	<b>34</b>
Section 1 Overview.....	34
Section 2 Business.....	36
Section 3 Strategies and Advantages.....	37
Section 4 Difficulties in Short Term.....	49
Section 5 Driving Forces of Long-Term Development.....	50
Section 6 Financial Analysis.....	52
Section 7 Conclusions.....	63
<b>Chapter 3 Valuation and Risks of Semir.....</b>	<b>65</b>
Section 1 Profit Forecast.....	65
Section 2 PE Valuation Method.....	69
Section 3 PEG Valuation Method.....	70
Section 4 DCF Valuation Method.....	70
Section 5 Risks.....	74

<b>Conclusions.....</b>	<b>76</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>77</b>
<b>Reference.....</b>	<b>85</b>
<b>Acknowledgements.....</b>	<b>86</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 引言

### 一、研究背景

衣、食、住、行，常用于代指整个消费行业，其中的“衣”是历史最为悠久和普遍性的人类消费品。相应地，围绕“衣”的研究也源远流长、角度广泛。如“衣”的功能性演变、材质演进，再如“衣”的款式变迁，再如从“衣”的消费量看经济发展，不一而足。在市场结构、企业微观运营领域，经济史界对早期的品牌企业（即老字号）的企业发展史多有研究，但近、当代占据主导的仍是服装批发体系，学术界对制造、批发贸易、终端零售这个体系的各环节也进行过梳理；近年来，随着品牌企业的逐渐增多，关于服装品牌企业经营战略(品牌定位、渠道管理等)的研究也逐渐被重视。在部分品牌企业上市之后，资本市场也参与到对“衣”的关注。机构的卖方分析师出于估值的需要预测企业的业绩，因此卖方分析师对企业的发展战略及运营情况进行了比较多的调研和资料搜集。

本论文选取一家国内 A 股上市公司森马服饰，试图研究公司所处的细分市场、公司的经营战略及业绩表现，继而进行估值。森马公司在创业早期便在大服饰领域的两个细分市场同步切入：青少年休闲服饰及童装。在青少年休闲服饰市场，森马并非第一批品牌商；但在童装领域，森马是品牌经营的先行者。

### 二、相关研究概述

对青少年休闲服饰市场的研究，目前部分卖方机构的报告有所涉及。郭海燕（2012 年 2 月）构建了鞋服行业发展三阶段模型，并将青少年休闲服饰置于第一、第二阶段之间，即认为目前市场集中度不高，各品牌仍处在跑马圈地、快速增长的阶段；李婕（2011 年 12 月）利用波士顿矩阵对服装细分行业进行了划分，认为时尚休闲服饰属于收入规模高、行业增速高的明星行业区域；关于该细分市场发展的动态，郭海燕在《森马服饰——业绩符合预期，休闲服增速显著放缓》中提到近年国际快时尚品牌进入一、二线高端市场造成的冲击以

及网购对低端市场的冲击；咨询机构 Euromonitor 对青少年休闲服饰市场规模进行了估算；鞠兴海（2012 年 3 月）等对单一品牌在三四线市场的门店数量容量作了估算。本论文拟首先对 1990 年代以来青少年休闲服饰品牌的发展历史进行爬梳，从长时段的考察中提炼出发展的趋势。此外，由于中国一线、二线、三线、四线市场经济发展水平有差距，市场竞争格局也不同，因此有必要区分不同层级市场来分析问题；森马公司的青少年休闲服饰品牌主要布局于二三线市场，本论文将对二三线市场的竞争态势及市场空间作重点分析。

婴童消费品行业，近年来成为一级市场投资的热点之一，二级市场与中国童装市场相关的上市公司已有三家，因此咨询公司、卖方机构也进行了覆盖。郭海燕（2011 年 5 月）指出“4+2+1”的家庭结构将带来婴童消费额的提升；Euromonitor 对世界各地童装人均消费额做了比较，指出中国仍然低于世界平均水平；Pinpoint 公司内部报告利用人口结构的变迁估算未来儿童数量的变化；咨询公司 Frost & Sullivan 估算了中国婴童市场的容量。森马公司的童装品牌也主要布局于二三线市场，本论文将对二三线市场的竞争态势及市场空间作重点分析；此外，由于童装和青少年休闲服饰的产品属性不同，本论文还会梳理发达市场童装、青少年休闲服饰两个细分市场的不同之处，以作为判断国内趋势的参考。

具体到公司经营层面，现有公开的研究以卖方机构的报告为主，但多是信息的搜集汇总和简单的判断。郭海燕对巴拉巴拉品牌的渠道覆盖、供应链、平效等作了梳理；鞠兴海等持续地对订货会进行跟踪以反应公司即期的业绩表现；郭海燕对森马和美邦做了多角度对比。本论文拟从两方面对公司的经营进行分析。一方面从公司的品牌定位、价格区间、渠道拓展方式等方面着手；另一方面，从利润表及其它诸多运营指标，如 GMROI、SSSG、平效、库存等，和业界其它可比公司进行比较研究，如美邦服饰、搜于特、香港上市的诸多运动品牌公司、真维斯（旭日企业）、班尼路（德永佳）、佐丹奴（佐丹奴国际）、博士蛙、丽婴房等，以把握森马的运营现状。

### 三、本文研究思路及论文框架

本论文是综合了宏观市场把握、微观企业经营的研究。文章在纵向维度，

梳理了长时段的竞争格局变迁，在横向维度则与大量同类企业进行系统比较，并加入各线市场经济发展程度这个纬度，这是本文的研究的特色之所在。

本文各章具体内容和框架如下：

引言部分，主要介绍研究背景和研究意义分析，主要论述对我国服装行业、休闲服行业乃至森马服饰进行深入分析的意义所在。

第一章，行业分析，对中国服装行业，两个子行业休闲服和童装市场进行深入分析，对行业过去的发展历程，目前的竞争格局以及未来的发展潜力做出研究，以便分析森马服饰未来的发展空间。

第二章，公司分析，分别对公司的经营战略，面临的挑战，与主要竞争对手的异同进行比较分析，同时，通过对公司历史财务状况以及与竞争对手的财务指标比较来了解公司的财务经营状况。

第三章，内在价值评估，在通过详细的业务分拆对未来的盈利进行预测后，通过市盈率模型、PEG 模型和自由现金流折现模型来给公司进行内在价值的判断与评估。

最后，根据第三章的估值分析，给出公司的合理股价范围，并作出投资建议。

## 第一章 青少年休闲服饰及童装市场研究

随着我国品牌服装企业的逐渐增多以及相继进入资本市场，衣、食、住、行中对于衣的研究越来越多，也越来越重要。本章将对中国服装行业总体市场的发展情况进行分析研究，然后将对本论文的目标企业--森马服饰所进入的两个细分领域，青少年休闲服和童装市场在国内外的发展历程、国内市场竞争格局与未来发展趋势做出详细的分析与研究，以便后续对森马服饰的发展潜力和投资价值做出判断。

### 第一节 我国服装行业总体市场情况

由于成本优势，中国已经成为全球最大的服装生产国和出口国，服装行业已经成为我国国民经济的支柱产业之一。同时，在十三亿人口的庞大消费能力支撑下，中国也已经成为全球增长最快的服装消费市场和第二大服装消费国。

特别是进入 2000 年以来，随着老百姓收入水平的持续增长，国内消费者对服装的需求已经摆脱老一辈单纯追求实用性的目的，对服装产品的质量和品位的要求不断提高，对品牌服装的认同感也逐步加深。我国服装行业开始进入个性化、多元化和时尚化消费的时代。对应消费者需求的变化，国内服装市场的竞争也从单纯的价格转向技术和品牌，品牌服装的发展进入快速成长期。而随着电子商务的异军突起，网络销售更是对传统的线下消费渠道形成剧烈的冲击，网购成为一种新的时尚的消费模式。

总体来看，由于人口基数庞大，老百姓收入水平随着经济增长继续提升，新型城镇化的深入推进也将进一步推升服装消费的需求，我国服装行业未来仍然具有较为广阔的成长空间。

#### 一、我国服装行业发展里程回顾

过去十多年来，随着经济的快速发展，国民收入水平的提升以及消费意识的释放，我国服装市场经历了飞速发展的阶段，如图 1.1 所示，根据 Euromonitor 的数据，我国服装市场总销售额从 1998 年的 3137 亿元增加至 2011 年的 12870 亿，13 年来年均复合增速 11.5%。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库