

森马服饰企业情况分析 ——以美邦服饰为对比

选题原因：

森马服饰和美邦服饰同属纺织服装产业，又同是从浙江起家的知名民营企业，故两家企业历史渊源颇深。而且两家企业成立时间和上市时间相近，成立初期在产品市场定位、目标客户人群、主营业务等方面有许多共同点，故具有较强可比性。然而，现今两家企业却展现出不同的发展趋势，这背后的原因耐人寻味。我们小组认为，拥有相似背景却呈现出不同经营状况的企业是有价值的研究对象。另一方面，我们的小组成员都是浙江人，见证着两家企业的成长，并在生活中与这两家品牌多有交集。基于以上两点，我们小组决定以森马服饰为主要研究对象，以美邦服饰为比较研究对象。

组员：

俞 婕	1300018602
方 初	1300018304
林欣然	1300018702
叶诗瑶	1300019006

森马服饰企业情况分析

——以美邦服饰为对比

目录：

(一) 公司介绍	4
1. 森马服饰	4
2. 美邦服饰	4
(二) 行业分析	5
1. 行业概况：	5
2. 市场规模情况：	5
3. 行业竞争趋势：	6
4. 行业影响因素：	7
(三) 财务数据比较	8
一、 偿债能力指标分析	8
1. 短期偿债能力分析	8
2. 长期偿债能力分析	8
二、 营运能力指标分析	9
1. 应收账款周转率	9
2. 存货管理	10
3. 流动资产周转率	14
4. 总资产周转率	14
三、 盈利能力指标分析	14
1. 总资产收益率和净资产收益率	14
2. 营业收入：	15
3. 销售净利率和销售毛利率	15
4. 利润平滑情况：	17
5. 成本费用率	19
四、 发展能力指标分析	19
1. 销售额增长率	19
2. 净利润增长率	20
3. 资产增长率	20
4. 股权资本增长率	20
五、 资产负债表同型分析	21
1. 资产结构：	21
2. 资本结构：	21
六、 现金流量表分析	22

3. 经营活动	22
4. 投资活动	23
5. 筹资活动	24
6. 自由现金流量对比分析:	24
七、 股东权益变动表分析:	25
八、 会计事务所审计信息	26
 (四) 公司治理情况	28
1. 股东及股权结构情况	28
2. 股权结构对公司治理的影响	31
3. 董事、监事、高管情况	32
4. 独立董事情况	33
5. 治理问题	35
 (五) 宏观市场分析	37
一、 波特五力分析	37
1. 行业内竞争:	37
2. 新竞争者的挑战:	37
3. 替代产品的威胁:	37
4. 客户的议价能力:	37
5. 供应商的议价能力:	37
二、 PEST 分析	错误! 未定义书签。
1. Political	6
2. Economic	6
3. Social	6
4. Technological	6
 (六) 企业经营战略分析	38
1. 童装领导地位稳固, 开拓儿童全产业链发展格局:	38
2. 国际化合作进入中高端细分市场, 加速企业转型升级:	39
3. 多品牌战略打造时尚品牌生态圈, 覆盖更广泛消费人群:	39
4. 开拓电商渠道, 布局“互联网+跨境电商”:	40
5. 管理高效, 利润率优势明显:	41

（一）公司介绍

1. 森马服饰

浙江森马服饰股份有限公司（Zhejiang Semir Garment Co.,Ltd.）是一家以虚拟经营为特色，以休闲服装、童装为主导的企业集团，旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰两大品牌集群。森马品牌创立于 1996 年，定位是年轻、时尚、活力、高性价比的大众休闲服饰，产品主要面向 16-30 岁追求时尚、潮流的年轻人，荣获了中国名牌、中国驰名商标、中国免检商标、中国服装竞争力十大品牌之一等殊荣，森马品牌知名度及市场规模位列中国休闲装前列。巴拉巴拉品牌于 2002 年创立，倡导专业、时尚、活力，面向 0-14 岁儿童消费群体，产品定位在中产阶级以及小康之家。巴拉巴拉荣获了首批中国名牌、中国驰名商标、中国十大童装品牌等荣誉，品牌知名度及市场占有率位居中国童装行业第一。

成立日期：1996 年 12 月 18 日（品牌）、2002 年 2 月 5 日（公司）

上市日期：2011 年 3 月 11 日 002563 浙江森马服饰股份有限公司在深圳中小企业板上市，发行股票 7000 万股，每股发行价 67.00 元人民币，共募集资金 46.90 亿人民币。

法定代表人：邱光和

实际控制人：邱光和家族 [邱光和（17.33%），联席股东：（女婿）周平凡（11.34%）、（儿子）邱坚强（13.43%）、（女儿）邱艳芳（11.34%）、（儿媳）戴智约（9.25%）]

第一大股东：邱光和（17.33%）

2. 美邦服饰

上海美特斯邦威服饰股份有限公司（Shanghai Metersbonwe Fashion & Accessories Co.,Ltd.）是国内著名休闲服生产销售企业，主营服装设计开发；服装、鞋、针织品、皮革制品、羽绒制品、箱包、玩具、饰品、工艺品(除金银)、纸制品的设计、生产和销售。公司拥有由两千多家直营店和加盟店所组成的兼具深度和广度的营销网络。通过细致而科学的品牌建设，专注而系统的品牌推广，借助整合营销的方式已使得美特斯·邦威成为消费者心目中国内休闲服饰的领导品牌之一。美特斯·邦威品获获得“中国驰名商标”荣誉。公司的长期发展目标是成为一家国际领先的服装零售企业，为全球消费者提供新时尚的消费体验。

成立日期：1995 年 4 月 22 日（品牌）、2000 年 12 月 6 日（公司）

上市日期：2008 年 8 月 28 日 002269 美邦服饰在深圳中小企业板上市，发行 5600 万股，每股发行价 19.76 元，筹集资金 13.83 亿元。

法定代表人：周成建

实际控制人：周成建

第一大股东：上海华服投资有限公司（50.38%）

（二）行业分析

1. 行业概况：

伴随着人民收入的增长，中国服饰消费保持持续增长，正在成为全球最大、增长最快的服饰消费市场。从 2000-2007 年的行业高速发展，到 2012 年之后漫长的行业调整期，中国纺织服装行业从 2000 年至今经历了较为完整的生命周期。在高速成长期的黄金时代，大多数本土品牌公司以主业为重心，遵循“渠道为王”的理念依靠门店扩张和产品提价实现了业绩的持续高增长。进入 2012 年以后，这一简单的发展模式难以为继，行业整体转为整合并购和产业创新的新模式。各大公司依托资本市场平台通过持续的并购整合开启了多样化转型升级的步伐。在这一趋势下，森马服饰通过并购进入童装产业，再通过资源整合巩固在新兴产业的龙头地位，实现业绩的高增长。

另一方面，移动互联网背景下的渠道变迁、产业链产能过剩、消费升级和消费细分以及国际品牌进一步加大对中国市场的布局等因素，使得服饰行业的优胜劣汰现象进一步显现。各服装企业之间的竞争激烈，正在从价格竞争转向质量竞争。同时服装行业整体出现库存积压影响经营的情况，急需扩张销售渠道。随着互联网生活方式的发展，线上消费占比不断提升，线上线下相互融合的 O2O 运营模式成为服饰企业的必然选择。国际品牌在中国市场的发展正在从一线城市向二三线城市下沉，进一步侵蚀本土品牌的生存空间。

总体而言，纺织服装行业面临中国消费持续增长的发展机遇，也面临着互联网浪潮下不小的挑战。

2. 市场规模情况：

	排名	流通市值 (亿)	总市值 (亿)	流通 A 股 (亿)	总股本 (亿)	主营收入 (亿) ^{TTM}
1	际华集团	556.18	556.18	38.57	38.57	191.07
2	雅戈尔	554.87	554.87	22.27	22.27	171.45
3	豫园商城	349.27	349.27	14.37	14.37	184.44
4	美邦服饰	297.98	299.76	25.13	25.28	65.33
5	海澜之家	280.67	823.52	15.31	44.93	142.57
6	森马服饰	274.23	400.79	9.17	13.40	83.45
	行业平均	123.83	175.82	5.30	6.90	41.07
	市场平均	207.94	283.67	12.54	17.00	104.91

3. PEST 分析

1) Political

最近国家出台了二胎政策。国家的人口政策变化会对服饰业市场产生影响，如将对童装产业的发展具有一定的促进作用。

2) Economic

人民币近年来不断升值，国内服饰出口阻力加大。同时，国际品牌进一步加大对中国市场的布局，国际品牌在中国市场的发展正在从一线城市向二三线城市下沉。这两个因素导致服饰行业出口形势低迷，优胜劣汰现象进一步显现；国际品牌进一步侵蚀本土品牌的生存空间，各服装企业之间的竞争激烈，正在从价格竞争转向质量竞争。

3) Social

长江三角洲和珠江三角洲是中国服装生产的重要基地，其商贸资源良好、基础设施先进，同时正在向精品化、高附加值化的方向发展。同时，消费人群的需求逐渐细分，这导致市场进一步细化，竞争不断加剧。

4) Technological

移动互联网背景下的销售渠道变迁，线上消费占比不断提升，线上线下相互融合的 O2O 运营模式成为服饰企业的必然选择，这也不可避免的带来销售渠道的多元化。

4. 行业竞争趋势：

基于以上对于国内服装行业的宏观环境的影响，我们认为服装行业的竞争呈现如下趋势：

1) 市场细化，竞争加剧

近几年在服装行业增长缓慢，各产业集群和各品牌一方面通过多样化转型进入新兴产业，另一方面在服装业开展差异化竞争，各品牌在设计研发、品牌理念、营销策略上更加明确风格定位、突出自身的品牌内涵，力求在深度细分市场取得差异化竞争优势。而各个子行业的表现分化明显，童装、中端手表两大细分品类成长较好；户外行业增速较快但有所放缓，行业集中度提高；大众休闲海外品牌快速发展，行业集中度仍在提升。

2) 产业链把控转型期

大众休闲领域的企业渠道数量较多，但是由于对产业链掌控能力的差距，各企业总市值、收入、利润规模差距很大。高速发展时期中国企业大多采用品牌宣传、终端批发、设计生产外包等方式寻求简单粗放式对发展，2012 年增长受困后国内企业开始注重终端零售、供应链整合，自此我国服饰企业进入逐步向全产

业链把控时代转型时期。

3) 渠道多元化发展，线上销售增速迅猛

根据中华全国商业信息中心的数据显示，2015 年实体零售业的平稳运行，重点大型零售企业服装类商品零售额达 1921.48 亿元，同比增长 1.68%。引人注意的是，B2C 尺长的服装服饰品类交易额在去年迎来大幅增长。根据易观智库发布的数据监测报告显示，2015 年中国 B2C 市场服装服饰品类交易规模达 6549.8 亿元，同比增长 66.08%，规模是线下的 3 倍，增速也很高，4 个季度的同比增幅均超过 50%，不断刷新增长纪录。电商销售快速扩张，各电商平台和垂直电商已经成为服装内销的重要渠道，并对传统线下销售起到补充和一定程度的替代作用。

5. 行业影响因素：

- 1) 上游企业、供应商：重要的上游企业是棉花、羊毛等原材料供应商，价格和当年的收成相关。
- 2) 下游企业：重要的下游企业是服装的各类经销商。
- 3) 存在的风险：库存压力大，且商品具有时效性（过季或过时），进一步加大了库存积压风险。其次，服饰行业与宏观经济联系较为紧密。由于服饰为非刚性需求，与收入水平呈正相关，故经济波动对人们的服饰消费有一定影响。
- 4) 国家政策：服饰行业面临国内外竞争压力，国家进出口政策等方面的变动会对企业经营造成影响；国家的人口政策变化也可能对服饰业市场产生影响，如二胎政策可以促进童装产业的发展。

（三）财务数据比较

一、 偿债能力指标分析

1. 短期偿债能力分析

流动比率				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015
森马服饰	5.24	4.90	4.87	4.56
美邦服饰	1.29	1.70	1.21	1.35

流动比率是流动资产和流动负债的比值，流动比率越大证明企业的短期偿债能力越强。森马服饰和美邦服饰的流动比率在 2012 年到 2014 年间变动幅度都较小，比较稳定，一定程度上反映了两家企业的运营常态。森马的流动比率大大超过同行业的美邦，因而其短期偿债能力较美邦服饰强。

速动比率				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015
森马服饰	4.40	4.25	4.21	3.67
美邦服饰	0.59	0.96	0.66	0.72

相较于流动比率，速动比率剔除了存货的影响，更能反映企业偿还流动负债的能力。森马的速动比率远大于同行业的美邦，原因是森马拥有大量的货币资金。较高的速动比率说明森马流动资产的变现能力强，在无需动用存货的情况下也可以解决短期债务。

2. 长期偿债能力分析

资产负债率 %				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	15.35	16.78	18.00	20.54
美邦服饰	41.03	43.73	47.95	55.37

资产负债率是总负债与总资产之间的比值。从债权人的角度看，资产负债率越低证明企业的长期偿债能力越强，对债务保障程度好。与美邦的资产负债率比较，森马服饰的资产负债率很低，表明企业财务风险低。森马负债率低的原因主要有：首先，森马直营与加盟的销售收入占比大约为 2:8，因此森马账上的应收账款数额很高，主要是为了扶持加盟商；而美邦的直营和加盟比例接近 5:5，因此其存货和固定资产投入比重较大；其次，森马在上市时较原计划超募了 24.7 亿元，而美邦总共只募集到 13 亿元左右，因此森马自有资金充足，无需从外部借款。不过从股东的角度来看，森马过低的资产负债率说明企业没有充分发挥利

用负债的杠杆作用，不利于股东获得最大收益。森马服饰 2012 年到 2015 年资产负债率逐年略有增长，其中 2014 年到 2015 年的上升主要是由于扩大经营所需而增加了对银行的信贷借款所致。

利息保障倍数				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	* -7.35	* -6.22	* -10.04	* -10.94
美邦服饰	7.57	5.33	2.92	-0.18

在这里没有用利息支出来计算利息保障倍数，而是使用了利息费用。需要说明的是森马从 2012 年到 2015 年利息保障倍数均为负的原因是其本身利息费用为负数。由于森马本身持有大量的货币资金，因此大量的利息收入超过了其利息支出。2015 年森马账面上货币资金占比仍高达 17.1%，大量的资金目前仅用于投资理财产品和获取利息，没有得到有效利用。森马今后应该考虑进一步提升战略或增加对股东的现金分红。而美邦服饰的利息保障倍数逐年下降的原因主要是其归属于母公司的净利润大幅下降。2015 年美邦的净利润上市后首次为负，造成利息保障倍数为负，这与森马的情况是完全不同的。其实美邦在 2014 年利息保障倍数就已经跌破 3.0，违约风险上升，暴露了其偿债能力的下降。

二、 营运能力指标分析

1. 应收账款周转率

应收账款周转率				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	10.15	11.47	9.63	7.25
美邦服饰	11.69	20.11	23.89	26.09

应收账款周转率是销售收入与应收账款平均余额的比值，反映企业的应收账款收回的速度。2012 年国内休闲服装行业受到国外品牌冲击陷入寒冬，森马的主营业务收入有所下降。不过依靠童装的快速增长，森马很快扭转了颓势，因此 2013 年周转率有所上升。而森马的应收账款在 2014 年和 2015 都分别增加了 4.6 亿元左右，导致应收账款周转率则下降了 1.84 次和 2.38 次，这主要是因为企业增强了对加盟商的扶持力度所致。

相较于美邦服饰，森马服饰的应收账款周转率整体较低，说明森马应收账款的周转速度较慢，应收账款占用资金数量较大。应收账款若无法及时收回就会导致坏账增加，影响企业发展。森马服饰应适当提高应收账款的周转速度，加快应收账款的收回，在扶持的加盟商的同时也必须警惕加盟商联合向企业施压和提出各项不利于企业长远发展的条件。

2. 存货管理

1) 存货的分类

森马：转材料、库存商品等。

美邦：原材料、产成品及商品、委托加工材料和低值易耗品。

2) 发出存货的计价方法

森马：存货发出时按全月一次加权平均法计价。

美邦：加权平均法。其存货按照成本进行初始计量。存货成本包括采购成本、加工成本和其他成本。发出存货，采用加权平均法确定其实际成本。周转材料包括低值易耗品和包装物等，低值易耗品和包装物采用一次转销法进行摊销。

3) 存货可变现净值的确定依据及存货跌价准备的计提方法

森马：产成品、库存商品和用于出售的材料等直接用于出售的商品存货，在正常生产经营过程中，以该存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额，确定其可变现净值；需要经过加工的材料存货，在正常生产经营过程中，以所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额，确定其可变现净值；为执行销售合同或者劳务合同而持有的存货，其可变现净值以合同价格为基础计算，若持有存货的数量多于销售合同订购数量的，超出部分的存货的可变现净值以一般销售价格为基础计算。

期末按照单个存货项目计提存货跌价准备；但对于数量繁多、单价较低的存货，按照存货类别计提存货跌价准备；与在同一地区生产和销售的产品系列相关、具有相同或类似最终用途或目的，且难以与其他项目分开计量的存货，则合并计提存货跌价准备。

除有明确证据表明资产负债表日市场价格异常外，存货项目的可变现净值以资产负债表日市场价格为基础确定。本期期末存货项目的可变现净值以资产负债表日市场价格为基础确定。

美邦：于资产负债表日，存货按照成本与可变现净值孰低计量，对成本高于可变现净值的，计提存货跌价准备，计入当期损益。如果以前计提存货跌价准备的影响因素已经消失，使得存货的可变现净值高于其账面价值，则在原已计提的存货跌价准备金额内，将以前减记的金额予以恢复，转回的金额计入当期损益。

可变现净值，是指在日常活动中，存货的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用以及相关税费后的金额。计提存货跌价准备时，原材料按类别计提，产成品及商品按单个存货项目计提。

¹

4) 森马服饰 2015 年存货分类情况及美邦服饰 2014 年存货分类情况对比：

森马服饰 2015 年存货分类情况(单位：元)						
项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值

¹上海美特斯邦威服饰股份有限公司2014年度报告

库存商品	1,920,087,651.59	325,578,534.70	1,594,509,116.89	1,413,191,609.29	381,621,338.72	1,031,570,270.57
周转材料	1,313,889.28		1,313,889.28	2,717,529.57		2,717,529.57
合计	1,921,401,540.87	325,578,534.70	1,595,823,006.17	1,415,909,138.86	381,621,338.72	1,034,287,800.14

森马服饰 2015 年存货跌价准备情况 (单位: 元)						
项目	期初余额	本期增加金额		本期减少金额		期末余额
		计提	其他	转回或撤销	其他	
库存商品	381,621,338.72	218,598,642.27 (注 1)		274,641,446.29 (注 2)		325,578,534.70 (注 3)
合计	381,621,338.72	218,598,642.27		274,641,446.29		325,578,534.70

注1: 本年预计退货形成的存货跌价入“预计负债”科目核算。

注2: 本期转销系上期已计提存货跌价准备的库存商品在本期实现销售相应转销所致。

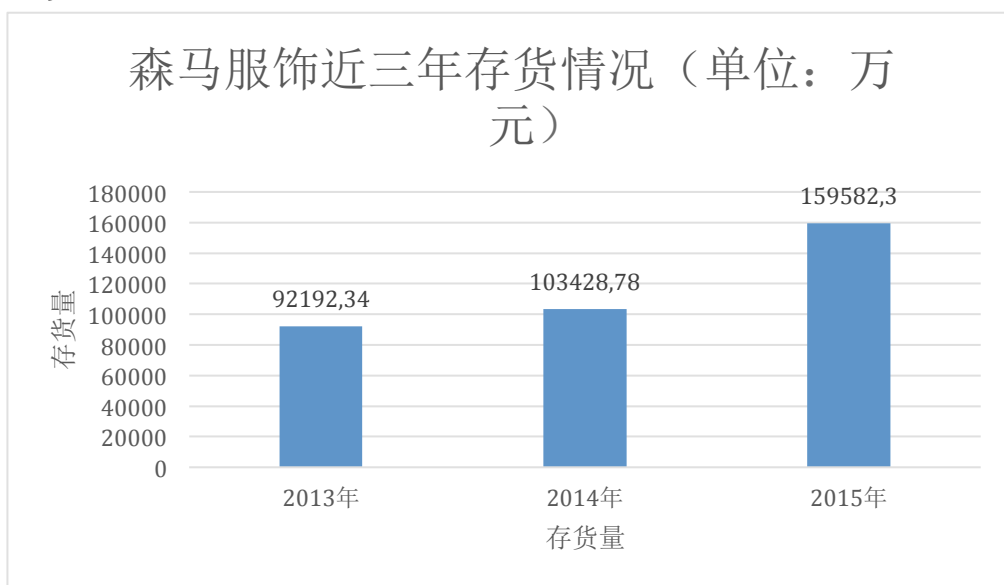
注3: 对期末库存商品余额以结存明细预计未来的销售价格作为估计售价, 减去估计的相应销售费用和相关税费后的金额乘以期末结存数量, 作为其可变现净值, 小于账面成本部分计提存货减值准备。

美邦服饰 2014 年存货分类情况 (单位: 元)						
项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	29,363,418.00	0.00	29,363,418.00	35,106,953.00	0.00	35,106,953.00
库存商品	1,715,976,506.00	312,661,936.00	1,403,3014,570.00	1,682,112,863.00	141,116,428.00	1,540,996,435.00
周转材料	2,957,563.00	0.00	2,957,563.00	3,644,837.00	0.00	3,644,837.00

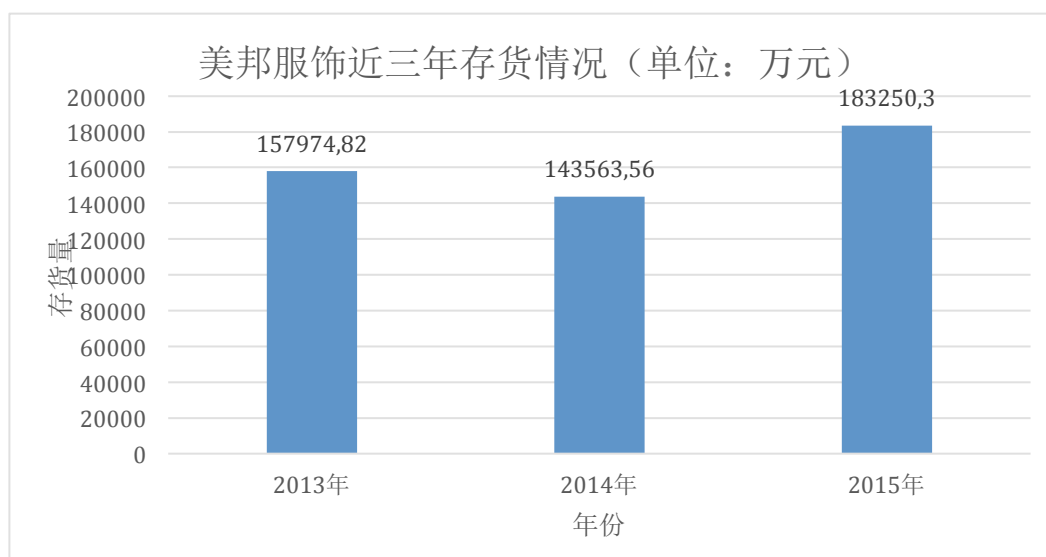
合计	1,748,297,487.00	312,661,936.00	1,435,635,551.00	1,720,864,653.00	141,116,428.00	1,579,748,225.00
----	------------------	----------------	------------------	------------------	----------------	------------------

美邦服饰 2014 年存货跌价准备情况（单位：元）						
项目	期初余额	本期增加金额		本期减少金额		期末余额
		计提	其他	转回或转销	其他	
原材料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
库存商品	141,116,428.00	216,658,543.00	0.00	45,113,035.00	0.00	312,661,936.00
周转材料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	141,116,428.00	216,658,543.00	0.00	45,113,035.00	0.00	312,661,936.00

5) 近三年存货情况



森马服饰近三年存货情况（单位：万元）			
年份	2013 年	2014 年	2015 年
存货量	92192.34	103428.78	159582.30



美邦服饰近三年存货情况（单位：万元）			
年份	2013	2014	2015（前三季度）
存货量	157974.82	143563.56	183250.30

从存货量数据上看，森马服饰近三年持续增加，而美邦服饰则在 2014 年经历了小幅下降，2015 年又上涨至 183250.3 万元。存货量的上升可能有两种可能性：一为公司所占据的市场份额正在扩大，其销售量也增加，其存货虽然上涨，但其比例可能并未增加。在这种情况下，存货的上涨是优秀的销售情况的表现。另一种可能性则是其公司产品滞销，销售量下降，营业额收缩。这种情况下存货的上涨是其销售能力下降的表现。森马服饰和美邦服饰看似差别不大的存货量，实际上正是两种不同可能性的体现。这可以从两家公司的营业收入表现中看出。

6) 存货周转率

存货周转率				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	4.29	4.7	5.33	4.48
美邦服饰	2.31	2.44	2.41	2.13

存货周转率是指销售成本与平均存货的比率，反映了存货所占用资金比率。由于两家企业都实行轻资产运营模式，所以存货主要是库存商品。服装行业的库存商品一般分为两种情况：第一种是当期还未发给销售渠道的新品，第二种是过时的积压品，两者的变现能力相差较大。森马服饰的存货周转率大大超过美邦，这说明森马的存货的变现能力比美邦强，流动性较强，可能是新品的比例较高。而美邦服饰的存货周转率从 2013 年到 2015 年逐年递减，可能反映了美邦内部日益严重的库存积压问题。2015 年美邦库存商品计提的跌价准备为 4.02 亿元，转销仅为 0.99 亿元，而森马计提的跌价准备为 3.26 亿元，转销为 2.76 亿元，这也从侧面反映出森马积压库存情况较美邦好，其处理积压库存的方式更为有效。

据悉，森马将行业加盟商每年四次订货的时间提高到了八次，这可能在一定程度上有助于提高存货周转速度。

3. 流动资产周转率

流动资产周转率				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	0.98	1.05	1.11	1.19
美邦服饰	2.04	2.15	1.81	1.12

流动资产周转率是销售收入与流动资产平均占用金额的比率，反映企业的流动资产营运能力。2012 年到 2014 年，森马的流动资产周转率低于美邦，应该是因为森马服饰流动资产中有过多闲置的货币资金和应收账款的缘故。不过，森马服饰的流动资产周转率一直保持一个增长趋势，反映了其营运能力不断提高。2015 年森马的流动资产周转率超过美邦，主要是依靠童装业绩使得营业收入的大幅上升。

4. 总资产周转率

总资产周转率				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	0.77	0.77	0.81	0.86
美邦服饰	1.2	1.15	0.97	0.90

总资产周转率是销售收入与平均资产总额的比值，反映销售能力的强弱。森马服饰的总资产周转率逐年上升，而美邦的却逐年下降，2016 年森马的总资产周转率很可能会超过美邦的。就目前情况来说，美邦的总资产利用率比森马的要大，所以森马应注意在提高自己的总资产周转率，改善全部资产的利用效率。

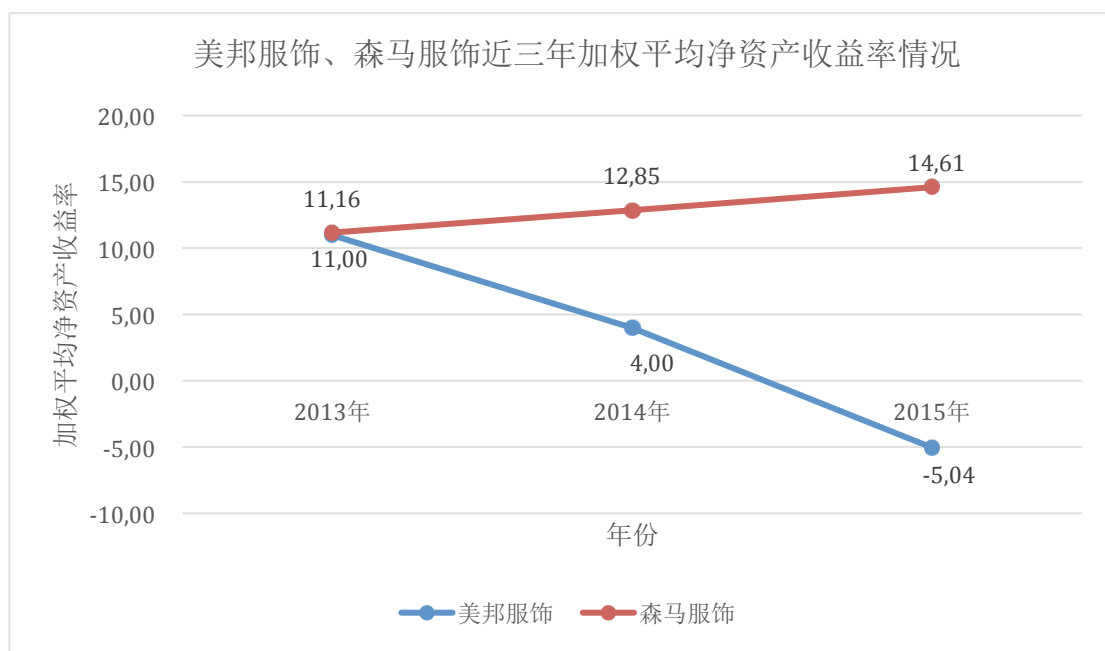
三、 盈利能力指标分析

1. 总资产收益率和净资产收益率

总资产收益率（%）				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	8.26	9.50	10.83	12.19
美邦服饰	10.69	5.91	2.13	-6.20
净资产收益率（%）				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	9.75	11.32	13.12	15.13

美邦服饰	20.58	10.26	3.93	-12.8
------	-------	-------	------	-------

总资产收益率衡量企业利用资产获取利润的能力，反映了企业总资产的利用效率。而净资产收益率是净利润与股东权益平均总额的比值，它反映了股东所获取投资收益的情况。收益率越高，则企业的盈利能力越强。森马服饰的总资产收益率和净资产收益率都从 2012 年低于美邦到 2013 年反超美邦并将差距越拉越大，这一定程度上说明森马的资产运营初见成效，但反超的最大原因其实是美邦自身盈利能力下降过快。美邦在 2010 年开始寻求模仿 ZARA 等国外快时尚品牌加大成本投入开设上千平米的自营旗舰店。而为了旗舰店的布局，又加快推出新品，导致库存堆积。同时美邦的在“互联网+”方面的投入也收效甚微，即便是花了重金赞助“奇葩说”等热门节目，“有范 app”、“邦购网”也未能给美邦带来实质收益。反观森马，在美邦的积极扩张脚步下一直保持冷静的官网态度，专心发展童装部门，成绩斐然。不过美邦的收益率虽然呈一个上升趋势，但是上升的幅度较小，实质上，森马服饰目前在自有资金获利的能力方面还有待提高。



2. 销售净利率和销售毛利率

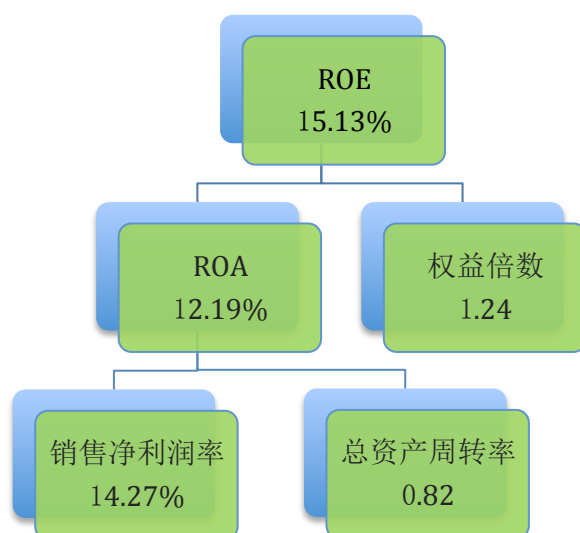
销售净利率 (%)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	10.77	12.36	13.35	14.27
美邦服饰	8.93	5.14	2.20	-6.86
销售毛利率 (%)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	33.76	35.35	36.06	37.66
美邦服饰	44.55	44.63	45.17	44.02

销售净利率是净利润与销售收入的比值，销售毛利率是销售毛利占销售收入的比值，它们都反映了企业的盈利能力的强弱。森马的净利率和毛利率总体呈稳定上升趋势，表示其盈利能力不断提高。而美邦的净利率和毛利率整体都呈现下降趋势，盈利能力减弱。

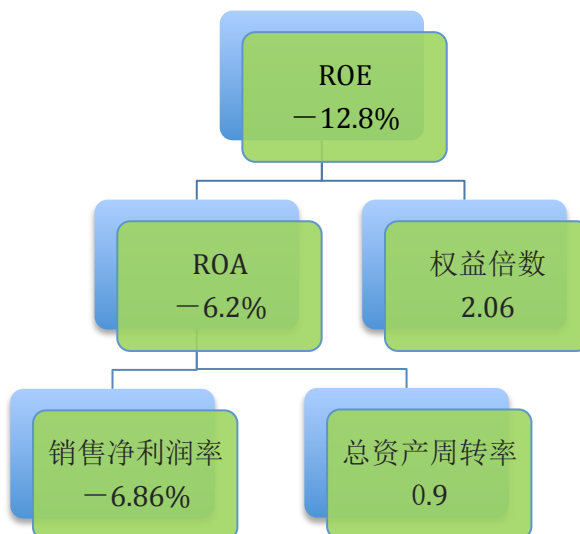
森马的毛利率比行业平均水平低 10%左右，这一方面可能是因为其低价战略，而另一方面也体现了森马对于加盟商的让利。2012 年为休闲服装业寒冬，森马降价销售以去库存，因而毛利有所下降。后来依靠童装的发力和对休闲服饰的整顿，销售业绩得到回升。然而美邦服饰在 2012 年并未妥善解决积压库存问题，而是大量向加盟商压货，同时加大直营店比例以防范加盟商联合，导致人心向背。

具体情况请参见下图的杜邦分析：

森马服饰：

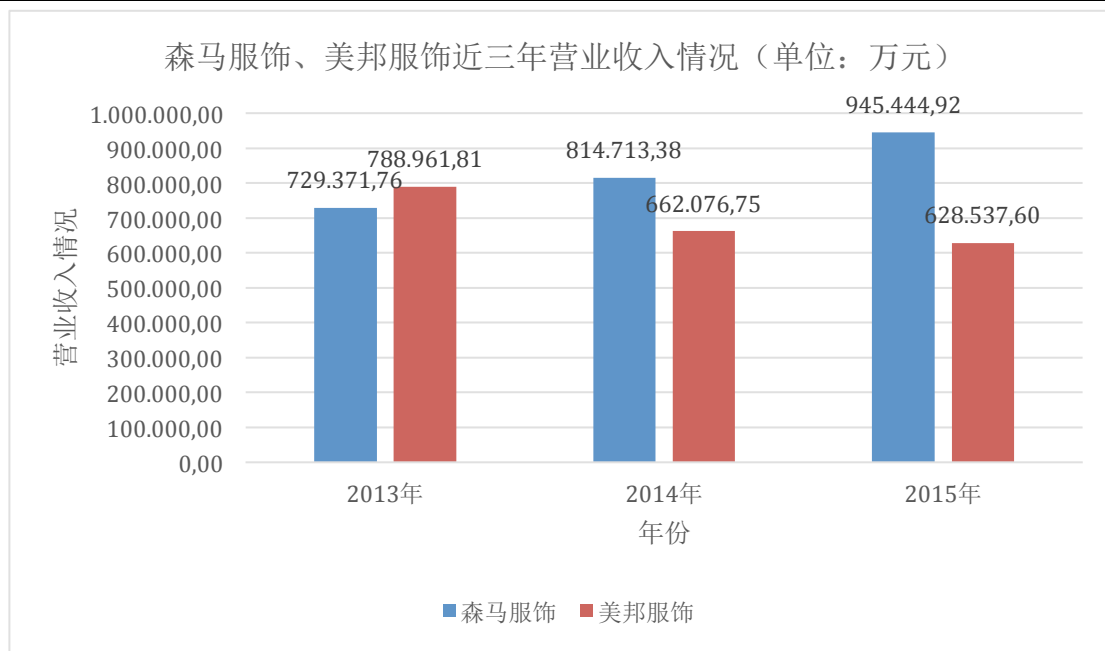


美邦服饰：



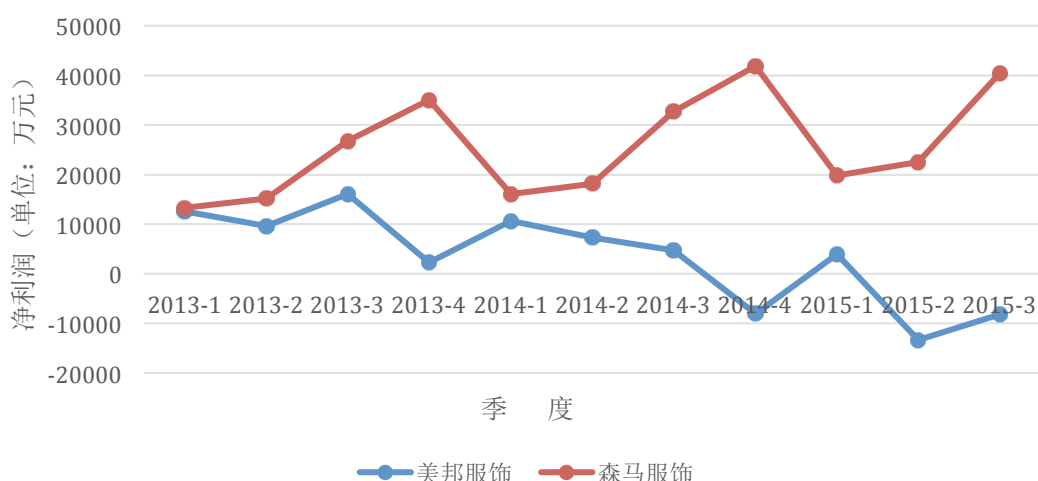
3. 营业收入：

森马服饰、美邦服饰近三年营业收入情况（单位：万元）			
公司名称	2013	2014	2015
森马服饰	729,371.76	814,713.38	945,444.92
美邦服饰	788,961.81	662,076.75	628,537.60（业绩快报）



从近三年的营业收入看，森马服饰近三年的表现良好，营业收入逐年上涨。因此，森马服饰的存货上涨并不说明其产品滞销，卖不出去。存货的上涨反映的是其交易量的增加。反观美邦服饰，近三年的营业收入逐年下降。而与此同时，存货依然上涨，这反应了其产品正渐渐丢失其市场。这是因为随着市场环境的变化美邦粗放式的增长方式开始变成劣势。在市场增速放缓，Zara 和 H&M 等快时尚品牌加入中国市场的竞争后，美邦试图学习 Zara，掌控订货主动权，采取不计成本增设直营店的策略，导致门店扩张过快。而此后，美邦服饰又瞄准新兴互联网市场，大幅收缩店铺数量，进而造成了大量库存积压。整个 2014 年，美邦关闭了近 800 家门店；截至 2015 年三季度末，库存达到 18.32 亿元。由于未能理清电商、直营店、加盟店三大渠道中产品价格、款式和促销方案，截至目前看这些尝试还没有真正把美邦从业绩下滑的泥沼中拯救出来，产品库存问题依旧拖累着公司发展。2015 年是美邦成立 20 周年，却也是美邦发展历史上业绩最糟糕的一年。而伴随着营业量的下降大量增长的存货，将阻碍美邦服饰的自我救赎。利润平滑情况：

美邦服饰、森马服饰近三年每季度净利润情况（单位：万元）



美邦服饰、森马服饰近三年每季度净利润情况（单位：万元）					
2015 年					
季度	2015-4	2015-3	2015-2	2015-1	2015 全年
森马服饰	51618.54	40398.10	22493.12	19746.61	134256.37
美邦服饰		-8175.35	-13356.66	3880.64	-17651.37
2014 年					
季度	2014-4	2014-3	2014-2	2014-1	2014 全年
森马服饰	41883.44	32657.44	18194.83	16068.35	108804.06
美邦服饰	-8031.85	4710.56	7231.02	10654.33	14564.05
2013 年					
季度	2013-4	2013-3	2013-2	2013-1	2013 全年
森马服饰	35006.80	26759.04	15130.11	13286.19	90182.14
美邦服饰	2291.26	16008.60	9669.49	12578.29	40547.64

森马服饰每年各季度的净利润均都有上升，且其净利润的上升均由于营业收入，给市场和投资者传递积极关于公司的信息。从总利润角度看，森马服饰近三年的净利润也呈稳步上升的趋势，而且政府略有增大。

与此相比，美邦服饰每年各季度的净利润波动幅度较大，尤其是 2014 和 2015 年，在 2014 年第四季度甚至出现了比较大额的负利润，回顾 2014 年年末的公司动态，在 2014 年 11 月 14 日发布的第三节董事会第七次会议决议公告中，美邦服饰决定参与发起设立华瑞银行，并同时发行超短期融资券。如此大笔关于业务拓展的资金流出可能对盈利造成影响，公司可能通过调整销售方面的利润来平衡全年总利润表。2015 年形式更为险峻，第二季度营业额十分惨淡，大股东华服投资减持股份，一位董事及副总裁辞职，第三季度被大公国际资信评估有限公司纳入观察名单。以年度为单位看，美邦服饰近三年的净利润下降非常明显。

总体上而言，森马服饰的利润平滑做的比较好，并且每年每季度都保持稳步增长，美邦服饰则由于业务的拓展、高层变动等原因没有做到利润平滑，给市场

传递了负面信息。

销售增长率（%）				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	-8.98	3.26	11.70	16.01
美邦服饰	-4.38	-17.03	-16.08	-4.92

4. 成本费用率

成本费用率（%）				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	12.30	14.65	16.04	18.60
美邦服饰	9.66	5.5	2.31	-7.01

成本费用净利率是净利润与成本费用总额的比值，反映了企业生产过程中投入与获得的回报之间的比例。森马服饰的成本费用净利率远高于美邦，并且一直在稳步上升。因此森马的低成本战略更加有效，盈利能力更强。

四、 发展能力指标分析

1. 销售额增长率

销售增长率反映企业销售收入增长情况。2012 年本土休闲服装行业受到行业竞争和网络电商的影响，集体陷入寒冬，营业收入出现负增长。因此，无论是森马还是美邦，他们的销售增长率在 2012 年都出现负增长态势。2012 年森马的休闲服装销售额同比下降 12.64%，童装同比增长 3.02%。为解决积压的休闲服装，森马在 2012 年已经对其进行降价促销，牺牲毛利，减轻加盟商的负担，因而其销售增长率相较于美邦下降的幅度更大，不过其童装品牌的增长一定程度上弥补了休闲服装的下降。2013 年森马进一步把握优势，大力发展童装，使童装销售额增长率达到 19.9%，并同时整改非营利的休闲服装门店和解决积压库存，使休闲服装出现了 4.04% 的负增长。森马 2013 年整体销售增长率回到了 3.26% 的正增长，其中童装功不可没。2014 年和 2015 年，森马的童装继续保持高增长，而休闲服饰经过前两年的整顿也一改颓势，出现正增长，因而整体增长率大幅提高。

反观美邦，虽涉及童装业务，却未能在行业中占有一席之地，而森马旗下的巴拉巴拉品牌已经成为中国童装行业的领头羊。2012 年，在行业集体下调毛利解决库存问题时，美邦直营的毛利率也下降了 3.67%，但加盟的毛利率却上升 2.67%，而且是在当年加盟的销售额出现 14% 的负增长的情况。结合当时的一些

内部舆论，推测当时美邦为了业绩向加盟商大幅度压货控价，造成了加盟商不堪重负，第四季度加盟商提货比例大幅降低，影响了全年业绩。美邦虽控制了 2012 年销售额负增长的幅度，但未能从根本上解决问题，且进一步造成了加盟商信心的丧失。之后美邦对于休闲服饰的整改重心一直放在渠道上：大力自主研发的 APP 和经营自主电商平台邦购网，拓宽线上渠道；增加直营比例，整顿加盟商。但是由于整体本土休闲服饰行业的颓势已现，而加盟商方面的整改一直落后于直营，整体业绩难有起色。

2. 净利润增长率

净利润增长率(%)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	-37.81	18.56	21.09	23.56
美邦服饰	-29.55	-52.27	-64.08	-396.57

净利润增长率反映股东收益情况。森马服饰净利润自 2012 年后逐渐好转，得益于童装品牌销售收入增多，而休闲品牌也逐渐走出颓势。美邦的休闲服装业务整改收效甚微，尤其是在加盟商部分。而其互联网战略投入的研发成本和销售和管理费用相当大，且目前并未直接带来收入的提高，因此其净利润逐年走低。

3. 资产增长率

总资产增长率 (%)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	1.89	4.78	6.78	12.36
美邦服饰	-21.12	-4.27	4.17	-0.45

总资产增长率反映企业的扩张速度。森马服饰总资产一直保持稳定增长，2015 年增长率更是达到 12.36%，说明其经营规模扩张速度快，后续发展能力强劲。而美邦 2012 年、2013 年总资产增长率都出现了负值，直至 2014 年美邦的资产增长率才出现了正值，而 2015 年又陷入了负增长。2014 年变化的主要原因是美邦投资了上海华瑞银行（未成立），其他非流动性资产增加所致，还有货币资金方面的变化。美邦通过资产抵押、股权质押等多种手段希望获取资金，但仍旧难以缓解美邦的资金紧张。2015 年因销售收入下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少 4.47 亿元。但同时购买商品、接受劳务支付的现金却增加 6.53 亿元。库存压力下美邦却没有采用保守的去库存策略，而是自掘坟墓，雪上加霜。

4. 股权资本增长率

股权资本增长率 (%)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
森马服饰	1.17	3.00	5.22	8.62
美邦服饰	0.14	-8.66	-3.64	-14.64

股权资本增长率体现了企业资本的积累能力。企业资本积累能力越强，则其发展能力越好。森马服饰股权资本逐年稳定上升，2012 年到 2014 年股本未变化，增长主要依靠未分配利润。而在 2015 年进行了资本公积转增股本，本质上未改变股东权益，其增加还是依靠未分配利润上升。而美邦的股权资本增长率呈现下降趋势，并且在 2013 年到 2015 年都为负值，主要是因为利润下降，反映了美邦股东权益在降低，企业资本的积累能力下降。

五、 资产负债表同型分析

1. 资产结构：

2015 年	森马服饰		美邦服饰	
项目	金额（单位：元）	百分比	金额（单位：元）	百分比
流动资产	7,858,116,964.35	68.14%	5,466,285,122.00	66.60%
货币资金	2,249,133,873.52	19.50%	663,888,863.00	8.09%
存货	801,398,286.07	6.95%	1,155,918,354.00	14.08%
固定资产	842,839,324.47	7.31%	346,619,808.00	4.22%

*使用母公司资产负债表数据。

森马服饰资产总计： 11,532,149,029.80

美邦服饰资产总计： 8,207,286,177.00

行业特征对企业资产结构有影响，森马服饰和美邦服饰都是服装行业，固定资产所占比例较少，流动资产占比较多。

森马的货币资金占比将近 20%，有些偏多，因为货币资金是相对创造利润能力较小的资产，所以导致资本没有充分利用，考虑到森马服饰的经营状况比较稳定，该公司可以用这笔资金创造更多的价值。美邦服饰的货币资金占比合理。森马的存货占比大幅小于美邦的存货占比，由于美邦近年销售状况不好导致存货积压，符合该指标反应现象。固定资产占比两家公司都较小，因为他们都属于中间商，负责经销。

2. 资本结构：

2015 年	森马服饰		美邦服饰	
项目	金额（单位：元）	百分比	金额（单位：元）	百分比
短期借款	0	0	1,275,725,000.00	15.54%
应付债券	0	0	806,667,296.00	9.83%
流动负债	1,678,318,841.14	14.5%	3,277,167,588.00	39.93%
非流动负债	497,909,969.35	4.32%	855,513,296.00	10.43%

*使用母公司资产负债表数据。

森马服饰资产总计： 11,532,149,029.80

美邦服饰资产总计： 8,207,286,177.00

从后两项我们可以明显看出，美邦服饰的负债比森马服饰高很多，因为负债是需要偿还本金并支付利息，因此美邦服饰还本付息的压力较大，面临较大的财务风险。同时，另一方面来看，资产结构和成本结构有较强的相关性，这两家服装行业的流动资本占比较大，对应的流动负债也都比各自的非流动负债占比大，避免了期限错配导致的现金流断裂。

我们选取了短期借款作为流动负债的代表，应付债券作为非流动负债的代表。森马服饰表现优异，2015 年没有短期和长期借款，但是账上有较多的应付票据应付账款等，这些科目上资金较大，表现的是经营性负债较大，无偿占用其他公司资金能力强，显示森马服饰的市场地位较高，是良好经营的有力证据之一。相比较而言，美邦服饰的短期借款比例较高，也有不少长期借款，债务压力大。

美邦服饰的总负债占比远大于森马服饰的总资产占比，说明美邦服饰所有者权益占比远小于森马服饰，股东权益是可以长期无偿占用的资本，所以报表说明美邦服饰不善。在财务情况恶化的公司，比如美邦服饰，资产负债表分析更为重要；而在经营稳定并且有向上趋势的森马服饰，我们可以更多关注其利润表。

六、 现金流量表分析

1. 经营活动

经营活动产生的现金流量项目分析（单位：元）

销售商品、提供劳务收到的现金			
	2013	2014	2015
森马服饰	8,087,750,540.90	8,339,373,657.94	9,719,981,060.90
美邦服饰	9,353,574,661.00	7,848,942,477.00	7,401,989,001.00
购买商品、接受劳务支付的现金			
	2013	2014	2015
森马服饰	5,555,091,602.05	6,514,038,743.09	7,449,404,840.63
美邦服饰	9,561,713,041.00	4,120,096,873.00	4,772,839,966.00
经营活动产生的现金流量净额			
	2013	2014	2015
森马服饰	1,438,683,906.26	652,638,213.31	980,887,914.28
美邦服饰	984,200,067.00	1,322,173,963.00	-185,004,386.00

上表选取了现金流量表第一部分：经营活动产生的现金流量的三个代表性指标：销售商品及提供劳务收到的现金、购买商品及接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流量净额。销售商品及提供劳务收到的现金是现金流入中最关键的指标，购买商品及接受劳务支付的现金是现金流出中最关键的指标。

森马服饰 2013 年到 2015 年，购买商品及接受劳务支付的现金销售商品、提供劳务收到的现金逐年增加，并且增幅也有上升趋势；购买商品、接受劳务支付的现金和销售商品、提供劳务收到的现金匹配增长，说明公司盈利质量高。所以自然而然可见，经营活动产生的现金流量净额也在逐年增长。相较而言，美邦服饰销售商品、提供劳务收到的现金量逐年下滑，购买商品、接受劳务支付的现金在 2013 年到 2014 年下降，但在 2014 年到 2015 年却有所上升，是因为美邦 2015 年采取的极端的薄利多销政策，进行极大的让利。这种极端的让利带来的直接的结果就是 2015 年美邦服饰经营活动产生的现金流量净额为负，就算在地铁站门口摆摊也无法挽救当年业绩。

2. 投资活动

投资活动产生的现金流量项目分析（单位：元）

投资活动现金流入小计			
	2013	2014	2015
森马服饰	1,014,441,549.72	2,306,727,676.83	2,316,215,407.67
美邦服饰	6,343,994.00	99,289,822.00	2,923,608.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金			
	2013	2014	2015
森马服饰	242,062,351.30	57,878,564.86	333,720,989.05
美邦服饰	181,851,424.00	144,230,308.00	174,766,873.00
投资活动产生的现金流量净额			
	2013	2014	2015
森马服饰	-590,245,801.58	-852,983,443.59	-2,028,717,392.96
美邦服饰	-175,507,430.00	-494,940,486.00	-171,843,265.00

之所以在投资活动产生的现金流量分析中选择这三个指标，是因为投资活动现金流入方式很多而且并不是每年每项都有数据，我们就结合收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金、处置固定资产等长期资产、处置子公司等营业单位以及其他投资活动相关现金这些指标，用投资活动现金流入小计来衡量两个公司这方面的现金流入是否稳定。在资金流出方面，我们重点关注购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，因为这项指标和服装生产规模紧密相连，但是当其他项目出现重大变化时我们也会关注。最后就是整体的投资活动产生的现金流量净额指标。

在投资活动现金流入小计方面，森马服饰在 2013 年到 2014 年有一个飞跃，然后在 2015 年保持基本稳定，说明可持续投资收入可持续；美邦服饰 2013 年到 2014 年投资活动现金流骤增，到 2015 年又骤减，2015 年的投资活动现金流入小计水平还不如 2013 年，说明这项现金流入不可持续，进一步看报表，发现 2014 年激增的这一项是处置子公司及其他营业单位收到的现金净额，是类一次性的现金流入。

在购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金方面，森马服饰 2014 年投入骤减，但在 2015 年恢复到了原先水平，美邦服饰相对稳定，在 2014 年

也有少量减少。面对相似的变化，我们认为可能是由于外部冲击。对于冲击的应对，森马表现的更为出色，在 2015 年，森马这项的投入超过 2013 年的水平，而美邦则没有。但另一方面说，美邦服饰 2015 年业绩如此糟糕的情况下，仍然投入大量现金在固定资产、无形资产和其他长期资产构建方面，有“打肿脸充胖子”的嫌疑。

在投资活动产生的现金流量净额方面，两家公司数据都是负值，说明企业还在扩张期。森马服饰扩张速度在 2014 年到 2015 年有所上升，而且经营活动现金流的数据是其高质量扩张的有理支撑。相比之下，美邦服饰现金流不稳定，盈利质量堪忧。

3. 筹资活动

筹资活动产生的现金流量项目分析（单位：元）

筹资活动产生的现金流量净额			
	2013	2014	2015
森马服饰	-668,628,700.00	-668,485,000.00	-583,920,832.00
美邦服饰	-354,476,685.00	-500,851,530.00	109,499,749.00

森马和美邦都是处在成熟期的公司，而成熟期的公司一般来说不需要通过发行股票债券或是贷款的方式筹集资金，加上分配股利、支付利息等因素，健康状态下公司筹资活动产生的现金流量应该为负。

从上表中可以看出，森马服饰筹资活动产生的现金流量相对稳定，而美邦服饰在 2015 年出现了比较大的正值。美邦 2015 年年报中突出解释了原因：2015 年有一笔数额较大的支付限制性股票回购款。美邦 2015 年股市走势不佳，媒体爆出不利新闻，股票也有短期停盘，加上大笔的限制性股票回购，给市场传递了不好的信息。

4. 自由现金流量对比分析：

自由现金流量是企业产生的、在满足了再投资需要之后剩余的可供债权人、股东分配的现金流量，是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给资本供应者的最大现金额，是给公司估值的重要指标之一。由于资本性支出难以衡量，此处分析就用现金流量表中的“购建固定资产等资产支付的现金”作为替代。

自由现金流量（单位：元）

	2013	2014	2015
森马服饰	1,196,621,555	594,759,649	647,166,925
美邦服饰	802,348,643	1,177,943,655	-359,771,259

自由现金流量=经营活动产生的现金净流量-资本性支出，反映的是企业创造现金的能力，美邦服饰的波动明显比森马服饰的大，甚至在 2015 年出现了负数。因为 2015 年美邦服饰有倾销倾向，经营活动产生的现金就大幅下降，同时又不

减少购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，导致自由现金流量糟糕。

七、 股东权益变动表分析：

股利分配情况可以从侧面反映公司的收益情况和战略布局。森马服饰于2016年4月22日召开了股东大会，通过了2015年年度权益分派方案。该方案规定：以现有总股本2,694,540,400股为基数，向全体股东每10股派发现金股利2.5元（含税）。本年度不进行资本公积转增股本。

森马服饰近三年（包括本报告期）普通股现金分红情况如下表。从总额上看，本期现金分红金额略高于前两年。但是从现金分红占普通股股东净利润的比率上分析，本年度明显低于前两年。从分配股本数和每10股股利上看，2013年度和2014年度均以670,000,000股为基数，每10股派发10.00元现金红利（含税）。2015年度股本基数为前两年的四倍多，因为在2015年进行了两次以资本公积转增股本每10股转增10股。因此，对于股东而言，每10股派发股利从10.00元减为2.50元实际上并没有实质性的改变。在公司收益良好的情况下，现金分红占净利润比率逐年降低显得略微保守。不过，这一保守态度与森马服饰的企业战略相一致。当前，森马服饰仍然处于成长期，对资金的需求量较大，因此股利分配情况较为保守。

森马服饰近三年（包括本报告期）普通股现金分红情况表					
单位：元					
分红年度	现金分红金额 (含税)	分红年度合并报 表中归属于上市公司普通股股东的净利润	占合并报表 中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率	以其他方式 现金分红的金额	以其他方式 现金分红的比例
2015年	673,635,100.00	1,349,240,776.47	49.93%	0.00	0.00%
2014年	670,000,000.00	1,092,260,134.05	61.34%	0.00	0.00%
2013年	670,000,000.00	902,003,762.02	74.28%	0.00	0.00%

相对的，美邦服饰也审议通过2015年度利润分配方案：鉴于2015年度出现的巨额亏损，公司2015年度不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。这一决定为当前美邦服饰为了公司长远发展的权宜之计。美邦服饰近三年（包括本报告期）普通股现金分红情况如下表。从总额上看，近三年现金分红金额逐年减少。去年，虽然现金分红占普通股股东净利润的比率基本维持不变，但其金额大幅下降。今年出现现金分红为0的情况也是当前可预料到的结果。股利分配情况也从侧面反映了美邦服饰目前的艰难处境。

美邦服饰近三年（包括本报告期）普通股现金分红情况表					
单位：元					

分红年度	现金分红金额 (含税)	分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润	占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率	以其他方式现金分红的金额	以其他方式现金分红的比例
2015 年	0	-431,921,501.00	0.00%	0.00	0.00%
2014 年	101,000,000.00	145,640,513.00	69.42%	0.00	0.00%
2013 年	283,080,000.00	405,476,364.00	69.81%	0.00	0.00%

八、 会计事务所审计信息

1) 森马服饰

委托审计单位：

2011-2015 年，立信会计师事务所²

五年给出的审计意见均为：标准无保留审计意见

“贵公司财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了贵公司 2015 年 12 月 31 日的合并及公司财务状况以及 2015 年度的合并及公司经营成果和现金流量。”

2) 美邦服饰：

委托审计单位：

2011-2014 年安永华明会计师事务所³(特殊普通合伙)

2015 年尚未披露审计报告，只有内部审计过的业绩快报

四年给出的审计意见都是：标准无保留审计意见

“我们认为，上述财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允

² 立信会计师事务所：<http://www.bdo.com.cn/>

2001 年起，立信在全国会计师事务所签发国内上市公司审计报告数量排行榜上一直保持第一。经中注协全国前百家会计师事务所综合评价排名统计：2002-2006 年度连续五年立信排名均列第五位，2007-2011 年立信排名位列第六位。2012 年立信实现业务收入 17.74 亿元，在 2012-2013 年中国注册会计师协会公布的全国百家会计师事务所综合评价排名第五位。

³安永华明会计师事务所：<http://www.ey.com/Home>

国际四大会计师事务所之一，全美第二大会计师事务所。安永是大中华区规模最大的专业服务机构之一，在区内提供专业服务已有 40 年。这段期间，安永取得多项具里程碑意义的发展：安永的前身雅特杨会计师事务所于 1968 年在香港成立首个办事处；1981 年安永成为首批获准在中国大陆开展业务的国际专业服务机构之一。

反映了上海美特斯邦威服饰股份有限公司 2014 年 12 月 31 日的合并及公司的财务状况以及 2014 年度的合并及公司的经营成果和现金流量。”

小结：可以看出，审计方面两个公司做的都比较完善和规范。

(四) 公司治理情况

1. 股东及股权结构情况

1) 森马服饰

截至 2015 年 12 月 31 日的十大股东及持股情况如下：

股东名称	报告期末持股数量 (股)	持股比例 (%)	持有有限售条件的股份数量	持有无限售条件的股份数量
邱光和	464,400,000	17.23%	348,300,000	116,100,000
邱坚强	360,042,552	13.36%	270,031,912	90,010,640
森马集团	336,000,000	12.47%		336,000,000
邱艳芳	304,000,000	11.28%		304,000,000
周平凡	304,000,000	11.28%	228,000,000	76,000,000
戴智约	247,957,448	9.20%		247,957,448
郑秋兰	120,000,000	4.45%		120,000,000
邱光平	69,558,600	2.58%		69,558,600
潘秀兰	31,300,000	1.16%		31,300,000
建行-富国城镇 发展股票型证 券投资基金	13,000,040	0.48%		13,000,040



注：数据情况截至 2015 年 12 月 31 日

该公司 2012 年至 2014 年的年度报表显示，该公司的十大股东及持股情况未发生重大的变动。但是在 2015 年的年度报表中，该公司的十大股东及持股情况发生重大变动。2015 年 3 月 11 日当所持股份刚刚解禁，森马服饰第一、第二大股东森马集团和森马投资便宣布进行股份转让。通过此次转让，森马服饰实际控制人之一、董事长邱光和成为第一大股东，实际控制人之一、副董事长邱坚

强成为第二大股东。本次转让未导致森马服饰的实际控制人发生变更。

补充：

(1) 本公司实际控制人邱光和、周平凡、邱艳芳、邱坚强和戴智约共同持有森马集团有限公司 100%股权。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，郑秋兰与邱光平为夫妻关系，邱光平与邱光和为兄弟关系。

注：报表中未披露潘秀兰与郑秋兰为姑嫂关系。

(2) 除前述关联关系外，未知公司其他股东相互之间是否存在关联关系，也未知是否属于一致行动人。

(3) 2015 年 3 月 31 日森马服饰晚间报告中称，此次转让价格为 23.5 元/股，涉及 4.8 亿股股份，总金额约为 93.06 亿元。当日，森马服饰收盘价为 46.88 元/股。此次转让价格仅为二级市场股价的一半。本次权益变动后，邱光和持有公司股权比例为 17.33%，为第一大股东，邱坚强持有 13.43%，为第二大股东，森马集团持股 12.54%，为第三大股东，森马投资不再持有公司股票。公司的实际控制人未发生变更。除了上述 5 名实际控制人之外，本次接手森马服饰股份的还包括金克军、郑秋兰、邱光平、潘秀兰四名自然人，此前该 4 人并未直接持有森马服饰股份，本次转让后分别持有 4.48%、4.48%、2.60%、2.76%股份。

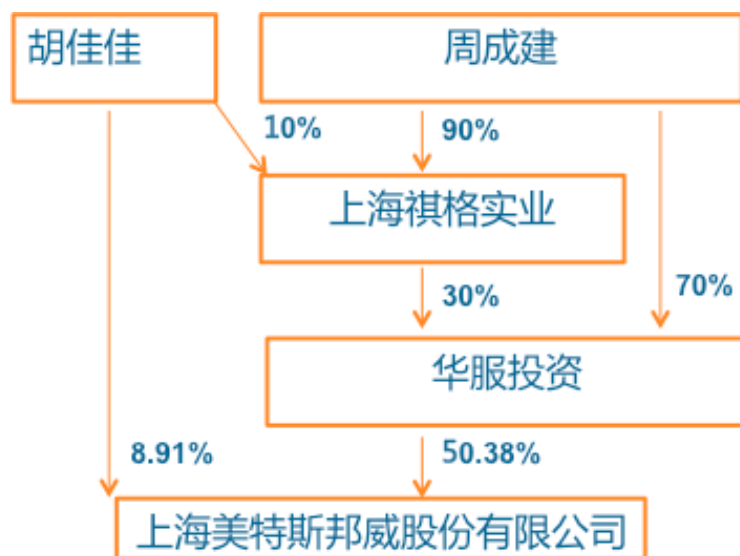
注：金克军为森马投资有限公司旗下上海森睿服饰有限公司副总经理，负责欧美高端品牌的代理和运营事宜。2015 年半年报告显示，在 3 月份的股权转让之后，新股东金克军、潘秀兰略有减持股份，其持股比例分别下降到 3.73%和 1.17%。而根据三季度报告中，金克军的持股比例下降到 3.58%，在 2015 年报中，金克军已经跌出前十股东排名。上述消息未见公告。

2) 美邦服饰

上海美特斯邦威服饰股份有限公司十大股东情况如下：

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	持有有条件股份数量	质押或冻结情况	
					股份状态	数量
上海华服投资有限公司	境内非国有法人	50.20%	1,268,000,000	0	质押	269,410,000
胡佳佳	境内自然人	8.91%	225,000,000	0		
中央汇金投资有限责任公司	国有法人	4.83%	121,944,000	0		
工银瑞信基金-农业银行-工银瑞信中证金融资产管理计划	境内非国有法人	1.44%	36,388,000	0		
南方基金-农业银行-南方中证金融资产管理计划	境内非国有法人	1.44%	36,388,000	0		

中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划	境内非国有法人	1.44%	36,388,000	0		
博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计划	境内非国有法人	1.44%	36,388,000	0		
大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	境内非国有法人	1.44%	36,388,000	0		
嘉实基金-农业银行-嘉实中证金融资产管理计划	境内非国有法人	1.44%	36,388,000	0		
广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	境内非国有法人	1.44%	36,388,000	0		



注：由于美邦服饰未披露 2015 年报，所以以上数据来自于 2015 年第三季度报。

与森马服饰不同，美邦服饰的十大股东中除公司实际控制人周成建与其女儿胡佳佳以外，其余人员变化频繁。受股价波动影响，2015 年度股东变化尤为频繁，原股东纷纷减持，在 2015 年 7 月股灾中，美邦服饰成为证监会指挥、证金公司牵头的维稳团队的重仓股。公司第一、二大股东信息没有变化，但所持股份比重有所下降。

补充：

(1) 本公司控股股东上海华服投资有限公司的实际控制人周成建先生与本公司股东胡佳佳女士系父女关系。除前述关联关系外，未知公司前十名主要股东、前十名限售条件股东之间是否存在其他关联关系，也未知是否存在《上市公司收购管理办法》中规定的一致行动人的情况。

(2) 公开资料显示, 2014 年 9 月 26 日, 徐翔旗下的产品泽熙 1 期与泽熙 11 期分别通过大宗交易方式, 以每股 9.72 元的价格分别购入美邦服饰 2600 万股与 2030 万股。随后泽熙 1 期和泽熙 11 期在 9 月 29 日通过二级市场以 10.72 元和 11.26 元的均价将美邦服饰的股份全部抛出, 一共获利 5726 万元。

但是在高价出货的同时, 泽熙 6 期却在抛售当天通过大宗交易方式, 以 9.82 元/股的均价大笔买入美邦服饰 5055 万股, 持股比例达到总股本的 5%, 达到举牌红线, 一举成为美邦服饰第三大股东, 此后, 徐翔又在 2015 年 4-5 月期间清仓了美邦服饰, 套现近 9 亿元。

(3) 根据美邦服饰发布的公告, 证实公司实际控制人、董事长周成建在 2016 年 1 月失联。周成建失联或与此前已被逮捕的泽熙投资控制人徐翔以及 2015 年股市异常波动后的金融反腐有关。

2. 股权结构对公司治理的影响

从森马服饰的股权结构构成, 我们可以看出森马服饰是一家典型的家族企业, 实行垄断控制型治理结构模式, 家族成员掌握着绝对控股权。而且在森马服饰目前的股权结构中家族各成员的占股比重与血缘亲疏关系和家族地位密切相关, 比如邱氏家族大家长邱光和的实际控制比重(个人所持加上森马集团相对所持)达到 22.22%, 是唯一一位实际控制比重超过 20%的。邱氏家族年轻一辈中, 邱坚强、戴智约夫妇控股比重和邱艳芳、周国平夫妇控股比重相当, 其中长子邱坚强控股比重最高, 长女与长婿次之, 长媳再次之。这似乎显示了邱光和家族具有比较浓厚的中国传统家族伦理思想。这种股权结构将会带来以下影响:

(1) 高度集中的股权结构和家族式管理有利于增强企业凝聚力, 迅速对于市场作出反应, 把握发展时机。而亲情的纽带相对约束了股东的抛售、套利行为, 降低了企业的融资风险。而且集中的股权还能将本属于股东的股利留在企业内部, 减轻企业的融资负担。

(2) 家族企业以亲缘管理为主, 容易混淆权责, 致使管理机制混乱。家族式管理中, 任人唯亲不为贤, 使特殊人物把持关键管理岗位, 导致规章制度难以实施。血缘代替制度, 企业难以留住人才, 长此以往将有损企业持续发展。

(3) 经营权和所有权不分。所有权和经营权没有分开, 是家族式企业最大弊端。在家族式企业中, 独立董事和监事难以对家族成员形成有效制约, 容易造成家族成员刚愎自用的行为。而家族成员也可能因为受限于个人经历, 难以为企业提供最佳的发展道路。某些家族企业会聘请专业的企业经理人团队管理企业。但由于信任问题, 家族成员不会将企业的经营权和所有权彻底分开, 所以职业经理人的作用很难充分发挥。浙江众多的家族企业目前并没有广泛采用职业经理人管理制。

从森马服饰 2012 年到 2015 年的发展情况来看, 家族式管理的负面效应并未明确显现, 企业处于稳步增长状态。不过, 经过 2015 年几次股权调整后, 目前前十大股东中有九名都是家族成员, 家族成员总实际控制比重达到 83.01%, 比例较以往有所上升。这些调整一方面提高了家族成员的持股比重, 延长了其股份的锁定期, 增强了市场对于公司未来发展的信心; 另一方面也为森马服饰未来的资本运作和投资行为提供了便利。森马服饰预计在 2016 年会进一步落实其时尚、文化全生态发展战略, 在中高端服饰市场、O2O 模式和童装行业加大发展力

度，开拓新的发展可能，因而在融资方面会有较大需求。不过，股权的调整也可能只是家族内部的权利的重新分割，与企业战略并无关系，可能会给小股东的权益造成损害。

而美邦服饰目前的经营情况较差，因而近几年一直在谋求战略转型，尝试过许多方案，但都未能达到良好效果。公司目前重点推进的转型方向主要是互联网化。公司董事长兼总裁周成建先生之子周邦威（19 岁）目前正在牵头进行“有范”线上购物 APP 项目，但未见明显效果。高度集中的股权结构可能在一定程度上限制了美邦服饰的持续发展。

3. 董事、监事、高管情况

2015 年森马服饰高管名单

姓名	职务	任职状态	性别	年龄	学历
邱光和	董事长	现任	男	64	大专及其他
邱坚强	副董事长	现任	男	41	大专及其他
周平凡	总经理, 董事	现任	男	48	大专及其他
徐波	董事, 常务副总	现任	男	41	大专及其他
刘丹静	董事	现任	女	53	本科
崔新华	董事	现任	男	42	硕士及研究生
姜捷	监事会主席	现任	男	50	硕士及研究生
蒋成乐	监事	现任	女	35	本科
齐俊华	职工监事	现任	男	39	大专及其他
郑洪伟	副总, 董秘	现任	男	49	硕士及研究生
章军荣	财务总监	现任	男	41	硕士及研究生
赵纯乐	董事	离任	女	50	

2014 年美邦服饰董事、监事、高管名单

姓名	职务	任职状态	性别	年龄
周成建	董事长、总裁	现任	男	50
周文武	董事	现任	男	38
尹剑侠	董事、副总裁	现任	男	40
徐斌	监事长	现任	男	36
张利	监事	现任	女	49
朱骏	监事	现任	男	37
林海舟	副总裁	现任	男	48
刘毅	副总裁	现任	女	40
涂珂	董秘、财务总监	现任	男	40
归梅萍	原首席人力资源官	离任	女	47
叶伟斌	原任监事长	离任	女	42

1) 流动性

纵观森马服饰 2012 年至 2015 年的年度报表，公司高层人员变化较小，结构稳定，有利于公司的长久发展。离任的情况基本是年龄与任期已满，属于正常现象。

而美邦服饰的高层人员变化较大，2012 年至 2015 年共有 6 名副总裁离任，且离任系因个人原因提请主动辞职或离职，属非正常现象，可能和企业战略布局以及内部矛盾有关。

离任副总裁情况一览			
闵捷	副总裁（电子商务）	个人原因辞职	2011 年 5 月辞职，2013 年短暂回归，主导邦购网业务，但由于与总裁意见不和再次辞职。
程伟雄	副总裁	个人原因离职	2012 年 07 月 18 日
王泉庚	董事、副总裁	任期满离任	2013 年 11 月 26 日
徐卫东	董事、副总裁	任期满离任	2013 年 11 月 26 日
韩钟伟	副总裁、董秘、财务总监	个人原因辞职	2013 年 06 月 15 日
尹剑侠	原任董事、副总裁	个人原因辞职	2015 年 08 月 10 日

2) 年龄情况

森马服饰目前董事、监事、高管人员（不包括独立董事）的平均年龄为 45 岁左右，正值当年，既有丰富的阅历和工作经验，又不至于过于保守。美邦服饰高层目前平均年龄为 42 岁，年龄结构更轻，可能更易于采取积极而风险偏高的发展战略。

3) 专业背景

森马服饰目前的董事会成员基本是公司创业元老以及公司重要子公司的负责人，具有丰富的公司治理经验，可以在一定程度上提高公司的治理质量。董事长为公司创始人邱光和先生，其同时也是邱氏家族的大家长，德高望重，可以对公司高管人员起到重要制衡作用。监事会成员资历相对较轻，且非邱氏家族成员，面对由主要由邱氏家族成员构成的董事会和高管层可能难以形成有效制约力。美邦服饰目前的多数高层成员都具有丰富的经验和较强的专业背景。新成员林海舟先生和刘毅先生先后在 2012 年 8 月和 2013 年 9 月加入公司，此前二人在宝洁公司担任要职，分别主管物流供应链和零售管理，相关经验也是十分丰富。

4. 独立董事情况

2015 年森马服饰独立董事名单

姓名	任职状态	性别	任期起始日期	任期终止日期	年龄
谢获宝	现任	男	2013 年 08 月 23 日	2016 年 08 月 23 日	48
陈 劲	现任	男	2013 年 08 月 23 日	2016 年 08 月 23 日	47

朱伟明	现任	男	2014 年 08 月 29 日	2016 年 08 月 23 日	44
郭建南	离任	男	2013 年 08 月 23 日	2014 年 08 月 29 日	59

2014 年美邦服饰独立董事名单

姓名	任职状态	性别	年龄
郁 亮	现任	男	50
单喆慇	现任	女	43

1) 人数

我国公司法要求我国上市公司董事会中独立董事至少占到董事会人数总数的三分之一以上。森马 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年分别有 4 名、3 名、3 名、3 名独立董事，均占到董事会人数总数的三分之一左右。因此，森马在独立董事设置人数方面并没有问题。而美邦 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年分别有 3 名、2 名、2 名、2 名，符合规定。

2) 经济独立性

根据 2012 年到 2015 年的年报显示，森马服饰的独立董事除了得到与其承担的义务和责任相应的报酬外，与公司再无并无其他的利益关系。因此，森马的独立董事具有良好的经济独立性。

3) 专业性

所谓“专业性”是指独立董事必须具备一定的专业素质和能力，能够凭自己的专业知识和经验对公司的董事和经理以及有关问题独立地做出判断和发表有价值的意见。中国证监会于 2001 年 8 月发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，规定境内上市公司应当聘请适当人员担任独立董事，其中应当至少包括 1 名会计专业人士（会计专业人士是指具有高级职称或注册会计师资格的人士），而森马的独立董事中的谢获宝先生现任武汉大学会计学方向博士研究生导师，属于会计学方面的专业人士。陈劲先生现任清华大学经济管理学院教授，浙江大学科教发展战略研究中心主任，在企业管理方面有深入研究。朱伟明先生为美国纽约州立大学时装学院访问学者，北卡罗纳州立大学访问学，现任浙江理工大学服装学院副教授，属于服装行业方面的专家，与森马服饰企业性质相关。郭建南先生 2014 年离职时已经接近退休年龄，视为自然离职。

美邦服饰的独立董事也具有相当强的专业背景。郁亮先生为万科企业股份有限公司总经理，而单喆慇女士现任上海国家会计学院副教授，金融研究所所长，同时担任多所知名高校 EMBA 客座教授。

注：谢获宝先生和陈劲先生由于已经连续担任森马服饰独立董事长达六年，按照相关规定，任期已满后将不再担任独立董事一职。根据 2016 年相关公告披露，郑培敏先生和余玉苗先生已接任独立董事一职。

4) 履职情况

独立董事的述职报告显示，各独立董事在任期内均有效履行了独立董事的职责，未曾缺席相关会议，认真审议董事会各项议案，对公司相关事项发表独立意见，维护了公司股东特别是中小股东的利益，在一定程度上发挥了独立董事的独立作用。但从 2012 年自 2015 年未出现过独立董事投反对票、弃权票和质疑票的情况，

历年述职报告大同小异，独立董事的责任追究力度有待进一步加强。而且根据年报披露的内容，森马服饰的各位独立董事还同时担任其它多个公司的独立董事一职，这在一定程度上分散了独立董事的专注力。

从独立董事出席董事会情况来看，森马服饰的独立董事现场出席了每一次董事会，而美邦服饰的独立董事多以通讯方式参与。这从侧面表现了美邦服饰独立董事服务公司的专注力不及森马服饰。

5. 治理问题

1) 同业竞争

森马服饰在上市前已经剥离有同业竞争色彩的相关企业，目前企业不存在同业竞争问题。

美邦服饰控股股东华服投资、股东胡佳佳及实际控制人周成建于 2007 年 11 月 8 日分别签署《避免同业竞争承诺函》，承诺其自身、以及其参与投资的企业截至承诺函签署日没有以任何形式从事与本公司及本公司的控股企业的主营业务构成或可能构成直接或间接竞争关系的业务或活动；未来也不以任何形式直接或间接从事任何与本公司或本公司的控股企业主营业务构成或可能构成直接或间接竞争关系的业务或活动，或于该等业务中持有权益或利益。

2) 与日常经营相关的关联交易

森马服饰关联交易情况

	销售/出组商品、劳务等（万元）	采购 / 承租商品、劳务等(万元)
2012年	1215.80	1014.15
2013年	2552.60	790.24
2014年	2186.36	388.22
2015年	1218.85	2047.35
2016年 3月29日	森马服饰同意将其持有育翰上海出资额 441 万美元，占注册资本的 49% 股权转让予森马集团。按照育翰上海 2015年度经普华永道会计师事务所审计的营业收入 5507.99 万元的 2.5 倍作为本次交易的估值基础，经协商后确定，育翰上海股权的转让价格为人民币 7000 万元。截至 2015 年12月31日, 育翰上海的总资产为 9475.71万元, 净资产为 3265.91万元, 2015 年营业收入为 5507.99 万元, 净利润为-2407.78万元。	

根据 2012 年至 2015 年的年度报表，森马服饰的关联交易占公司自身的营业收入、营业成本以及期间费用比重远小于 10%，关联交易比重较低，说明公司盈利质量较高。关联交易的项目主要是房产租赁和商品购销两项，协议价格与市场价格无明显偏颇，不存在明显的内部交易问题。2016 年 3 月 29 日发生的育翰上海股权转让中，森马服饰将目前处于亏损状态但发展前景优异的参股子公司育翰上海转让给公司股东森马集团，但最终转让价格低于估值的 1.38 亿，也低于 2014 年 1.022 亿的买入价格。本次交易有利于提高公司对外投资收益，减少投资风险。但与公司目前的经营规模、利润、净资产等相比，育翰上海及其子公司的业务规模、盈利水平较小，因此本次交易对公司本年度经营业绩不产生重大影响。

美邦的关联交易情况：

关联方	交易内容	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
		金额(万元)			
爱裳邦购	销售商品	16,180	49,992	25,988	无
黄岑期、周文汉	销售商品	8,440	4,021	5,085	6,712
周建花	销售商品	4,124	3,989	2,348	2,023
周献妹	销售商品	3,949	3,062	3,375	2,943

注：2015 年 3 月 20 日上海爱裳邦购信息科技有限公司注销（上海市工商行政管理局），其邦购网业务转移到美邦服饰股东华服投资旗下。

美邦服饰关联交易占销售收入的比重未超过 10%，但中比较可疑的是爱裳邦购这一块在 2012 年出现的高额增长。据悉，邦购网的线上销售业务一直进展缓慢，基本都是在降价处理积压商品，对消费者吸引力有限。而 2012 年为本土休闲服装行业寒冬，库存压力使得众多服饰企业举步维艰，但是美邦服饰 2012 年库存比 2011 年下降了 5 亿元左右，2013 年较 2012 年又下降 4 亿元，降低库存收效明显。由于美邦未披露关于爱裳邦购业务的具体情况，所以无法判断美邦是否把其作为消化积压旧品的渠道，大量压货以获得更好的业绩。

根据年报内容，美邦服饰的关联交易比重高于森马服饰，盈利质量不如森马服饰，关联交易对象多为公司加盟商，对公司依赖程度高。不过交易均采用市场价格，不存在明显差异。

（五）经营战略分析

一、波特五力分析

1. 行业内竞争：

国内服装市场中，本土品牌、港资品牌和外资快时尚品牌呈三足鼎立之势。但总体来说行业集中度很低。具体来说，港资品牌和国外品牌在毛利率的管理上具有优势，而本土品牌的优势在于下沉的渠道和广阔的市场。目前国内成熟的品牌主要有美邦服饰、森马服饰和搜于特三家上市公司——美邦具有规模和营业收入上的优势；森马的净利润领先；搜于特在成本把控上做得很出色。

2. 新竞争者的挑战：

服装行业对资本的要求不高，许多公司采用轻资产运营模式，而且技术门槛低，集中化程度低，新的企业容易进入，这给上述三家上市公司带来了不小的来自新竞争者的挑战。同时，休闲服装产业逐渐转向由品牌主导的竞争，这意味着，为了应对这一挑战，森马应该继续加强品牌形象的建设，产生品牌效应，以抵抗新竞争者的冲击。

3. 替代产品的威胁：

服装产品的技术门槛低，而且相关设计得不到知识产权的保护，导致品牌款式容易被仿造并以低价售卖，这不仅大大影响服装品牌的销售额，也会对品牌的声誉造成负面的影响。所以，森马服饰应当严厉打击山寨企业，维护自己的商标权利，为消费者提供完全的信息，防止山寨企业侵蚀销售额；同时也要在设计上作出创新，使得山寨企业无法模仿抄袭。

4. 客户的议价能力：

服装行业整体上来说，都趋向于使用虚拟经营模式，实行轻资产战略，虚拟经营，产品的生产、设计环节和销售环节相剥离。这一方面降低了企业的资金压力，一方面却也使得商品的销售过分依赖于代理商、加盟商、经销商，代理商们往往具有较高的议价能力，和他们维护好关系相当重要。

5. 供应商的议价能力：

相比之下，服装产业的供应商较为分散，单个企业并不占有较大的话语权。同时，在本国棉花产业产能过剩的背景下，供应商的议价压力并不大。

二、企业经营战略分析

邱光和曾在一次采访中透露，森马的目标是，“到 2021 年力争实现 800 亿销售，真正成为中国领先的、世界前 20 强的多品牌服饰集团。同时，巴拉巴拉童装计划实现 250 亿的销售目标，实现从中国第一向世界领先的跨越。”

森马服饰未来将在三个方向上布局。第一是中国作为全球最大以及增长最快的服装消费市场，继续提升在休闲装和童装领域的占比，并通过投资方式发展多品牌业务。第二个方向是互联网方向，不仅是服装，还包括聚焦于消费人群所开展的时尚消费品业务；第三个方向是除了服装之外的一系列儿童综合服务。

1. 童装领导地位稳固，开拓儿童全产业链发展格局：

公司根据休闲服饰和儿童服饰两大细分市场的特点和目标消费者的需求，以品牌经营为核心，以事业部制的形式独立运营森马休闲服饰和巴拉巴拉儿童服饰两大品牌，分别为两大细分市场的供需各方构建了具有差异化特征的业务平台，有效整合了两大细分行业产业链上下游的资源，实现了生产商与渠道商的高效整合，使得两大细分行业中的设计、生产和渠道拥有者都能够通过公司的业务平台迅速渗透至市场和目标消费者。

截至目前，巴拉巴拉（Balabala）终端网点数量已超过 4000 家，遍布全国 31 个省、市、区，成为国内网点分布最广、数量最多、销售额最高、增长速度最快的童装品牌。在巴拉巴拉开辟了童装市场的一片天地之后，森马又推出了两个童装品牌马卡乐（MarColor）和梦多多（Mongdodo），并且获得了意大利入门级奢侈品童装品牌 Sarabanda 的代理权。目前森马旗下共有四个童装品牌，各自有其差异化市场定位，覆盖不同的年龄层：巴拉巴拉不断将其覆盖 0-14 岁孩子的一站式时尚专业的全品类服饰与时俱进地更新到位；2015 年推出的马卡乐品牌基于安全舒适、愉悦百搭的产品理念，更加专注于 0-7 岁儿童专业服饰领域；梦多多则专为 3 至 12 岁的儿童打造都市时尚风，以“玩趣创意，彰显个性”的理念，追求趣味活力、时尚个性、精致舒适的产品特色，在系统化构建品牌的同时兼具产品的专业性、时尚度和高性价比。Sarabanda 定位于中高端精致儿童全品类服饰品牌，产品分为时尚休闲风格和精致礼服风格等主题，由意大利本土知名设计师设计，拥有 0-18 个月的婴童产品线 Minibanda 以及 6 个月-7 岁、6 岁-16 岁两个产品系列。

童装行业目前处于消费由低端向中高端转移的成长阶段，市场向龙头童装品牌逐渐集中的现象正在发生。在欧美国家，位居童装市场第一的品牌市场占有率可达 20% 左右，巴拉巴拉（Balabala）品牌的市场占有率和品牌知名度虽然都居国内童装品牌之首，但是所占比例也不到 5%，目前处于市场培养的蓝海阶段，具有很强的溢价能力。2015 年巴拉巴拉销售收入同比上升 24.81%，连续三年的增长速度超过 24%，继续拉开与竞争对手的差距，占森马总体收入的比重已提升至 43%，预计未来几年公司儿童业务还将持续增长。

除了提供全方位、差异化的产品线，森马还通过投资并购完善整个儿童相关

服务产业链的布局，致力于打造儿童产业生态圈。2014 年 7 月 17 日，森马耗资 10220 万元收购睿稚集团旗下育翰上海 70% 的股权。育翰上海旗下拥有 FastTracKids（天才宝贝）、FastTracEnglish（小小地球）两个早教品牌以及儿童教育业务。本次并购是森马服饰围绕儿童产业链并购的第一步。由财务数据的比较可以看出，森马财务结构良好，盈利状况优秀，拥有充沛的账面资金，同时森马在童装领域积累的渠道、供应链、客户资源等将为公司的儿童产业链战略的推进提供良好基础，因此我们预计进行品类扩充、儿童产业多品牌并购将是森马在未来继续坚持的投资方向。森马可能通过对动漫、影视、儿童教育、互联网服务等相关儿童文化、教育产业的投资，整合资源，打造儿童产业综合一站式服务平台。

2. 国际化合作进入中高端细分市场，加速企业转型升级：

森马通过代理和成立合资企业等方式进行国际化合作，引入国际品牌填补中高端细分市场的空白。中国大众的消费模式正发生明显的变化，中高端服装市场的前景越来越好。许多中国服装企业选择自建高端副线进入中高端市场，但是这些海外注册、中国设计、生产、销售的“伪洋牌”市场认可度并不高，获取市场份额的速度也比较慢；高端线和大众休闲服饰在运营思路和运作方法上的巨大差异也给公司运营带来了很大的挑战。鉴于此，森马选择代理、合资收购等方式与外国品牌合作，帮助他们进入中国，借此进入高端市场。

2013 年 7 月，浙江森马服饰股份有限公司与靡丽虹服饰（上海）有限公司签订战略合作协议，将全面代理意大利美丽阁（minconf spa）公司入门级奢侈童装品牌 Sarabanda 和 Minibanda 在中国境内的商铺推广、经销、促销以及销售业务。

2013 年 10 月，森马与韩国知名服饰集团 SISUN 合资成立上海盛夏服饰有限公司，在中国市场运营 it MICHAA 及 SISUN 旗下其他服饰品牌。it MICHAA 品牌是韩国主流的中高端女装品牌之一，品牌定位为中高端都市时尚女装，目标消费群体为 25-40 岁的都市白领和时尚女性。

2014 年 11 月，森马签下了欧洲服饰品牌 Marc O' Polo 在中国的独家代理权，有效期为 15 年。Marc O' Polo 以创意及高端品质产品体现都市人优雅、休闲的生活方式，目标消费群为追逐时尚、重视品质的消费者。

森马通过这一系列合作成果在快速增长期进入中高端细分市场，形成相对完善的产品布局。除此之外，与国际化知名品牌的合作将给森马带来在设计理念、人才培养等方面的提升。

3. 多品牌战略打造时尚品牌生态圈，覆盖更广泛消费人群：

森马集团注重企业创新，通过实施多品牌战略，意欲从传统的大众品牌服装产业升级成时尚产业，打造时尚品牌生态圈。森马创立一系列面向中低收入人群的时尚自主品牌，不断完善其“休闲+时尚”的产品布局，以覆盖各阶层消费

人群，巩固其在大众休闲服饰市场的地位，拓展时尚服饰市场的布局。

旗下时尚精致男装 GSON 和法式风情女装...minette 的诞生，更加满足消费者日益增长的差异化需求。作为场合着装专家的开创者，GSON 希望以高品质、高性价比的服装帮助初入社会的年轻男士在关键场合塑造优质男青年的实力派形象。...minette 是森马服饰自创的女装品牌，主要消费群体是向往时尚，喜欢结伴逛街、购物，月收入 2000-6000 元，心理年龄 17-28 岁的中国女性。...minette 通过简单舒适的高品质面料、丰富诱人的色彩、注重细节的简单设计、平易亲和的价格，满足消费者对时尚和美的追求。自主品牌的诞生完善了森马多品牌战略的布局，同时兼顾了产品的专业性、时尚度，为森马进军“时尚产业”打下了基础。

4. 开拓电商渠道，布局“互联网+跨境电商”：

森马休闲装和巴拉巴拉童装两大品牌服饰业务成功布局中国一二三四线市场，零售终端遍布国内，长期积累的加盟渠道资源和加盟为主的扩张能力不仅为现有品牌经营提供重要保证，也为未来多品类、多品牌业务的发展提供良好基础。但是，互联网电商的进入改变了消费者的消费习惯，实体零售业的市场表现疲软，而线上销售渠道势头强劲。

应对互联网模式发展，公司明确了“电商业务两条腿走路”的基调，提出一系列发展战略。一是继续推动现有森马品牌及巴拉巴拉品牌 O2O 模式发展，实现线上线下融合的经营体系。二是推出包括“哥来买”在内的互联网新品牌，通过电子商务形式直接为消费者提供优质的高性价比产品。三是和跨过电商合作，长远布局国外电商发展，将欧美和韩国的时尚消费品引进中国，并且拓展海外线上销售渠道。

森马继续加大互联网渠道投入，完成了“浙江森马电子商务产业园”和“森马平湖嘉兴港区仓储物流基地”的建设项目的规划和设计工作，整合资源，积极推动线上、线下融合的零售体系建设。

2014 年 7 月，哥来买（GLABUY.com）正式上线。哥来买不断挖掘全球奢侈品专属供应链，采用国际一线大牌奢侈品的面料，来满足大众对品质男装日益增长的需求。整体设计偏向基础商务休闲款，主推极致单品，每件单品价格在 100-300 左右。

此次推出新品牌“哥来买”充分利用了 6·26 天猫年中大促的时机，聚焦线上的核心购买群体，降低线上营销成本。同时，哥来买签下一系列高人气的韩国明星，用营销的差异化去挖掘同质化产品的销售潜力，利用明星在主流消费群体的影响力为产品销售宣传造势，强化消费者对产品的认同感，获得了线上销售开门红的成绩。

2015 年 4 月森马与韩国 ISE COMMERCE COMPANY LIM-ITED(以下简称 ISE)签订投资协议，公司以每股 4435 韩元的价格认购 ISE 新发行股份 451 万股，合计约人民币 1.15 亿元。ISE 是韩国国内提供电商服务的领军企业，旗下主要运营 WIZWID 网站和 WConcept 网站。其中，WIZWID 网站是韩国国内第一家提供跨境电商服务的网站，经营多年海外直购业务，目前拥有约 300 万会员，在韩国代购电商市场占有率达 50%。另一家 WConcept 网站则是一家面向韩国市场

提供时尚品牌的电商平台，提供韩国设计师品牌，旗下拥有 Frontshow、Wstudio 等多个品牌，平台也培养类似 Zara、Forever21 等品牌。拥有近 300 万会员，在韩国时尚品牌电商市场占有率排第 6 位。通过此次合作，森马将与 ISE 合作整合资源，在中国构建移动互联平台开展相关业务。

我们认为，入股 ISE 虽然不会对森马的年利润产生重大影响，但是却意义深远，是森马借力“互联网+”全面转型的重要推进。首先，从公司运营角度来分析，ISE 有欧美供应链体系，目前在全球 7 个城市有 11 个仓库物流，拥有完备的配送体系资源，可以为消费者提供直送服务，这些互联网背景下的物流、渠道管理经验对于刚入电商行业的森马来说是很有借鉴意义的。其次，ISE 旗下的两个网站和手机 App 拥有强大的消费者基础，信息技术平台和手段成熟，可以为森马拓展电商服务，改善线上购物体验带来技术上的经验参考。第三，ISE 聚焦中高端客户，以时尚消费品作为销售品类，给消费者更多的导购、体验和服务，平均客单价达 700 人民币以上。入股 ISE 将为森马未来在中高端市场的销售开拓了渠道。第四，中国消费者对韩国服饰、化妆品等高性价比产品具有爆发式的增长需求，森马和 ISE 的合作可以引进韩国潮流前线的服装和衍生品，共同拓展庞大的中国市场对国外品牌消费品的需求。

5. 管理高效，利润率优势明显：

森马实施流程改善、精细化管理、零售渠道优化等各项措施，使期间费用的增长得到一定的控制，促进了产品毛利率的提升。公司对费用和控制能力很强，因此在净利润率方面处于行业领先水平，也明显超过美邦服饰。

在制造生产方面，森马将努力实现产品合格率和总仓合格率达到 100%，实现供应商 OEM 向 ODM 商务模式的转变。公司经营方面，努力创新组织构架，提升组织能力，深入阿米巴经营管理，同时通过物流基础设施的投入和两个满意度工程的打造，加强制度化、体系化和标准化的建设，进一步提升客户的满意度工程。在客户关系方面，协调一二级客户之间的利益关系，并通过直营加盟化管理等措施为二三级客户提供利益，针对一级客户公司强化政策支持，进一步扩大激励范围，重新定位分配模式，实行股权激励。