

森马服饰 (002563.SZ) 服装行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张斌
分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟
联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

业绩符合预期, 调整中发展

事件

- 公司公布 2011 年业绩快报: 报告期内, 实现营业收入、营业利润、利润总额、净利润、EPS 分别为 77.61 亿元、15.98 亿元、15.97 亿元、12.07 亿元、1.85 元, 分别同比增长 23.44%、16.30%、16.70%、20.58%、10.78%; 业绩符合预期。

评论

- 收入增速 23.44%略高于净利润增速 20.58%: 受原材料成本、人工成本上升压力的影响, 加之高价产品对终端需求的抑制明显, 净利润增速低于收入增速;
- 森马休闲服进入调整期, 巴拉儿童装优势明显:
 - 森马休闲服竞争优势受到运营成本上升、消费增速下滑的冲击, 步入调整期: 跑量为主的中低端休闲服受到成本上升、消费增速放缓的冲击最为明显。由于中低端休闲服的目标消费群, 价格敏感性高, 中低端品牌在通胀背景下提价能力有限; 前期因成本上涨推高产品价格, 未来消费增速将呈现出缓慢震荡下滑的趋势, 以跑量为主的企业将直接受此影响。目前森马已由渠道驱动业绩, 向产品驱动、零售能力驱动过渡, 但调整节奏及效果有待于观察;
 - 巴拉儿童装受益于行业的整体景气度高, 先发优势明显, 未来将拉动公司业绩: 童装行业处于快速发展期, 行业增速较快, 童装市场目前处于 5 年前的休闲服发展阶段, 行业目前处于快速发展期, 且巴拉儿童装竞争优势突出, 消费增速下滑对巴拉业绩的影响相对较小。童装定位中高端, 具备一定的提价能力, 且童装盈利水平较高, 应对成本上涨的弹性较大。考虑到童装业务基数较低, 未来增速将快于公司整体增速, 童装业务增速有望拉动公司整体业绩增速。

投资建议

- 目前森马休闲服受运营成本提高、消费增速下滑的压力较大, 未来将进入外延式扩张向内生性增长调整的阶段, 我们预计森马休闲服的未来增速相对平稳, 收入增速略高于行业整体的增长水平; 较之于休闲服业务, 我们更看好行业增速较快、先发优势明显的童装业务, 加之童装业务目前的业绩基数较低, 未来增速将超过公司整体的增速水平; 综合来看, 我们预计公司 2011-2013 年净利润分别为 12.08 亿元、14.61 亿元和 17.24 亿元, EPS 分别为 1.804 元、2.180 元和 2.573 元, 分别同比增长 20.76%、20.86%和 18.04%。
- 参考 A 股市场上, 在主营业务方面与公司具有可比性的 6 家公司, 目前股价对应的 2011 年平均估值为 23 倍; 考虑到森马休闲服步入调整期, 童装业务的成长将带动公司未来业绩的增长, 我们认为给予公司 2011 年 23 倍动态市盈率是比较合理的, 对应的股价为 41.49 元, 给予买入评级。

风险提示

公司童装业务发展低于预期的风险: 公司童装主要在于销售优势和渠道优势, 不过我们也注意到由于儿童生长迅速, 服装主要由母亲挑选, 客户的忠诚度不高、消费频率也一般; 全国大范围的市场营销活动作用不如休闲服那么大和明显; 此外近年来, 随着童装市场发展, 品牌增加很多, 竞争加剧;

休闲服业务调整不达预期或调整时间过长的风险: 内生性增长的提高是一个长期、需要公司持续投入的过程, 若调整不达预期, 或调整时间过长, 将会导致休闲服发展低于预期的风险;

店铺扩张低于预期的风险: 由于租金过快上涨, 以及市场品牌快速增加, 优质店铺资源稀缺, 如果店铺盲目扩张, 可能导致增收不增利, 从而导致业绩可能低于预期;

商业运营成本上涨带来的风险: 虽然棉花等原材料价格已经回落, 但商业租金、人力成本、物流仓储费用的上涨压力依然较大, 存在未来毛利率下降可能。

图表1: 销售预测

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
森马直营店						
销售收入(百万元)	146.44	257.66	363.66	450.94	543.38	685.69
增长率(YOY)		75.95%	41.14%	24.00%	20.50%	26.19%
毛利率	48.08%	52.77%	54.40%	52.50%	52.00%	52.00%
销售成本(百万元)	76.03	121.69	165.83	214.20	260.82	329.13
增长率(YOY)		60.05%	36.27%	29.17%	21.77%	26.19%
毛利(百万元)	70.41	135.97	197.83	236.74	282.56	356.56
增长率(YOY)		93.11%	45.50%	19.67%	19.35%	26.19%
占总销售额比重	4.46%	6.21%	5.92%	5.98%	5.85%	6.17%
占主营业务利润比重	7.21%	9.46%	8.83%	9.02%	8.90%	9.41%
森马加盟店						
销售收入(百万元)	2,587.66	2,937.58	4,313.76	5,023.53	5,934.46	6,736.80
增长率(YOY)		13.52%	46.85%	16.45%	18.13%	13.52%
毛利率	27.29%	31.76%	34.48%	32.30%	31.70%	31.20%
销售成本(百万元)	1,881.49	2,004.60	2,826.38	3,400.93	4,053.24	4,634.92
增长率(YOY)		6.54%	40.99%	20.33%	19.18%	14.35%
毛利(百万元)	706.17	932.98	1,487.38	1,622.60	1,881.22	2,101.88
增长率(YOY)		32.12%	59.42%	9.09%	15.94%	11.73%
占总销售额比重	78.84%	70.79%	70.20%	66.59%	63.90%	60.64%
占主营业务利润比重	72.33%	64.90%	66.41%	61.85%	59.24%	55.48%
巴拉直营店						
销售收入(百万元)	22.26	75.46	120.71	188.99	269.09	365.39
增长率(YOY)		238.93%	59.95%	56.57%	42.38%	35.79%
毛利率	57.63%	57.71%	56.37%	56.00%	55.00%	55.00%
销售成本(百万元)	9.43	31.91	52.66	83.16	121.09	164.42
增长率(YOY)		238.29%	65.02%	57.90%	45.62%	35.79%
毛利(百万元)	12.83	43.55	68.04	105.84	148.00	200.96
增长率(YOY)		239.40%	56.24%	55.55%	39.84%	35.79%
占总销售额比重	0.68%	1.82%	1.96%	2.51%	2.90%	3.29%
占主营业务利润比重	1.31%	3.03%	3.04%	4.03%	4.66%	5.30%
巴拉加盟店						
销售收入(百万元)	525.79	878.83	1,347.03	1,880.18	2,540.50	3,320.89
增长率(YOY)		67.15%	53.27%	39.58%	35.12%	30.72%
毛利率	35.54%	36.98%	36.12%	35.00%	34.00%	34.00%
销售成本(百万元)	338.92	553.84	860.48	1,222.12	1,676.73	2,191.79
增长率(YOY)		63.41%	55.37%	42.03%	37.20%	30.72%
毛利(百万元)	186.87	324.99	486.55	658.06	863.77	1,129.10
增长率(YOY)		73.92%	49.71%	35.25%	31.26%	30.72%
占总销售额比重	16.02%	21.18%	21.92%	24.92%	27.35%	29.89%
占主营业务利润比重	19.14%	22.61%	21.72%	25.09%	27.20%	29.80%
销售总收入(百万元)	3282.16	4149.54	6145.16	7543.64	9287.43	11108.76
销售总成本(百万元)	2305.88	2712.05	3905.35	4920.40	6111.88	7320.26
毛利(百万元)	976.28	1437.48	2239.80	2623.24	3175.55	3788.50
平均毛利率	29.75%	34.64%	36.45%	34.77%	34.19%	34.10%

来源: 国金证券研究所

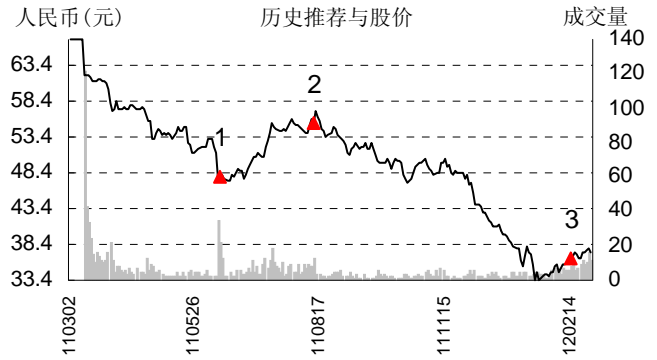
附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,323	4,250	6,287	7,616	9,366	11,192	货币资金	173	728	1,004	6,056	6,954	8,032
增长率	27.9%	47.9%	21.1%	23.0%	19.5%		应收款项	55	87	324	519	714	914
主营业务成本	-2,342	-2,804	-4,037	-4,957	-6,145	-7,375	存货	543	581	1,034	1,331	1,599	1,919
%销售收入	70.5%	66.0%	64.2%	65.1%	65.6%	65.9%	其他流动资产	48	35	318	399	494	592
毛利	981	1,447	2,250	2,659	3,221	3,817	流动资产	819	1,431	2,681	8,304	9,761	11,457
%销售收入	29.5%	34.0%	35.8%	34.9%	34.4%	34.1%	%总资产	76.4%	70.7%	75.8%	88.8%	88.6%	88.8%
营业税金及附加	-18	-27	-38	-46	-56	-67	长期投资	0	9	3	4	3	3
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	146	461	708	948	1,161	1,347
营业费用	-238	-340	-583	-735	-904	-1,080	%总资产	13.6%	22.8%	20.0%	10.1%	10.5%	10.4%
%销售收入	7.1%	8.0%	9.3%	9.7%	9.7%	9.7%	无形资产	99	106	114	97	95	93
管理费用	-91	-134	-169	-232	-286	-341	非流动资产	254	593	858	1,052	1,261	1,445
%销售收入	2.7%	3.2%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	23.6%	29.3%	24.2%	11.2%	11.4%	11.2%
息税前利润 (EBIT)	634	946	1,459	1,646	1,975	2,329	资产总计	1,073	2,024	3,539	9,355	11,022	12,902
%销售收入	19.1%	22.3%	23.2%	21.6%	21.1%	20.8%	短期借款	60	0	0	0	0	0
财务费用	-2	6	13	9	19	22	应付款项	468	838	1,303	1,396	1,729	2,073
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	79	161	220	466	594	725
资产减值损失	-46	-37	-93	-3	-1	-2	流动负债	607	999	1,524	1,862	2,323	2,798
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	-5	0	0	0	其他长期负债	0	22	11	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	607	1,021	1,535	1,862	2,323	2,799
营业利润	587	915	1,374	1,652	1,993	2,349	普通股股东权益	466	1,003	2,003	7,479	8,672	10,061
营业利润率	17.7%	21.5%	21.9%	21.7%	21.3%	21.0%	少数股东权益	0	0	0	14	28	42
营业外收支	-11	0	-5	0	0	0	负债股东权益合计	1,073	2,024	3,539	9,355	11,022	12,902
税前利润	576	915	1,369	1,652	1,993	2,349	比率分析						
利润率	17.3%	21.5%	21.8%	21.7%	21.3%	21.0%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-133	-228	-368	-430	-518	-611	每股指标						
所得税率	23.1%	25.0%	26.9%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益	2.359	1.145	1.668	1.804	2.180	2.573
净利润	443	686	1,001	1,222	1,475	1,738	每股净资产	2.478	1.671	3.339	11.163	12.943	15.016
少数股东损益	0	-1	0	14	14	14	每股经营现金净流	2.097	1.730	1.357	1.317	2.103	2.469
归属于母公司的净利润	443	687	1,001	1,208	1,461	1,724	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.400	0.500
净利率	13.3%	16.2%	15.9%	15.9%	15.6%	15.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	95.18%	68.50%	49.95%	16.16%	16.84%	17.14%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	41.34%	33.94%	28.28%	12.92%	13.25%	13.36%
净利润	443	687	1,001	1,222	1,475	1,738	投入资本收益率	92.79%	69.28%	52.97%	16.26%	16.80%	17.05%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	57	49	134	76	101	128	主营业务收入增长率	82.34%	27.92%	47.92%	21.14%	22.98%	19.49%
非经营收益	-7	-8	-11	21	0	0	EBIT增长率	146.22%	49.10%	54.29%	12.81%	19.98%	17.89%
营运资金变动	-99	311	-309	-436	-166	-211	净利润增长率	195.52%	54.90%	45.69%	20.76%	20.86%	18.04%
经营活动现金净流	394	1,039	814	882	1,409	1,654	总资产增长率	97.39%	88.64%	74.87%	164.37%	17.82%	17.05%
资本开支	-247	-316	-506	-298	-309	-310	资产管理能力						
投资	-55	-19	0	-1	0	0	应收账款周转天数	4.6	5.1	7.3	15.0	18.0	20.0
其他	-266	-7	7	0	0	0	存货周转天数	64.5	73.1	73.0	98.0	95.0	95.0
投资活动现金净流	-569	-342	-499	-299	-309	-310	应付账款周转天数	27.7	46.2	39.8	40.0	40.0	40.0
股权募资	206	20	0	4,468	0	0	固定资产周转天数	1.6	19.2	30.2	36.4	37.9	37.8
债权募资	114	-60	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-50	-119	-21	0	-201	-268	净负债/股东权益	-24.23%	-72.61%	-50.13%	-80.81%	-79.94%	-79.49%
筹资活动现金净流	270	-159	-21	4,468	-201	-267	EBIT利息保障倍数	388.9	-164.7	-114.0	-187.8	-104.8	-107.4
现金净流量	96	537	294	5,051	899	1,077	资产负债率	56.57%	50.45%	43.38%	19.90%	21.07%	21.70%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-06-14	买入	47.80	51.31 ~ 59.52
2	2011-08-12	买入	55.40	61.57
3	2012-02-14	买入	36.49	36.04 ~ 45.05

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B