

渠道扩张，毛利改善

增持首次

目标价格：63元

投资要点：

- 📖 上半年收入利润同步增长。
- 📖 门店扩张带来收入增长，单店增长维持稳定。
- 📖 公司坚守加盟模式，推进直营体系建设。

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

报告摘要：

- **上半年业绩稳步增长。**报告期内公司实现营业收入 30.09 亿元，比去年同期增长 36.64%，主要是因为市场需求旺盛，另外，公司通过良好的经营策略不断扩张门店，促进收入的快速增长。实现营业利润 5.98 亿元，比去年同期增长 29.83%，归属母公司净利润 4.37 亿元，比去年同期增长 29.12%，EPS 为 0.69 元。
- **公司两大品牌需求旺盛，市场前景非常好。**公司拥有的“森马”品牌已是国内第二大休闲服饰品牌，公司聘请当红偶像明星，通过一系列传播手段，持续提升“森马”品牌的影响力，上半年“森马”品牌收入同比增长 32.75%。“巴拉巴拉”品牌在国内童装品牌还不成熟的情况下，快速跑马圈地，成为国内第一大童装品牌，上半年“巴拉巴拉”品牌收入同比增长 57.48%。童装市场潜力巨大，公司未来有望获得 50% 以上的增速。
- **坚守加盟模式，同时推进直营体系建设。**报告期内公司通过新拓、整合、扩店等多种方式提升门店数量和质量，完善营销网络布局，通过募集资金项目的投入，有序推进直营及加盟体系的建设，上半年新开店超过 700 家，门店扩张带动销售增长。
- **毛利率略微上涨。**上半年公司毛利率同比提升 0.36%，毛利率达到 37.27%。公司报告期内加大了供应链体系的整合力度，有效控制了供应成本的上升。从品牌来看，“森马”品牌毛利率同比提升 2.76%，贡献较大，而“巴拉巴拉”品牌毛利率同比下降 7.2%。

市场表现



数据来源：wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益 (元)	0.69
摊薄每股收益 (元)	0.65
每股净资产 (元)	10.41
加权平均净资产收益率	9.75%
净利润增长率	29.12%
8月12日收盘价 (元)	55.40

数据来源：公司中报

主要经营指标	2008	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万 元)	4,250.34	6,287.07	8,967.16	12,159.07	16,091.18
增长率(%)	27.92	47.92	42.63	5.6	32.34
净利润(百万元)	686.87	1,000.68	1,409.96	1922.90	2549.96
增长率(%)	54.9	45.69	40.9	36.38	32.61
EPS (元)	1.03	1.49	2.10	2.86	3.79
PE	53.78	37.18	26.38	19.37	14.62

两大品牌需求旺盛，收入保持较快增长

2011 年上半年公司实现营业收入 30.09 亿元，比去年同期增长 36.64%，实现营业利润 5.98 亿元，比去年同期增长 29.83%，归属母公司净利润 4.37 亿元，比去年同期增长 29.12%，基本每股收益 0.69 元。其中“森马”品牌收入同比增长 32.75%，“巴拉巴拉”品牌收入同比增长 57.48%。公司将进一步加强品牌推广和渠道建设，预期 1-9 月的业绩较去年同期将增长 20%-50%。

2011 年上半年业绩增长的主要原因有：

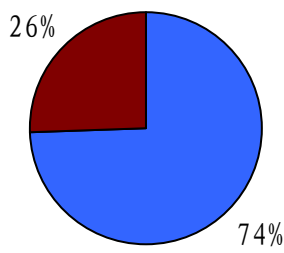
报告期内，公司强势推出森马“什么 TEE”创意运动，巴拉巴拉“玩出不一样”品牌主题，提升品牌影响力，有效地促进了销售的增长。

公司通过募集资金项目的投入，有序推进直营加盟体系建设，店铺总面积保持持续增长。

公司管理水平和店铺运营水平的提升。

分地区来看，公司三大销售区域均实现了较快的增长，其中南大区同比增长 46.33%，北大区同比增长 36.21%，中大区同比增长 35.41%。

图 1：品牌收入占比图

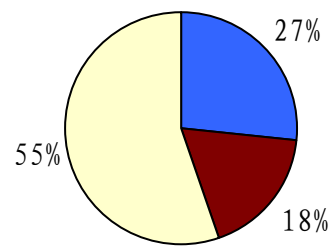


■ 森马 ■ 巴拉巴拉

资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：两大品牌收入（单位：百万元）

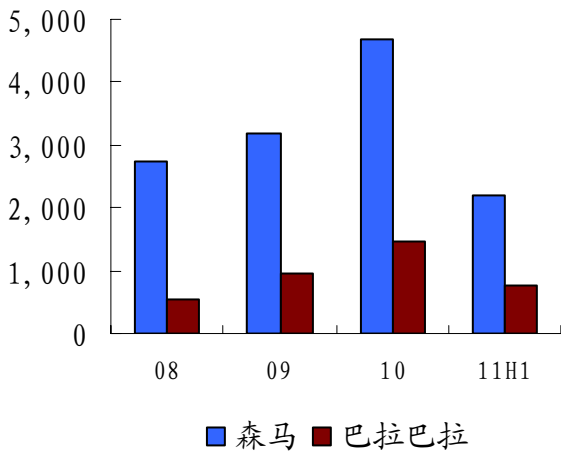
图 2：地区收入占比图



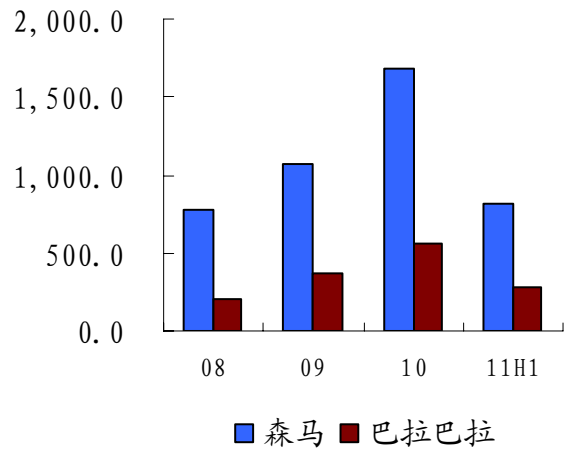
■ 南大区 ■ 北大区 □ 中大区

资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：两大品牌毛利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，宏源证券



资料来源：公司公告，宏源证券

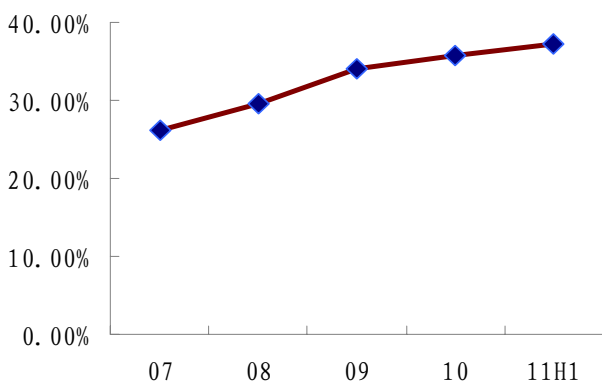
毛利率略微上涨

上半年公司毛利率同比提升 0.36%，毛利率达到 37.27%。公司凭借品牌优势较好地转移了成本，同时报告期内加大了供应链体系的整合力度，有效控制了供应成本的上升。从品牌来看，“森马”品牌毛利率同比提升 2.76%，贡献较大，而“巴拉巴拉”品牌受到公司鼓励加盟商提货而给予一定折扣的影响，毛利率同比下降 7.2%。但相比第一季度的毛利率有所增加，说明“巴拉巴拉”品牌对毛利的贡献在逐渐的增加，具有较高的成长性。

品牌扩张，期间费用率小幅上升

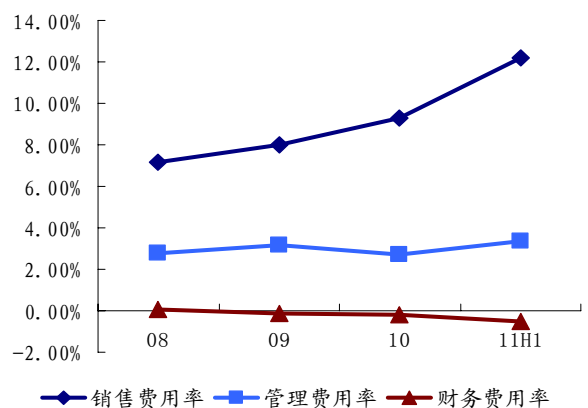
上半年公司销售费用率同比上升 1.53%，达到 12.18%，管理费用率同比上升 0.37%，达到 3.36%。主要是上半年公司随着销售的快速增长、营销网络的不断拓展而相应增加的费用以及股票发行上市费用所致。

图 5: 毛利率



资料来源：公司公告，宏源证券

图 6: 期间费用率



资料来源：公司公告，宏源证券

预测与估值

我们看好未来中国休闲服饰和童装的消费市场，公司旗下两大品牌定位符合大众消费快速增长趋势，未来发展前景广阔。

根据我们的业绩预测模型，我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 2.10、2.86、3.79 元，对应 2011-13 年的市盈率分别为 26.38/19.37/14.62 倍；我们给予公司“增持”投资评级。按 2011 年 30 倍的市盈率来估值，未来 6 个月目标价为 63 元。

表 1: 公司盈利预测表

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	4,250.34	6,287.07	8,967.16	12,159.07	16,091.18
增长率(%)	27.92	47.92	42.63	35.6	32.34
归属母公司股东的净利润(百万元)	686.87	1,000.68	1,409.96	1922.90	2549.96
增长率(%)	54.9	45.69	40.9	36.38	32.61
每股收益-摊薄(元)	1.03	1.49	2.10	2.86	3.79
市盈率	53.78	37.18	26.38	19.37	14.62

资料来源: Wind 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。