

两大品牌齐头并进，拉动公司业绩增长

谨慎推荐 (首次)

森马服饰 (002563) 2011 年中报点评

风险评级：一般风险

投资要点:

2011 年 8 月 15 日

◇ **上半年业绩稳定增长。**公司上半年实现营业总收入300877.53万元，营业利润59795.58万元，归属于母公司所有者的净利润43749.10万元，分别比去年同期提高了36.64%、29.83%和29.12%；实现摊薄后每股收益为0.69元，符合市场预期。

俞春燕

SAC 执业证书编号:

S0340511010001

电话: 0769-22119410

邮箱: ycy@dgzq.com.cn

◇ **毛利率与期间费用率均上升**

2011上半年公司毛利率35.65%，较去年同期上升了0.46%；其中休闲服饰业务毛利率同比上升2.76%至37.07%；儿童服饰业务毛利率37.85%，同比下降7.2%，主要原因是因为公司销售渠道扩张以及品牌推广所致。公司上半年期间费用率同比上涨1.58%至15.03%，其中销售费用率同比上涨1.54%至12.18%；管理费用率同比上升0.37%至3.36%；财务费用同比下降0.32%至-0.5%。

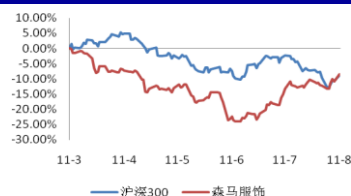
主要数据 2011 年 8 月 15 日

收盘价(元)	56.90
总市值(亿元)	381.23
总股本(百万股)	670.00
流通股本(百万股)	70.00
ROE (TTM)	15.77%
12 月最高价(元)	64.58
12 月最低价(元)	46.80

两大品牌均实现业绩快速增长

公司有两大主营业务：休闲服饰和儿童服饰业务，拥有两大品牌。“森马”定位于16-25岁的消费群体，是目前国内第二大休闲服饰品牌。“巴拉巴拉”定位于3-12岁的小童和中童中档市场，是我国第一大儿童服饰品牌。这两大品牌今年上半年均实现业绩的快速增长。上半年“森马”休闲服饰实现营业收入219343.04万元，同比增长32.75%；“巴拉巴拉”儿童服饰实现75693.37万元，同比增长57.48%。

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

两大品牌推广力度加大

上半年公司加强了品牌推广力度和渠道建设的力度。品牌推广方面，“森马”携手艺术明星，强势推出森马“什么TEE”创意运动，在一定程度上加强了品牌的时尚形象。巴拉巴拉品牌理念由“童年不一样”延伸出“玩出不一样”的品牌主体，通过电视宣传片、网络互动、儿童嘉年华等方式，并与摩尔庄园、酷六及院线合作，把“让TA玩”的理念带到国内22个城市。巴拉巴拉的品牌影响力得到不断提升，在一定程度上促进了品牌的销售。

相关报告

两大品牌渠道建设力度增强

在渠道建设方面，公司门店的外延式扩张迅速。公司2010年门店总数达到6683家；“森马”门店总数4007家，其中加盟店3862家，直营店145家；“巴拉巴拉”门店总数2676家，其中加盟店2551家，直营店125家。在募集资金的推动下，未来公司渠道扩张有望加速、渠道管理能力也有望得到提高（公司今年上半年首发上市，共募集资金45.31亿元，超募24.75亿元。公司募投项目为营销网络及信息化建设），预计2011公司门店新增1300家左右，其中“森马”新增600家左右，“巴拉巴拉”新增700家左右。

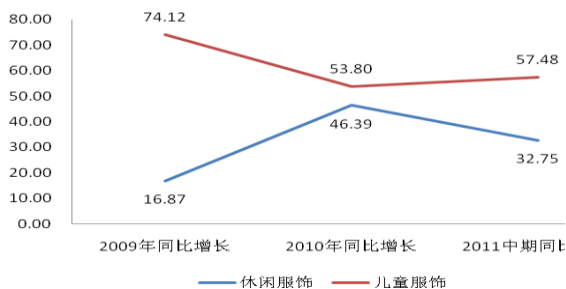
盈利预测及投资评级

公司两大品牌齐头并进，拉动公司业绩增长。“森马”基数比较大，预计未来两年该业务营业收入年均同比增速在30%左右；而“巴拉巴拉”的增长潜力巨大，预计未来两年该业务营业收入年均同比增速40%左右。预计公司2011-2012年基本每股收益2.02元和2.69元，对应PE分别为27倍和21倍，给予公司谨慎推荐评级。

风险提示

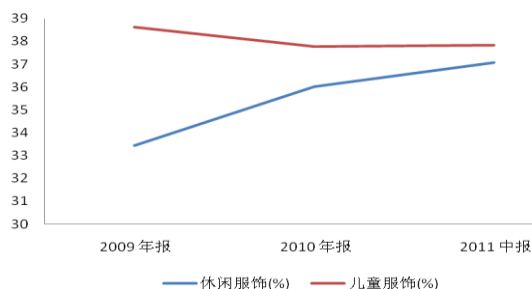
销售费用快速上涨；门店扩张不达预期。

图 1： 两大业务营业收入同比增长率 (%)



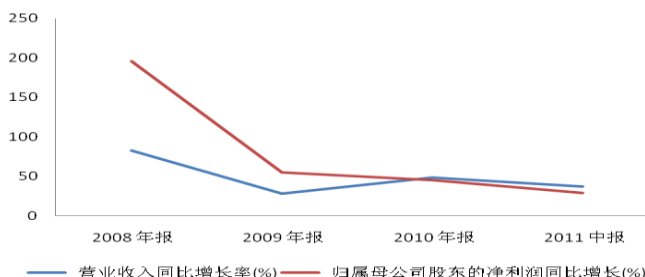
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 2： 两大业务毛利率 (%)



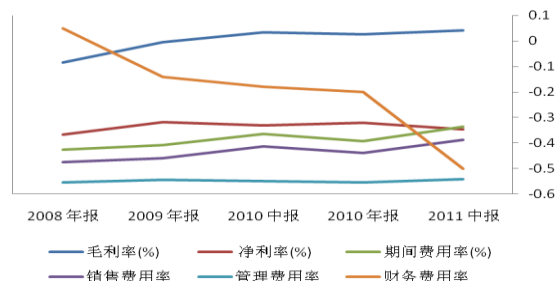
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 3： 近几年公司营业收入、净利润同比增长 (%)



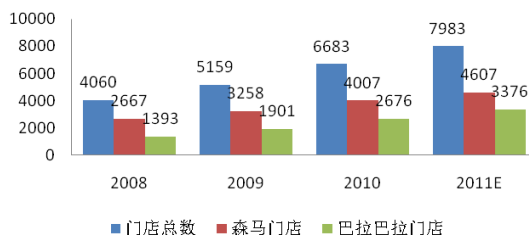
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 4： 近几年公司年报盈利能力 (%)



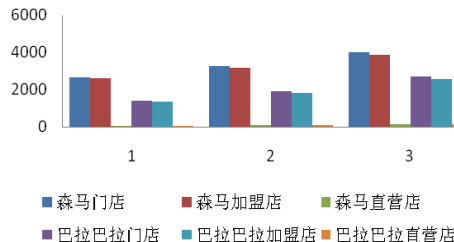
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 4： 门店总数及两大品牌门店总数



资料来源：东莞证券研究所，公司招股说明书

图 5： 两大品牌门店数量及其加盟店与直营店数量



资料来源：东莞证券研究所，公司招股说明书

表 1: 盈利预测

科目(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4,250.34	6287.07	8487.54	11415.74	15297.09
营业总成本	3,336.18	4907.87	6673.39	9000.55	12117.12
营业成本	2,803.65	4036.99	5347.15	7134.84	9484.20
营业税金及附加	38.50	38.50	53.47	71.92	96.37
销售费用	340	582.83	891.19	1255.73	1682.68
管理费用	134	169.32	237.65	331.06	443.62
财务费用	(6)	-12.80	25.10	47.18	196.10
资产减值损失	37	93.02	118.83	159.82	214.16
其他经营收益	1	-5.27	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1	-5.27	-5.00	-5.00	-5.00
其中 对联营和合营投资 收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	915	1373.93	1809.15	2410.19	3174.97
加 营业外收入	2	1.16	1.50	1.60	1.60
减 营业外支出	2	6.58	5.00	5.00	5.00
利润总额	915	1368.51	1805.65	2406.79	3171.57
减 所得税	228	367.83	451.41	601.70	792.89
净利润	686	1000.68	1354.24	1805.09	2378.68
减 少数股东损益	(1)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	686.87	1000.68	1354.24	1805.09	2378.68
最新总股本(万股)	60000.00	60000.00	67000.00	67000.00	67000.00
基本每股收益(元)	1.14	1.67	2.02	2.69	3.55
市盈率(倍)	48.39	33.22	27.41	20.56	15.60

资料来源: 东莞证券研究所, 公司公告

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：(0769) 22119430
传真：(0769) 22119430
网址：www.dgzq.com.cn