

休闲服装

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与者: 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 45.00元

当前股价: 35.65元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2308.93
总股本(百万)	670
流通股本(百万)	70
流通市值(亿)	24
EPS	1.83
每股净资产(元)	11.58
资产负债率	14.75%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
森马服饰	-5.04	-1.12	-28.50
纺织服装	-5.62	9.17	-10.03
沪深300指数	-5.42	6.38	-2.38



相关报告

森马服饰 - 休闲装持续时尚升级 童装渠道保持高速增长 2012-02-29

森马服饰 - 森马产品改善+童装渠道扩张双轮驱动 2012-02-09

森马服饰

002563

推荐

休闲服静待复苏、童装景气持续

森马服饰发布 2011 年年度报告: 2011 年营业收入 77.61 亿 (增 23.44%), 归属于上市公司股东净利润 12.23 亿 (增 22.26%), EPS=1.87 元; 第四季度单季度收入 25.29 亿 (同比增 11%), 归属于上市公司股东的净利润 4.15 亿元 (同比增 15%)。2011 年业绩略低于市场此前预期, 主要原因在于: 休闲服产品时尚度仍有待提升, 渠道增速也低于预期, 且下半年天气状况不佳, 不利于产品终端销售。2012 年公司将增加产品设计款式+调整供应链模式提升产品时尚度来提升业绩, 预计 2012 年净利增长在 20-30%。我们维持公司“推荐”评级。

投资要点:

- **收入增速由提价因素+门店扩张双重因素驱动。**2011 年营业收入 77.61 亿 (增 23.44%) 驱动公司收入增长的因素一是公司产品价格提升 5-10%左右, 二是终端门店数的增长, 截至 2011 年末, 森马门店数约 4500 家, 巴拉巴拉门店数约 3300 家, 分别较上年增 13%和 25%。
- **森马品牌增速有所下滑, 巴拉巴拉持续高增长。**2011 年森马品牌收入增速降至 19%, 主要在于随着国际品牌门店的不断扩张, 青少年休闲服饰竞争日趋激烈, 公司产品的时尚度和多元性仍有待加强; 童装业务仍然维持高景气度, 增速维持在 40%。两大品牌鞋类产品增势迅猛, 显示公司鞋品开发能力日益增强。
- **虽毛利率提升, 但销售费用率增长使净利率略降。**虽因提价因素毛利率提升 1.6 个百分点, 但因广告宣传费支出的提升以及营销网络的扩大, 销售费用率增 2.31 个百分点至 11.61%, 其中销售人员工资、店铺租赁以及广告宣传费用分别增加了 56%、62%和 58%。综合来看, 净利率水平略降 0.15 个百分点至 15.77%。
- **存货周转率略有下降, 但仍维持在正常合理范围。经营活动现金流出现较大幅度下降, 且低于净利率水平。**
- **未来森马品牌增长依托产品时尚度提升和供应链结构改善稳步增长; 童装领域竞争较低, 巴拉巴拉持续高增长。**2012 年前三季订货会增长在 20%左右。2012 年公司将加大产品开发力度, 大力提升产品开发款式, 未来部分时尚产品前期将调整至 2-3 月, 并将尝试每月网上订货制度; 巴拉巴拉主要通过渠道数量不断增加维持高速增长: 巴拉巴拉 2011 年童装门店约 3300 家, 基数仍较小; 且童装店所需面积小、投资小, 拓展速度快, 预计未来渠道增速在 20-25%左右。
- **投资评级:** 预计 12/13/14 年 EPS 为 2.25/2.78/3.51 元, 对 12 年 EPS 给予 20 倍 PE, 6 个月目标价 45 元, 维持推荐评级。

风险提示:

- 产品不能适应消费需求变化、渠道拓展速度不达预期、天气异常

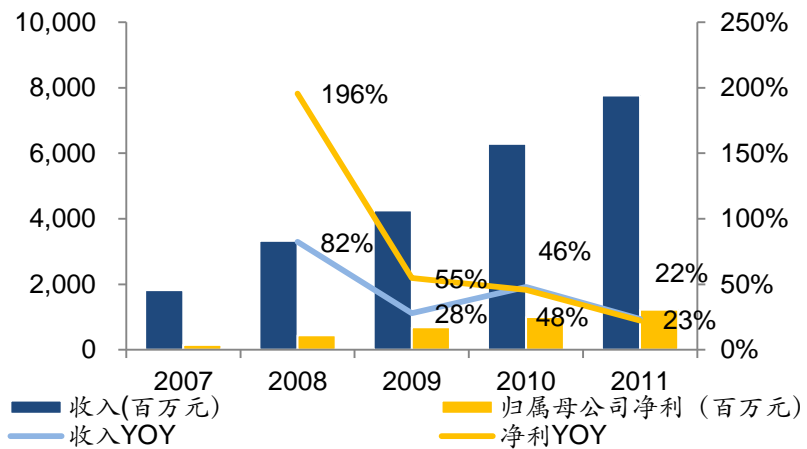
主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7761	9502	11764	14587
收入同比(%)	23.4%	22.4%	23.8%	24.0%
归属母公司净利润	1223	1510	1861	2350
净利润同比(%)	22.3%	23.4%	23.3%	26.3%
毛利率(%)	37.4%	36.9%	36.1%	36.5%
ROE(%)	15.8%	16.3%	17.2%	18.3%
每股收益(元)	1.87	2.25	2.78	3.51
P/E	20.78	16.84	13.66	10.82
P/B	3.28	2.74	2.36	1.98
EV/EBITDA	12	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

2011年营业收入77.61亿(增23.44%)，归属于上市公司股东净利润12.23亿(增22.26%)，驱动公司收入增长的因素一是公司产品价格提升5-10%左右，二是终端门店数的增长，截至2011年末，森马门店数约4500家，巴拉巴拉门店数约3300家，分别较上年增13%和25%。

图1 公司营收和净利增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

分不同品牌来看，森马品牌的收入增速下滑明显，由2010年的46%降至2011年的19%，主要在于随着国际品牌门店的不断扩张，青少年休闲服饰竞争日趋激烈，公司产品的时尚度和多元性仍有待加强；童装业务仍然维持高景气度，增速维持在40%，巴拉巴拉品牌依旧保持童装业务的国内龙头地位。因终端产品的提价两大品牌的毛利率水平均有提升，森马品牌毛利率提升1.69个百分点至37.72%，巴拉巴拉毛利率也升至38.02%，两大品牌毛利率基本持平。

图2 分品牌产品增长情况

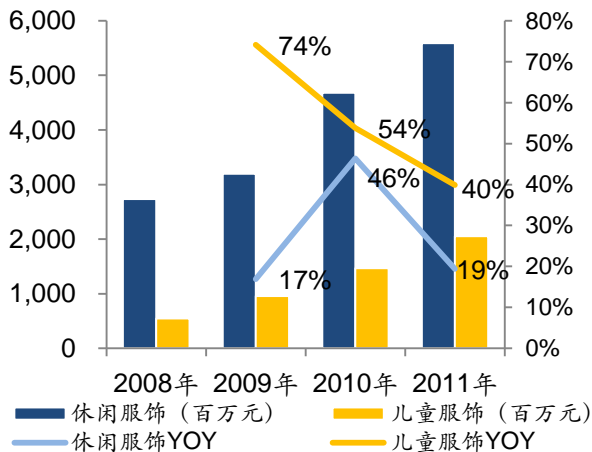
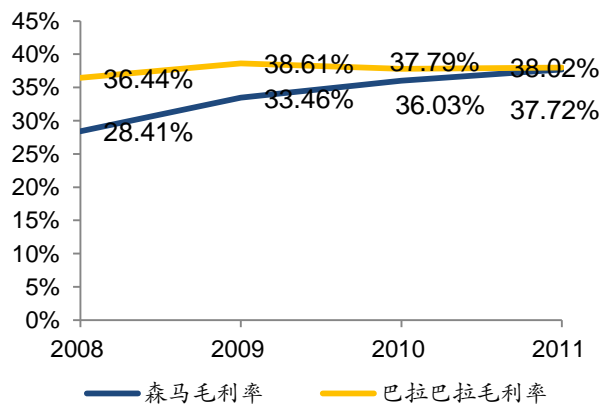


图3 分品牌毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

分产品品类来看，公司的鞋类产品增长势头最猛，森马品牌鞋类产品增131%，巴拉巴拉鞋类产品增幅达75%，显示公司对配饰产品的开发能力不断增强。

表1 分品类产品收入

	休闲服饰					儿童服饰			
	营业收入(百万元)	收入YOY	占比	毛利率		营业收入(百万)	收入YOY	占比	毛利率
外套	2,101.50	18%	37.6%	38.50%	外套	818.65	41%	39.9%	38.98%
裤类	1,456.97	19%	26.1%	35.11%	裤类	475.01	34%	23.1%	35.95%

T恤	869.97	10%	15.6%	40.74%	T恤	244.68	30%	11.9%	41.03%
毛衫	629.65	17%	11.3%	36.32%	毛衫	196.03	47%	9.5%	34.46%
衬衫	307.24	51%	5.5%	39.09%	衬衫	30.41	67%	1.5%	37.26%
马夹、背心	67.36	31%	1.2%	39.54%	马夹、背心	79.98	38%	3.9%	40.44%
裙类	41.78	34%	0.7%	43.40%	裙类	76.68	39%	3.7%	39.48%
鞋类	71.91	131%	1.3%	34.66%	鞋类	76.17	75%	3.7%	37.18%
包类	12.95	23%	0.2%	41.34%	配饰类	55.18	45%	2.7%	36.72%
其他	27.17	51%	0.5%	29.52%	合计	2,052.79	40%	100.0%	37.80%
合计	5,586.52	19%	100.0%	37.72%					

资料来源：中投证券研究所

2011年公司的销售费用率上升2.31个百分点至11.61%，管理费用率也略有提升，费用率的增长导致公司在毛利率水平提升的情况下，净利率水平反而略降至15.77%。销售费用率的提升主要缘于随着品牌宣传力度的加大及营销网络的拓展，公司的销售员工资、店铺租赁以及广告宣传费用分别增加了56%、62%和58%。

图 4 公司销售费用率、管理费用率

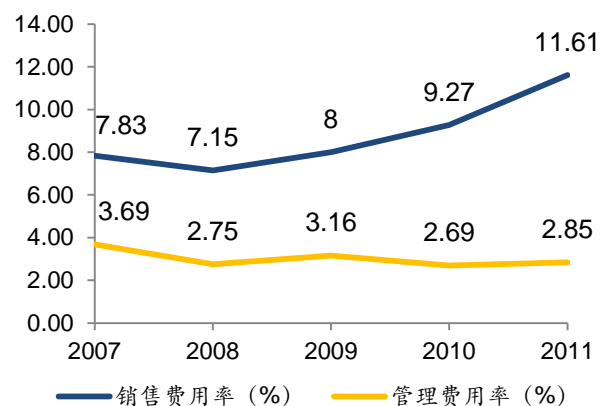
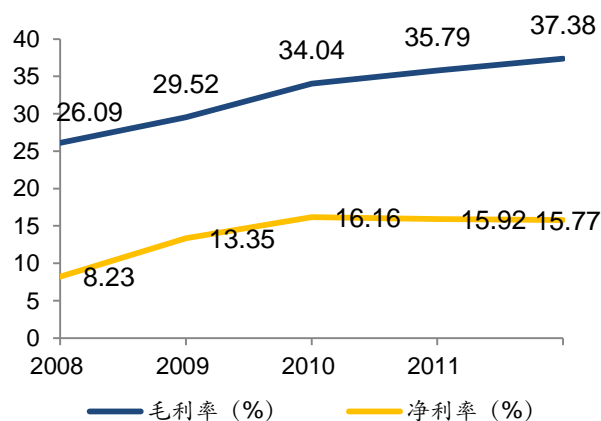


图 5 公司毛利率、净利率

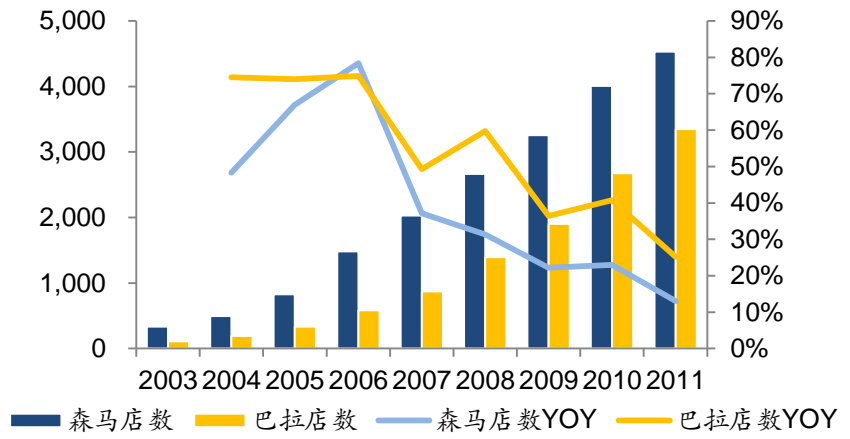


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司存货周转率从4.68略降至4.19，相对仍保持一个较为正常合理的水平。2011年经营现金流情况较2010年降54%，且大幅低于净利水平。

截至2011年末，森马门店数约4500多家，巴拉巴拉门店数约3300家，分别较上年增13%和25%。渠道增长略低预期。预计未来2-3年渠道增速在15%左右，同时店铺面积逐步扩大，公司根据城市级别的不同设立不同的店铺面积标准：一线城市1000平，二线400-500平，三四线200平左右。

图 6 公司渠道增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	7572	9304	10631	12664
现金	4990	5655	6204	7433
应收账款	736	950	1176	1459
其他应收款	98	219	282	365
预付账款	651	694	915	1109
存货	1096	1787	2054	2299
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1528	1912	2518	2993
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1101	1371	1949	2413
无形资产	97	102	106	110
其他非流动资产	330	440	463	470
资产总计	9100	11216	13149	15657
流动负债	1265	1937	2343	2836
短期借款	0	0	0	0
应付账款	639	1500	1878	2316
其他流动负债	626	437	465	520
非流动负债	77	12	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	77	12	13	13
负债合计	1342	1949	2356	2849
少数股东权益	0	0	0	0
股本	670	670	670	670
资本公积	4466	4466	4466	4466
留存收益	2622	4131	5658	7673
归属母公司股东权益	7758	9267	10793	12808
负债和股东权益	9100	11216	13149	15657

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	378	956	1569	2152
净利润	1223	1510	1861	2350
折旧摊销	73	76	102	133
财务费用	56	-61	-32	-30
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	1031	-350	-414	-353
其他经营现金流	-2001	-218	52	52
投资活动现金流	925	-352	-718	-618
资本支出	930	300	700	600
长期投资	0	36	0	0
其他投资现金流	1855	-16	-18	-18
筹资活动现金流	4533	61	-303	-305
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	70	0	0	0
资本公积增加	4461	0	0	0
其他筹资现金流	2	61	-303	-305
现金净增加额	3986	665	549	1229

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	7761	9502	11764	14587
营业成本	4860	5999	7513	9263
营业税金及附加	51	60	74	92
营业费用	901	1115	1265	1575
管理费用	221	275	343	430
财务费用	56	-61	-32	-30
资产减值损失	162	115	120	125
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	1618	2000	2480	3132
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	1617	2002	2481	3133
所得税	394	493	620	783
净利润	1223	1510	1861	2350
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1223	1510	1861	2350
EBITDA	1746	2014	2550	3235
EPS (元)	1.83	2.25	2.78	3.51

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	23.4	22.4	23.8	24.0
营业利润	17.8	23.6	24.0	26.3
归属于母公司净利润	22.3	23.4	23.3	26.3
获利能力				
毛利率	37.4	36.9	36.1	36.5
净利率	15.8	15.9	15.8	16.1
ROE	15.8	16.3	17.2	18.3
ROIC	46.8	41.9	40.3	42.8
偿债能力				
资产负债率	14.7	17.4	17.9	18.2
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.98	4.80	4.54	4.47
速动比率	5.03	3.87	3.65	3.65
营运能力				
总资产周转率	1.23	0.94	0.97	1.01
应收账款周转率	16	11	11	11
应付账款周转率	8.60	5.61	4.45	4.42
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.83	2.25	2.78	3.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.43	2.34	3.21
每股净资产(最新摊薄)	11.58	13.83	16.11	19.12
估值比率				
P/E	20.78	16.84	13.66	10.82
P/B	3.28	2.74	2.36	1.98
EV/EBITDA	12	10	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

石颖, 中投证券研究所纺织服装行业研究员, 清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434