



# 受制行业整体需求趋弱 加盟收入增速放缓

2012年4月12日

推荐/维持

森马服饰

财报点评

## ——森马服饰（002563）2011 年报点评

谭可 纺织服装行业分析师  
010-6655 4011

执业证书编号：S1480510120013

### 事件：

公司今日公布 2011 年年报，2011 年实现营业收入 776,058.04 万元，同比增长 23.44%；实现净利润 122,342.07 万元，同比增长 22.26%；扣非后 EPS1.86 元。分配方案每 10 股派发 10.00 元现金红利。

### 公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	999.01	1815.12	2270.05	1566.69	1442.08	2222.93	2528.88
增长率（%）	-	-	-	30.24	44.35	22.47	11.40
毛利率（%）	36.70	34.53	36.40	36.07	37.28	36.15	39.33
期间费用率（%）	15.91	10.70	10.96	12.32	17.98	11.20	14.44
营业利润率（%）	19.08	21.76	22.84	22.22	17.33	21.84	21.14
净利润（百万元）	134.89	301.84	360.03	260.67	176.82	370.84	415.09
增长率（%）	-	-	-	27.83	31.09	22.86	15.29
每股盈利（季度，元）	0.56	-0.56	1.67	0.43	0.26	0.56	0.62
资产负债率（%）	34.91	-	43.38	12.66	13.03	19.05	14.75
净资产收益率（%）	10.05	-	17.97	3.83	2.54	5.05	5.35
总资产收益率（%）	6.54	-	10.17	3.35	2.21	4.09	4.56

### 评论：

#### 积极因素：

- **童装业务增速仍然较快。**从终端店铺增长情况来看，截至2011 年底，森马品牌终端店铺达4000多家，较2010年鲜有增长。巴拉巴拉品牌终端店铺达3000 多家，较2010年增长500余家，增速快于森马品牌。收入方面，森马实现收入558,651.56万元，同比增长19.44%，巴拉巴拉实现收入205,278.76万元，同比增长39.86%，增速仍然较快。
- **毛利率同比提升1.35个百分点。**公司主营业务毛利率较去年同期上升1.35个百分点至37.80%，其中，森马成人装毛利率上调1.69个百分点至37.72%，巴拉巴拉上调0.23个百分点至38.02%。
- **存货占资产比大幅下降。**公司2011年底存货较2010年仅上升5.99%，2011年占总资产比重较去年同期大幅下降17.18个百分点至12.05%。

### 消极因素:

- **加盟收入增速放缓显示行业需求趋弱。**公司以加盟渠道为主，并以与加盟商共进退为经营理念，在行业需求趋弱的环境下，未通过压货方式来获得短期高增长。2011年加盟收入增速明显下降，同比仅增长22.43%，其中，森马和巴拉加盟收入分别获得18.12%和35.09%的增速，相比基数小的直营业务46.32%的增速也明显偏低。
- **销售费用率上升2.34个百分点。**直营渠道及收入占比提高导致公司2011年人工及租赁费用上升较快，且广告宣传费支出也较2010年较快上升导致公司销售费用比去年同期增长54.56%，占收入比重同比上升2.34个百分点至11.61%。
- **资产减值损失占收入比重上升0.61个百分点。**公司在2011年大量计提减值，资产减值损失同比提高74.39%，占收入比重由2010年的1.48%上升0.61个百分点至2.09%，计提充沛。
- **应收账款较上年度期末增加304.51%。**2011年加盟商处境相对困难，公司相应增加加盟商信用额度，导致应收账款增长过快。

### 业务展望:

公司成人装目前在三、四线市场下沉较充分，未来将继续以加盟模式加密布点，但高速外延扩张时代已经过去。成人装未来增长将更有赖于公司后台体系运作更加完备、高效下的平效提升，这将是一个较长期的工程。

公司最大的亮点在巴拉童装，童装目前仍处于成长期，市场空间较大，品牌集中度不高，市场对童装市场增速预期较高。随着公司童装业务收入占比提升，有望带动业绩回归较高增长，且估值参照将逐步由纯休闲品类向童装过度，未来有望提升。

### 盈利预测:

预计公司2012-2014年净利润分别为15.38、19.90和24.25亿元，同比增长25.67%、29.46%和21.85%。对应EPS分别为2.29、2.97和3.62元。

### 投资建议:

加盟渠道为主的模式下公司自主调节能力偏弱，消费大环境未现明显改善，除非有股权激励等事件性催化，公司2012年超预期的可能性不大。参照品牌服装板块2012年整体20倍动态PE水平，公司6个月目标价46元，距离当前还有27%的增长空间，维持“推荐”评级。

### 风险提示:

童装业务增长低于预期。

**表 1: 盈利预测关键指标 (2009A-2013E)**

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,287	7,761	9,314	11,302	13,703
(+/-)%	47.92%	23.44%	20.02%	21.34%	21.25%
经营利润 (EBIT)	1,361	1,562	1,994	2,588	3,159
(+/-)%	49.73%	14.78%	27.62%	29.78%	22.07%
净利润	1,001	1,223	1,538	1,990	2,425
(+/-)%	45.69%	22.26%	25.67%	29.46%	21.85%
每股净收益 (元)	1.67	1.87	2.29	2.97	3.62

资料来源: 东兴证券研究所

**表 2: 盈利预测表 (2010A-2014E)**

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	6,287.07	7,760.58	9,314.06	20.02%	11,301.93	21.34%	13,703.48	21.25%
营业成本	4,036.99	4,859.59	5,821.29	19.79%	6,978.94	19.89%	8,461.90	21.25%
营业费用	582.83	900.82	1,099.06	22.01%	1,277.12	16.20%	1,548.49	21.25%
管理费用	169.32	221.34	242.17	9.41%	288.20	19.01%	349.44	21.25%
财务费用	-12.80	-55.60	-56.21	N/A	-66.34	N/A	-75.07	N/A
投资收益	-5.27	-3.33	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	1,373.93	1,617.95	2,050.01	26.70%	2,653.94	29.46%	3,233.76	21.85%
利润总额	1,368.51	1,617.16	2,050.01	26.77%	2,653.94	29.46%	3,233.76	21.85%
所得税	367.83	393.74	512.50	30.16%	663.48	29.46%	808.44	21.85%
净利润	1,000.68	1,223.42	1,537.51	25.67%	1,990.45	29.46%	2,425.32	21.85%
归属母公司所有者的净利润	1,000.68	1,223.42	1,537.51	25.67%	1,990.45	29.46%	2,425.32	21.85%
NOPLAT	995.28	1,181.96	1,495.35	26.51%	1,940.70	29.78%	2,369.02	22.07%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	1,004.26	4,989.83	6,251.28	25.28%	7,016.30	12.24%	7,998.06	13.99%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	181.92	735.88	255.18	-65.32%	309.64	21.34%	375.44	21.25%
预付款项	318.08	651.38	1,058.87	62.56%	1,547.39	46.14%	2,139.73	38.28%
存货	1,034.49	1,096.47	1,467.28	33.82%	1,759.08	19.89%	2,132.86	21.25%
流动资产合计	2,680.84	7,571.51	9,149.92	20.85%	10,774.76	17.76%	12,818.68	18.97%
非流动资产	857.83	1,528.06	1,529.18	0.07%	1,657.73	8.41%	1,768.28	6.67%
资产总计	3,538.67	9,099.57	10,679.10	17.36%	12,432.49	16.42%	14,586.96	17.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	490.59	639.27	637.95	-0.21%	764.82	19.89%	927.33	21.25%
预收款项	162.94	16.73	16.73	0.00%	16.73	0.00%	16.73	0.00%

流动负债合计	1,523.87	1,265.34	1,830.76	44.69%	2,190.83	19.67%	2,647.58	20.85%
非流动负债	11.37	76.56	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	2,003.43	7,757.67	8,833.92	13.87%	10,227.24	15.77%	11,924.96	16.60%
净营运资本	1,156.97	6,306.17	7,319.16	16.06%	8,583.93	17.28%	10,171.10	18.49%
投入资本 IC	999.17	2,734.07	2,582.64	-5.54%	3,210.93	24.33%	3,926.90	22.30%
<b>现金表 (百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2013E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2014E</b>	<b>增长率%</b>
净利润	1,000.68	1,223.42	1,537.51	25.67%	1,990.45	29.46%	2,425.32	21.85%
折旧摊销	34.48	59.63	0.00	N/A	171.45	N/A	189.45	10.50%
净营运资金增加	736.07	5,149.20	1,012.99	-80.33%	1,264.77	24.85%	1,587.17	25.49%
经营活动产生现金流	814.15	378.33	2,094.65	453.66%	1,695.82	-19.04%	2,034.28	19.96%
投资活动产生现金流	-499.07	-925.33	-366.01	N/A	-400.00	N/A	-400.00	N/A
融资活动产生现金流	-20.95	4,533.10	-467.19	N/A	-530.80	N/A	-652.52	N/A
现金净增(减)	294.13	3,986.09	1,261.46	-68.35%	765.02	-39.35%	981.76	28.33%

资料来源：东兴证券研究所

表 3: 财务比率

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>						
毛利率	34.04%	35.79%	37.38%	37.50%	38.25%	38.25%
营业利润率	21.52%	21.85%	20.85%	22.01%	23.48%	23.60%
净利率	16.16%	15.92%	15.76%	16.51%	17.61%	17.70%
净资产收益率	68.50%	49.95%	15.77%	17.40%	19.46%	20.34%
<b>偿债能力</b>						
流动比率	1.42	1.76	5.98	5.00	4.92	4.84
速动比率	0.84	1.08	5.12	4.20	4.12	4.04
资产负债率	50.18%	43.38%	14.75%	17.17%	17.64%	18.17%
<b>成长能力</b>						
营业收入增长率		47.92%	23.44%	20.02%	21.34%	21.25%
营业利润增长率		50.19%	17.76%	26.70%	29.46%	21.85%
净利润增长率		45.69%	22.26%	25.67%	29.46%	21.85%
净资产增长率		99.79%	287.22%	13.87%	15.77%	16.60%
<b>营运能力</b>						
应收帐款周转率		50.10	16.91	18.80	40.02	40.01
存货周转率		5.00	4.56	4.54	4.33	4.35
总资产周转率		2.27	1.23	0.94	0.98	1.01

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 谭可

纺织服装行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。