

森马服饰 (002563.SZ)

服装行业

评级: 持有 下调评级

业绩点评

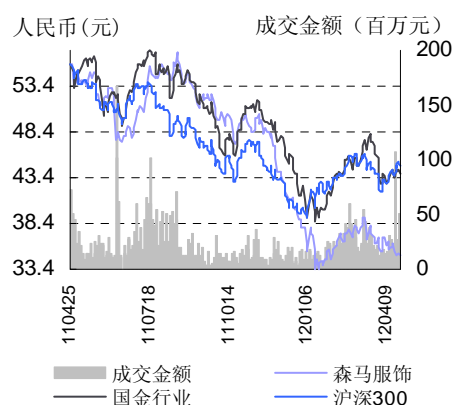
市价(人民币): 35.00元

业绩下滑势头短期难以扭转

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	70.00
总市值(百万元)	23,450.00
年内股价最高最低(元)	56.90/33.40
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《业绩符合预期,调整中发展》, 2012.2.29
2. 《调整中发展》, 2012.2.14
3. 《童装业务增速较快》, 2011.8.12

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

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.668	1.826	1.790	1.909	2.014
每股净资产(元)	3.34	11.58	12.37	12.82	13.83
每股经营性现金流(元)	1.36	0.56	2.21	2.04	2.17
市盈率(倍)	N/A	20.78	19.55	18.33	17.37
行业优化市盈率(倍)	26.61	26.41	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	45.69%	22.26%	-1.96%	6.66%	5.50%
净资产收益率(%)	49.95%	15.77%	14.47%	14.90%	14.56%
总股本(百万股)	600.00	670.00	670.00	670.00	670.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **2011 年业绩及 2012 年一季报:** 11 年实现营业收入、净利润、EPS 分别为 77.61 亿元、12.23 亿元、1.87 元, 分别同比增长 23.44%、22.26%、11.98%。一季度实现营业收入、净利润、EPS 分别为 13.19 亿元、1.60 亿元、0.24 元, 分别同比增长-15.80%、-38.74%、-44.19%。

经营分析

- **业绩表现不好, 主要受累于终端消费增速下滑、成本上涨, 低端休闲服受冲击较大, 且以加盟为主的销售体系更趋保守:**
 - **下半年收入明显放缓:** 受终端需求不足、公司产品提价对销量的抑制作用显现, 较之于上半年收入增速 36.64%, 以冬装为主力销售的下半年, 收入增速下滑至于 16.32%, 符合国内消费增速自下半年开始下滑的趋势; 一季度终端销售尚无改善, 收入下滑-16%。
 - **加盟体系收入增速明显放缓:** 年报中, 森马、巴拉加盟收入增速分别为 18%、36%, 明显低于直营收入增速(分别为 35%、80%), 加盟商相对较小的抗风险能力, 导致经营趋于保守, 收入明显放缓。
- **毛利率改善但费用率增加, 休闲服步入调整期带来费用性支出增加:**
 - 由于成本上升公司提高终端产品售价, 提升了盈利能力, 同时直营收入增速超过加盟, 使得 2011 年公司主营业务毛利率顺利提高 1.35 个百分点至 37.8%, 一季度毛利率也同比提升 1.32 个百分点。
 - 以加盟模式迅速发展的休闲服目前步入调整期, 公司加大了对休闲服业务在渠道模式(加大直营比例、建设子公司)、产品研发、品牌推广等方面的力度, 带来费用性支出的大幅增加, 调整期的先期投入将后续慢慢发挥效应, 短期内休闲服业务面临业绩压力较大。
- **其他财务指标:** 终端销售压力导致年报存贷周转率下降 0.4 个百分点, 公司年报中首次计提预计负债 6214 万元, 以应对预计退货; 一季度经营活动产生的现金流量净额为负。

盈利调整、投资建议

- 考虑到终端需求的恢复将是一个较为漫长的过程, 休闲服的调整需要一段阵痛期, 我们下调公司业绩预测, 预计公司 2012-2014 年净利润分别为 12 亿元、12.8 亿元和 13.5 亿元, 分别同比增长-2%、6.7%、5.5%。公司预计中报业绩可能同比下降 0-30%, 我们不排除继续下调业绩可能。考虑到公司业绩下滑, 而且短期内改善可能不大, 我们下调投资评级由买入调整为持有。

图表1: 销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
森马直营店							
销售收入 (百万元)	146.44	257.66	363.66	491.26	589.52	707.42	848.90
增长率 (YOY)		75.95%	41.14%	35.09%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	48.10%	52.80%	54.40%	37.80%			
销售成本 (百万元)	76.00	121.62	165.83	305.57			
增长率 (YOY)		60.02%	36.36%	84.27%			
毛利 (百万元)	70.44	136.04	197.83	185.70			
增长率 (YOY)		93.14%	45.42%	-6.13%			
占总销售额比重	4.46%	6.21%	5.92%	6.43%	7.38%	8.43%	9.58%
占主营业务利润比重	7.21%	9.45%	8.83%	6.43%			
森马加盟店							
销售收入 (百万元)	2,587.76	2,937.58	4,313.76	5,095.25	5,095.25	5,095.25	5,095.25
增长率 (YOY)		13.52%	46.85%	18.12%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	27.30%	31.80%	34.50%	37.80%			
销售成本 (百万元)	1,881.30	2,003.43	2,825.51	3,169.25			
增长率 (YOY)		6.49%	41.03%	12.17%			
毛利 (百万元)	706.46	934.15	1,488.25	1,926.00			
增长率 (YOY)		32.23%	59.32%	29.41%			
占总销售额比重	78.84%	70.79%	70.20%	66.70%	63.80%	60.72%	57.48%
占主营业务利润比重	72.36%	64.92%	66.43%	66.70%			
巴拉直营店							
销售收入 (百万元)	22.26	75.46	120.71	217.42	282.65	367.44	477.67
增长率 (YOY)		238.99%	59.97%	80.12%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	57.60%	57.70%	56.40%	37.80%			
销售成本 (百万元)	9.44	31.92	52.63	135.24			
增长率 (YOY)		238.19%	64.88%	156.96%			
毛利 (百万元)	12.82	43.54	68.08	82.18			
增长率 (YOY)		239.58%	56.36%	20.72%			
占总销售额比重	0.68%	1.82%	1.96%	2.85%	3.54%	4.38%	5.39%
占主营业务利润比重	1.31%	3.03%	3.04%	2.85%			
巴拉加盟店							
销售收入 (百万元)	525.79	878.83	1,347.03	1,835.37	2,018.90	2,220.79	2,442.87
增长率 (YOY)		67.14%	53.28%	36.25%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.50%	37.00%	36.10%	37.80%			
销售成本 (百万元)	339.13	553.66	860.75	1,141.60			
增长率 (YOY)		63.26%	55.47%	32.63%			
毛利 (百万元)	186.66	325.17	486.28	693.77			
增长率 (YOY)		74.21%	49.55%	42.67%			
占总销售额比重	16.02%	21.18%	21.92%	24.03%	25.28%	26.47%	27.56%
占主营业务利润比重	19.12%	22.60%	21.70%	24.03%			
销售总收入 (百万元)	3282.25	4149.53	6145.16	7639.30	7986.32	8390.91	8864.70
销售总成本 (百万元)	2305.88	2710.63	3904.72	4751.65	4991.45	5244.32	5540.44
毛利 (百万元)	976.37	1438.90	2240.44	2887.66	2994.87	3146.59	3324.26
平均毛利率	29.75%	34.68%	36.46%	37.80%	37.50%	37.50%	37.50%

来源: 国金证券研究所; 注: 因公司未公布 2011 年直营、加盟体系的毛利率情况, 我们盈利预测中假设了主营业务的综合毛利率水平

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	4,250	6,287	7,761	7,986	8,391	8,865	货币资金	717	1,004	4,990	6,188	6,269	6,743
增长率		47.9%	23.4%	2.9%	5.1%	5.6%	应收款项	87	324	834	586	611	640
主营业务成本	-2,804	-4,037	-4,860	-4,991	-5,244	-5,540	存货	581	1,034	1,096	1,104	1,136	1,174
%销售收入	66.0%	64.2%	62.6%	62.5%	62.5%	62.5%	其他流动资产	35	318	652	671	705	744
毛利	1,447	2,250	2,901	2,995	3,147	3,324	流动资产	1,420	2,681	7,572	8,549	8,720	9,301
%销售收入	34.0%	35.8%	37.4%	37.5%	37.5%	37.5%	%总资产	70.6%	75.8%	83.2%	84.1%	82.8%	82.4%
营业税金及附加	-27	-38	-51	-53	-55	-59	长期投资	9	3	34	35	34	34
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	461	708	1,267	1,481	1,672	1,843
营业费用	-340	-583	-901	-998	-1,049	-1,108	%总资产	22.9%	20.0%	13.9%	14.6%	15.9%	16.3%
%销售收入	8.0%	9.3%	11.6%	12.5%	12.5%	12.5%	无形资产	106	114	142	99	101	102
管理费用	-134	-169	-221	-319	-336	-355	非流动资产	593	858	1,528	1,617	1,809	1,981
%销售收入	3.2%	2.7%	2.9%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	29.4%	24.2%	16.8%	15.9%	17.2%	17.6%
息税前利润 (EBIT)	946	1,459	1,728	1,624	1,707	1,803	资产总计	2,013	3,539	9,100	10,166	10,529	11,282
%销售收入	22.3%	23.2%	22.3%	20.3%	20.3%	20.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	6	13	56	38	32	33	应付款项	838	1,303	1,034	979	1,029	1,087
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	161	220	294	911	923	937
资产减值损失	-37	-93	-162	-63	-33	-37	流动负债	999	1,524	1,327	1,890	1,952	2,024
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	11	-10	-11	-11	-11	-10
投资收益	1	-5	-3	0	0	0	其他长期负债	0	22	26	0	0	0
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,010	1,535	1,342	1,879	1,940	2,014
营业利润	915	1,374	1,618	1,599	1,706	1,800	普通股股东权益	1,003	2,003	7,758	8,287	8,588	9,268
营业利润率	21.5%	21.9%	20.8%	20.0%	20.3%	20.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-5	-1	0	0	0	负债股东权益合计	2,013	3,539	9,100	10,166	10,529	11,282
税前利润	915	1,369	1,617	1,599	1,706	1,800	比率分析						
利润率	21.5%	21.8%	20.8%	20.0%	20.3%	20.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-228	-368	-394	-400	-426	-450	每股指标						
所得税率	25.0%	26.9%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.145	1.668	1.826	1.790	1.909	2.014
净利润	686	1,001	1,223	1,199	1,279	1,350	每股净资产	1.671	3.339	11.579	12.369	12.818	13.833
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.730	1.357	0.565	2.211	2.041	2.167
归属于母公司的净利润	687	1,001	1,223	1,199	1,279	1,350	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
净利率	16.2%	15.9%	15.8%	15.0%	15.2%	15.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	68.50%	49.95%	15.77%	14.47%	14.90%	14.56%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	34.13%	28.28%	13.44%	11.80%	12.15%	11.96%
净利润	687	1,001	1,223	1,199	1,279	1,350	投入资本收益率	70.02%	52.97%	16.85%	14.72%	14.92%	14.61%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	49	134	235	159	150	175	主营业务收入增长率	27.92%	47.92%	23.44%	2.91%	5.07%	5.65%
非经营收益	-8	-11	-48	72	-1	-1	EBIT增长率	49.10%	54.29%	18.40%	-5.99%	5.07%	5.65%
营运资金变动	311	-309	-1,032	51	-61	-71	净利润增长率	54.90%	45.69%	22.26%	-1.96%	6.66%	5.50%
经营活动现金净流	1,039	814	378	1,481	1,367	1,452	总资产增长率	87.63%	75.81%	157.15%	11.72%	3.57%	7.15%
资本开支	-316	-506	-930	-268	-309	-310	资产管理能力						
投资	-19	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	5.1	7.3	21.6	22.0	22.0	22.0
其他	-7	7	4	0	0	0	存货周转天数	73.1	73.0	80.0	85.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-342	-499	-925	-269	-309	-310	应付账款周转天数	46.2	39.8	42.4	40.0	40.0	40.0
股权募资	20	0	4,533	0	-308	0	固定资产周转天数	19.2	30.2	51.8	60.0	65.4	69.0
债权募资	-60	0	0	-14	0	1	偿债能力						
其他	-119	-21	0	1	-669	-669	净负债/股东权益	-70.46%	-50.64%	-64.47%	-74.81%	-73.13%	-72.87%
筹资活动现金净流	-159	-21	4,533	-14	-977	-668	EBIT利息保障倍数	-164.7	-114.0	-31.1	-43.0	-53.8	-54.5
现金净流量	537	294	3,986	1,198	81	474	资产负债率	50.18%	43.38%	14.75%	18.48%	18.43%	17.85%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	3	4	11
买入	1	13	16	19	29
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.88	1.86	1.84	1.80

来源：朝阳永续

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
4 2012-02-29	买入	36.84	41.49 ~ 41.49

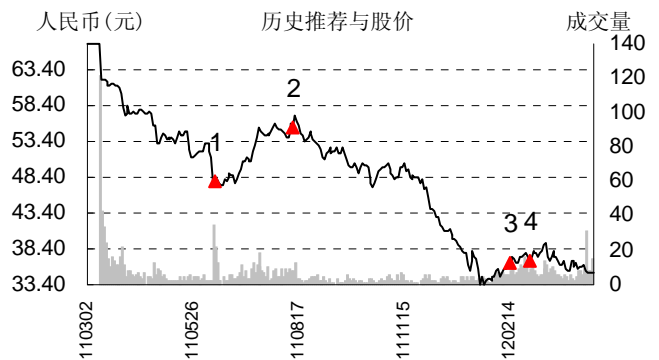
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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作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