

森马服饰 (002563)

中性/下调评级

股价: RMB35.00

分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

丰婧

SAC 执业证书编号:S1000511080003

张蕾

SAC 执业证书编号:s1000511120001

zhanglei9014@mail.htlhsc.com.cn

业绩大幅低于预期 期待调整改善后销售逐季回升

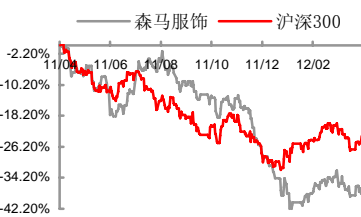
- 事件:** 公司发布公告, 2012 年一季度公司实现营业收入为 13.19 亿元, 同比下降 15.8%; 毛利率为 37.39%, 同比上升 1.32 个百分点; 销售费用率为 15.47%, 同比上升 5.65 个百分点; 管理费用率为 3.68%, 同比上升 0.01 个百分点; 归属母公司净利润为 1.6 亿元, 同比下降 38.74%; 实现基本每股收益 0.24 元。预计 2012 年 1-6 月净利润同比下降幅度在 0%-30% 之间。
- 收入下降除受到春节假期、寒春、雨春、终端消费下滑等行业性因素外, 还受到设计时尚性不足、美邦清库存打折的影响。** 预计巴拉巴拉正增长, 但由于体量较小, 森马品牌业绩下滑较大, 因此总体依然下降幅度较大。森马除行业性因素外, 主要是由于服装设计尤其是女装设计未能跟上新一代年轻消费者着装偏好的改变, 导致业绩持续下滑。而主要竞争对手美邦清库存大规模打折促销也给予森马销售较大压力。
- 销售费用率大幅上升, 净利润大幅下降。** 销售费用大增主要源于公司加强了营销网络建设, 特别是加大了对直营大店的投入; 并在产品研发、工业园、品牌推广方面投入加大。而一方面上述效益体现需要时间, 一方面行业因素影响收入下降, 同时影响下导致净利润大幅下降。由于去年业绩前高后低, 今年一季度行业负面影响较多, 因此预计 2012 年业绩整体呈现前低后高趋势。
- 2012 年以调整和去库存为主线。** 预计 2012 年全年将伴随着去库存的过程。而从规划上看, 重在调整产品设计及结构、渠道以迎合新一代消费者消费需求。产品设计尤其是女装设计风格进行调整, 款式数量增加 30% 以上, 供应链速度缩短, 确保每周上新。渠道更加注重开店质量, 以大店为主, 一线城市森马品牌要求在 1000 平左右, 二三线 300-500 平左右, 虽然新增门店数量减少, 但新增面积增速预计在 10% 以上。全年毛利率保持稳定, 销售费用率上升。
- 风险提示:** 新开门店经营情况低于预期; 新设计女装产品销售低于预期。
- 盈利预测:** 我们下调公司 2012-2013 年的 EPS 为 1.82、2.04 元, 给予“中性”的投资评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	670
流通 A 股 (百万股)	670
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	23,886

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	7761	8517	9557	10678
(+/-%)	23%	10%	12%	12%
归属母 司净利润 万元)	1223	1218	1364	1520
(+/-%)	22%	0%	12%	11%
EPS(元)	1.83	1.82	2.04	2.27
P/E(倍)	19.52	19.61	17.51	15.72

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	7572	8956	10099	11398	营业收入	7761	8517	9557	10678
现金	4990	7418	7205	9730	营业成本	4860	5344	5969	6658
应收账款	736	-269	869	-177	营业税金及附加	51	53	59	68
其他应收款	98	128	151	160	营业费用	901	1141	1319	1495
预付账款	651	400	500	100	管理费用	221	238	268	299
存货	1096	1279	1374	1585	财务费用	-56	-62	-73	-85
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	162	178	196	216
非流动资产	1528	1990	2466	2973	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	1101	1659	2183	2721	营业利润	1618	1624	1819	2026
无形资产	97	97	97	97	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动	330	234	186	155	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	9100	10946	12565	14371	利润总额	1617	1624	1819	2026
流动负债	1265	1944	2195	2477	所得税	394	406	455	507
短期借款	0	0	0	0	净利润	1223	1218	1364	1520
应付账款	639	586	654	730	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	626	1358	1541	1747	归属母公司净利	1223	1218	1364	1520
非流动负债	77	27	30	34	EBITDA	1635	1697	1932	2170
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.83	1.82	2.04	2.27
其他非流动	77	27	30	34					
负债合计	1342	1971	2225	2511					
少数股东权	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	670	670	670	670	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	4466	4466	4466	4466	成长能力				
留存收益	2622	3840	5204	6724	营业收入	23.4%	9.8%	12.2%	11.7%
归属母公司	7758	8976	10340	11860	营业利润	17.8%	0.4%	12.0%	11.4%
负债和股东	9100	10946	12565	14371	归属母公司净利	22.3%	-0.4%	12.0%	11.4%
					获利能力				
					毛利率(%)	37.4%	37.3%	37.5%	37.6%
					净利率(%)	15.8%	15.5%	15.5%	15.8%
					ROE(%)	15.8%	13.6%	13.2%	12.8%
					ROIC(%)	43.6%	75.5%	42.0%	69.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	14.7%	18.0%	17.7%	17.5%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.98	4.61	4.60	4.60
					速动比率	5.12	3.95	3.97	3.96
					营运能力				
					总资产周转率	1.23	0.85	0.81	0.79
					应收账款周转率	17	36	32	31
					应付账款周转率	8.60	8.73	9.63	9.62
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.83	1.82	2.04	2.27
					每股经营现金流	0.56	4.48	0.55	4.73
					每股净资产(最	11.58	13.40	15.43	17.70
					估值比率				
					P/E	19.52	19.61	17.51	15.72
					P/B	3.08	2.66	2.31	2.01
					EV/EBITDA	12	11	10	9

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司