

业绩改善还看存货消化

森马服饰 (002563) 2012 年业绩快报点评

中性 (维持)

风险评级: 一般风险

2013 年 2 月 27 日

黄凡

SAC 执业证书编号:

S0340511010003

电话: 0769-22119470

研究助理: 魏红梅

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

投资要点:

◇ **2012年净利润下降38.24%，第四季度下滑32%。**公司发布2012年业绩快报，2012年实现收入70.37亿元，同比下降9.33%；营业利润9.71亿元，同比下降39.97%；归属于上市公司股东的净利润为7.56亿元，同比下降38.24%；全面摊薄每股收益为1.13元。第四季度，实现营业收入24.26亿元，同比下降4.1%；营业利润3.93亿元，同比下降26.5%；归属于上市公司净利润2.82亿元，同比下降32%。第四季度业绩降幅较前三季度有小幅减小。业绩下滑严重主要由终端需求下降、计提存货跌价准备增多所致。

◇ **“森马”和“巴拉巴拉”均已过快速成长期。**“森马”收入占比约70%，“巴拉巴拉”收入占比约30%。目前“森马”销售终端4500家左右，“巴拉巴拉”3500家左右。渠道总数达8000家左右。从渠道规模来看，公司两大品牌均已过了快速扩张的时期。外延扩张对业绩的拉动效应将逐步减弱。而提高渠道的运营效率，提高门店平效，整合现有渠道资源，提高内生增长能力将变得越来越重要。我们认为在目前国内青春休闲装市场环境下，短期内“森马”品牌想要突围比较困难。而品牌童装领域，目前竞争越来越激烈，“巴拉巴拉”未来给市场的想象空间也非常有限。

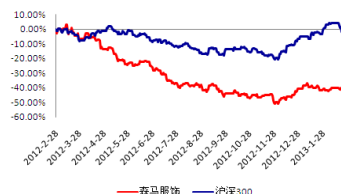
◇ **2013年业绩改善还看存货的消化程度。**2012年前三季度存货14.39亿元，较年初增长31.3%；其中库存商品约14亿元。总体来看，2012年存货消化没有预期中好。我们预计2012年末存货规模仍然在14.5亿元左右，占收入比重约20%。去库存仍然是2013年的重点。而存货的消化必将压制毛利率的提升，同时销售费用和管理费用将大幅提升，这将对公司净利率产生压力。我们预计2012年全年毛利率同比下降2个百分点左右，净利率下降5个百分点左右。

◇ **短期内业绩改善压力较大，维持中性评级。**公司两大品牌“森马”和“巴拉巴拉”均已过快速成长期，未来看点在于内功的修炼，包括存货的消化、渠道的整合以及品牌运营能力的提升。而目前国内休闲装领域激烈的竞争态势以及行业去库存的经营环境决定公司2013年业绩的改善将是一个缓慢推进的过程。我们预计2012-2014年每股收益分别为1.13元、1.23元和1.44元，对应PE分别为19倍、17倍和15倍。上半年业绩改善的难度较大，因此维持中性评级。

主要数据 2013年2月26日

收盘价(元)	21.08
总市值(亿元)	141.24
总股本(百万股)	670.00
流通股本(百万股)	70.00
ROE(TTM)	11.75%
12月最高价(元)	39.69
12月最低价(元)	17.91

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

表 1：盈利预测

科目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	6,287.07	7760.58	7036.52	8092.00	9305.80
营业总成本	4,907.87	6139.30	6105.60	6998.99	8020.52
营业成本	4,036.99	4859.59	4538.55	5259.80	6011.54
营业税金及附加	50.94	50.94	42.92	50.17	58.63
销售费用	583	900.82	1090.66	1213.80	1395.87
管理费用	169	221.34	249.80	258.94	316.40
财务费用	(13)	-55.60	-97.80	-26.48	-41.09
资产减值损失	93	162.22	281.46	242.76	279.17
其他经营收益	(5)	-3.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5)	-3.33	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0				
收益	0	-3.33	0.00	0.00	0.00
营业利润	1374	1617.95	930.92	1093.01	1285.27
加 营业外收入	1	3.05	85.00	10.00	10.00
减 营业外支出	7	3.85	1.70	5.00	5.00
利润总额	1369	1617.16	1014.22	1098.01	1290.27
减 所得税	368	393.74	254.57	274.50	322.57
净利润	1001	1223.42	759.65	823.51	967.70
减 少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1000.68	1223.42	759.65	823.51	967.70
最新总股本(万股)	60000.00	67000.00	67000.00	67000.00	67000.00
基本每股收益(元)	1.67	1.83	1.13	1.23	1.44
市盈率(倍)	12.64	11.54	18.59	17.15	14.59

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