



森马童装品牌蓝海市场先发制人

——森马服饰（002563）2013年中报点评

2013年08月20日

推荐/维持

森马服饰

财报点评

谭可	分析师	执业证书编号: S1480510120013
	tanke@dxzq.net.cn	010-66554011
符艺蕾	联系人	
	fuyi@dxzq.net.cn	010-66554130

事件:

公司于2013年8月20日公布中报: 报告期内公司实现营业收入27.25亿元, 同比8.51%, 营业利润3.67亿元, 同比增长8.5%, 净利润2.84亿元, 同比增长14.4%, 每股收益为0.42元。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入(百万元)	2528.88	1319.22	1192	2100.01	2452.24	1401.79	1323.18
增长率(%)	11.40%	-15.80%	-17.34%	-5.53%	-3.03%	6.26%	11.01%
毛利率(%)	39.33%	37.39%	38.02%	31.88%	31.36%	36.31%	33.66%
期间费用率(%)	14.44%	17.49%	23.07%	13.43%	15.27%	18.35%	15.74%
营业利润率(%)	21.14%	16.23%	10.42%	11.41%	16.77%	14.30%	12.59%
净利润(百万元)	415.09	159.68	88.72	225.31	287.10	132.86	151.30
增长率(%)	15.29%	-38.74%	-49.83%	-39.24%	-30.83%	-16.79%	70.55%
每股盈利(季度, 元)	0.62	0.24	0.13	0.34	0.43	0.20	0.23
资产负债率(%)	14.75%	11.83%	12.99%	16.52%	15.35%	12.84%	14.84%
净资产收益率(%)	5.35%	2.02%	1.21%	2.98%	3.66%	1.66%	2.03%
总资产收益率(%)	4.56%	1.78%	1.05%	2.49%	3.10%	1.45%	1.73%

观点:

积极因素

- **上半年营收27.25亿元, 同比增长8.59%**: 其中休闲服饰实现营业收入18.03亿元, 同比增长2.55%, 儿童服饰实现营业收入8.95亿元, 同比增长23.2%。分地区来看, 南大区和中大区同比增长较快10.38%和10.24%, 北大区增速较慢同比仅上涨1.32%。
- **期间费用率较去年同期下滑3.06个百分点至17.08%**: 其中销售费用率下降2.44个百分点至16.51%; 管理费用率下降0.1个百分点至4.37%, 财务费用率保持不变为-3.8%。具体来看, 工资费用同比上涨17.19%, 租赁费用同比上涨7.71%, 折旧费同比下降24.21%。

消极因素

- **毛利率同比下滑2.67个百分点：**其中休闲服饰的毛利率为32.67%，同比下降4.63%，儿童服饰的毛利率为41.09%，同比上涨1.64%。具体来看，在休闲服饰中，鞋类、马夹的毛利率同比下降幅度最大，分别为20.58%和16.46%；儿童服饰中，寸衫、裤类和鞋类的毛利率同比上涨较好，分别为6.21%、5.6%和5.48%。
- **库存基本与期初持平：**报告期内，库存商品为1.076亿元，较年初1.08亿元相比，基本持平。

结论：

公司未来3年的转型以产品研发和提升服务为核心，主要体现在由渠道扩张转向注重内生增长，以此来提高企业的核心竞争力。其中产品多元化主要来自兼并收购和公司自身的孵化子品牌。在渠道扩张方面，公司主张在现有门店的基础上，向二、三楼进行扩建，提高平效的同时减少平租。原有业务的增长和新业务的增长是未来森马发展的两个主要贡献力量。在整体消费环境尚未复苏的背景下，公司作为大众化品牌的领军代表，虽库存问题已解决，但业绩拐点仍未明朗化。我们下调此前对公司的盈利预测，2013-2015年EPS分别为1.21、1.36和1.53元，对应动态PE分别为18、16和14倍。公司巴拉巴拉作为童装品牌的领头羊，未来将继续受益于经济发展和城镇化的发展，市场增长空间较大，同时作为大众品牌的森马服饰也将强化产品的设计来体现内在的竞争优势，维持“推荐”评级。

风险提示：

童装业务增长持续低于预期；

本土休闲板块整体估值下移风险。

表 1: 盈利预测关键指标 (2011A-2015E)

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,761	7,063	7,990	9,132	10,508
(+/-)%	23.44%	-8.98%	13.12%	14.29%	15.08%
经营利润 (EBIT)	1,562	863	954	1,112	1,302
(+/-)%	14.78%	-44.77%	10.59%	16.54%	17.11%
净利润	1,223	761	808	915	1,023
(+/-)%	22.26%	-37.81%	6.26%	13.13%	11.90%
每股净收益 (元)	1.87	1.14	1.21	1.36	1.53

资料来源: 东兴证券

表 2: 盈利预测表 (2011A-2015E)

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	7,760.58	7,063.47	7,990.07	13.12%	9,131.79	14.29%	#####	15.08%
营业成本	4,859.59	4,678.55	5,238.33	11.96%	5,986.80	14.29%	6,889.34	15.08%
营业费用	900.82	1,062.14	1,278.41	20.36%	1,461.09	14.29%	1,681.35	15.08%
管理费用	221.34	226.61	319.60	41.04%	365.27	14.29%	420.34	15.08%
财务费用	-55.60	-126.50	-50.70	N/A	-34.36	N/A	10.75	N/A
投资收益	-3.33	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	1,617.95	989.33	1,004.88	1.57%	1,146.38	14.08%	1,291.52	12.66%
利润总额	1,617.16	1,056.61	1,077.88	2.01%	1,219.38	13.13%	1,364.52	11.90%
所得税	393.74	295.80	269.47	-8.90%	304.84	13.13%	341.13	11.90%
净利润	1,223.42	760.80	808.41	6.26%	914.53	13.13%	1,023.39	11.90%
归属母公司所有者的净利润	1,223.42	760.80	808.41	6.26%	914.53	13.13%	1,023.39	11.90%
NOPLAT	1,181.96	621.28	715.64	15.19%	834.01	16.54%	976.70	17.11%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	4,989.83	4,832.76	5,306.96	9.81%	5,935.66	11.85%	6,830.49	15.08%
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	735.88	656.07	744.28	13.44%	850.63	14.29%	978.87	15.08%
预付款项	651.38	167.64	534.32	218.73%	953.40	78.43%	1,435.65	50.58%
存货	1,096.47	1,084.87	1,191.18	9.80%	1,361.38	14.29%	1,566.62	15.08%
流动资产合计	7,571.51	6,804.61	7,842.77	15.26%	9,176.54	17.01%	#####	18.76%
非流动资产	1,528.06	2,466.55	1,887.83	-23.46%	1,994.99	5.68%	2,084.15	4.47%
资产总计	9,099.57	9,271.16	9,730.60	4.96%	#####	14.81%	#####	16.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	624.27	N/A	1,506.47	141.32%
应付帐款	639.27	572.68	574.06	0.24%	656.09	14.29%	755.00	15.08%

预收款项	16.73	28.56	28.56	0.00%	28.56	0.00%	28.56	0.00%
流动负债合计	1,265.34	1,299.46	1,320.64	1.63%	2,143.32	62.29%	3,264.47	52.31%
非流动负债	76.56	123.23	-4.40	N/A	-26.32	N/A	-52.76	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	7,757.67	7,848.47	8,414.36	7.21%	9,054.53	7.61%	9,770.91	7.91%
净营运资本	6,306.17	5,505.15	6,522.13	18.47%	7,033.22	7.84%	7,634.00	8.54%
投入资本 IC	2,734.07	2,600.36	3,107.40	19.50%	3,743.14	20.46%	4,446.89	18.80%
现金表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	1,223.42	760.80	808.41	6.26%	914.53	13.13%	1,023.39	11.90%
折旧摊销	59.63	89.47	0.00	N/A	192.84	N/A	210.84	9.33%
净营运资金增加	5,149.20	-801.02	1,016.98	N/A	511.09	-49.74%	600.78	17.55%
经营活动产生现金流	378.33	1,034.40	647.29	-37.42%	716.35	10.67%	806.82	12.63%
投资活动产生现金流	-925.33	-416.43	113.06	N/A	-450.00	N/A	-450.00	N/A
融资活动产生现金流	4,533.10	-777.32	-286.15	N/A	362.36	N/A	538.00	48.47%
现金净增 (减)	3,986.09	-159.36	474.20	N/A	628.70	32.58%	894.83	42.33%

表 3: 财务比率

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力						
毛利率	35.79%	37.38%	33.76%	34.44%	34.44%	34.44%
营业利润率	21.85%	20.85%	14.01%	12.58%	12.55%	12.29%
净利率	15.92%	15.76%	10.77%	10.12%	10.01%	9.74%
净资产收益率	49.95%	15.77%	9.69%	9.61%	10.10%	10.47%
偿债能力						
流动比率	1.76	5.98	5.24	5.94	4.28	3.34
速动比率	1.08	5.12	4.40	5.04	3.65	2.86
资产负债率	43.38%	14.75%	15.35%	13.53%	18.95%	24.74%
成长能力						
营业收入增长率		23.44%	-8.98%	13.12%	14.29%	15.08%
营业利润增长率		17.76%	-38.85%	1.57%	14.08%	12.66%
净利润增长率		22.26%	-37.81%	6.26%	13.13%	11.90%
净资产增长率		287.22%	1.17%	7.21%	7.61%	7.91%
营运能力						
应收帐款周转率		16.91	10.15	11.41	11.45	11.49
存货周转率		4.56	4.29	4.60	4.69	4.71

总资产周转率

1.23

0.77

0.84

0.87

0.87

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组组长，2007年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

符艺蕾

英国纽卡斯尔大学金融学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

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法律责任。

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。