

报表质量靓丽，弹性发货有望带来 Q2 收入增长提速

森马服饰 (002563.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **公司发布一季度报告，符合前期预期，报表质量良好：**（1）Q1 收入 14.6 亿，同比增 4%；营业利润 2.26 亿，同比增 12.9%；归属母公司净利润 1.6 亿，同比增 21.1%；每股收益 0.24 元。同时，预计 2014H1 公司计划实现净利润同比增 0--30%。（2）存货得到有效控制（8.85 亿，较期初减少 0.37 亿），应收账款（4.64 亿，较期初下降 1.52 亿）进一步下降，2014 年 Q1 经营性现金流净额 1.58 亿，公司账上现金 42 亿、理财 12 亿，Q1 利息收入 0.32 亿；计提减值损失 0.44 亿（上年 0.37 亿）。
- **巴拉童装是收入增长的主要驱动力。**公司未披露分品牌的详细数据，我们综合订货会数据（巴拉春夏订货会增速 20%）估计，Q1 巴拉（不包括梦多多和 minibala）收入增约 20%左右，渠道也有所增加。另外巴拉童装秋季订货会较高（约 25%），童装发展势头正盛。我们认为受益于单独二胎的全面启动、多品牌战略有效实施（BALABALA、Mini balabala、mongdodo 及 sarabanada），森马服饰企业的童装业务有望在 2016 年迎来二次高增长。其中，定位于儿童一站式配饰的 mongdodo 品牌和婴幼儿童的 Minibala 当前招商情况火爆（4 月份各开店 20 家），培育成熟后有望为童装业务 2016 年后的二次高增长的一大引擎。
- **森马休闲装调整后的财务效果已经显现，而供应链的进一步整合为长期发展储备动能。**2013 年休闲装业务的重点在于渠道优化、存货优化及供应链整合，2014 年仍在筑底储备新动能。（1）Q1 休闲装收入略有下滑，主要源于公司今年采取“弹性发货”的多批次制度，对发货节奏进行调整（由原来集中发货变为多批次发货，是供应链改进中的一环，有利于缓解供应商生产压力、加盟商仓储及资金压力；Q2 受益于此收入有望加速）。我们估计 Q1 渠道整改仍在继续，但关店数量大幅减少，对应营业外支出仅 152 万（去年同期 595 万）。（2）公司整体库存进一步下降至 8.85 亿，较期初减少 0.37 亿，较去年同期下降 0.51 亿。受此影响，休闲装毛利率略有回升，但并未恢复至正常水平（公司 Q1 整体毛利率为 36%，巴拉童装毛利率约 39%左右）。（3）去年渠道优化的效应慢慢显现，销售费用有所下降。Q1 销售费用 2.08 亿，同比下降 6.9%，体现关店后租金等下降。管理费用 0.67 亿，同比增 24.4%，主要源于员工年终奖在 Q1 发放的影响。2014 年森马休闲装仍是练内功的一年，在继续优化的基础上，调整的重点更侧重产品设计、供应链管理平台优化、物流运作效率提升等方面。我们相信这些根本层面的改进将会为长期发展打下扎实的基础。
- **维持对公司推荐评级。**我们保守假定 2014 年依然是休闲装维稳的一年、童装业务基于订货会情况假定有 15% 的增长，2015 年行业环境假定小幅好于 2014 年；在此基础上，我们预计公司

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112030156

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112090085

对本报告的编制提供信息

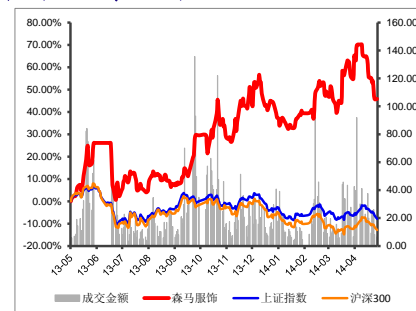
市场数据

2014.04.28

A 股收盘价(元)	28.52
A 股一年内最高价(元)	33.82
A 股一年内最低价(元)	25.50
上证指数	2003
市净率	2.58
总股本(万股)	67000
实际流通 A 股(万股)	7000
限售 A 股(万股)	60000
流通 A 股市值(亿元)	19.96

注：*价格未复权

相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

2014/2015 年收入 76 亿、85.5 亿，分别增 4.2%、12.6%，净利润分别为 11、13.4 亿，分别增 22.3%、21.7%，EPS 分别为 1.65、2 元，当前股价对应 PE17.3、14.3 倍。考虑到公司业绩未来 2-3 年的稳定增长性、良好的现金流、稳定的现金分红，以及在儿童产业方面的发展，维持对公司推荐评级。

表 1: 森马服饰 (002563.SZ) 逐季业绩增速 (百万元)

指标	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1
营业收入	1,192.0	2,100.0	2,452.2	1,401.8	1,323.2	2,202.1	2,366.6	1,457.4
同比	-17.34%	-5.53%	-3.03%	6.26%	11.01%	4.86%	-3.49%	3.97%
营业成本	738.8	1,430.5	1,683.3	892.8	877.8	1,390.2	1,554.6	932.5
同比	-18.31%	0.79%	9.71%	8.10%	18.81%	-2.82%	-7.64%	4.44%
销售费用	271.8	245.5	340.7	223.6	226.2	214.1	257.2	208.1
同比	27.96%	11.10%	8.69%	9.55%	-16.78%	-12.77%	-24.51%	-6.93%
管理费用	58.7	54.5	64.9	54.0	65.2	66.1	76.1	67.1
同比	2.17%	19.78%	-13.27%	11.18%	11.09%	21.28%	17.16%	24.39%
EBIT	68.7	221.7	380.2	180.1	83.5	329.6	466.7	194.1
同比	-71.28%	-52.64%	-25.67%	-6.32%	21.46%	48.68%	22.77%	7.75%
财务费用	-55.5	-18.0	-31.1	-20.4	-83.2	-23.9	-48.6	-32.2
资产减值损失	45.4	134.4	-35.8	37.4	63.2	181.1	0.5	43.9
营业利润	124.3	239.6	411.3	200.5	166.6	353.5	515.4	226.3
同比	-50.27%	-50.63%	-23.06%	-6.36%	34.11%	47.51%	25.30%	12.87%
加：营业外收入	0.4	62.2	3.5	0.7	52.4	7.2	6.2	2.3
减：营业外支出	0.2	0.8	6.3	6.0	4.7	0.9	20.0	1.5
利润总额	124.4	301.0	408.5	195.2	214.3	359.8	501.6	227.1
同比	-50.29%	-37.97%	-23.38%	-12.32%	72.23%	19.53%	22.80%	16.31%
减：所得税	36	76	121	62	63	92	151	66
净利润	88.7	225.3	287.1	132.9	151.3	267.6	350.1	160.7
同比	-49.83%	-39.24%	-30.83%	-16.79%	70.55%	18.76%	21.93%	20.94%
母公司所有者净利润	88.7	225.3	287.1	132.9	151.3	267.6	350.3	160.9
同比	-49.83%	-39.24%	-30.83%	-16.79%	70.55%	18.76%	22.00%	21.12%
完全摊薄 EPS	0.00	0.34	0.00	0.20	0.00	0.40	0.00	0.24
盈利能力								
毛利率	38.02%	31.88%	31.36%	36.31%	33.66%	36.87%	34.31%	36.02%
营业利润率	10.42%	11.41%	16.77%	14.30%	12.59%	16.05%	21.78%	15.53%
销售净利润率	7.44%	10.73%	11.71%	9.48%	11.43%	12.15%	14.79%	11.03%
所得税率	28.71%	25.15%	29.71%	31.95%	29.41%	25.64%	30.20%	29.24%
费用控制能力								
销售费用率	22.81%	11.69%	13.89%	15.95%	17.10%	9.72%	10.87%	14.28%
管理费用率	4.92%	2.59%	2.65%	3.85%	4.92%	3.00%	3.22%	4.61%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 巴拉童装业务增长迅猛

巴拉童装业务	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
销售收入 (万元)	31,268	54,805	95,430	146,772	205,279	211,473	253,549
同比		75.28%	74.12%	53.80%	39.86%	3.02%	19.90%
其中, 批发业务	30,367	52,579	87,883	134,702	183,537	175,977	203,765
同比		73.10%	67.10%	53.30%	36.30%	-4.10%	15.80%
总营业成本	20,563	34,836	58,580	91,315	127,241	132,633	153,875
毛利率	34.24%	36.44%	38.61%	37.78%	38.02%	37.28%	39.31%
总渠道	872	1393	1901	2676	3360	3308	3471

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 3: 森马休闲服业务 13 年进一步筑底

森马休闲服业务	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
销售收入 (万元)	149,963	273,410	319,524	467,742	558,651	488,156	468,335
同比		82.32%	16.87%	46.39%	19.44%	-12.62%	-4.06%
其中, 批发业务	142,526	258,766	293,758	431,376	509,525	417,900	393,963
同比		81.60%	13.50%	46.80%	18.10%	-18.00%	-5.70%
总营业成本	113,240	195,746	212,621	299,219	347,954	328,574	310,989
毛利率	24.49%	28.41%	33.46%	36.03%	37.72%	32.69%	33.60%
总渠道	2031	2667	3258	4007	4472	4426	4029

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 4: 减值损失、预计负债计提力度大于 2012 年

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
应收账款	48.66	69.07	181.92	735.88	656.07	615.96
应收款项周转率	79.9	72.2	47.3	16	9.8	11.1
应收款项周转天数	4.5	5	7.6	22.4	36.6	32.5
资产减值损失	45.61	37.49	93.02	162.22	182.82	282.22
坏账损失增加			14.64	35.08	7.62	37.36
存货跌价损失增加			78.38	126.34	175.77	247.86
预计负债	0	0	0	62.14	76.53	132.36
假定退货比例				2.10%	3.20%	5.10%

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

表 5: 森马服饰 (002563.SZ) 财务报表预测 (百万元)

利润表 (单位: 百万元)	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
营业总收入	7,760.58	7,063.47	7,293.72	7,599.17	8,557.00
营业收入	7,760.58	7,063.47	7,293.72	7,599.17	8,557.00
营业成本	4,859.59	4,678.55	4,715.44	4,860.57	5,411.19
营业税金及附加	50.94	50.52	64.25	53.19	59.90
销售费用	900.82	1,062.14	921.15	957.49	1,078.18
管理费用	221.34	226.61	261.27	281.17	325.17
财务费用	-55.60	-126.50	-176.00	-179.56	-197.03
资产减值损失	162.22	182.82	282.22	184.01	138.41
营业利润	1,617.95	989.33	1,236.00	1,442.29	1,741.18
加: 营业外收入	3.05	74.91	66.41	53.00	53.00
减: 营业外支出	3.85	7.63	31.45	5.00	5.00
利润总额	1,617.16	1,056.61	1,270.97	1,490.29	1,789.18
减: 所得税	393.74	295.80	369.15	387.48	447.30
归属于母公司所有者的净利润	1,223.42	760.80	902.00	1,102.81	1,341.89
综合收益总额	1,223.42	760.80	902.00	1,102.81	1,341.89
归属于母公司普通股股东综合收益总额	1,223.42	760.80	902.00	1,102.81	1,341.89
基本每股收益(元)	1.87	1.14	1.35	1.65	2.00
资产负债表 (单位: 百万元)	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31
流动资产:					
货币资金	4,989.83	4,832.76	5,021.25	5,239.33	6,019.31
应收账款	735.88	656.07	615.96	582.55	780.44
预付款项	651.38	167.64	123.56	200.48	160.27
其他应收款	97.74	58.37	99.61	99.61	99.61
存货	1,096.47	1,084.87	921.92	1,022.31	1,058.92
其他流动资产			250.00	250.00	250.00
流动资产合计	7,571.51	6,804.61	7,036.38	7,394.27	8,368.54
非流动资产:					
长期股权投资	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00
投资性房地产	33.77	415.35	410.11	399.35	388.60
固定资产净值	1,100.51	1,425.50	1,729.89	1,655.70	1,581.63
在建工程	166.91	117.91	0.07	50.00	100.00
无形资产	97.20	164.06	158.17	147.78	137.39
商誉	0.00	37.20	37.19	37.19	37.19
长期待摊费用	44.67	71.48	39.59	15.00	15.00
递延所得税资产	84.99	92.24	131.88	137.40	154.72
非流动资产合计	1,528.06	2,466.55	2,679.09	2,613.58	2,585.69
资产总计	9,099.57	9,271.16	9,714.40	10,007.85	10,954.23
流动负债:					

短期借款	0.00	0.00			
应付票据	322.50	410.04	376.30	376.30	376.30
应付账款	639.27	572.68	710.30	562.34	893.71
预收款项	16.73	28.56	53.13	48.19	65.90
应付职工薪酬	63.33	72.02	78.43	81.71	92.01
应交税费	168.30	139.57	114.60	119.40	134.45
其他应付款	55.21	76.59	104.35	108.72	122.42
流动负债合计	1,265.34	1,299.46	1,437.13	1,296.66	1,684.80
非流动负债:					
预计负债	62.14	76.53	132.36	136.93	157.29
递延所得税负债	0.00	33.30	32.26	32.26	32.26
其他非流动负债	0.00	13.39	28.70	28.70	28.70
非流动负债合计	76.56	123.23	193.35	197.89	218.25
负债合计	1,341.90	1,422.69	1,630.48	1,494.55	1,903.04
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	670.00	670.00	670.00	670.00	670.00
资本公积金	4,465.71	4,465.71	4,465.71	4,575.99	4,710.18
盈余公积金	308.24	387.33	479.25	534.39	601.49
未分配利润	2,313.71	2,325.43	2,465.51	2,732.90	3,069.51
归属于母公司所有者权益合计	7,757.67	7,848.47	8,080.49	8,513.30	9,051.19
所有者权益合计	7,757.67	7,848.47	8,080.49	8,513.30	9,051.19
负债和所有者权益总计	9,099.57	9,271.16	9,714.47	10,007.85	10,954.23

资料来源: WIND 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn