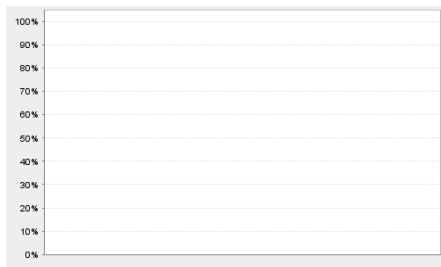


森马服饰 (002563.SZ)
成功的多品牌服饰运营商

评级: **暂无** 前次:
 目标价(元): **63.56-72.64**
 消费品小组 分析师
 徐晓艳 谢刚
 S0740210080002 S0740210090003
 0531-68889515
 xuxy@qlzq.com.cn
 2011年3月10日

基本状况

总股本(百万股)	670.00
流通股本(百万股)	56.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,250.3	6,287.0	9,017.6	11,366.	14,358.
营业收入增速	27.92%	47.92%	43.43%	26.05%	26.32%
净利润增长率	54.90%	45.69%	52.19%	30.01%	27.14%
摊薄每股收益(元)	1.14	1.67	2.27	2.96	3.76
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	1.67	3.34	11.82	14.78	18.53
每股现金流量	1.73	1.36	3.41	3.88	4.79
净资产收益率	68.50%	49.95%	19.23%	20.00%	20.27%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	600.00	600.00	670.00	670.00	670.00

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 森马服饰 3 月 10 日发布公告, 公司将于 3 月 11 日在深圳交易所正式挂牌上市, 共发行 7000 万股, 每股发行价格 67 元, 募集资金净额 45.31 亿元。
- **外包生产+特许加盟的轻资产模式获得规模的迅速扩张。** 2010 年销售渠道共有 6683 家 (其中直营 270 家, 加盟 6483 家)。2010 年销售收入和利润总额分别为 62.87 亿元和 13.69 亿元, 2007-2010 年的收入和利润总额的复合增长率分别为 51.11% 和 80.14%。
- **品牌定位差异化, 经营策略具有明显差异, 巴拉巴拉和森马品牌的市场占有率分列童装和休闲服饰的第一位和第二位。** 森马和巴拉巴拉品牌差异化定位明显, 目标客户完全不同, 并且公司根据童装和休闲服饰的消费特征, 选取适合品牌定位的推广方式和营销策略。
- **公司与加盟商的双赢策略促使加盟商的店铺扩张迅速, 成为过去几年推动业绩的核心驱动力。** 公司采取省(市)和县域两层结构的加盟体制, 2010 年公司拥有加盟商 1100 个, 其中一级加盟商 614 人, 加盟商构成中五年以上合作关系的占 80%, 96% 的加盟商处于盈利状态, 加盟店铺收入占比为 92%。
- **2011-2013 年森马和巴拉巴拉新建店铺数量每年分别可达 800 家, 渠道扩张仍是公司未来三年业绩增长的主要推动力, 但长期而言培育新品牌才是公司增长的核心途径。** 公司未来的发展前景主要取决于公司是否能够根据自身经营的特点, 创造出新品牌, 复制森马和巴拉巴拉的成功路径。我们认为公司在森马与巴拉巴拉成功推进中积累了丰富的品牌运营经验, 并且建立了适合品牌运营的生产、营销等模式以及系列的管理体制和流程, 这对新品牌的建立和推广具有极强的借鉴意义, 新品牌成功推出的可能性较大。

- **合理估值区间 63.56-72.64 元。**我们暂不调整公司盈利预测，预测 2011-2013 年净利润分别为 15.23、19.80 和 25.17 亿元，对应增速 52.19%、30.01%和 27.14%；2011-2013 年 EPS 分别为 2.27、2.96 和 3.76 元。参考可比上市公司的估值，公司合理估值区间在 63.56-72.64 元，对应 2011 年 28-32X 市盈率。
- **上市首日定价 77.05-80.4 元。**近期中小板上市公司平均首发市盈率（2010 年摊薄 PE）53.93X，上市首日平均涨幅为 20.43%。公司未来业绩稳定，极有希望获得高于行业均值的增速，我们预计森马服饰上市首日价格可能达 77.05-80.4 元。
- **风险提示：**（1）公司未来三年新建店铺数量超过 5000 家，可能会面临人才、信息系统和管理无法满足其发展需求的情况；（2）成本上升超过预期或是公司对成本费用的控制不力的风险。

图表 1：品牌服饰和家纺类上市公司估值水平

证券代码	证券简称	最新收盘价	EPS				PE			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002029.SZ	七匹狼	30.82	0.72	0.99	1.28	1.64	42.76	31.13	24.09	18.82
002154.SZ	报喜鸟	26.57	0.63	0.85	1.10	1.43	42.19	31.40	24.05	18.58
002425.SZ	凯撒股份	42.59	0.55	0.65	0.75	1.01	78.06	65.41	56.59	42.31
300005.SZ	探路者	30.11	0.33	0.40	0.70	1.07	91.63	75.28	43.05	28.07
002269.SZ	美邦服饰	28.90	0.60	0.77	1.15	1.57	48.07	37.71	25.05	18.40
002503.SZ	搜于特	84.10	0.68	1.05	1.92	3.06	124.45	79.75	43.90	27.49
002293.SZ	罗莱家纺	67.05	1.03	1.49	2.08	2.83	65.14	45.00	32.19	23.72
002327.SZ	富安娜	35.83	0.64	0.93	1.22	1.63	55.71	38.53	29.28	21.96
002397.SZ	梦洁家纺	37.91	0.94	0.97	1.20	1.51	40.43	39.08	31.59	25.11
平均							68.50	50.52	34.78	24.92

来源：齐鲁证券研究所，最新收盘价日期 2011.03.09，EPS 取自市场一致预测。

图表 2：预计森马服饰上市首日价格可达 77.05-80.4 元

代码	名称	上市日期	发行价格 (元)	发行 PE (10 年摊薄)	上市首日涨跌幅 (%)
002545.SZ	东方铁塔	2011-2-11	39.49	50.5	4.25%
002546.SZ	新联电子	2011-2-11	33.8	57.29	37.28%
002547.SZ	春兴精工	2011-2-18	16	34.04	37.56%
002548.SZ	金新农	2011-2-18	24	40	16.88%
002549.SZ	凯美特气	2011-2-18	25.48	63.7	47.17%
002550.SZ	千红制药	2011-2-18	32	40.51	22.56%
002551.SZ	尚荣医疗	2011-2-25	46	95.83	30.46%
002552.SZ	宝鼎重工	2011-2-25	20	31.75	27.75%
002553.SZ	南方轴承	2011-2-25	17	60.71	48.00%
002554.SZ	惠博普	2011-2-25	26	67.01	10.42%
002555.SZ	顺荣股份	2011-3-2	35	49.95	0.29%
002556.SZ	辉隆股份	2011-3-2	37.5	55.97	-1.28%
002557.SZ	洽洽食品	2011-3-2	40	54.14	-5.88%
002558.SZ	世纪游轮	2011-3-2	30	81.08	32.37%
002559.SZ	亚威股份	2011-3-3	40	57.14	-4.00%
002560.SZ	通达股份	2011-3-3	28.8	42.35	12.67%
002561.SZ	徐家汇	2011-3-3	16	34.78	30.81%
平均				53.93	20.43%
002563.SZ	森马服饰	2011-3-7	67	34.78	

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：产品销售收入预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
森马直营						
单店销售收入 (万元)	271.19	247.75	250.80	329.66	335.08	349.48
增长率 (YOY)	N/A	-8.64%	1.23%	31.44%	1.64%	4.30%
店铺数目	54.00	104.00	145.00	201.00	280.00	365.00
增长率 (YOY)	N/A	92.59%	39.42%	38.62%	39.30%	30.36%
单店销售面积 (平米)	152.78	138.97	188.65	268.62	236.12	207.50
销售总面积 (平米)	8,250.00	14,452.62	27,353.70	53991.70	66113.30	75737.30
平效 (万元/平米)	1.7751	1.7828	1.3295	1.2273	1.4191	1.6843
销售收入 (万元)	14,644.17	25,765.97	36,366.14	66,262.02	93,822.55	127,560.93
增长率 (YOY)	N/A	75.95%	41.14%	82.21%	41.59%	35.96%
毛利率	48.08%	52.77%	54.40%	54.40%	54.40%	54.40%
销售成本	7,603.25	12,169.27	16,582.96	30,215.48	42,783.08	58,167.79
增长率 (YOY)	N/A	60.05%	36.27%	82.21%	41.59%	35.96%
毛利	7,040.92	13,596.70	19,783.18	36,046.54	51,039.47	69,393.15
增长率 (YOY)	N/A	93.11%	45.50%	82.21%	41.59%	35.96%
占总销售额比重	4.46%	6.21%	5.92%	7.35%	8.25%	8.88%
占主营业务利润比重	7.21%	9.46%	8.83%	10.85%	12.08%	12.89%
森马加盟						
单店销售收入 (万元)	99.03	93.14	111.70	132.34	136.85	143.26
增长率 (YOY)	N/A	-5.95%	19.93%	18.48%	3.41%	4.69%
店铺数目	2,613.00	3,154.00	3,862.00	4,600.00	5,380.00	6,160.00
增长率 (YOY)	N/A	20.70%	22.45%	19.11%	16.96%	14.50%
单店销售面积 (平米)	135.76	134.15	152.58	168.42	165.81	158.97
销售总面积 (平米)	354,737.10	423,094.40	589,251.86	774,721.86	892,033.86	979,265.86
平效 (万元/平米)	0.7295	0.6943	0.7321	0.7858	0.8254	0.9012
销售收入 (万元)	258,766.13	293,757.91	431,376.00	608,768.84	736,251.58	882,508.26
增长率 (YOY)	N/A	13.52%	46.85%	41.12%	20.94%	19.87%
毛利率	27.29%	31.76%	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%
销售成本	188,148.85	200,460.40	282,637.56	398,865.34	482,392.03	578,219.41
增长率 (YOY)	N/A	6.54%	40.99%	41.12%	20.94%	19.87%
毛利	70,617.28	93,297.51	148,738.44	209,903.49	253,859.54	304,288.85
增长率 (YOY)	N/A	32.12%	59.42%	41.12%	20.94%	19.87%
占总销售额比重	78.84%	70.79%	70.20%	67.51%	64.77%	61.46%
占主营业务利润比重	72.33%	64.90%	66.41%	63.18%	60.06%	56.54%
巴拉巴拉直营						
单店销售收入 (万元)	58.59	93.16	96.56	114.13	128.32	142.36
增长率 (YOY)	N/A	59.00%	3.65%	18.19%	12.44%	10.94%
店铺数目	38.00	81.00	125.00	191.00	271.00	371.00
增长率 (YOY)	N/A	113.16%	54.32%	52.80%	41.88%	36.90%
单店销售面积 (平米)	49.38	61.06	54.70	87.33	94.17	95.36
销售总面积 (平米)	1,876.60	4,946.16	6,837.35	16,679.35	25,519.35	35,379.35
平效 (万元/平米)	1.1864	1.5257	1.7654	1.3069	1.3627	1.4928
销售收入	2,226.49	7,546.24	12,070.52	21,798.24	34,775.71	52,814.66
增长率 (YOY)	N/A	238.93%	59.95%	80.59%	59.53%	51.87%
毛利率	57.63%	57.71%	56.36%	56.36%	56.36%	56.36%
销售成本	943.36	3,191.30	5,267.57	9,512.75	15,176.12	23,048.32
增长率 (YOY)	N/A	238.29%	65.06%	80.59%	59.53%	51.87%
毛利	1,283.13	4,354.94	6,802.95	12,285.49	19,599.59	29,766.34
增长率 (YOY)	N/A	239.40%	56.21%	89.355.4	89,000.73	89,980.71
占总销售额比重	0.68%	1.82%	1.96%	2.42%	3.06%	3.68%
占主营业务利润比重	1.31%	3.03%	3.04%	3.70%	4.64%	5.53%
巴拉巴拉加盟						
单店销售收入 (万元)	38.80	48.29	52.80	62.03	65.86	74.93
增长率 (YOY)	N/A	24.44%	9.35%	17.46%	6.18%	13.78%
店铺数目	1,355.00	1,820.00	2,551.00	3,304.00	4,127.00	4,977.00
增长率 (YOY)	N/A	34.32%	40.16%	29.52%	24.91%	20.60%
单店销售面积 (平米)	53.98	57.35	62.12	78.86	84.19	86.60
销售总面积 (平米)	73,146.20	104,378.40	158,464.55	260,558.55	347,458.55	430,988.55
平效 (万元/平米)	0.7188	0.842	0.8501	0.7865	0.7823	0.8653
销售收入	52,578.82	87,883.48	134,702.89	204,931.68	271,805.08	372,941.69
增长率 (YOY)	N/A	67.15%	53.27%	52.14%	32.63%	37.21%
毛利率	35.54%	36.98%	36.12%	36.12%	36.12%	36.12%
销售成本	33,892.31	55,384.17	86,048.21	130,910.36	173,629.08	238,235.15
增长率 (YOY)	N/A	63.41%	55.37%	52.14%	32.63%	37.21%
毛利	18,686.51	32,499.31	48,654.68	74,021.32	98,175.99	134,706.54
增长率 (YOY)	N/A	73.92%	49.71%	52.14%	32.63%	37.21%
占总销售额比重	16.02%	21.18%	21.92%	22.73%	23.91%	25.97%
占主营业务利润比重	19.14%	22.61%	21.72%	22.28%	23.23%	25.03%
总计店铺数目	4,060.00	5,159.00	6,683.00	8,296.00	10,058.00	11,873.00
总计销售面积	438009.90	546871.58	781907.46	1105951.46	1331125.06	1521371.06
销售收入小计	328215.61	414953.60	614515.55	901760.78	1136654.91	1435825.54
销售成本小计	230587.78	271205.14	390536.30	569503.93	713980.32	897670.66
毛利	97627.83	143748.46	223979.25	332256.85	422674.60	538154.87
平均毛利率	29.75%	34.64%	36.45%	36.85%	37.19%	37.48%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,323	4,250	6,287	9,018	11,367	14,358	货币资金	173	717	1,004	4,794	7,109	10,112
增长率	82.34%	27.9%	47.9%	43.4%	26.0%	26.3%	应收账款	55	87	324	220	294	381
营业成本	-2,342	-2,804	-4,037	-5,695	-7,140	-8,977	存货	543	581	1,034	1,118	1,415	1,776
% 销售成本	70.5%	66.0%	64.2%	63.2%	62.8%	62.5%	其他流动资产	48	35	318	268	370	491
毛利	981	1,447	2,250	3,323	4,227	5,382	流动资产	819	1,420	2,681	6,400	9,189	12,761
% 销售毛利	29.5%	34.0%	35.8%	36.8%	37.2%	37.5%	% 总资产	76.4%	70.6%	75.8%	65.2%	74.1%	82.2%
营业税金及附加	-18	-27	-38	-55	-70	-88	长期投资	0	9	3	3	3	3
% 销售税金	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	146	461	708	3,153	2,832	2,393
营业费用	-238	-340	-583	-866	-1,080	-1,364	% 总资产	13.6%	22.9%	20.0%	32.1%	22.9%	15.4%
% 销售费用	7.1%	8.0%	9.3%	9.6%	9.5%	9.5%	无形资产	99	106	114	219	337	326
管理费用	-91	-134	-169	-257	-307	-402	非流动资产	254	593	858	3,409	3,205	2,756
% 销售管理	2.7%	3.2%	2.7%	2.9%	2.7%	2.8%	% 总资产	23.6%	29.4%	24.2%	34.8%	25.9%	17.8%
息税前利润 (EBIT)	634	946	1,459	2,145	2,771	3,528	资产总计	1,073	2,013	3,539	9,808	12,393	15,517
% 销售 EBIT	19.1%	22.3%	23.2%	23.8%	24.4%	24.6%	短期借款	60	0	0	0	0	0
财务费用	-2	6	13	8	23	33	应付账款	468	838	1,303	1,572	2,087	2,594
% 销售财务	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	79	161	220	305	395	495
资产减值损失	-46	-37	-93	-120	-150	-200	流动负债	607	999	1,524	1,877	2,482	3,088
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	-5	0	0	0	其他长期负债	0	11	11	11	11	11
% 销售利润	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	607	1,010	1,535	1,889	2,494	3,100
营业利润	587	915	1,374	2,034	2,644	3,361	普通股股东权益	466	1,003	2,003	7,920	9,900	12,417
营业利润率	17.7%	21.5%	21.9%	22.6%	23.3%	23.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-11	0	-5	-3	-4	-5	负债股东权益合计	1,073	2,013	3,539	9,808	12,393	15,517
税前利润	576	915	1,369	2,031	2,640	3,357	比率分析						
利润率	17.3%	21.5%	21.8%	22.5%	23.2%	23.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-133	-228	-368	-508	-660	-839	每股指标						
所得税率	23.1%	25.0%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	2.359	1.145	1.668	2.273	2.955	3.757
净利润	443	686	1,001	1,523	1,980	2,517	每股净资产 (元)	2.478	1.671	3.339	11.820	14.776	18.533
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	2.097	1.731	1.357	3.408	3.876	4.788
归属于母公司的净利润	443	687	1,001	1,523	1,980	2,517	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利润率	13.3%	16.2%	15.9%	16.9%	17.4%	17.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	95.18%	68.50%	49.95%	19.23%	20.00%	20.27%
净利润	443	687	1,001	1,523	1,980	2,517	总资产收益率	41.34%	34.13%	28.28%	15.53%	15.98%	16.22%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	138.23%	256.35%	107.16%	51.53%	74.54%	114.96%
非现金支出	57	49	134	333	482	649	增长率						
非经营收益	-7	-8	-11	3	4	5	营业总收入增长率	82.34%	27.92%	47.92%	43.43%	26.05%	26.32%
营运资金变动	-99	311	-309	424	131	37	EBIT 增长率	148.22%	49.10%	54.29%	47.00%	29.14%	27.34%
经营活动现金流	394	1,039	814	2,283	2,597	3,208	净利润增长率	195.52%	54.90%	45.69%	52.19%	30.01%	27.14%
资本开支	247	316	506	2,887	282	205	总资产增长率	97.39%	87.63%	75.81%	177.18%	26.36%	25.20%
投资	-55	-19	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	-268	-7	7	0	0	0	应收账款周转天数	4.6	5.1	7.3	6.1	6.3	6.4
投资活动现金流	-569	-342	-499	-2,887	-282	-205	存货周转天数	64.5	73.1	73.0	71.6	72.3	72.2
股权募资	206	20	0	4,393	0	0	应付账款周转天数	27.7	46.2	39.8	39.9	41.0	40.4
债权募资	114	-60	0	0	0	0	固定资产周转天数	1.5	10.2	21.6	45.6	73.3	66.4
其他	-50	-119	-21	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金流	270	-159	-21	4,393	0	0	净负债/股东权益	-24.23%	-71.53%	-50.13%	-60.53%	-71.81%	-81.44%
现金净流量	96	637	294	3,789	2,315	3,003	EBIT 利息保障倍数	388.9	-164.7	-114.0	-252.8	-118.4	-105.8
							资产负债率	56.57%	50.18%	43.38%	19.26%	20.12%	19.98%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308