

一季报低于预期 经营稳健长期看好 ——调研简报

森马服饰
002563

2011 年第一季度销售收入为 15.67 亿，同比增长 30.2%，净利润为 2.61 亿元，同比增长 27.83%，业绩低于预期。收入增长低于春夏订货会订单增速主要原因是由于 2010 年补货较难，使得 2011 年经销商加大了订货额在全年销售收入中的占比。由于一季度存在春节假期和气候因素关系，其销售收入在全年占比一般都是低于 20%，且增速也是一年中最低。

一季度毛利率 36.07%，上涨 0.3 个百分点；净利率 16.64%，略微下降。

毛利率上升体现了公司的成本转嫁能力，一季度提价了约 7%，预计 2011 年毛利率将保持上升趋势。净利率下降一方面是因为公司广告费用的增加和资本性支出扩大导致的折旧摊销费用增加，另一方面则是上市费用计入了当期管理费用。

门店数量增速加快，平均单店面积增加。一季度公司新增森马品牌门店数量 127 家，达到 4134 家，巴拉巴拉门店数量净增 92 家，达到 2740 家。新增门店面积增大，尤其是童装，以前平均单店面积只有 60 多平米，今年一季度新增门店平均面积 70 多平米，以后计划多开 150-200 平米的大店。森马门店以前平均单店面积 153 平米，新开门店会在 200 平米以上。

我们看好大众休闲服行业的发展和森马成功多品牌运作的的能力。服装行业休闲和时尚的风潮将越刮越猛，品牌童装兴起，森马作为 A 股中最赚钱的公司顺势而为，通过共赢文化、优秀的管理团队成功打造青少年休闲和童装领域的领军品牌，多品牌运作能力优秀。随着新白领品牌的推出和其围绕消费升级、消费者体验进行的变革（将体现在 12 年产品上），我们看好其长期快速发展。但是随着 CPI 的高涨致使消费者信心持续下降，短期对于靠量的增长发展的公司来说有一定压制。

盈利预测：预计 2011-2013 年 EPS 分别是 2.18 元、2.95 元、3.82 元，对应 11 年 30-35 倍 PE，目标价 65.4 元—76.3 元，首次给予增持评级。

盈利预测	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	628706.70	880629.48	1200297.98	1550784.99
增长率	47.9%	40.1%	36.3%	29.2%
营业利润 (万元)	137393.12	195679.39	263842.63	341103.23
增长率	50.2%	42.4%	34.8%	29.3%
净利润 (万元)	100068.31	145781.14	197881.97	255827.42
增长率	45.7%	45.7%	35.7%	29.3%
每股净资产 (元)	3.34	5.17	8.12	11.94
每股收益 (元)	1.67	2.18	2.95	3.82

首次

增持

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

S0630511010020

联系信息：

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人：丰婧

联系信息：

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

enjoyinggiving@hotmail.com

日期

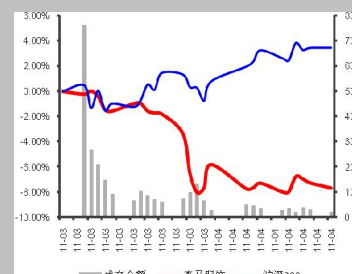
分析：2011 年 4 月 19 日

价格

当前市价：57.34 元

目标价：65.4-76.3 元

股价表现



资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	10042	19507	34791	56119	营业收入	62870	88062	120029	1550785
应收款项	3236	4584	6248	8072	增长率	47.9%	40.1%	36.3%	29.2%
存货净额	10344	14176	19138	24355	营业成本	40369	56369	76375	975444
其他流动资产	3180	4403	6001	7753	营业成本/营业收入	64.2%	64.0%	63.0%	62.9%
流动资产合计	26808	42670	66179	96301	营业税金及附加	385	554	756	9770
固定资产	7075	12580	16707	20490	销售费用	5828	9070	12963	178340
无形资产及其他	977	912	846	781	销售费用/营业收入	9.3%	10.3%	10.0%	11.5%
投资性房地产	492	492	492	492	管理费用	1693	2553	3648	47764
长期股权投资	33	33	33	33	管理费用/营业收入	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%
资产总计	35386	56689	84259	118099	财务费用	(1280)	(532)	(977)	(1636)
短期借款及交易性金融负债	(	(	(	(	投资收益	(527)	(	(	0
					资产减值及公允价值				
应付款项	11110	15243	20579	26189	变动	(9302)	(	(	0
其他流动负债	4128	6719	9166	11813	其他收入	(	(	(	0
流动负债合计	15238	21963	29745	38002	营业利润	13739	19567	26384	341103
长期借款及应付债券	(	(	(	(	增长率	50.2%	42.4%	34.0%	29.3%
其他长期负债	113	113	113	113	营业外净收支	(542)	(	(	0
长期负债合计	113	113	113	113	利润总额	13685	19567	26384	341103
负债合计	15352	22076	29858	38116	增长率	49.0%	43.0%	34.0%	29.3%
少数股东权益	(	(	(	(	所得税费用	3678	4988	6596	85276
股东权益	20034	34612	54400	79983	少数股东损益	(	(	(	0
负债和股东权益总计	35386	56689	84259	118099	归属于母公司净利润	10006	14578	19788	255827
					增长率	45.7%	45.7%	35.7%	29.3%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.6	2.1	2.9	3.8	经营活动现金流	10006	14578	19788	255827
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0	资本开支	555	(9302)	(	0
每股净资产	3.3	5.1	8.1	11.9	其它投资现金流	344	796	1326	20194
ROS	10%	17%	10%	10%	投资活动现金流	930	(	(	0
ROE	50%	42%	30%	32%	权益性融资	(1280)	(532)	(977)	(1636)
毛利率	30%	30%	30%	37%	负债净变化	(41916)	(6068)	(4426)	(5367)
EBIT Margin	22%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(5552)	930	(	0
EBITDA Margin	22%	23%	23%	23%	其它融资现金流	7090	14767	20672	270655
收入增长	40%	40%	30%	29%	融资活动现金流	(23998)	(53063)	(53883)	(57372)
净利润增长	40%	40%	30%	29%	现金净变动	(23)	3	(	0
资产负债率	43%	39%	35%	32%	货币资金的期初余额	(23494)	(53030)	(53883)	(57372)
息率	#DIV/0	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	(	(	(	0
P/E	0.0	26.4	19.4	15.0	企业自由现金流	(	(	(	0
P/B	0.0	11.1	7.1	4.8	权益自由现金流	(	(	(	0
EV/EBITDA	0.0	20.0	15.0	11.7					

作者简介

张先萍：消费品行业研究员，4年工作经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%~ 20%之间 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%~ 10%之间 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%~ 15%之间 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%~ 5%之间 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%~ 15%之间 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660