

分析师: 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040005

联系人: 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

步步为营，森马在快速发展的行业中稳步前进

事件描述

1、近期我们对森马服饰进行了调研，与公司董秘就公司战略及经营情况进行了深入沟通。

公司近几年发展迅速，公司森马品牌得益于休闲服行业快速发展，在行业中处于领先地位；公司童装巴拉巴拉品牌在童装市场中处于绝对优势，童装行业发展较初级，公司在此行业中已积累了相当的经验。公司在不断壮大的同时，加强研发，提供多样性的产品，满足消费者不断变化的需求，同时公司加强供应链管理，以适应不断成长的需要。

2、盈利预测及风险提示：随着公司规模的不扩大，公司能否适应需求，在采购环节达到规模效应，供应链能否跟上公司发展的需要。

我们预计 2011-2013 年主营业务收入分别为 90.96、129.14、177.67 亿元，对应的 EPS 分别为 2.4、3.49、4.72 元，目前市场价格为 52.1 元，对应 PE 分别为 21.7、14.93、11.04 倍。我们给予公司强烈“推荐”投资评级。

事件评论

第一，公司近几年增长迅速，毛利率逐年提升

公司近几年销售规模不断扩大，增速明显。公司两大品牌中，成人休闲服森马品牌为销售贡献较大。但毛利较高的童装品牌巴拉巴拉在销售收入中占比逐年提升，截止到2010年末已达25%左右。

图 1：森马服饰近几年销售规模（万元）及增长

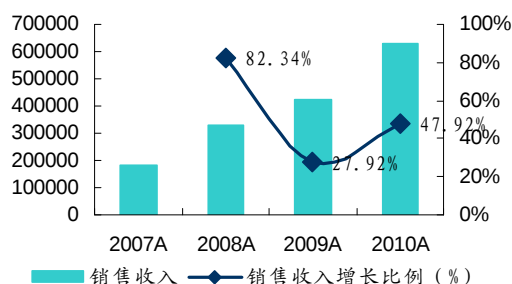
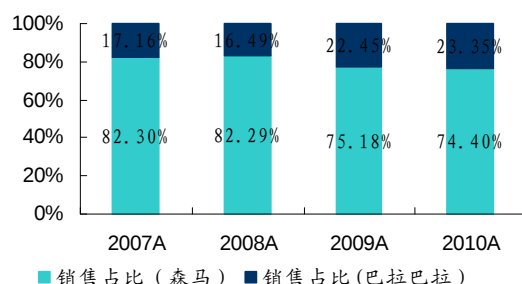


图 2：森马服饰两品牌销售占比



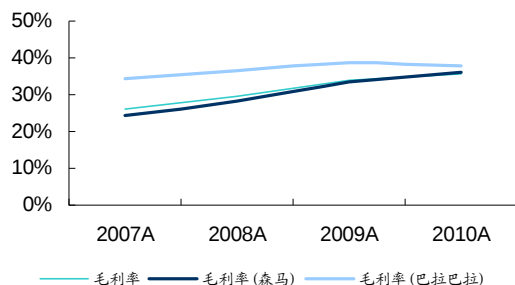
资料来源：公司公告，长江证券研究所

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司毛利率逐年提升，森马品牌毛利率提升较快。其中童装品牌巴拉巴拉毛利率较高；

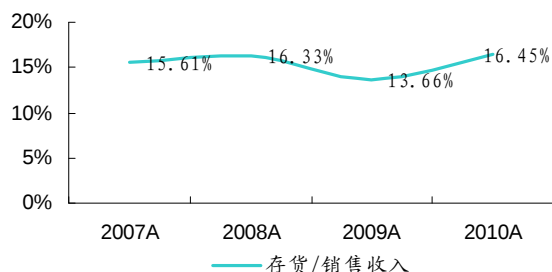
随着公司规模扩大，公司加强存货管理，公司存货与销售收入占比维持在16%左右的水平。

图 3：森马服饰毛利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：森马服饰存货管理情况

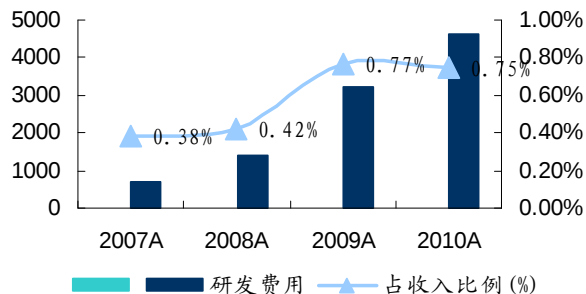


资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，公司研发情况

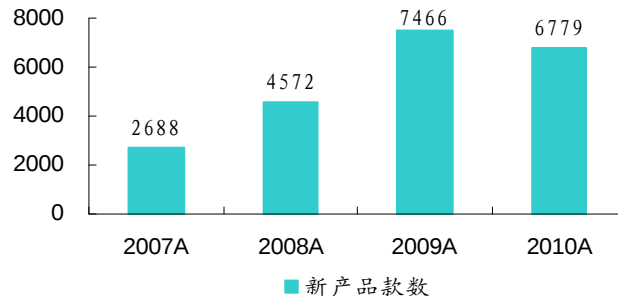
公司加大研发投入，每年开发出几千款新产品满足消费者的需求，提高消费者对公司产品的认可。公司加大研发的投入，每年研发费用占销售比例逐年提升。

图 5：森马服饰研发投入(万元)及与销售占比 (%)



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：森马服饰研发新款数量



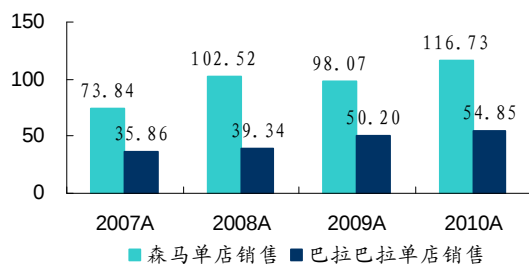
资料来源：公司公告，长江证券研究所

第三，公司终端单店销售逐步明显，公司净利润率提升明显

公司两品牌单店销售收入逐年提升，特别是童装品牌巴拉巴拉单店销售每年稳步提升；

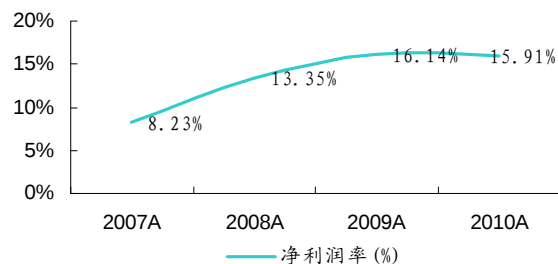
公司净利润提升明显，由2007年8%提升到2010年16%。近几年，公司净利率逐年提升；即使金融危机期间公司仍然保持增长势头。公司盈利能力较强。

图 7: 森马服饰各品牌单店销售情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 8: 森马服饰净利润变化



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

第四, 我们给予森马服饰强烈“推荐”评级

目前, 公司成人休闲服处于稳定增长期, 公司在未来几年中将保持一定的增速; 并不断深入管理; 公司童装品牌处于快速发展的阶段。公司在未来几年中, 将保持较快的增长。公司在不断壮大的同时, 加强研发, 提供多样性的产品, 满足消费者不断变化的需求, 同时公司加强供应链管理, 以适应不断成长的需要。

我们预计2011-2013年主营业务收入分别为90.96、129.14、177.67亿元, 对应的EPS分别为2.4、3.49、4.72元, 目前市场价格为52.1元, 对应PE分别为21.7、14.93、11.04倍。我们给予公司强烈“推荐”投资评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6287	9096	12914	17767	货币资金	1004	1637	3262	5468
营业成本	4037	5685	7973	11048	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2250	3410	4941	6719	应收账款	324	1145	1626	2237
% 营业收入	35.8%	37.5%	38.3%	37.8%	存货	1034	1080	1514	2098
营业税金及附加	38	56	79	109	预付账款	318	450	632	875
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	583	1091	1550	2132	流动资产合计	2681	4384	7136	10820
% 营业收入	9.3%	12.0%	12.0%	12.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	169	364	517	711	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	3	8	13	18
财务费用	-13	-5	-9	-16	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	412	486	581	707
资产减值损失	93	-20	0	0	无形资产	98	97	96	95
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	-5	0	0	0	递延所得税资产	33	0	0	0
营业利润	1374	1924	2804	3783	其他非流动资产	310	310	310	310
% 营业收入	21.9%	21.2%	21.7%	21.3%	资产总计	3539	5287	8137	11951
营业外收支	-5	-7	-10	-10	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	1369	1917	2794	3773	应付款项	1111	979	1373	1903
% 营业收入	21.8%	21.1%	21.6%	21.2%	预收账款	163	227	323	444
所得税费用	368	479	699	943	应付职工薪酬	47	141	197	273
净利润	1001	1438	2096	2830	应交税费	173	225	327	442
归属于母公司所有者					其他流动负债	29	262	369	510
的净利润	1000.7	1437.9	2095.6	2829.8	流动负债合计	1524	1834	2589	3573
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.67	2.40	3.49	4.72	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	11	11	11	11
经营活动现金流净额	814	744	1770	2393	负债合计	1535	1846	2600	3584
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	2003	3441	5537	8367
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2003	3441	5537	8367
固定资产投资	-506	-111	-149	-198	负债及股东权益	3539	5287	8137	11951
其他	7	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-499	-116	-154	-203		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.668	2.397	3.493	4.716
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.34	5.74	9.23	13.94
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	31.24	21.74	14.92	11.05
筹资成本	22	5	9	16	PEG	0.75	0.52	0.36	0.27
其他	-42	0	0	0	PB	15.60	9.08	5.65	3.74
筹资活动现金流净额	-21	5	9	16	EV/EBITDA	21.68	15.13	9.82	6.72
现金净流量	294	632	1625	2206	ROE	49.9%	41.8%	37.8%	33.8%

分析师介绍

雷玉，厦门大学企业管理专业毕业，从事纺织行业研究。曾在家纺企业工作三年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。