

森马强品类 巴拉巴拉快扩张 公司仍处快速增长期

投资要点:

- **森马 (SEMIR) 稳步扩张渠道的同时, 注重强品类**

至 2010 年底森马品牌渠道数量 4007 家, 收入规模达 47 亿。市场对森马品牌发展担忧来自两方面, 一是产品品类及产品设计, 二是渠道是否具备持续扩张能力。

我们认为, 依托一线城市加大布局、渠道向三四线城市延伸, 未来 3 年森马每年仍有望保持 700-800 家渠道的开设速度; 同时, 前两年的渠道快扩张也为近两年 30% 的收入增速提供保障。

产品丰富度确实是森马品牌迫切需要解决的问题, 公司早已在去年意识到该问题的存在, 产品设计方面的加强有望在未来几季产品中得以体现。

- **巴拉巴拉 (BALABALA) 跑马圈地, 快速扩张是关键**

至 2010 年底巴拉巴拉品牌渠道 2676 家, 收入 14.7 亿。巴拉巴拉品牌的快速发展除依托于行业高增长外, 街店为主、代理商运营、中等价格提供合适产品的定位是成功的关键。

在行业仍处高增长的背景下, 巴拉巴拉品牌目前仍处于跑马圈地阶段, 快速扩张与复制是发展的关键。我们认为巴拉巴拉适宜于在任何中产阶级集中的地区开店, 不需要所谓的商圈集中地, 从该角度出发, 终端渠道可以布局到 10,000 家。

- **加盟模式最适宜于公司发展, 未来加大一线城市直营布局**

在毛利率相对较低、向三四线城市快速扩张的细分市场中, 加盟模式仍最适宜于公司。与加盟商共赢发展恰恰是公司的核心文化, “小河有水大河满” 的理念贯彻在运营中每一个环节, 董事长代理商出身也决定了公司对代理商心态把握较好。

目前公司在二三线城市美誉度很好, 一线城市相对空白。为解决品牌形象与品牌实力脱节问题, 借助 IPO 资金以买店方式, 公司将加大一线城市直营店建设。公司直营店建设的目的在于提升品牌形象, 布局于加盟商不愿介入的市场, 对于能赚钱的市场仍让位于加盟商。

- **投资建议**

我们预计 2011-2013 年终端渠道数量有望达到 8191 (4715/3476)、9698 (5372/4326)、11223 (6047/5176) 家, 在提价及终端店铺升级下, 单店销售增速分别为 10%、13%、14%。

预计 2011-2013 年营业收入分别为 85.9、115.8、153.5 亿, 净利润分别为 13.5、19.2、25.8 亿, EPS2.01、2.87、3.85 元, 对应 PE27、19、14 倍。给予 “推荐” 评级。

森马服饰 (002563.SZ)**推荐** 首次评级

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130210060022

联系人

李佳嘉

☎: (8610) 6656 8098

✉: lijiajia@chinastock.com.cn

市场数据

 时间 2011.07.26

A 股收盘价 (元)	54.18
A 股一年内最高价 (元) *	64.58
A 股一年内最低价 (元) *	46.80
上证指数	2703
市净率	5.33
总股本 (万股)	67,000
实际流通 A 股 (万股)	7,000
限售的流通 A 股 (万股)	0.00
流通 A 股市值 (亿元)	37.9

注: *价格未复权

相关研究

《森马服饰: 处于快速增长期的多品牌服饰运营商》
2011.02.30

表 1: 森马服饰 (002563) 营业收入分部预测

			2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
SEMIR	直营	渠道数量	104	145	203	260	335
		单店销售	326	292	321	363	414
		销售收入 (万元)	25,766	36,366	55,907	84,052	123,137
		销售成本	12,169	16,581	25,212	37,904	55,530
		毛利率	52.77%	54.40%	54.90%	54.90%	54.90%
	加盟	渠道数量	3,154	3,862	4,512	5,112	5,712
		单店销售	101.88	122.97	135.27	152.85	174.25
		销售收入 (万元)	293,758	431,376	566,359	735,518	943,040
		销售成本	200,452	282,638	371,079	481,912	617,881
		毛利率	31.76%	34.48%	34.48%	34.48%	34.48%
BALABALA	直营	渠道数量	81	125	175	225	275
		单店销售	127	117	129	146	166
		销售收入 (万元)	7,546	12,070	19,335	29,132	41,513
		销售成本	3,191	5,267	8,437	12,672	18,058
		毛利率	57.71%	56.36%	56.36%	56.50%	56.50%
	加盟	渠道数量	1,820	2,551	3,301	4,101	4,901
		单店销售	55	62	68	77	87
		销售收入 (万元)	87,883	134,702	198,377	283,539	393,105
		销售成本	55,389	86,048	126,723	181,125	251,116
		毛利率	36.98%	36.12%	36.12%	36.12%	36.12%
其他		销售收入 (万元)		14,194	14,194	14,194	14,194
		销售成本		13,165	13,165	13,165	13,165
		毛利率		7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
合计		营业收入 (万元)	414,954	614,514	839,978	1,132,241	1,500,795
		主营收入增长率%	26.4%	48.1%	36.7%	34.8%	32.6%
		营业成本	271,201	403,699	544,617	726,779	955,750
		毛利	143,753	210,815	295,362	405,462	545,046
		综合毛利率	34.64%	34.31%	35.16%	35.81%	36.32%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2:森马服饰 (002563) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	717	1,004	5,689	6,197	8,184	营业收入	4,250	6,287	8,594	11,584	15,355
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2,804	4,037	5,572	7,436	9,778
应收账款	69	182	249	335	444	营业税金及附加	27	38	53	71	94
预付款项	35	318	374	374	374	销售费用	340	583	812	1,095	1,451
其他应收款	18	142	194	261	346	管理费用	134	169	245	330	438
存货	581	1,034	1,221	1,630	2,143	财务费用	-6	-13	-35	-100	-100
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	37	93	97	118	157
长期股权投资	9	3	3	3	3	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	223	520	1,088	1,843	2,196	投资收益	1	-5	0	0	0
在建工程	238	188	594	797	403	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业利润	915	1,374	1,850	2,635	3,537
无形资产	100	98	95	92	90	营业外收支净额	0	-5	-5	-5	-5
长期待摊费用	6	15	24	25	20	税前利润	915	1,369	1,844	2,630	3,531
资产总计	2,013	3,539	9,530	11,558	14,204	减: 所得税	228	368	496	707	949
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	686	1,001	1,349	1,923	2,582
应付票据	265	620	856	1,143	1,503	归属于母公司净利润	687	1,001	1,349	1,923	2,582
应付账款	391	491	668	891	1,172	少数股东损益	-1	0	0	0	0
预收款项	170	163	163	163	163	基本每股收益	1.03	1.49	2.01	2.87	3.85
应付职工薪酬	45	47	47	47	47	稀释每股收益	1.03	1.49	2.01	2.87	3.85
应交税费	117	173	173	173	173	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	13	29	29	29	29	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	27.9%	47.9%	36.7%	34.8%	32.6%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	49.1%	54.3%	31.0%	38.7%	35.5%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	54.9%	45.7%	34.8%	42.6%	34.3%
负债合计	1,010	1,535	1,937	2,447	3,088	盈利性					
股东权益合计	1,003	2,003	7,583	9,101	11,106	销售毛利率	34.0%	35.8%	35.2%	35.8%	36.3%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	16.2%	15.9%	15.7%	16.6%	16.8%
净利润	686	1,001	1,349	1,923	2,582	ROE	68.5%	49.9%	17.8%	21.1%	23.2%
折旧与摊销	120	34	40	63	78	ROIC	70.8%	53.3%	18.4%	21.3%	23.7%
经营活动现金流	301	561	1,439	1,833	2,493	估值倍数					
投资活动现金流	-343	0	-1,020	-1,020	-30	PE	53.1	36.5	27.1	19.0	14.1
融资活动现金流	587	-107	4,266	-305	-477	P/S	7.7	5.2	4.2	3.1	2.4
现金净变动	544	454	4,685	509	1,986	P/B	32.6	16.3	4.8	4.0	3.3
期初现金余额	173	717	1,004	5,689	6,197	股息收益率	1.2%	2.9%	4.0%	5.6%	7.6%
期末现金余额	717	1,171	5,689	6,197	8,184	EV/EBITDA	30.0	21.2	15.8	11.2	7.7

资料来源: 公司公告, 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)

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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908