

森马稳定增长，巴拉巴拉贡献逐步增强

公司研究简报

◆ 上半年业绩符合预期，“巴拉巴拉”品牌继续保持高增长

公司 2011 年上半年实现营业总收入 30.09 亿元，同比增长 36.64%，归属于母公司的净利润 4.37 亿元，同比增长 29.12%，摊薄后每股收益 0.65 元，符合预期。公司上半年净利增速低于收入增速主要是由于销售费用和管理费用率提高所致。

按品牌看，上半年两大品牌“森马”、“巴拉巴拉”都表现良好，其中儿童服饰品牌“巴拉巴拉”继续保持高速增长，上半年收入增 57.48%，对公司收入贡献进一步提高到 26%；按产品看，毛衫、衬衫、鞋类产品增长突出；按地区看，南大区销售最为旺盛。

◆ 总体毛利率稳定，但“巴拉巴拉”品牌毛利率大幅下滑

毛利率情况：2011 年上半年总体毛利率同比升 0.36 个百分点到 37.27%，其中“森马”品牌毛利率上升明显（+2.76 个百分点至 37.07%）；“巴拉巴拉”品牌毛利率同比降 7.2 个百分点至 37.85%，部分因为公司策略上加大终端打折销售以抢占市场、跑马圈地。

期间费用情况：销售费用率同比升 1.53 个百分点达 12.18%，主要因上半年随着销售的快速增长和营销网络的不断拓展、新设子公司等，广告宣传、店铺租金、装修费用等大幅支出；管理费用率大幅同比提 0.37 个百分点达到 3.36%，系员工薪酬、折旧费及股票发行上市相关费用等增加所致；营业外支出同比减少 95.21%，系公司慈善捐款减少。

◆ 品牌推广创新意，加强产品研发及供应链管理

品牌推广方面，森马品牌携手明星推出“什么 TEE”创意运动，通过引领潮 TEE 文化使森马“什么 TEE”成为本年度潮流界的时尚指标。巴拉巴拉品牌“童年不一样”的品牌理念延伸出“玩出不一样”的品牌主题，通过电视宣传片、网络互动、儿童嘉年华等方式，与摩尔庄园、酷六及院线合作，把“让 TA 玩”的理念带到中国 22 个城市，影响力得到不断提升，11 年 5 月，巴拉巴拉商标被国家商标总局认定为“中国驰名商标”。

研发及供应链管理方面，优化了供应链组织体系，加大了设计研发投入，扩大了产品品类及款式，加大了对供应链体系的整合力度，有效控制了供应成本的上升。

◆ 外延扩张依托募投项目稳步推进，库存压力有待消化，“买入”评级

渠道建设方面，公司制定灵活策略，通过新拓、整合、扩店等多种方式提升门店数量和质量。公司首发募集资金 45.31 亿元，超募 24.75 亿元（使用其中 9 亿元永久性补充流动资金）。第二届董事会审议通过了《对营销网络建设项目实施地点进行部分调整的议案》，对原定 41 个城市设立 63 家直营和加盟店（34 家森马店和 29 家巴拉巴拉店）的方案进行调整，地点调整为：在全国具有重要战略意义的一、二线城市（地市级以上城市），包括但不限于原有 41 个城市设立 63 家店铺，完善营销网络布局。

经上市前快速扩张，11 年上半年存货同比增 11.31%，存货占收入比达 38.27%，库存压力有待消化，终端增速预计将放缓。上半年渠道扩展计划进展平稳，但因“森马”体量太大，开店速度低于“巴拉巴拉”，预计两品牌 11 年全年门店各新增 700-800 家。

作为休闲装和童装领域的龙头企业，公司未来将依靠双轮驱动模式（稳健开店+丰富产品品类以提升平效），5 月召开的冬季订货会金额预计同比增 30% 以上，确保下半年增速。下调 11/12/13 年 EPS 预测至 2.03/2.68/3.53 元（原为 2.23 元、3.20 元和 4.53 元），目标价 71.05 元，首次给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,250	6,287	8,561	11,523	15,427
营业收入增长率	27.92%	47.92%	36.17%	34.60%	33.88%
净利润（百万元）	687	1,001	1,358	1,794	2,367
净利润增长率	54.90%	45.69%	35.75%	32.05%	31.96%
EPS（元）	1.03	1.49	2.03	2.68	3.53
P/E	55	37	28	21	16

敬请参阅最后一页特别声明

- 1 -

证券研究报告

买入

当前价/目标价：55.90/71.05 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

谢宁铃

021-22169127

xienl@ebsecn.com

市场数据

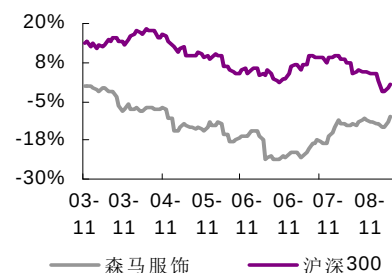
总股本(亿股)：6.70

总市值(亿元)：374.53

一年最低/最高(元)：46.80/64.58

近 3 月换手率：6.08%

股价表现(一年)



收益表现

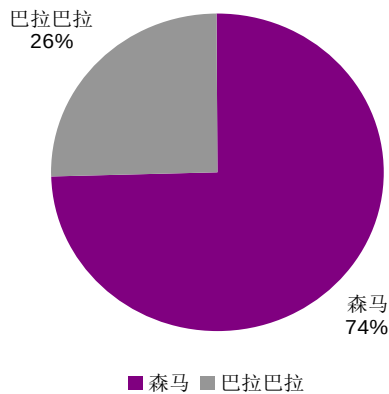
%	一个月	三个月	十二个月
相对	17.61	12.60	0.00
绝对	9.82	3.52	0.00

相关研报

休闲装与童装市场的领军者

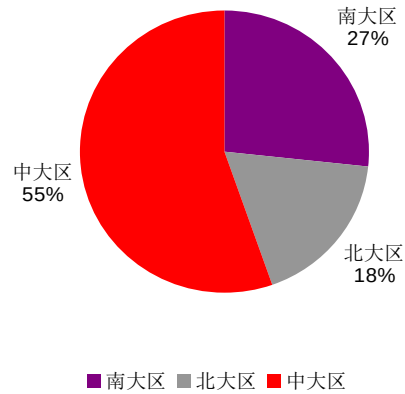
..... 2011-02-25

图表 1 收入品牌构成图



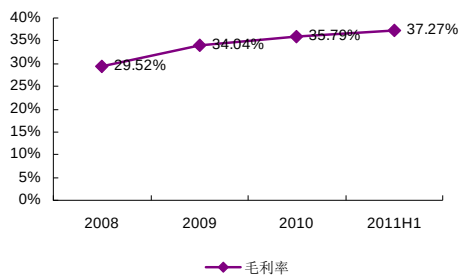
资料来源：光大证券研究所

图表 2 收入地区构成图



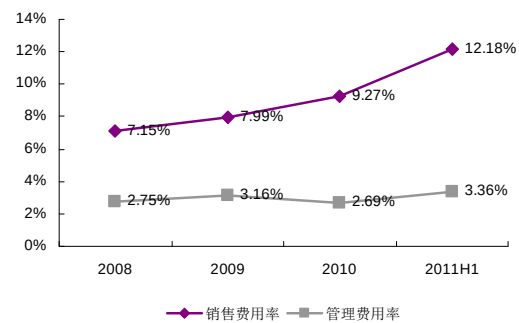
资料来源：光大证券研究所

图表 3 毛利率变化图



资料来源：光大证券研究所

图表 4 销售费用率和管理费用率变化图



资料来源：光大证券研究所

图表 5 分地区营业收入增长

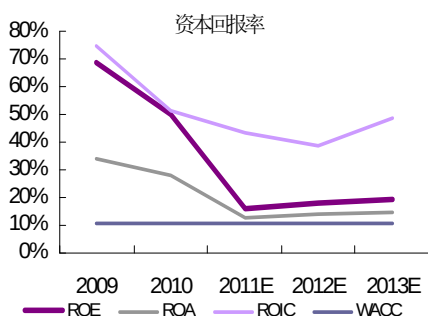
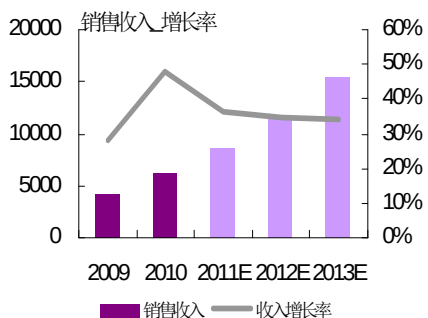
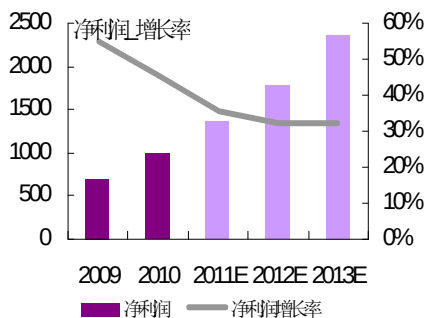
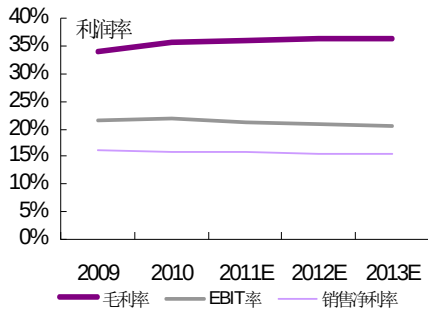
地区	营业收入（万元）	营业收入比上年增减（%）
南大区	79,069.61	46.33%
北大区	52,525.45	36.21%
中大区	163,441.35	35.41%
合计	295,036.41	38.32%

资料来源：光大证券研究所

图表 6 分品牌收入增长、毛利率变化

品牌	营业收入	毛利率	营业收入比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
森马	219,343.04	37.07%	32.75%	2.76%
巴拉巴拉	75,693.37	37.85%	57.48%	-7.20%
合计	295,036.41	37.27%	38.32%	0.36%

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,250	6,287	8,561	11,523	15,427
营业成本	2,804	4,037	5,478	7,349	9,816
折旧和摊销	11	41	71	132	168
营业税费	27	38	52	70	94
销售费用	340	583	819	1,181	1,598
管理费用	134	169	231	326	455
财务费用	-6	-13	-29	-58	-64
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	-5	0	0	0
营业利润	915	1,374	1,854	2,453	3,237
利润总额	915	1,369	1,858	2,453	3,237
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	686.87	1,000.68	1,358.42	1,793.80	2,367.08

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,013	3,539	10,531	12,901	16,026
流动资产	1,420	2,681	8,511	9,740	13,010
货币资金	717	1,004	6,615	7,278	9,825
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	69	182	241	325	435
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	18	142	179	241	323
存货	581	1,034	1,219	1,552	1,969
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9	3	3	3	3
固定资产	223	520	1,491	2,458	2,412
无形资产	100	98	88	79	71
总负债	1,010	1,535	2,101	2,813	3,751
无息负债	1,010	1,535	2,101	2,813	3,751
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1,003	2,003	8,430	10,088	12,276
股本	600	600	670	670	670
公积金	99	188	5,322	5,338	5,338
未分配利润	304	1,215	2,438	4,080	6,268
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,038	814	1,840	2,067	2,761
净利润	687	1,001	1,358	1,794	2,367
折旧摊销	11	41	71	132	168
净营运资金增加	-257	755	-5	298	371
其他	597	-982	416	-157	-145
投资活动产生现金流	-342	-499	-1,326	-1,326	-100
净资本支出	316	506	1,326	1,326	100
长期投资变化	9	3	0	0	0
其他资产变化	-667	-1,009	-2,652	-2,652	-200
融资活动现金流	-159	-21	5,097	-78	-115
股本变化	412	0	70	0	0
债务净变化	-60	0	0	0	0
无息负债变化	463	525	566	712	938
净现金流	537	294	5,611	663	2,546

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	27.92%	47.92%	36.17%	34.60%	33.88%
净利润增长率	54.90%	45.69%	35.75%	32.05%	31.96%
EBITDA 增长率	53.30%	53.02%	34.74%	33.28%	32.20%
EBIT 增长率	54.29%	50.41%	33.57%	31.23%	32.48%
盈利能力 (%)					
毛利率	34.04%	35.79%	36.01%	36.22%	36.38%
EBITDA 率	21.64%	22.38%	22.15%	21.93%	21.65%
EBIT 率	21.37%	21.73%	21.32%	20.78%	20.57%
税前净利润率	21.52%	21.77%	21.70%	21.29%	20.98%
税后净利润率 (归属母公	16.16%	15.92%	15.87%	15.57%	15.34%
ROA	34.09%	28.28%	12.90%	13.90%	14.77%
ROE (归属母公司) (摊	68.50%	49.95%	16.11%	17.78%	19.28%
经营性 ROIC	74.54%	51.53%	43.11%	38.62%	48.72%
偿债能力					
流动比率	1.42	1.76	4.07	3.48	3.48
速动比率	0.84	1.08	3.49	2.92	2.95
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	1.03	1.49	2.03	2.68	3.53
每股红利	0.00	0.00	0.20	0.27	0.35
每股经营现金流	1.55	1.22	2.75	3.09	4.12
每股自由现金流(FCFF)	1.00	-0.19	0.36	0.69	3.44
每股净资产	1.50	2.99	12.58	15.06	18.32
每股销售收入	6.34	9.38	12.78	17.20	23.03

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

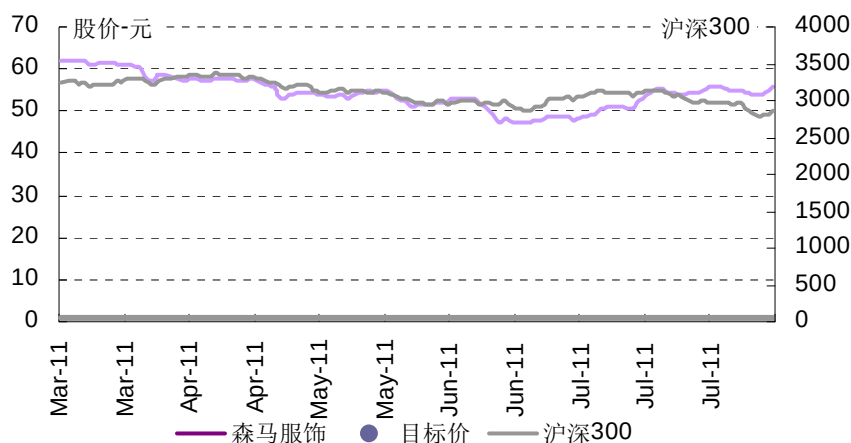
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学博士，光大证券消费品研究部总经理，纺织服装首席分析师。2001 年进入证券行业，2006、2007 连续两年获得纺织服装新财富最佳分析师第 3 名，2008 年起任职国泰基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券研究所。

投资建议历史表现图

森马服饰（002563）



日期	股价	目标价	评级
2011-02-25	62.11	85.00	无评级
2011-03-14	62.11	85.00	无评级
2011-03-27	61.00	85.00	无评级

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com