

森马品牌增速平稳，巴拉高速增长， 二季报改善显著

投资要点：

- 上半年收入增 36.64%、利润增 29.12%

上半年公司主营收入 30.08 亿，同比增 36.6%；营业利润 5.98 亿，同比增 29.8%；归属于上市公司股东利润 4.37 亿，同比增 29.1%。

Q2 较 Q1 有所提升。其中，Q2 主营业务收入 14.42 亿，同比增 44.3%；营业利润 2.50 亿，同比增 34.98%；归属于上市公司股东净利润 1.768 亿，同比增 31.1%。

同时，公司预计前三季度归属于上市公司股东净利润同比增 20%-50%。

- 森马品牌增速平稳，巴拉巴拉高速增长

上半年森马品牌收入 21.93 亿，同比增 32.75%；预计 20%来自于提价带动，另 80%主要来自于面积扩大以及同店量增。未来森马品牌的发展在稳步扩张渠道的同时，会加大对品类的增强，在此驱动下，未来三年有望实现 30%的收入、利润增长。

巴拉巴拉品牌收入 7.57 亿，同比增 57.48%。童装品牌高速增长主要来自于良好的需求环境、以及公司童装业务快扩张的策略，提价贡献 15%-20%左右。

- 巴拉巴拉上半年毛利率有所下滑，整体呈现逐季提升态势

上半年森马品牌毛利率 37.07%，提升 0.88 个百分点；巴拉巴拉毛利率 37.85%，约下降 2.93 个百分点，我们认为主要受童装业务对代理商支持加大、促销提高等短期因素影响。

虽然半年报显示童装毛利下滑，但从逐季增速看，Q2 为 37.28%，比一季度提升 1.21 个百分点。

- 销售费用增长较快，管理费用剔除 IPO 支出相对平稳

上半年销售费用 3.66 亿，同比增 56.33%，主要由于公司营销网络拓展及几个大店的开设、新设子公司影响。

管理费用 1.01 亿，同比增 53.45%，剔除上市费用，我们测算与收入增速基本同步。

由于利息收入确认时点问题，上半年利息仅实现 1658 万。

- 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 PE27.8、19.5、14.5 倍。公司整体经营风格稳健，未来 3-5 年仍有望实现 30%的复合增速，维持“推荐”评级。

森马服饰（002563.SZ）

推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130210060022

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2011.08.11

A 股收盘价（元）	55.90
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	2581
市净率	5.29
总股本（万股）	67,000
实际流通 A 股（万股）	7,000
限售 A 股（万股）	60,000
流通 A 股市值（亿元）	39.13

注：*价格未复权

相关研究

《森马服饰：森马强品类 巴拉巴拉快扩张》

2011.07.27

《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

	10Q1	10Q2	10H1	11Q1	11Q2	11H1
营业总收入	120,289	99,901	220,190	156,669	144,208	300,878
同比				30.24%	44.35%	36.64%
营业成本	77,264	63,234	140,498	100,154	90,448	190,602
同比				29.63%	43.04%	35.66%
销售费用	10,775	12,664	23,439	15,397	21,245	36,642
同比				42.90%	67.76%	56.33%
管理费用	3,084	3,496	6,580	4,357	5,741	10,097
同比				41.25%	64.21%	53.45%
财务费用	-128	-268	-396	-452	-1,055	-1,507
资产减值损失	1,260	961	2,221	1,308	1,526	2,834
				3.83%	58.80%	27.62%
投资净收益	-88	-117	-205	-88	-153	-240
营业利润	26,999	19,059	46,057	34,810	24,985	59,796
同比				28.93%	31.10%	29.83%
加: 营业外收入	84	(44)	40	46	59	105
减: 营业外支出	70	466	536	18	8	26
利润总额	27,013	18,548	45,561	34,839	25,036	59,875
同比				28.97%	34.98%	31.42%
减: 所得税	6,620	5,060	11,680	8,772	7,354	16,125
净利润	20,393	13,489	33,881	26,067	17,682	43,749
同比				27.83%	31.09%	29.12%
母公司所有者净利润	20,393	13,489	33,881	26,067	17,682	43,749
同比				27.83%	31.09%	29.12%
完全摊薄 EPS	0.30	0.20	0.51	0.39	0.26	0.65
盈利能力及费用率						
毛利率	35.77%	36.70%	36.19%	36.07%	37.28%	36.65%
管理费用率	2.56%	3.50%	2.99%	2.78%	3.98%	3.36%
销售费用率	8.96%	12.68%	10.64%	9.83%	14.73%	12.18%
营业利润率	22.45%	19.08%	20.92%	22.22%	17.33%	19.87%
销售净利润率	16.95%	13.50%	15.39%	16.64%	12.26%	14.54%
所得税率	24.51%	27.28%	25.64%	25.18%	29.37%	26.93%

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	37.4	27.8	19.5	14.5
融资活动现金流	587	-107	4,266	-305	-477	P/S	7.7	5.3	4.4	3.2	2.4
现金净变动	544	454	4,685	509	1,986	P/B	32.6	16.7	4.9	4.1	3.4
期初现金余额	173	717	1,004	5,689	6,197	股息收益率	1.2%	2.9%	3.8%	5.5%	7.4%
期末现金余额	717	1,171	5,689	6,197	8,184	EV/EBITDA	30.0	21.8	16.3	11.5	8.0

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