

休闲装增速放缓导致业绩低于预期

森马服饰 (002563.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

- **前三季度净利同比增 26.17%，Q3 收入、净利润增速回落**
10 月 28 日公司发布三季报：前三季度森马收入 52.32 亿，同比增 30.24%；营业利润 10.83 亿，同比增 26.63%；净利润 8.08 亿，同比增 26.17%；每股 EPS1.21 元。
从逐季增速看，三季报相对于 Q2 回落明显，其中，三季报收入 22.23 亿，同比增 22.47%；净利润 3.71 亿，同比增 22.86%；每股 EPS0.55 元。同时公司公告预计全年净利润增速 20%-50%。
- **毛利率三季报有所提升，管理费用率提高、减值损失计提增加**
公司前三季报毛利率 36.44% (提高 1 个百分点)；销售费用率 11.23% (比上年同期提高 1.58 个百分点)；管理费用率 2.80% (略增 0.09 个百分点)；前三季度计提资产减值损失 8518 万，同比增 81%。其中，我们判断带动毛利率提升的主要因素是产品提价；带动销售费用大幅提升的主要因素是购买店铺带来的装修费等增加。
具体到三季报，毛利率 36.15% (+1.62%)；销售费用率 9.94% (+1.51%)；管理费用率 2.05% (-0.32%)；由于存货、应收款增加，计提资产减值损失 5684 万元，同比增 129%。
- **休闲装增速放缓拖累公司整体收入增速**
我们预计前三季度中休闲装 SEMIR 收入仅 25%，巴拉收入增速依然维持在 50% 左右的高位。拖累 SEMIR 收入增速的主要原因在于女装部分分流明显：森马品牌男装依然相对强势，而女装在一线市场受到 H&M、ZARA 等分流明显，三四线市场受到其他大众化低端品牌影响明显，从而导致女装在销售收入中占比逐步下降。
我们认为 SEMIR 主品牌单纯依靠快扩张渠道驱动的粗放式增长已经结束，该子品牌的发展转化至依靠精细化管理、品类提升带动业绩增长阶段。公司在女装等方面也力图在 2012 年做出改进，但效果仍有待观察。
- **投资建议**
鉴于三季报低于预期，我们下调 2011、2012 年业绩增速，预计 2011-2013 年收入 84.4、109.7、140.3 亿，净利润 13.39、18.22、23.61 亿，EPS 元 2.0、2.72、3.52 元，对应 PE24.7、18.2、14 倍。
虽然三季报业绩低于市场预期，公司仍有一些亮点值得市场关注，如童装的高增长、账上充沛现金为发展新品牌及支持加盟商提供可能、森马品牌女装也在逐步改善过程中，如不考虑新品牌开拓短期费用拖累、以及买店带来销售费用增加，依托原有两品牌，仍能实现 30% 的复合增速，维持“推荐”评级。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

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 2011.10.27

A 股收盘价 (元)	49.43
A 股一年内最高价 (元) *	64.58
A 股一年内最低价 (元) *	46.48
上证指数	2436
市净率	4.51
总股本 (万股)	67000
实际流通 A 股 (万股)	7000
限售 A 股 (万股)	60000
流通 A 股市值 (亿元)	34.60
注: *价格未复权	

相关研究

《森马服饰：森马品牌增速平缓，巴拉快增长，二季报业绩改善明显》

2011.08.12

《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) 逐季业绩增速

	10Q1	10Q2	10Q3	10 前三季 度	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11 前三季 度
营业总收入	120,289	99,901	181,512	401,702	227,005	156,669	144,208	222,293	523,170
同比						30.24%	44.35%	22.47%	30.24%
营业成本	77,264	63,234	118,835	259,334	144,366	100,154	90,448	141,929	332,531
同比						29.63%	43.04%	19.43%	28.23%
销售费用	10,775	12,664	15,298	38,737	19,546	15,397	21,245	22,095	58,737
同比						42.90%	67.76%	44.43%	51.63%
管理费用	3,084	3,496	4,295	10,875	6,057	4,357	5,741	4,548	14,645
同比						41.25%	64.21%	5.88%	34.66%
财务费用	-128	-268	-169	-566	-715	-452	-1,055	-1,738	-3,245
资产减值损失	1,260	961	2,483	4,704	4,598	1,308	1,526	5,684	8,518
						3.83%	58.80%	128.88%	81.07%
投资净收益	-88	-117	-119	-324		-88	-153	-93	-333
营业利润	26,999	19,059	39,497	85,555	51,838	34,810	24,985	48,540	108,335
同比						28.93%	31.10%	22.89%	26.63%
加: 营业外收入	84	(44)	65	105	11	46	59	5	110
减: 营业外支出	70	466	22	558	99	18	8	13	39
利润总额	27,013	18,548	39,540	85,101	51,750	34,839	25,036	48,531	108,406
同比						28.97%	34.98%	22.74%	27.38%
减: 所得税	6,620	5,060	9,356	21,036	15,747	8,772	7,354	11,447	27,572
净利润	20,393	13,489	30,184	64,065	36,003	26,067	17,682	37,084	80,833
同比						27.83%	31.09%	22.86%	26.17%
母公司所有者净利润	20,393	13,489	30,184	64,065	36,003	26,067	17,682	37,084	80,833
同比						27.83%	31.09%	22.86%	26.17%
完全摊薄 EPS	0.30	0.20	0.45	0.96	0.54	0.39	0.26	0.55	1.21
盈利能力									
毛利率	35.77%	36.70%	34.53%	35.44%	36.40%	36.07%	37.28%	36.15%	36.44%
管理费用率	2.56%	3.50%	2.37%	2.71%	2.67%	2.78%	3.98%	2.05%	2.80%
销售费用率	8.96%	12.68%	8.43%	9.64%	8.61%	9.83%	14.73%	9.94%	11.23%
营业利润率	22.45%	19.08%	21.76%	21.30%	22.84%	22.22%	17.33%	21.84%	20.71%
销售净利润率	16.95%	13.50%	16.63%	15.95%	15.86%	16.64%	12.26%	16.68%	15.45%
所得税率	24.51%	27.28%	23.66%	24.72%	30.43%	25.18%	29.37%	23.59%	25.43%

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	5,683	6,101	7,909	营业收入	4,250	6,287	8,438	10,971	14,032
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2,804	4,037	5,473	7,050	8,947
应收账款	69	182	244	317	406	营业税金及附加	27	38	52	67	86
预付款项	35	318	373	373	373	销售费用	340	583	869	1,130	1,445
其他应收款	18	142	190	247	316	管理费用	134	169	211	274	351
存货	581	1,034	1,200	1,545	1,961	财务费用	-6	-13	-55	-100	-100
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	37	93	97	115	149
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	1,790	2,434	3,153
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	1,785	2,429	3,148
资产总计	2,013	3,539	9,493	11,345	13,678	减: 所得税	228	368	446	607	787
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	686	1,001	1,339	1,822	2,361
应付票据	265	620	841	1,083	1,375	归属于母公司净利润	687	1,001	1,339	1,822	2,361
应付账款	391	491	656	845	1,072	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	2.00	2.72	3.52
应付职工薪酬	45	47	47	47	47	稀释每股收益	1.03	1.49	2.00	2.72	3.52
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%	34.2%	30.0%	27.9%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	49.1%	54.3%	25.6%	33.7%	30.7%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	54.9%	45.7%	33.8%	36.1%	29.6%
负债合计	1,010	1,535	1,910	2,341	2,860	盈利性					
股东权益合计	1,003	2,003	7,573	8,993	10,807	销售毛利率	34.0%	35.8%	35.1%	35.7%	36.2%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	16.2%	15.9%	15.9%	16.6%	16.8%
净利润	686	1,001	1,339	1,822	2,361	ROE	68.5%	49.9%	17.7%	20.3%	21.8%
折旧与摊销	120	34	40	63	78	ROIC	70.8%	53.3%	18.2%	20.4%	22.2%
经营活动现金流	301	561	1,413	1,740	2,284	估值倍数					
投资活动现金流	-343	0	-1,020	-1,020	-30	PE	48.2	33.1	24.7	18.2	14.0
融资活动现金流	587	-107	4,286	-302	-446	P/S	7.0	4.7	3.9	3.0	2.4
现金净变动	544	454	4,678	418	1,808	P/B	29.6	14.8	4.4	3.7	3.1
期初现金余额	173	717	1,004	5,683	6,101	股息收益率	1.3%	3.2%	4.3%	5.9%	7.6%
期末现金余额	717	1,171	5,683	6,101	7,909	EV/EBITDA	27.1	19.2	14.6	10.8	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

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn