

## 气候、市场环境变化均对下半年运营产生影响

### 投资要点:

- **气候、市场环境变化均对公司下半年运营产生影响。**我们对公司前三季度业绩进行回顾, Q3 公司收入增 22.47%、营业利润增 22.89%、净利润增 22.86%。结合目前观测到的 10、11 月份限额以上及大型商场终端零售增速数据, 我们判断森马服饰 Q4 收入增速在 20%-25%之间, 考虑到打折处理存货、费用增加等影响, 利润增速约 15%-20%。

总体看公司下半年收入增速大幅低于上半年, 主要源于休闲装不达预期, 我们对此进行分析, 首先从休闲装竞争环境看, 下半年同行的打折消化存货行为必然对公司产生影响, 二是 10 月份起气候因素也对公司销售形成拖累。

- **2012 年将是公司投入年。**我们判断 2012 年是森马服饰投入年, 主要基于以下几方面: 首先从产品方面看, 公司为了满足消费者多样化需求、维持现有的市场地位, 2012 年必然加大产品设计研发投入, 同时在供应链管理等方面需要做出同步改进。

第二, 由于公司目前的市场形象与公司的实际销售地位和规模不匹配, 我们预计 2012 年在品牌形象投入方面将会加大, 这种改进主要体现在形象代言人、广告投入等营销费用支出的增加; 更主要的是在渠道方面, 尤其是能体现公司品牌形象的直营店建设方面投入加大。

- **预计 2011 年重点财务指标相对良好。**结合公司三季报, 我们预计 2011 年公司毛利率估计仍能得以维持; 费用率角度, 管理费用控制有效, 而销售费用率则由于购买店铺、营销网络拓展及新设子公司等影响比上年同期约提高 1.5-1.7 个百分点。对于 2012 年, 我们预计竞争对手存货处理策略可能会对公司销售收入产生小幅影响, 而销售费用则由于公司处于投入期而有小幅提升; 管理费用率依然可以有效控制。

结合公司三季度资产负债表, 可以看出公司经营现金流状况良好, 但同时加盟商的扶持力度在加大。其中, 应收账款三季末余额 5.7 亿, 如果采用占当季收入之比, 该比例自 2010 年四季度起呈逐步提升趋势; 存货如采用占下季收入之比, 改善情况明显。

- **维持年度策略报告中“谨慎推荐”评级。**结合目前终端零售数据及同行竞争情况, 预计 2011-2013 年收入分别为 80.59、99.5、120 亿, EPS 1.83、2.24、2.84 元, 对应 PE20.8、16.9、13.3 倍。

我们认为市场已经预期到公司 2011 年下半年所处环境对业绩影响, 考虑到公司在休闲装及童装中的龙头地位, 以及中国消费升级, 不必对公司未来增长做出过悲观的预期, 维持年度策略报告中对公司“谨慎推荐”的投资评级。

**森马服饰 (002563.SZ)****谨慎推荐** 维持评级

### 分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: 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 2011.12.30

|                 |       |
|-----------------|-------|
| A 股收盘价 (元)      | 37.95 |
| A 股一年内最高价 (元) * | 64.58 |
| A 股一年内最低价 (元) * | 37.61 |
| 上证指数            | 2199  |
| 市净率             | 3.46  |
| 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)   | 26.56 |

注: \*价格未复权

### 相关研究

《森马服饰: 休闲装增速放缓导致业绩低于预期》 2011.11.28

《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    | 10Q4    | 10H1    | 11Q1    | 11Q2    | 11Q3    | 11Q4 预测 |
|-----------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 120,289 | 99,901 | 181,512 | 227,005 | 220,190 | 156,669 | 144,208 | 222,293 | 282,783 |
| 同比        |         |        |         |         |         | 30.24%  | 44.35%  | 22.47%  | 24.57%  |
| 营业成本      | 77,264  | 63,234 | 118,835 | 144,366 | 140,498 | 100,154 | 90,448  | 141,929 | 191,146 |
| 同比        |         |        |         |         |         | 29.63%  | 43.04%  | 19.43%  | 32.40%  |
| 销售费用      | 10,775  | 12,664 | 15,298  | 19,546  | 23,439  | 15,397  | 21,245  | 22,095  | 28,306  |
| 同比        |         |        |         |         |         | 42.90%  | 67.76%  | 44.43%  | 44.81%  |
| 管理费用      | 3,084   | 3,496  | 4,295   | 6,057   | 6,580   | 4,357   | 5,741   | 4,548   | 7,035   |
| 同比        |         |        |         |         |         | 41.25%  | 64.21%  | 5.88%   | 16.15%  |
| 财务费用      | -128    | -268   | -169    | -715    | -396    | -452    | -1,055  | -1,738  | -2,255  |
| 资产减值损失    | 1,260   | 961    | 2,483   | 4,598   | 2,221   | 1,308   | 1,526   | 5,684   | 1,213   |
|           |         |        |         |         |         | 3.83%   | 58.80%  | 128.88% | -73.62% |
| 投资净收益     | -88     | -117   | -119    |         | -205    | -88     | -153    | -93     |         |
| 营业利润      | 26,999  | 19,059 | 39,497  | 51,838  | 46,057  | 34,810  | 24,985  | 48,540  | 55,501  |
| 同比        |         |        |         |         |         | 28.93%  | 31.10%  | 22.89%  | 7.07%   |
| 加: 营业外收入  | 84      | (44)   | 65      | 11      | 40      | 46      | 59      | 5       |         |
| 减: 营业外支出  | 70      | 466    | 22      | 99      | 536     | 18      | 8       | 13      |         |
| 利润总额      | 27,013  | 18,548 | 39,540  | 51,750  | 45,561  | 34,839  | 25,036  | 48,531  | 54,889  |
| 同比        |         |        |         |         |         | 28.97%  | 34.98%  | 22.74%  | 6.07%   |
| 减: 所得税    | 6,620   | 5,060  | 9,356   | 15,747  | 11,680  | 8,772   | 7,354   | 11,447  | 13,251  |
| 净利润       | 20,393  | 13,489 | 30,184  | 36,003  | 33,881  | 26,067  | 17,682  | 37,084  | 41,637  |
| 同比        |         |        |         |         |         | 27.83%  | 31.09%  | 22.86%  | 15.65%  |
| 母公司所有者净利润 | 20,393  | 13,489 | 30,184  | 36,003  | 33,881  | 26,067  | 17,682  | 37,084  | 41,637  |
| 同比        |         |        |         |         |         | 27.83%  | 31.09%  | 22.86%  | 15.65%  |
| 完全摊薄 EPS  | 0.30    | 0.20   | 0.45    | 0.54    | 0.51    | 0.39    | 0.26    | 0.55    | 0.62    |
| 盈利能力      |         |        |         |         |         |         |         |         |         |
| 毛利率       | 35.77%  | 36.70% | 34.53%  | 36.40%  | 36.19%  | 36.07%  | 37.28%  | 36.15%  | 32.41%  |
| 管理费用率     | 2.56%   | 3.50%  | 2.37%   | 2.67%   | 2.99%   | 2.78%   | 3.98%   | 2.05%   | 2.49%   |
| 销售费用率     | 8.96%   | 12.68% | 8.43%   | 8.61%   | 10.64%  | 9.83%   | 14.73%  | 9.94%   | 10.01%  |
| 营业利润率     | 22.45%  | 19.08% | 21.76%  | 22.84%  | 20.92%  | 22.22%  | 17.33%  | 21.84%  | 19.63%  |
| 销售净利润率    | 16.95%  | 13.50% | 16.63%  | 15.86%  | 15.39%  | 16.64%  | 12.26%  | 16.68%  | 14.72%  |
| 所得税率      | 24.51%  | 27.28% | 23.66%  | 30.43%  | 25.64%  | 25.18%  | 29.37%  | 23.59%  | 24.14%  |

资料来源: 中国银河证券研究部 (Q4 数据为我们根据年度预测数据扣除前三季度数据预测数)

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        | 5,578        | 5,728        | 7,190        | 营业收入        | 4,250        | 6,287        | 8,060        | 9,957        | 12,056       |
| 应收票据         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业成本        | 2,804        | 4,037        | 5,237        | 6,512        | 7,748        |
| 应收账款         | 69           | 182          | 233          | 288          | 349          | 营业税金及附加     | 27           | 38           | 49           | 61           | 74           |
| 预付款项         | 35           | 318          | 370          | 370          | 370          | 销售费用        | 340          | 583          | 870          | 1,095        | 1,326        |
| 其他应收款        | 18           | 142          | 182          | 225          | 272          | 管理费用        | 134          | 169          | 217          | 268          | 324          |
| 存货           | 581          | 1,034        | 1,148        | 1,427        | 1,698        | 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           | 110          | 137          |
| 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           | -6           | 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        | 1,638        | 2,010        | 2,546        |
| 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        | 1,633        | 2,005        | 2,541        |
| 资产总计         | 2,013        | 3,539        | 9,315        | 10,800       | 12,592       | 减: 所得税      | 228          | 368          | 408          | 501          | 635          |
| 短期借款         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润         | 686          | 1,001        | 1,225        | 1,504        | 1,906        |
| 应付票据         | 265          | 620          | 805          | 1,001        | 1,191        | 归属于母公司净利润   | 687          | 1,001        | 1,225        | 1,504        | 1,906        |
| 应付账款         | 391          | 491          | 628          | 781          | 929          | 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         | 1.83         | 2.24         | 2.84         |
| 应付职工薪酬       | 45           | 47           | 47           | 47           | 47           | 稀释每股收益      | 1.03         | 1.49         | 1.83         | 2.24         | 2.84         |
| 应交税费         | 117          | 173          | 173          | 173          | 173          | <b>财务指标</b> | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 其他应付款        | 13           | 29           | 29           | 29           | 29           | <b>成长性</b>  |              |              |              |              |              |
| 其他流动负债       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 营收增长率       | 27.9%        | 47.9%        | 28.2%        | 23.5%        | 21.1%        |
| 长期借款         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | EBIT 增长率    | 49.1%        | 54.3%        | 15.5%        | 19.8%        | 27.9%        |
| 预计负债         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润增长率      | 54.9%        | 45.7%        | 22.4%        | 22.8%        | 26.7%        |
| 负债合计         | 1,010        | 1,535        | 1,845        | 2,194        | 2,532        | <b>盈利性</b>  |              |              |              |              |              |
| 股东权益合计       | 1,003        | 2,003        | 7,459        | 8,595        | 10,049       | 销售毛利率       | 34.0%        | 35.8%        | 35.0%        | 34.6%        | 35.7%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 销售净利率       | 16.2%        | 15.9%        | 15.2%        | 15.1%        | 15.8%        |
| 净利润          | 686          | 1,001        | 1,225        | 1,504        | 1,906        | ROE         | 68.5%        | 49.9%        | 16.4%        | 17.5%        | 19.0%        |
| 折旧与摊销        | 120          | 34           | 40           | 63           | 78           | ROIC        | 70.8%        | 53.3%        | 17.0%        | 17.6%        | 19.3%        |
| 经营活动现金流      | 301          | 561          | 1,313        | 1,438        | 1,843        | <b>估值倍数</b> |              |              |              |              |              |
| 投资活动现金流      | -343         | 0            | -1,026       | -1,020       | -30          | PE          | 37.0         | 25.4         | 20.8         | 16.9         | 13.3         |
| 融资活动现金流      | 587          | -107         | 4,286        | -267         | -351         | P/S         | 5.4          | 3.6          | 3.2          | 2.6          | 2.1          |
| 现金净变动        | 544          | 454          | 4,573        | 151          | 1,461        | P/B         | 22.7         | 11.4         | 3.4          | 3.0          | 2.5          |
| 期初现金余额       | 173          | 717          | 1,004        | 5,578        | 5,728        | 股息收益率       | 0.5%         | 1.2%         | 1.4%         | 1.8%         | 2.2%         |
| 期末现金余额       | 717          | 1,171        | 5,578        | 5,728        | 7,190        | EV/EBITDA   | 20.7         | 14.6         | 11.5         | 9.5          | 6.9          |

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。本报告清晰准确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。

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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)