

最坏的时期已经过去，静待服饰龙头估值修复

——森马服饰（002563）事项快评

增持（上调）

日期：2020年07月21日

事件：公司在7月20日晚间发布公告，拟向公司股东森马集团出售全资子公司法国 Sofiza SAS 100%的资产和业务，出售价格、交易时间未定。此外，公司在上周发布了2020年半年度业绩预告修正公告，预计2020年H1实现归母净利润0-7221万元，同比下降90%-100%（修正前预计归母净利润为7221万元-2.17亿元，同比下降70-90%）。

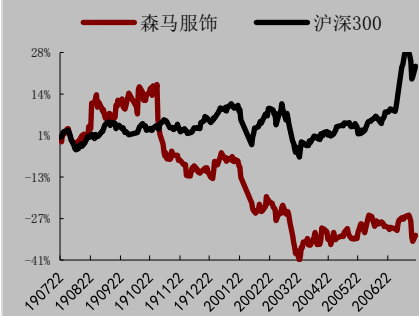
投资要点：

- **疫情影响+境外收购的子公司亏损加大，公司H1归母净利润大幅下滑：**由于国内疫情影响，以及公司此前收购的法国公司亏损扩大，公司H1净利润同降90%-100%。其中，Q1实现归母净利1748万元，同比下滑94.96%；Q2预计归母净利润为-1748~5473万元，同比下滑105%~85%。
- **亏损的子公司剥离在即，公司业绩有望触底反弹：**2018年10月，公司收购法国Sofiza SAS 100%的股权和债权（旗下K公司为欧洲中高端童装企业），进军中高端童装及海外市场。然而这一年多的时间里，该法国子公司亏损一直扩大，20Q1亏损达到1.21亿元。如今该子公司出售在即，上市公司未来经营风险降低，业绩有望触底反弹。
- **疫情影响逐渐减小，纺服需求喜迎回暖：**二季度国内疫情逐渐平复，人们外出次数增多，纺服需求增加，叠加全国多地发放消费券刺激，纺服消费迎来边际改善。根据Wind的线上销售数据，4-6月公司在天猫、京东旗舰店和直营店的销售情况表现喜人，同比增长超过50%。
- **盈利预测与投资建议：**随着疫情后人们生活正常化，服饰需求提升，叠加法国亏损子公司即将剥离，我们认为，公司最坏的时期已经过去，作为国内休闲服装与童装的双龙头，公司有望凭借童装与线上业务实现2021年业绩的增长。结合2020年H1的业绩情况，我们预计公司2020-2022年的归母净利润增速分别为-48.1%/116.4%/23.5%，EPS分别为0.30/0.64/0.80元（调整前预测2020-2021年为0.44/0.65元），对应PE分别为25/12/9倍，考虑疫情的影响已经逐渐过去，随着法国亏损子公司的剥离以及国内服饰需求回暖，我们看好公司接下来的估值修复，故上调评级至“增持”。
- **风险因素：**疫情复发风险、存货跌价损失风险、竞争加剧风险。

基础数据

行业	纺织服装
公司网址	http://www.semirbiz.com/
大股东/持股	邱光和/16.61%
实际控制人/持股	邱光和/16.61%
总股本(百万股)	2,698.54
流通股(百万股)	1,842.02
收盘价(元)	6.81
总市值(亿元)	183.77
流通A股市值(亿元)	125.44

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年07月20日

相关研究

- 万联证券研究所 20200429_公司年报&季报点评_AAA_森马服饰（002563）2019年年报&2020年一季报点评
- 万联证券研究所 20200415_公司事项点评_AAA_森马服饰（002563）2020年Q1业绩预告快评
- 万联证券研究所 20200306_公司首次覆盖_AAA_森马服饰（002563）首次覆盖报告

分析师： 陈雯
执业证书编号： S0270519060001
电话： 18665372087
邮箱： chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话： 15521202580
邮箱： liying1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	21,098	24,988	29,049
增长比率(%)	23.0%	9.1%	18.4%	16.3%
净利润(百万元)	1,549	804	1,740	2,149
增长比率(%)	-8.5%	-48.1%	116.4%	23.5%
每股收益(元)	0.57	0.30	0.64	0.80
市盈率(倍)	12.9	24.9	11.5	9.3

数据来源：WIND、万联证券研究所

资产负债表		单位：百万元				利润表		单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产	11,314	12,620	13,598	14,628	营业收入	19,337	21,098	24,988	29,049		
货币资金	2,548	2,351	2,515	2,893	营业成本	11,113	12,344	14,332	16,395		
应收票据及应收账款	1,973	2,428	2,738	3,024	营业税金及附加	127	116	150	189		
其他应收款	192	289	288	302	销售费用	4,055	5,169	5,622	6,681		
预付账款	247	284	315	344	管理费用	1,029	1,160	1,399	1,656		
存货	4,109	5,073	5,497	5,839	研发费用	414	464	550	639		
其他流动资产	2,245	2,195	2,245	2,225	财务费用	-123	-91	-97	-103		
非流动资产	5,307	5,450	5,558	5,693	资产减值损失	-619	-823	-699	-749		
长期股权投资	0	15	19	24	公允价值变动收益	11	-150	-80	-50		
固定资产	2,237	2,318	2,290	2,275	投资净收益	50	42	57	73		
在建工程	21	113	205	297	资产处置收益	-20	0	0	0		
无形资产	723	643	643	633	营业利润	2,152	1,061	2,360	2,915		
其他长期资产	2,326	2,361	2,401	2,464	营业外收入	6	0	0	0		
资产总计	16,621	18,070	19,156	20,321	营业外支出	30	0	0	0		
流动负债	3,997	5,464	6,062	6,524	利润总额	2,129	1,061	2,360	2,915		
短期借款	267	600	800	1,000	所得税	595	265	637	787		
应付票据及应付账款	2,671	3,720	3,848	3,863	净利润	1,534	796	1,723	2,128		
预收账款	186	211	250	290	少数股东损益	-16	-8	-17	-21		
其他流动负债	873	933	1,164	1,370	归属母公司净利润	1,549	804	1,740	2,149		
非流动负债	829	929	879	829	EBITDA	2,971	2,084	3,210	3,776		
长期借款	0	100	50	0	EPS (元)	0.57	0.30	0.64	0.80		
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率						
其他非流动负债	829	829	829	829	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E		
负债合计	4,826	6,393	6,941	7,353	成长能力						
股本	2,699	2,699	2,699	2,699	营业收入 (%)	23.0%	9.1%	18.4%	16.3%		
资本公积	2,600	2,585	2,585	2,585	营业利润 (%)	3.5%	-50.7%	122.4%	23.5%		
留存收益	6,561	6,470	7,026	7,801	归属于母公司净利润 (%)	-8.5%	-48.1%	116.4%	23.5%		
归属母公司股东权益	11,765	11,655	12,211	12,986	获利能力						
少数股东权益	30	22	4	-17	毛利率 (%)	42.5%	41.5%	42.6%	43.6%		
负债和股东权益	16,621	18,070	19,156	20,321	净利率 (%)	7.9%	3.8%	6.9%	7.3%		
					ROE (%)	13.2%	6.9%	14.2%	16.6%		
					ROIC (%)	15.5%	11.2%	16.4%	18.2%		
					偿债能力						
					资产负债率 (%)	29.0%	35.4%	36.2%	36.2%		
					净负债比率 (%)	-19.3%	-14.1%	-13.6%	-14.6%		
					流动比率	2.83	2.31	2.24	2.24		
					速动比率	1.74	1.33	1.28	1.29		
					营运能力						
					总资产周转率	1.16	1.17	1.30	1.43		
					应收账款周转率	9.80	8.69	9.13	9.61		
					存货周转率	2.70	2.43	2.61	2.81		
					每股指标 (元)						
					每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.30	0.64	0.80		
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.27	0.60	0.76		
					每股净资产 (最新摊薄)	4.36	4.32	4.52	4.81		
					估值比率						
					P/E	12.91	24.87	11.49	9.30		
					P/B	1.70	1.72	1.64	1.54		
					EV/EBITDA	8.20	8.80	5.71	4.79		

资料来源：Wind、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场