

业绩基本符合预期，剥离不良资产后，期待服装龙头腾飞

——森马服饰 (002563) 季报点评报告

增持 (维持)

日期: 2020年10月27日

事件:2020年10月27日,公司发布2020年三季报。2020Q1-Q3,公司实现营收94.50亿元(同比-28.5%),归母净利润2.16亿元(同比-83.5%),扣非归母净利润1.25亿元(同比-90.0%)。

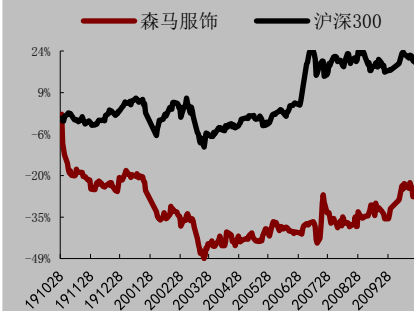
投资要点:

- **国内服装需求逐步恢复,公司Q3净利率环比改善明显。**2020Q3,公司实现营收37.16亿元(同比-26.3%,环比+24.0%),归母净利润1.94亿元(同比-66.8%,环比+4623.8%),业绩基本符合预期。Q3实现毛利率39.76%(同比-3.86pct,环比-5.5pct),净利率5.52%(同比-6.04pct,环比+5.9pct),销售/管理/研发/财务费用率分别为24.9%/2.7%/1.9%/0.02%(同比+4.3pct/-1.1pct/+1.0pct/+0.3pct)。
- **K公司成功剥离,经营风险降低后,龙头有望再腾飞。**受2020年国内外疫情影响,公司此前收购的法国子公司亏损扩大(Q1亏损1亿左右,Q2亏损2.6亿元左右),公司业绩一度承压。公司于2020年7月公告拟出售该全资子公司,截至2020年9月,公司已将100%控股法国子公司的森开控股的股权转让给了森马集团,剥离不良资产公司经营风险降低,未来轻装上阵有望依托原有业务腾飞。
- **第二期员工持股计划顺利完成,权益绑定增添未来信心。**公司董事会于2020年3月审议通过二期员工持股计划草案,并于2020年9月通过二级市场集中竞价交易方式累计购入公司股票1385万股,占当日股本的0.51%,成交均价为7.83元/股,完成全部股票的购买。我们认为公司二期员工持股计划的顺利完成有利于绑定公司与高管以及核心员工的利益,在有效激励员工的同时给公司未来带来了信心。
- **盈利预测与投资建议:**我们认为,最坏的时期早已过去,在国内服装需求持续恢复以及“双十一”即将到来的大背景下,公司已成功将亏损法国子公司的股权转让,并且实行了二期员工持股计划增添信心,作为休闲服和童装的双龙头公司,我们看好公司2021年的业务发展。我们预计公司2020-2022年的归母净利润增速分别为-71%/113%/12%,对应PE分别为52/24/22倍,维持“增持”评级。
- **风险因素:**疫情反复风险、存货跌价损失风险、行业竞争加剧风险。

基础数据

行业	纺织服装
公司网址	
大股东/持股	邱光 and /17.27%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,697.59
流通A股(百万股)	1,887.54
收盘价(元)	8.52
总市值(亿元)	229.83
流通A股市值(亿元)	160.82

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10月26日

相关研究

- 万联证券研究所 20200826_森马服饰 (002563) 半年报点评报告_AAA_受K公司影响较为严重,期待剥离后童装业务的焕发
- 万联证券研究所 20200721_公司事项点评_AAA_森马服饰 (002563) 事项快评
- 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

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001
号:
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	14,928	18,497	21,069
增长比率(%)	23.0%	-22.8%	23.9%	13.9%
净利润(百万元)	1,549	454	967	1,081
增长比率(%)	-8.5%	-70.7%	112.9%	11.7%
每股收益(元)	0.57	0.17	0.36	0.40
市盈率(倍)	15.1	51.6	24.2	21.7

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,314	11,449	12,411	12,891
货币资金	2,548	3,613	3,472	3,557
应收票据及应收账款	1,973	1,718	2,027	2,194
其他应收款	192	204	213	219
预付账款	247	197	242	261
存货	4,109	3,522	4,212	4,434
其他流动资产	2,245	2,195	2,245	2,225
非流动资产	5,307	5,450	5,558	5,693
长期股权投资	0	15	19	24
固定资产	2,237	2,318	2,290	2,275
在建工程	21	113	205	297
无形资产	723	643	643	633
其他长期资产	2,326	2,361	2,401	2,464
资产总计	16,621	16,899	17,969	18,584
流动负债	3,997	3,990	4,817	5,165
短期借款	267	600	800	1,000
应付票据及应付账款	2,671	2,583	2,948	2,934
预收账款	186	149	185	211
其他流动负债	873	658	883	1,021
非流动负债	829	929	879	829
长期借款	0	100	50	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	829	829	829	829
负债合计	4,826	4,919	5,696	5,994
股本	2,699	2,699	2,699	2,699
资本公积	2,600	2,585	2,585	2,585
留存收益	6,561	6,771	7,073	7,399
归属母公司股东权益	11,765	11,955	12,258	12,584
少数股东权益	30	25	16	5
负债和股东权益	16,621	16,899	17,969	18,584

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,677	1,343	798	1,147
净利润	1,534	450	958	1,070
折旧摊销	373	240	275	287
营运资金变动	-832	-311	-1,205	-996
其它	602	964	770	787
投资活动现金流	-560	-410	-362	-378
资本支出	-342	-300	-300	-300
投资变动	-250	20	-15	-71
其他	32	-130	-47	-7
筹资活动现金流	-849	143	-564	-670
银行借款	212	433	150	150
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-1,062	-291	-714	-820
现金净增加额	281	1,075	-129	98
期初现金余额	2,249	2,548	3,613	3,472
期末现金余额	2,528	3,613	3,472	3,557

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,337	14,928	18,497	21,069
营业成本	11,113	8,570	10,981	12,450
营业税金及附加	127	82	111	137
销售费用	4,055	3,508	3,977	4,635
管理费用	1,029	1,000	1,128	1,306
研发费用	414	373	407	485
财务费用	-123	-101	-113	-115
资产减值损失	-619	-823	-699	-749
公允价值变动收益	11	-150	-80	-50
投资净收益	50	30	43	53
资产处置收益	-20	0	0	0
营业利润	2,152	600	1,312	1,466
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	30	0	0	0
利润总额	2,129	600	1,312	1,466
所得税	595	150	354	396
净利润	1,534	450	958	1,070
少数股东损益	-16	-4	-10	-11
归属母公司净利润	1,549	454	967	1,081
EBITDA	2,971	1,635	2,168	2,343
EPS (元)	0.57	0.17	0.36	0.40

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入 (%)	23.0%	-22.8%	23.9%	13.9%
营业利润 (%)	3.5%	-72.1%	118.8%	11.7%
归属于母公司净利润 (%)	-8.5%	-70.7%	112.9%	11.7%
获利能力				
毛利率 (%)	42.5%	42.6%	40.6%	40.9%
净利率 (%)	7.9%	3.0%	5.2%	5.1%
ROE (%)	13.2%	3.8%	7.9%	8.6%
ROIC (%)	15.5%	8.2%	10.5%	11.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.0%	29.1%	31.7%	32.3%
净负债比率 (%)	-19.3%	-24.3%	-21.4%	-20.3%
流动比率	2.83	2.87	2.58	2.50
速动比率	1.74	1.94	1.65	1.59
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.88	1.03	1.13
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	0.17	0.36	0.40
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.50	0.30	0.43
每股净资产 (最新摊薄)	4.36	4.43	4.54	4.66
估值比率				
P/E	15.12	51.58	24.22	21.68
P/B	1.99	1.96	1.91	1.86
EV/EBITDA	8.20	10.91	8.36	7.77

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