

总经理与董事受让公司股权，权益绑定增添未来发展信心

——森马服饰 (002563) 事项点评报告

买入 (上调)

日期: 2020年11月30日

事件: (1) 2020年11月26日, 公司总经理徐波与董事邵飞春分别受让控股股东0.1991%和0.0996%的股权。(2) 2020年9月8日, 公司成功剥离亏损的法国子公司, 此后不再并表。

投资要点:

- **总经理和董事受让股权+第二期员工持股计划顺利完成, 增添公司未来发展的信心。** 2020年9月, 公司二期员工持股计划顺利完成 (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)。2020年11月, 基于对公司未来发展的信心, 公司总经理徐波与董事邵飞春分别受让控股股东的0.199%和0.099%股权, 我们认为, 总经理与董事受让股权以及二期员工持股计划的实施不仅体现了公司高管与员工对于公司未来发展的信心, 也绑定了他们与公司的利益关系, 有助于高管与员工共同努力助力公司发展。
- **法国子公司成功剥离, 纺服旺季+“冷冬”到来加速库存去化, 公司Q4有望迎来业绩拐点。** 2020年9月8日, 公司成功将法国子公司的股权转让给森马集团, 之后法国子公司不再并表。2020Q1-Q3, 公司实现收入同比-28.7%, 归母净利润同比-83%, 剔除法国子公司的影响, 我们估算原有业务实现收入同比-20%~-25%, 归母净利润同比-52%。随着国内疫情控制良好, 人们出行增多以及今年“冷冬”到来, 纺服行业迎来销售旺季, 公司各大加盟商备货积极, 尤其在国庆假期和“双十一”期间, 销售情况表现良好, 公司库存去化加速。截止2020Q3, 公司存货达到32.5亿元, 同减39%。随着法国子公司从9月初开始不再并表, 以及近期国内服装需求的激增, 公司存货、现金流、管理费用率、利润率等指标将有望在2020Q4出现全面好转。
- **盈利预测与投资建议:** 我们认为, 公司在2020年9月成功剥离了不良资产, 之后不再影响合并报表, 且在国内纺服市场不断升温+今年“冷冬”的背景下, 公司近期库存加速去化。作为休闲服与童装双龙头, 我们看好公司2020Q4与2021年主体业务发展, 预计公司2020-2022年的归母净利润增速分别为-50%/134%/17% (上调前为-71%/113%/12%), 对应PE分别为32/14/12倍, 上调至“买入”评级。
- **风险因素:** 疫情反复风险、竞争加剧风险、业务发展不达预期风险。

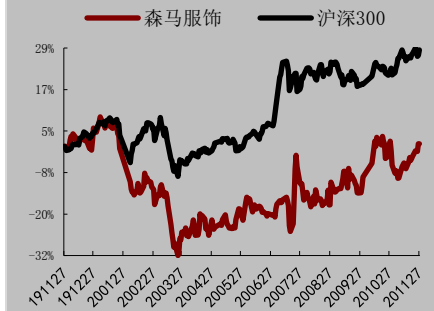
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,337	14,928	18,734	21,313
增长比率 (%)	23.0%	-22.8%	25.5%	13.8%
净利润(百万元)	1,549	768	1,800	2,098
增长比率 (%)	-8.5%	-50.4%	134.4%	16.5%
每股收益(元)	0.57	0.28	0.67	0.78
市盈率(倍)	15.8	31.8	13.6	11.7

数据来源: WIND, 万联证券研究所

基础数据

行业	纺织服装
公司网址	
大股东/持股	邱光和/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)	8.90
总市值(亿元)	240.09
流通A股市值(亿元)	167.99

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11月27日

相关研究

万联证券研究所 20201028_公司季报点评_AAA_森马服饰 (002563) 季报点评报告
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

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

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	11,479	12,892	13,733
货币资金	2,548	3,680	3,911	4,393
应收票据及应收账款	1,973	1,718	2,053	2,219
其他应收款	192	204	216	222
预付账款	247	195	242	260
存货	4,109	3,487	4,225	4,414
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	16,929	18,451	19,426
流动负债	3,997	3,960	4,834	5,157
短期借款	267	600	800	1,000
应付票据及应付账款	2,671	2,557	2,958	2,920
预收账款	186	149	187	213
其他流动负债	873	653	889	1,023
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	4,889	5,713	5,986
股本	2,699	2,698	2,698	2,698
资本公积	2,600	2,585	2,585	2,585
留存收益	6,561	6,834	7,550	8,273
归属母公司股东权益	11,765	12,018	12,733	13,457
少数股东权益	30	22	4	-17
负债和股东权益	16,621	16,929	18,451	19,426

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	1,661	1,539	2,089
净利润	1,534	760	1,782	2,077
折旧摊销	373	240	275	287
营运资金变动	-832	-304	-1,207	-957
其它	602	964	689	681
投资活动现金流	-560	-410	-311	-303
资本支出	-342	-300	-300	-300
投资变动	-250	20	-15	-71
其他	32	-130	4	68
筹资活动现金流	-849	-108	-984	-1,290
银行借款	212	433	150	150
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	-1	0	0
其他	-1,062	-541	-1,134	-1,440
现金净增加额	281	1,142	244	495
期初现金余额	2,249	2,548	3,680	3,911
期末现金余额	2,528	3,680	3,911	4,393

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	18,734	21,313
营业成本	11,113	8,485	11,015	12,394
营业税金及附加	127	82	112	139
销售费用	4,055	3,359	3,653	4,263
管理费用	1,029	881	637	746
研发费用	414	313	412	490
财务费用	-123	-101	-117	-125
资产减值损失	-619	-823	-669	-719
公允价值变动收益	11	-150	-80	-50
投资净收益	50	30	94	128
资产处置收益	-20	0	0	0
营业利润	2,152	1,014	2,408	2,807
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	30	0	0	0
利润总额	2,129	1,014	2,408	2,807
所得税	595	253	626	730
净利润	1,534	760	1,782	2,077
少数股东损益	-16	-8	-18	-21
归属母公司净利润	1,549	768	1,800	2,098
EBITDA	2,971	2,048	3,179	3,569
EPS (元)	0.57	0.28	0.67	0.78

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%	25.5%	13.8%
营业利润 (%)	3.5%	-52.9%	137.6%	16.5%
归属于母公司净利润 (%)	-8.5%	-50.4%	134.4%	16.5%
获利能力				
毛利率 (%)	42.5%	43.2%	41.2%	41.8%
净利率 (%)	7.9%	5.1%	9.5%	9.7%
ROE (%)	13.2%	6.4%	14.1%	15.6%
ROIC (%)	15.5%	10.6%	15.8%	16.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.0%	28.9%	31.0%	30.8%
净负债比率 (%)	-19.3%	-24.7%	-24.0%	-25.2%
流动比率	2.83	2.90	2.67	2.66
速动比率	1.74	1.97	1.74	1.76
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.88	1.02	1.10
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	0.28	0.67	0.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.62	0.57	0.77
每股净资产 (最新摊薄)	4.36	4.46	4.72	4.99
估值比率				
P/E	15.77	31.83	13.58	11.65
P/B	2.08	2.03	1.92	1.82
EV/EBITDA	8.20	10.48	6.73	5.90

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