

受K公司影响较为严重，期待剥离后童装业务的焕发

——森马服饰（002563）半年报点评报告

增持（维持）

日期：2020年08月27日

事件：

2020年8月25日晚间，公司发布2020年半年报。2020H1，公司实现营业收入57.34亿元（同比-30.2%），归母净利润0.22亿元（同比-97.0%）。毛利率43.26%（同比-1.6pct），净利率0.10%（同比-8.57pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为27.41%/7.31%/2.14%/-0.99%（同比+3.5/+2.8/-0.1/+0.2pct）。同时，公司还公布Q1-3的净利润预计为0-2.61亿元，同比预计下降80-100%。

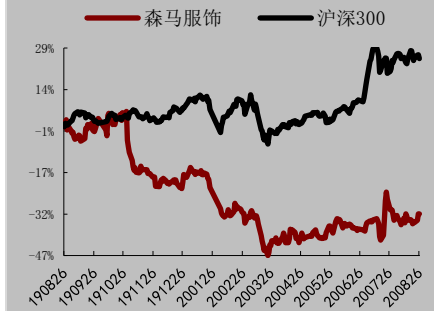
投资要点：

- **疫情影响+法国子公司亏损加大致使公司H1营收和归母净利润双下滑。**2020H1，公司实现营业收入57.34亿元（同比-30.2%），归母净利润0.22亿元（同比-97.0%）。其中，Q2实现营业收入29.96亿元（同比-27.0%），归母净利润0.04亿元（同比-98.9%），主要是国内外疫情以及法国子公司亏损扩大所致（法国子公司Q1亏损1亿左右，Q2亏损2.6亿元左右，如果剔除法国子公司的亏损，2020Q1/Q2归母净利润同比增速约为-66%/-30%）。同时我们预计法国子公司对公司报表的影响仍将至少持续到2020Q3。
- **童装板块抗风险能力较好，休闲服饰下滑幅度较大。**2020H1，休闲服饰实现收入18.24亿元（同比-38.0%），收入占比从19H1的35.8%下降至20H1的31.8%；童装实现收入38.44亿元（同比-26.3%），收入占比从19H1的63.4%上升至20H1的67.0%。其中，童装（不含KIDILIZ）收入同比-18.7%，KIDILIZ收入8.12亿元（-45.22%）。相比之下，公司本身经营的童装品牌抗风险能力较好。
- **线下门店关店较多，线上低速增长。**（1）**线下方面**，截至2020年6月30日，公司在全国各省、自治区、直辖市及海外的门店数共有9507家，较2019年末净减少750家。其中，KIDLIZ集团门店净减少28家至673家，童装（不含KIDILIZ）门店净减少218家至5572家，休闲服饰门店数净减少504家至3262家。（2）**线上方面**，上半年实现线上收入21.71亿元（同比+0.15%），其中，森马业务收入同比+0.6%，KIDILIZ业务收入同比-11.1%。

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)	2699
流通股A股(百万股)	1888
收盘价(元)	7.30
总市值(亿元)	197
流通A股市值(亿元)	138

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08月26日

相关研究

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
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

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：liyings1@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)	13.4	45.7	21.5	19.2

数据来源：WIND，万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**我们认为，疫情最坏的时期已经过去，随着亏损的法国子公司在2020Q4或者2021年的即将剥离，公司的经营风险有望降低。公司作为国内休闲服饰+童装双龙头，旗下巴拉巴拉童装品牌在行业中的份额常居第一，我们继续看好公司2021年的童装业务发展。同时，公司的休闲服饰业务更加聚焦于95后消费群体，展望明年店铺将迎来更多的发展机会。我们预计公司2020-2022年的归母净利润增速分别为-71%/113%/12%（调整前预测为-56%/97%/31%），EPS分别为0.17/0.36/0.40（调整前预测为0.25/0.50/0.66元），对应PE分别为46/22/19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、法国子公司剥离进度不达预期风险。

万联证券

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					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	11,449	12,411	12,891	营业收入	19,337	14,928	18,497	21,069
货币资金	2,548	3,613	3,472	3,557	营业成本	11,113	8,570	10,981	12,450
应收票据及应收账款	1,973	1,718	2,027	2,194	营业税金及附加	127	82	111	137
其他应收款	192	204	213	219	销售费用	4,055	3,508	3,977	4,635
预付账款	247	197	242	261	管理费用	1,029	1,000	1,128	1,306
存货	4,109	3,522	4,212	4,434	研发费用	414	373	407	485
其他流动资产	2,245	2,195	2,245	2,225	财务费用	-123	-101	-113	-115
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	30	43	53
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	600	1,312	1,466
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	16,899	17,969	18,584	营业外支出	30	0	0	0
流动负债	3,997	3,990	4,817	5,165	利润总额	2,129	600	1,312	1,466
短期借款	267	600	800	1,000	所得税	595	150	354	396
应付票据及应付账款	2,671	2,583	2,948	2,934	净利润	1,534	450	958	1,070
预收账款	186	149	185	211	少数股东损益	-16	-4	-10	-11
其他流动负债	873	658	883	1,021	归属母公司净利润	1,549	454	967	1,081
非流动负债	829	929	879	829	EBITDA	2,971	1,635	2,168	2,343
长期借款	0	100	50	0	EPS (元)	0.57	0.17	0.36	0.40
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	主要财务比率				
股本	2,699	2,699	2,699	2,699	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2,600	2,585	2,585	2,585	成长能力				
留存收益	6,561	6,771	7,073	7,399	营业收入 (%)	23.0%	-22.8%	23.9%	13.9%
归属母公司股东权益	11,765	11,955	12,258	12,584	营业利润 (%)	3.5%	-72.1%	118.8%	11.7%
少数股东权益	30	25	16	5	归属于母公司净利润 (%)	-8.5%	-70.7%	112.9%	11.7%
负债和股东权益	16,621	16,899	17,969	18,584	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	13.39	45.69	21.46	19.20
					P/B	1.76	1.74	1.69	1.65
					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