

# 原业务持续恢复，存货和现金流改善，KIDILIZ 出表利好后续弹性

## 事件

公司公布 2020 三季报，前三季度实现营业收入 94.50 亿元，同比下降 28.74%；归母净利润 2.16 亿元，同比下降 83.48%；扣非归母净利润 1.25 亿元，同比下降 90.03%。

Q3 单季实现营业收入 37.16 亿元，同比下降 26.30%；归母净利润 1.94 亿元，同比下降 66.79%；扣非归母净利润 1.79 亿元，同比下降 69.11%。

## 简评

### Q3 原业务持续回暖，线上恢复更快

公司 Q2 营业收入 37.16 亿元，同比下降 26.30%，KIDILIZ 于 9 月份剥离出表，对收入增速带来一定影响，而**境内原业务持续回暖**。

公司**原业务**上半年共实现收入 48.96 亿元，同比下降 27.09%，其中 Q1 降幅 30%+，Q2 环比有所改善。Q3 预计原业务收入降幅在 10%-20%，其中巴拉巴拉收入高单位数下降，森马收入双位数下降，**继续改善。前三季度原业务收入降幅估计在 20%-25%，其中巴拉巴拉双位数下降，森马下降超 30%。**

渠道上，**原业务线上收入**上半年同比略增 0.60%，Q3 有所提速，预计单季增长中高个位数，其中巴拉巴拉 Q3 线上估计双位数增长，森马 Q3 线上估计同比接近持平。前三季度原业务线上收入估计中单位数增长。

**原业务线下** Q2 起调整力度较大，关闭低效和非盈店铺，H1 休闲服饰门店净关 504 家至 3262 家，童装门店净关 218 家至 5572 家。受此影响，估计巴拉巴拉和森马 Q3 线下收入仍有双位数下降。

### Q3 存货下降，单季现金流大幅提升

公司前三季度综合毛利率 41.88%，同降 2.49pct；Q3 单季毛利率 39.76%，同降 3.86pct。一方面由于折扣力度同比加大，另

## 森马服饰 (002563)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

SAC 执证编号：S1440517090002

SFC 中央编号：BPD410

发布日期：2020 年 11 月 01 日

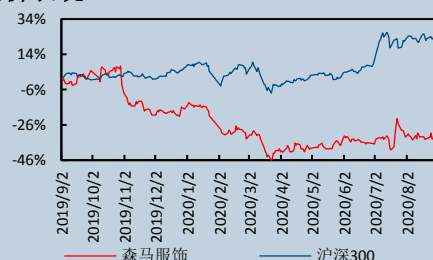
当前股价：7.64 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	2.83/-0.31	10.72/-14.49	-32.52/-59.96
12 月最高/最低价 (元)			12.89/6.32
总股本 (万股)			269,853.61
流通 A 股 (万股)			188,754.93
总市值 (亿元)			206.17
流通市值 (亿元)			144.21
近 3 月日均成交量 (万)			2,154.08
主要股东			
邱光利			16.61%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 20.04.27 【中信建投服装家纺】森马服饰 (002563):童装和电商稳健高增,库存及现金流改善, KIDILIZ 亏损拖累
- 19.10.31 【中信建投服装家纺】森马服饰 (002563):Q3 发货频次增加致休闲装线下放缓,童装&电商稳健,库存和现金流改善
- 19.09.16 【中信建投服装家纺】森马服饰 (002563):森马品牌理念更新升级,原童装继续高增, Kidiliz 拖累业绩符合预期

一方面由于直营占比较高、毛利率较高的 KIDILIZ 出表。

前三季度期间费用率 33.36%，同增 5.39pct；Q3 单季期间费用率 29.48%，同增 4.56pct。销售费用率前三季度同增 3.80pct，Q3 单季同增 4.35pct，原业务主因部分费用较为刚性的影响，下半年开始相关营销活动逐渐重启。管理费用率前三季度同增 1.22pct，Q3 单季同降 1.12pct，KIDILIZ 出表带来影响。

KIDILIZ 于 9 月份出表，7-8 月亏损额仍体现在报表中。KIDILIZ 上半年净亏损 3.48 亿元（为其全资持股母公司森开控股 20H1 净亏损），Q2 亏损预计在 2.0-2.5 亿元，取平均值 2.25 亿元，再假设 Q2 和 Q3 各月平均分布，以此估算得 7-8 月亏损约 1.5 亿元。照此估算剔除 KIDILIZ 亏损影响，原业务 Q3 归母净利润约 3.44 亿元，同降约 41%，与我们估算的上半年原业务归母净利润跌幅相仿。

Q3 末公司存货 32.46 亿元，较年初减少 21.00%，同比减少 38.64%，剔除剥离 KIDILIZ 公司影响，同比下降近 30%，降幅大于营收降幅，主要得益于公司积极推进全渠道去库存，灵活控制生产端，同时 Q3 末降温提前，加盟商提前提货冬装。疫情后公司提高加盟商退货率，加盟商整体提货亦谨慎，终端零售情况连续多月好于公司报表端收入，助加盟体系持续去库存顺利，全渠道库存压力较轻。

经营活动现金流量净额前三季度为 19.98 亿元，同比转正，Q3 净流入 14.67 亿元，同比增长超十倍，主因销售和加盟商提货付款回暖，以及向供应商订货减少且大幅增加银行存兑汇票支付供应商货款的方式，增加疫情后在账资金，提高抗风险能力。

**投资建议：**KIDILIZ 出表后公司再次轻装上阵，原业务盈利能力得以体现，Q3 延续恢复节奏，加盟商连续多月提货谨慎，在市场回暖叠加降温提前背景下，秋冬装提货意愿显著提升，Q3 末合同负债较年初大幅提升 74.69%，整体冬季销售值得期待，有望推动零售流水与报表收入进一步一致化，反映至公司收入业绩显著回暖。明年预计巴拉巴拉继续保持市场优势，收入业绩稳健增长；森马品牌则在产品、品类、渠道调整与数字化改革下，有望获得新拓店和增长机会。

我们看好在回归主业后的未来数年中长期弹性，考虑到公司预计全年业绩下降 40%-60%，我们适当调高盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 7.62 亿元、15.60 亿元、19.01 亿元，对应 PE 为 30 倍、14 倍、12 倍，看好触底反弹前景，维持“买入”评级。

**风险因素：**疫情影响消费时间超预期；库存消化不顺；冬季天气不及预期等。

### 重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,719.1	19,336.8	14,811.2	16,613.6	19,483.1
增长率(%)	30.7%	23.0%	-23.4%	12.2%	17.3%
净利润(百万元)	1,693.6	1,549.4	761.9	1,560.0	1,901.2
增长率(%)	48.8%	-8.5%	-50.8%	104.7%	21.9%
ROE(%)	15.2%	13.2%	6.3%	12.2%	14.3%
EPS(元/股，摊薄)	0.63	0.57	0.28	0.58	0.70
P/E(倍)	13.3	14.5	29.5	14.4	11.8
P/B(倍)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7

## 分析师介绍

**史琨：**2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究，2017年7月加入中信建投证券，拥有4年商贸零售和2年纺织服装行业研究经验。

## 研究助理

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

**周博文** 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:杨洁  
 邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海  
 浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室  
 电话:(8621) 6882-1612  
 联系人:翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:陈培楷  
 邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk