

森马服饰 (002563.SZ) 剥离 Kidiliz 止损, 主业边际改善, 静待业绩反转

2020年11月02日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

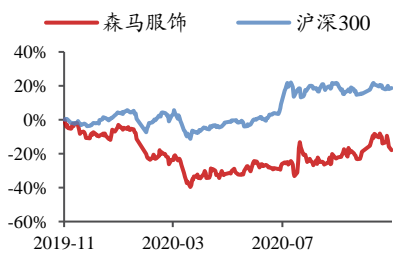
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2020/11/2
当前股价(元)	8.13
一年最高最低(元)	10.98/6.32
总市值(亿元)	219.31
流通市值(亿元)	153.46
总股本(亿股)	26.98
流通股本(亿股)	18.88
近3个月换手率(%)	54.64

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-领航童装与休闲双品类, 看好业绩向上修复弹性》
-2020.6.18

● 前三季度业绩承压, Q4 业绩有望反转, 维持“买入”评级

公司2020年前三季度实现营收94.5亿元(-28.7%), 归母净利润2.2亿元(-83.5%)。其中Q3单季度实现营收37.2亿元(-26.3%), 归母净利润1.9亿元(-66.8%)。剔除 Kidiliz 影响, 预计前三季度主业营收下滑约25%。拆分主业看, 前三季度预计巴拉巴拉营收同比下降双位数, 森马营收下降超30%; Q3 预计巴拉巴拉营收约20亿元, 同比下降高个位数, 森马营收约10亿元, 同比下降20%以下。我们认为, Kidiliz 业务剥离为公司减负, 随着主业边际逐步改善, 预计公司Q4业绩加速复苏。由于公司前三季度业绩承压, 下调盈利预测至2020-2022年公司归母净利润分别为7.3/15.0/18.0亿元(原为12.6/15.3/18.5亿元), 对应EPS分别为0.27/0.56/0.67元, 当前股价对应PE为30.1/14.6/12.2倍, 维持“买入”评级。

● 成功剥离 Kidiliz, 库存、现金流指标均有改善, 轻装上阵加速复苏

2020年前三季度, 疫情影响下公司 Kidiliz 业务亏损逐渐扩大, Q1 亏损约1亿元, Q2 亏损约2.6亿元, 拖累公司整体业绩; 9月公司成功将 Kidiliz 子公司股权剥离, 其负面影响自Q4起解除, 公司有望轻装上阵。前三季度公司报表质量明显改善, 其中存货规模同比减少39%, 较年初下滑21%, 存货周转天数基本恢复至2019年同期水平; 应收账款同比下滑33%, 较年初下滑22%; 经营活动现金流净额由年初的-2.88亿元大幅提升至20亿元, 现金流状况显著改善。

● 国庆销售与双十一预售数据亮眼, “冷冬”叠加“晚春”催化短期业绩

根据魔镜数据, 2020年10月1日-8日: 1) 巴拉巴拉品牌线下同比增长约30%, 线上同比增长约120%; 2) 森马品牌线下同比持平, 线上增长约30%。此外, 2020年10月起气温普降, “冷冬”预期利好公司高客单价冬装销售; 同时Q4迎来电商传统销售旺季, 在“晚春”影响下旺季有所拉长, 利好公司销售环比提速。叠加2019Q4低基数、剥离 Kidiliz 负面影响减少, 我们对公司未来业绩预期良好。

● 风险提示: 疫情二次爆发影响销售恢复; 存货及资产减值风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,719	19,337	15,171	16,339	18,381
YOY(%)	30.7	23.0	-21.5	7.7	12.5
归母净利润(百万元)	1,693.6	1,549.4	727.9	1,504.1	1,799.5
YOY(%)	48.8	-8.5	-53.0	106.6	19.6
毛利率(%)	39.8	42.5	41.8	43.4	43.8
净利率(%)	10.8	8.0	4.8	9.2	9.8
ROE(%)	15.0	13.0	6.4	12.6	14.1
EPS(摊薄/元)	0.63	0.57	0.27	0.56	0.67
P/E(倍)	12.9	14.2	30.1	14.6	12.2
P/B(倍)	2.0	1.9	1.9	1.9	1.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 疫情对公司影响较大，前三季度业绩承压.....	3
2、 盈利能力：费用率上升导致净利率下滑.....	3
3、 营运能力：库存、现金流等指标均有好转.....	4
4、 展望：Kidiliz 剥离+主业边际改善，Q4 业绩想象空间较大.....	4
5、 冷冬、电商叠加晚春催化短期业绩	4
6、 盈利预测与投资建议	5
7、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

图 1： 2020 年前三季度，公司经营性活动现金流净额逐季增加	4
表 1： 2020Q3 公司收入和利润端同比降幅收窄，具备边际改善趋势	3
表 2： 我们预计，2020Q3 巴拉巴拉与森马营收降幅收窄，巴拉巴拉线上表现亮眼	3

1、疫情对公司影响较大，前三季度业绩承压

2020年前三季度，公司实现营收94.5亿元（-28.7%），归母净利润2.2亿元（-83.5%），扣非归母净利润1.2亿元（-90.0%），EPS为0.08。利润的下滑主因费用的提升以及资产减值损失较大（前三季度为4.86亿元）。剔除Kidiliz并表（并表至8月底）影响后，我们预计前三季度公司主业营收同比下滑约25%。

分季度看，2020Q3单季度，公司实现营收37.2亿元，同比下滑26.3%，环比增长24.0%；实现归母净利润1.9亿元，同比下滑66.8%，环比增长4623.8%。对比Q1、Q2，公司Q3收入利润跌幅收窄，边际改善趋势较为明显。

表1: 2020Q3公司收入和利润端同比降幅收窄，具备边际改善趋势

	2020Q1	2020Q2	2020Q3
收入（亿元）	27.38	29.96	37.16
同比	-33.51%	-26.95%	-26.30%
归母净利润（亿元）	0.17	0.04	1.94
同比	-94.96%	-98.90%	-66.79%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分业务看，Kidiliz业务9月初出表，前三季度贡献收入约12.1亿元，净利润约-5.1亿元；主业前三季度实现收入约82.4亿元，净利润约7.3亿元，其中Q3主业实现营收约33亿元，同比下滑23%，较上半年同比下滑27%有所好转。

拆分主业看，1) 2020年前三季度，我们预计巴拉巴拉营收同比下降双位数，其中线下下降约30%，线上增长高双位数；森马营收下降超30%，其中，线下下降约40%，线上下降双位数。2) Q3单季度，我们预计巴拉巴拉营收约20亿元，同比下降高个位数，其中线下下降高双位数，线上增长高双位数；森马营收约10亿元，同比下降20%以下，其中线下下降约30%，线上与2019年同期持平。

表2: 我们预计，2020Q3巴拉巴拉与森马营收降幅收窄，巴拉巴拉线上表现亮眼

		收入	整体增速	线下增速	线上增速
前三季度	巴拉巴拉	---	负双位数	-30%	正高双位数
	森马	---	-30%	-40%	负双位数
Q3单季度	巴拉巴拉	20亿元	负高个位数	负高双位数	正高双位数
	森马	10亿元	-20%	-30%	0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力：费用率上升导致净利率下滑

毛利率小幅下滑：2020年前三季度，公司毛利率为41.88%（-2.49pct），毛利率下滑主因：1）高毛利率的Kidiliz业务收入占比明显降低；2）疫情导致行业库存积压，价格竞争激烈。

销售、管理费用上升：2020年前三季度，公司销售/管理/研发费用率分别为25.42%/5.49%/2.04%，同比变动+3.80pct/+1.22pct/0.36pct。

净利率下降：2020年前三季度，公司净利率为5.52%（-6.04pct），净利率下降主要系公司毛利率下滑，而销售、管理费用率上升，且资产减值损失收入占比上升（前三季度占比5.15%，同比提升2.15pct）。

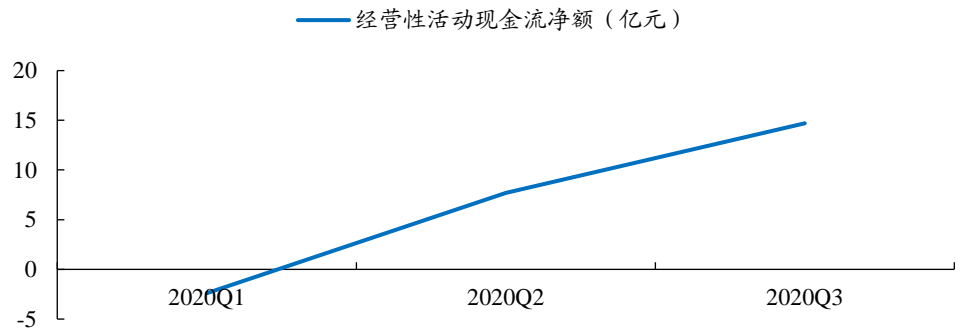
3、营运能力：库存、现金流等指标均有好转

存货减少：截至 2020Q3，公司存货规模为 32.46 亿元，同比下滑 39%，较年初减少 21%，存货规模的下降主因：1) 公司剥离了 Kidiliz 业务；2) 疫情下公司加强存货管理，去库存化使主业存货减少；3) 疫情下代理商前期订货谨慎。

应收账款下滑：截至 2020Q3，公司应收账款 15.31 亿元，同比下滑 32.9%，较年初减少 22.4%，主要系疫情下公司销售减少且控制授信致。

经营性活动现金流净额增加：截至 2020Q3，公司经营性活动现金流净额由年初的 -2.88 亿元大幅提升至 20 亿元；单季度逐季增长，Q1 为 -2.4 亿元，Q2 为 7.7 亿元，Q3 为 14.7 亿元。公司经营性活动现金流净额的显著增加主因公司在疫情下加强了对现金流的保护以提升抗风险能力。

图1：2020 年前三季度，公司经营性活动现金流净额逐季增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、展望：Kidiliz 剥离+主业边际改善，Q4 业绩想象空间较大

剥离 Kidiliz 业务，公司成功减负。2020 年国内外疫情导致 Kidiliz 业务亏损扩大，Q1 亏损约 1 亿元，Q2 亏损约 2.6 亿元，Q3 预计亏损约 1.5 亿元，拖累公司整体业绩。2020 年 9 月公司成功将 Kidiliz 子公司股权转让给森马集团，不良资产的成功剥离为公司减负，叠加公司 2020 年库存明显下降，公司整体经营风险大幅降低，利于未来轻装上阵。

主业边际改善趋势明显，复苏加快。2020Q3 公司主业中巴拉巴拉与森马营收降幅均有所收窄。根据魔镜数据，2020 年 10 月 1 日-8 日：巴拉巴拉品牌线下同比增长 30%，线上同比增长约 120%；森马品牌线下同比持平，线上同比增长约 30%。同时在双十一预售中，巴拉巴拉预售额排名靠前。公司主业边际改善趋势明显，叠加疫情稳控下经销商信心逐渐恢复，未来业绩有望加速复苏、实现增长。

5、冷冬、电商叠加晚春催化短期业绩

10 月以来，全国气温在持续阴雨与南下冷空气双重影响下，以较大幅度持续走低。并且，我国气象局宣布新一轮冷空气将继续来袭，带来大风及雨雪天气，释放“冷冬”信号，天气寒冷利于公司高客单价冬装的持续上量。

2020Q4 电商迎来传统销售旺季，利好公司销售环比提速。同时 2021 年春节为 2 月 21 日，相对较晚，“晚春”的到来进一步拉长销售旺季，公司业绩短期内有望较快增长。

6、盈利预测与投资建议

森马服饰是国内休闲服饰和童装龙头，2020年9月剥离亏损业务成功减负；疫情稳控下公司主业边际逐步改善，国庆销售与双十一预售数据均亮眼；同时考虑到公司前三季度库存去化以及加盟商信心的逐渐恢复，我们认为公司未来具备较好的成长性及良好的投资价值。

考虑到2020年前三季度公司收入利润明显下滑，业绩承压，我们下调盈利预测至2020-2022年公司归母净利润分别为7.3/15.0/18.0亿元（原值为12.6/15.3/18.5亿元），对应EPS分别为0.27/0.56/0.67元，当前股价对应PE为30.1/14.6/12.2倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

疫情二次爆发影响销售恢复；存货及资产减值风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11241	11314	10622	12421	12525
现金	2435	2548	4367	3044	4933
应收票据及应收账款	1953	1973	1107	2210	1522
其他应收款	221	192	132	217	175
预付账款	203	247	106	274	153
存货	4417	4109	2666	4430	3496
其他流动资产	2013	2245	2245	2245	2245
非流动资产	5327	5307	4523	4474	4621
长期投资	4	0	-5	-10	-15
固定资产	1986	2237	1560	1518	1573
无形资产	787	723	795	874	919
其他非流动资产	2551	2347	2173	2093	2145
资产总计	16568	16621	15145	16894	17146
流动负债	4410	3997	3023	4242	3657
短期借款	175	267	267	267	267
应付票据及应付账款	3058	2671	1881	2887	2439
其他流动负债	1177	1059	875	1088	951
非流动负债	965	829	822	821	823
长期借款	157	0	-7	-8	-6
其他非流动负债	808	829	829	829	829
负债合计	5375	4826	3845	5064	4480
少数股东权益	47	30	22	10	-7
股本	2700	2699	2699	2699	2699
资本公积	2559	2600	2600	2600	2600
留存收益	5954	6561	6806	7330	7932
归属母公司股东权益	11146	11765	11278	11821	12672
负债和股东权益	16568	16621	15145	16894	17146

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	955	1677	3795	-439	3042
净利润	1682	1534	720	1491	1783
折旧摊销	244	373	345	378	285
财务费用	-76	-123	-86	-94	172
投资损失	-127	-50	-84	-86	-96
营运资金变动	-1477	-875	1536	-1902	1199
其他经营现金流	709	818	1363	-227	-303
投资活动现金流	791	-560	-840	-16	-34
资本支出	497	344	-779	-44	152
长期投资	1999	-250	5	6	5
其他投资现金流	3287	-466	-1613	-54	123
筹资活动现金流	-785	-849	-1135	-868	-1119
短期借款	154	92	0	0	0
长期借款	157	-157	-7	-0	2
普通股增加	10	-1	0	0	0
资本公积增加	59	41	0	0	0
其他筹资现金流	-1166	-825	-1128	-868	-1120
现金净增加额	952	281	1820	-1323	1889

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15719	19337	15171	16339	18381
营业成本	9466	11113	8829	9248	10330
营业税金及附加	111	127	114	124	132
营业费用	2570	4055	3436	3526	3833
管理费用	522	1029	789	507	588
研发费用	364	414	334	572	625
财务费用	-76	-123	-86	-94	172
资产减值损失	867	-619	-500	800	800
其他收益	45	26	0	0	0
公允价值变动收益	9	11	-1363	227	303
投资净收益	127	50	84	86	96
资产处置收益	5	-20	0	0	0
营业利润	2080	2152	976	1969	2299
营业外收入	201	6	20	76	153
营业外支出	12	30	21	21	24
利润总额	2268	2129	975	2024	2428
所得税	587	595	254	533	645
净利润	1682	1534	720	1491	1783
少数股东损益	-12	-16	-7	-13	-16
归母净利润	1694	1549	728	1504	1799
EBITDA	2461	2442	1232	2307	2610
EPS(元)	0.63	0.57	0.27	0.56	0.67

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.7	23.0	-21.5	7.7	12.5
营业利润(%)	37.6	3.5	-54.7	101.8	16.8
归属于母公司净利润(%)	48.8	-8.5	-53.0	106.6	19.6
获利能力					
毛利率(%)	39.8	42.5	41.8	43.4	43.8
净利率(%)	10.8	8.0	4.8	9.2	9.8
ROE(%)	15.0	13.0	6.4	12.6	14.1
ROIC(%)	14.2	12.3	5.7	11.7	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	29.0	25.4	30.0	26.1
净负债比率(%)	-18.3	-18.9	-35.9	-23.1	-36.5
流动比率	2.5	2.8	3.5	2.9	3.4
速动比率	1.0	1.7	2.5	1.8	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	9.3	9.9	9.9	9.9	9.9
应付账款周转率	3.5	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.57	0.27	0.56	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.62	1.41	-0.16	1.13
每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.36	4.18	4.38	4.70
估值比率					
P/E	12.9	14.2	30.1	14.6	12.2
P/B	2.0	1.9	1.9	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.1	7.2	12.9	7.4	5.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn