

## 七匹狼(002029)

# 七匹狼半年报点评: 线上业务带动业绩增长, 收购 Karl Lagerfeld 全面提升品牌形象 增持(首次)

2017年08月22日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002  
021-60199793  
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001  
021-60199793  
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003  
021-60199793  
linjch@dwzq.com.cn

### 事件

公司公布半年报, 2017年上半年实现收入 12.82 亿元, 同比增长 12.06%; 归母净利润 1.22 亿元, 同比上升 15.95%。Q2 单季, 公司实现收入 4.75 亿, 同比增长 9.08%; 归母净利润 5131 万, 同比增长 25.63%。

### 投资要点

■ 针纺系列线上销售强劲增长, 带动收入提升。公司 17H1 的收入增长主要来自线上带动, 线上收入超过 5 亿, 同比增长 40% 以上。参照整体收入增长, 公司线下增长较为缓慢。(2) 同时, 公司的线上销售中, 以内衣、袜子为主要产品的针纺系列增长迅速, 其整体收入达到 2 亿以上, 增速超过 40%, 带动公司其他品类产品增长迅速。

表: 七匹狼收入按渠道拆分

(单位: 亿元)	16H1	17H1
收入	11.44	12.82
YOY		12.1%
线上收入	接近 4 亿	5 亿+
YOY		40%

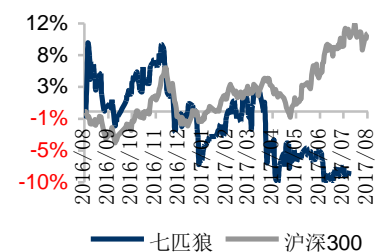
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表: 七匹狼产品结构拆分

(单位: 亿元)	16H1	17H1
服装业务收入	11.4	12.78
YOY		12.1%
其他类	3.34	4.65
YOY		39.1%
其中, 针纺系列(内衣、袜子等)	1.5 亿左右	2 亿+
YOY		40%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.67
一年最低/最高价	9.02/11.68
市净率(倍)	1.39
流通 A 股市值(百万元)	7,307

### 基础数据

每股净资产(元)	6.96
资本负债率(%)	31.53
总股本(百万股)	756
流通 A 股(百万股)	755

■ **线上品类销售增长拉低毛利率，费用率下降保证净利率稳定。**公司以销售低毛利率的针纺产品为主的线上销售占比持续提升（其他类产品毛利率 25.27%），使得公司整体毛利率同比下降 2.94pp 至 36.21%。

在费用率方面，公司销售费用率同比下降 1.93pp，至 15.24%；管理费用率略有上升，但基本保持稳定。公司财务收入同比增长 89.22% 至 5976 万元，主要由于定期存款增加导致本期利息收入大幅增加至 6157 万元（去年同期 3485 万元）。

在费用下降财务收入上升使公司在毛利率下降的情况下，净利润率稳中有升，归母净利润同比增长 15.95%。

■ **渠道存货，账上资产依旧丰富。**公司应收账款 2.07 亿，存货 7.35 亿，绝对值与去年同期基本持平，存货与应收周转率较去年同期均有较明显上升。在现金流方面，由于购买商品及劳务的现金支出增长高于现金流入增长，公司经营性净现金流同比下滑 27.58% 至 6223 万元。

从账上资产来看，公司账上包括现金、金融资产、股权投资及投资性房地产在内的资产共计 49.6 亿，扣除短期借款，公司账上净金融资产依旧在 40 亿以上。

■ **收购 Karl Lagerfeld 大中华区所有权，完善和补充公司的品牌组合，全面提升公司品牌形象。**公司出资 2.4 亿人民币及等值美元收购 Karl Lagerfeld Greater China Holdings Limited) 80.1% 的股权及对应的股东贷款，并对该公司增资 8010 万人民币或等值美元，两项合计投资 3.2 亿人民币或等值美元。

**Karl Lagerfeld Greater China 拥有国际轻奢品牌 KARL LAGERFELD 在大中华地区包括设计、生产、分销等一系列核心权利。**Karl Lagerfeld 是来源于法国巴黎的轻奢品牌，产品涵盖男女装、箱包、饰品等，所有产品的创意设计由世界上极具影响力和权威的设计师 Karl Lagerfeld 本人管理及控制。Karl Lagerfeld 本人目前仍担任国际知名奢侈品品牌 Chanel 以及 Fendi 的首席设计师，每年为 Chanel 设计 8 个系列并为 Fendi 设计 5 个系列服装，高产且高质量的设计能力令其被全球时尚界人士视为时尚界的宗师级人物，华语圈更为 Karl Lagerfeld 起别名“老佛爷”，以形象化其标志性的银发束辮+墨镜造型以及表现其在时尚界的独特地位。

图：“老佛爷”Karl Lagerfeld 作为设计总监在 Chanel 大秀率模特闭幕



图片来源：百度图片、东吴证券研究所

该品牌目前在北京、上海及部分一线城市运营 6 家直营零售店面及 1 家奥特莱斯。标的公司拥有出色的管理团队。大中华区首席执行官、总裁兼首席财务官张炯女士拥有 12 年的高级执行管理经验。该品牌在中国区 2016 年收入 2756 万元，亏损 2425 万元。

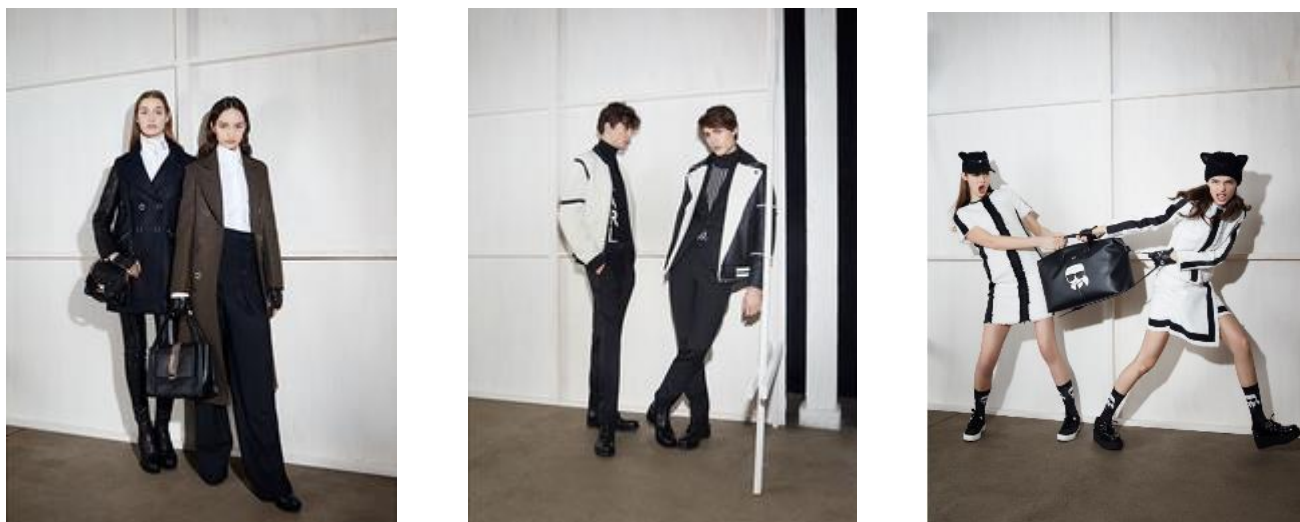
图：Karl Lagerfeld 上海嘉里中心店



图片来源：公司官网、东吴证券研究所

作为时尚界最强 IP 之一，KARL LAGERFELD 品牌定位时尚轻奢市场，具有完整的产品线以及良好的品牌延展性。我们认为该次交易是公司参与时尚轻奢品牌的商业模式和业态，符合公司“打造七匹狼时尚集团”的长期战略发展方向，有助于提升品牌形象。同时具有国际专业奢侈品运营经验团队的加入，也将为公司运营能力、管理经营效率提升方面起到重要作用。作为拥有净现金 40 亿的七匹狼，其若能够成功经营 KARL LAGERFELD，不仅在业绩上能为公司带来证明效应，更能打开公司对接更多更成功的国际知名时尚品牌的道路。

图：Karl Lagerfeld 2017 秋冬男装、女装



图片来源：公司官网、东吴证券研究所

#### ■ 盈利预测与投资评级：

公司主业端虽然仍受到大环境不景气以及新消费形态的冲击，但是在上一轮存货出清逐渐完成以及公司开始寻求管理变革的大背景下，已经逐渐触底企稳。同时四季度以来男装品牌终端零售普遍回暖，我们相信公司业绩 17 年仍将保持稳健态势。公司对 KARL LAGERFELD 的收购虽然短期并不能贡献正面业绩，但作为七匹狼运营国

际知名品牌的初步探索，若其能够成功运营 KARL LAGERFELD，将为公司未来对接更多更成功的国际知名时尚品牌打开道路。

公司目前市值 73 亿，同时账上现金及金融性资产充沛。在当下线下零售回暖的情况下，公司 17 年业绩有望在 16 年 2.67 亿基础上保持双位数的增长，预计 17/18/19 年归母净利润规模在 3.0/3.4/3.7 亿元，同比增长 13%/11%/10%，对应当前市值 PE 分别为 24/22/20 倍。考虑到公司目前具备绝对价值以及在收购 Karl Lagerfeld 中华区运营权后对其管理运营能力的提升，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**终端销售不及预期，新品牌运营效果不及预期。

七匹狼三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>5,578.87</b>	<b>5,352.31</b>	<b>5,726.36</b>	<b>6,036.34</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,639.60</b>	<b>2,970.88</b>	<b>3,232.15</b>	<b>3,511.37</b>
现金	1,852.80	1,815.07	1,926.95	2,048.73	营业成本	1,479.90	1,685.37	1,847.62	2,023.63
应收款项	171.83	224.29	272.97	312.26	营业税金及附加	25.25	29.83	31.92	34.50
存货	899.42	980.76	1,117.39	1,194.24	销售费用	467.03	508.88	545.64	586.90
其他	2,654.81	2,332.19	2,409.05	2,481.12	管理费用	228.72	256.02	280.21	305.34
<b>非流动资产</b>	<b>2,340.80</b>	<b>2,757.87</b>	<b>2,804.71</b>	<b>2,870.37</b>	财务费用	(33.74)	(6.00)	(9.35)	(13.01)
长期股权投资	300.94	620.00	620.00	620.00	投资净收益	106.69	117.36	129.09	142.00
固定资产	410.01	472.83	530.64	583.45	其他	277.17	248.56	262.91	262.88
无形资产	41.85	41.17	44.13	46.13	<b>营业利润</b>	<b>301.97</b>	<b>365.57</b>	<b>402.31</b>	<b>453.12</b>
其他	1,587.99	1,623.88	1,609.94	1,620.79	营业外净收支	57.14	47.35	56.98	53.17
<b>资产总计</b>	<b>7,919.66</b>	<b>8,110.18</b>	<b>8,531.07</b>	<b>8,906.71</b>	<b>利润总额</b>	<b>359.11</b>	<b>412.93</b>	<b>459.28</b>	<b>506.29</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,635.64</b>	<b>2,582.59</b>	<b>2,744.66</b>	<b>2,842.77</b>	所得税费用	81.50	99.10	110.23	121.51
短期借款	807.57	807.57	807.57	807.57	少数股东损益	10.42	11.46	12.61	13.87
应付账款	420.97	422.34	510.91	519.52	<b>归属母公司净利润</b>	<b>267.19</b>	<b>302.37</b>	<b>336.45</b>	<b>370.92</b>
其他	1,407.11	1,352.68	1,426.17	1,515.69	EBIT	463.95	520.60	558.69	595.49
<b>非流动负债</b>	<b>28.05</b>	<b>50.56</b>	<b>49.67</b>	<b>42.76</b>	EBITDA	655.62	694.44	748.21	800.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	28.05	50.56	49.67	42.76	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2,663.70</b>	<b>2,633.16</b>	<b>2,794.32</b>	<b>2,885.53</b>	每股收益(元)	0.35	0.40	0.45	0.49
少数股东权益	58.21	69.67	69.67	69.67	每股净资产(元)	6.88	7.16	7.50	7.88
归属母公司股东权益	5,197.76	5,407.35	5,667.08	5,951.51	发行在外股份(百万股)	755.67	755.67	755.67	755.67
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,919.66</b>	<b>8,110.18</b>	<b>8,531.07</b>	<b>8,906.71</b>	ROIC(%)	7.65%	8.28%	8.54%	8.72%
					ROE(%)	5.38%	5.85%	6.23%	6.55%
					毛利率(%)	43.93%	43.27%	42.84%	42.37%
					EBIT Margin(%)	17.58%	17.52%	17.29%	16.96%
					销售净利率(%)	10.52%	10.56%	10.80%	10.96%
					资产负债率(%)	33.63%	32.47%	32.75%	32.40%
					收入增长率(%)	6.16%	12.55%	8.79%	8.64%
					净利润增长率(%)	-2.14%	13.16%	11.27%	10.24%
					P/E	27.35	24.17	21.72	19.70
					P/B	1.41	1.35	1.29	1.23
					EV/EBITDA	12.38	11.69	10.85	10.13

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

