

七匹狼 2017 年报：线上高增线下稳健，去化顺畅 增持(维持)

2018 年 4 月 3 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
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

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

事件

公司公布 2017 年报，2017 年收入同增 16.87%至 30.85 亿元，归母净利润同比增长 18.48%至 3.17 亿元。具体到 17Q4，收入同比增长 21.21%至 10.30 亿元，归母净利润同比增长 23.81%至 1.22 亿元。分红方面，公司拟每 10 股派发现金红利 1.0 元。

投资要点

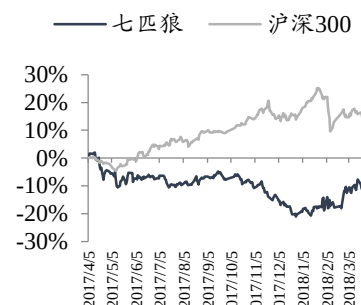
■ 电商、针织和主品牌线下业务是公司收入增长 17%至 31 亿元的三大动力：

(1) 电商方面，公司本身强品牌号召力自带流量，加之优质供应链保证产品品质，在 2017 年电商巨头更加重视支持传统线下零售龙头的背景下电商实现高增长，收入（包括针织部分）同比增长 30%+达到 13 亿元，收入占比已经超过 40%；

(2) 针织方面，2017 年公司继续丰富针纺产品品类，自行孵化的“Wlof Totem”品牌已于上海开设首家门店，2017 年针织总体销售突破 10 亿元。

(3) 主品牌线下方面，公司持续优化线下渠道，现有门店约 2000 家（其中直营店约 400 家），并且重视调整门店布局，年内与万达、宝龙、保利等多家购物中心建立战略合作关系，逐步改善公司以街店为主的渠道分布。受益 2017 年线下零售大环境向好+公司内部产品、供应链、渠道升级，主品牌线下整体回暖，17 全年直营老店可比同店实现中单位数增长（其中 17Q4 可比同店增长接近双位数水平），带动线下稳健增长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.74
一年最低/最高价	8.05/10.77
市净率(倍)	1.21
流通 A 股市值(百万元)	6,599

基础数据

每股净资产(元)	7.21
资产负债率(%)	35.59
总股本(百万股)	756
流通 A 股(百万股)	755

相关研究

- 七匹狼 2017 业绩预告：四季度收入增速超 20%表现优秀，存货消化顺畅-20180226
- 七匹狼三季报点评：线上业务继续快速发展，报表质量持续改善依旧具备充足价值底-20171025
- 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-20170802

图表 1：公司收入增长按线上线下拆分（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
线上收入	290.00	430.00	700.00	900+	1300+
YOY	60%+	40%+	60%+	30%+	30%+
占比	10%	18%	28%	34%	42%
线下收入(估算)	2,483.49	1,961.03	1,786.47	1,739.60	1,784.89
YOY	-24.67%	-21.04%	-8.90%	-2.62%	2.60%
占比	90%	82%	72%	66%	58%
总收入	2,773.49	2,391.03	2,486.47	2,639.60	3,084.89
YOY	-20.23%	-13.79%	3.99%	6.16%	16.87%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

- **针织业务占比提升带来整体毛利率下降,但有效控费加之所得税率下行推动归母净利增长 18%至 3.17 亿元。**
- 盈利能力方面,由于毛利率较低的针织业务收入占比提升带动公司毛利率下降 3.27pp 至 40.66%,但与此同时,期间费用率下降 3.54pp 至 21.54%,主要由于电商、针织业务放量带来的规模效应下销售费用率(同比降 2.79pp 至 14.90%)和管理费用率(同比降 0.54pp 至 8.13%)下降。减值方面,较上年增长 7.30%至 2.97 亿元,增加主要来自投资上海梦之队国际贸易公司经营状况不佳,故本年度计提可供出售金融资产减值损失 4378 万元。所得税率方面,由于报告期内享受所得税优惠地区实现利润增多(西藏地区 2017 年按照 9%税率征收所得税,但 2018 年将按照 15%征收),所得税率同比下降 8.94pp 至 13.75%,带动归母净利润增幅大于利润总额增幅,归母净利同增 18.48%至 3.17 亿元。

图表 2: 七匹狼主要财务数据拆分(单位:百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入	2,773.49	2,391.03	2,486.47	2,639.60	3,084.89
YOY	-20.23%	-13.79%	3.99%	6.16%	16.87%
毛利率	47.01%	44.74%	42.85%	43.93%	40.66%
期间费用率	23.46%	26.13%	26.59%	25.08%	21.54%
销售费用率	15.73%	18.87%	19.64%	17.69%	14.90%
管理费用率	8.68%	10.04%	9.93%	8.66%	8.13%
财务费用率	-0.95%	-2.78%	-2.97%	-1.28%	-1.49%
资产减值损失	205.08	205.50	263.00	277.17	297.40
/总收入	7.39%	8.59%	10.58%	10.50%	9.64%
利润总额	471.28	348.81	257.79	359.11	397.99
YOY	-37.42%	-25.99%	-26.09%	39.30%	10.83%
所得税率	19.91%	15.60%	-8.65%	22.69%	13.75%
净利润	377.48	294.39	280.08	277.61	343.25
YOY	-33.29%	-22.01%	-4.86%	-0.88%	23.64%
净利率	13.61%	12.31%	11.26%	10.52%	11.13%
归母净利润	379.07	288.71	273.03	267.19	316.58
YOY	-32.44%	-23.84%	-5.43%	-2.14%	18.48%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 资产减值损失拆分(单位:百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017
资产减值损失	205.08	205.50	263.00	277.17	297.40
YOY	64.98%	0.21%	27.98%	5.39%	7.30%
其中: 坏账损失	5.46	10.45	14.50	-2.42	-36.67
存货跌价损失	174.57	195.05	248.50	279.59	290.41
可供出售金融资产减值损失					43.78

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

- **周转方面,去化顺利,存货、应收账款周转提升。**受益线上及针织的迅速发展,期内公司存货及应收账款周转提升明显,2017 年存货/应收账款周转天数分别减少 39/3 天。存货减值方面,本年度新计提存货跌价准备占存货余额原值比重较上年略有上升(从 19.80%上升至 22.54%),但值得注意的是本年存货转回及转回金额达到 3.04 亿元,反映零售向好+电商助力下公司库存处理顺畅,库龄趋向健康。

图表 4: 公司周转情况

	2013	2014	2015	2016	2017
存货周转天数	149.79	190.73	200.86	211.95	173.19
应收账款周转天数	68.33	55.37	40.17	29.46	26.89

数据来源: Wind、东吴证券研究所

图表 5: 存货减值计提拆分

	2013	2014	2015	2016	2017
存货账面余额(百万元)	657.32	742.68	843.14	899.42	861.84
存货账面原值(百万元)	935.22	1,111.33	1,325.00	1,411.75	1362.93
累计计提跌价损失(百万元)	277.91	368.66	481.86	512.33	501.08
本年计提存货跌价损失(百万元)	174.57	195.05	248.50	279.59	293.58
/存货账面原值	18.67%	17.55%	18.76%	19.80%	21.54%
本年转回或转销(百万元)	65.85	104.29	135.31	249.12	304.82

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

注: 存货账面余额=存货账面价值-累计计提跌价损失;

当年累计计提跌价损失=上年累计计提跌价损失+本年计提存货跌价损失-本年转回或转销;

利润表中的存货跌价损失=上表中本年计提存货跌价损失

■ **收购 Karl Lagerfeld 大中华区所有权进度稳步推进。**公司于 8.21 公告其香港全资子公司出资 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, 并对该公司进行 8010 万人民币或等值美元增资, 两项合计投资 3.2 亿人民币或等值美元, 12.8 已完成标的公司股权交割我们认为作为定位于时尚轻奢市场的 KARL LAGERFELD, 其在丰富公司品牌矩阵的同时, 也利于公司发挥自身运营能力、实现经营管理效率提升。另一方面, 对于 KARL LAGERFELD 的运营, 对于七匹狼来说是其未来对接更多更成功的国际知名时尚品牌的有益尝试, 对于公司具有一定战略意义。

■ **投资建议:** 17 年下半年男装品牌终端零售普遍回暖, 公司在行业带动下传统男装业务库存逐渐合理, 整体业务出现复苏。同时, 公司线上业务发展迅速, 其在供应链组织上的效率以及七匹狼品牌的影响力, 使其在以低价标品为主的线上增长迅速。我们有信心公司业绩 18 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运营的初步探索, 我们认为同样值得期待。

公司账上资产充裕(现金 13.79 亿元+其他流动资产 30.65 亿元+可供出售金融资产 4.55 亿元+投资性房地产 7.20 亿元+长期股权投资 4.43 亿元), 具备绝对价值底。在线上业务快速发展的情况下, 预计公司 18/19/20 年归母净利润可达到 3.70/4.28/4.87 亿元, 同比增长 17%/15%/14%, 对应当前市值 PE18/15/14 倍, 考虑到公司目前具备绝对价值, 维持“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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,903.44	6,113.43	6,475.05	6,929.26	营业收入	3,084.89	3,574.99	4,142.29	4,731.90
现金	1,379.29	2,175.40	2,130.43	2,273.82	营业成本	1,830.49	2,110.97	2,470.93	2,842.42
应收款项	289.08	260.92	330.84	397.15	营业税金及附加	32.61	35.94	41.68	48.40
存货	861.84	934.73	1,042.01	1,231.93	销售费用	459.78	530.93	607.36	684.58
其他	3,373.23	2,742.37	2,971.78	3,026.36	管理费用	250.69	296.24	337.52	375.93
非流动资产	2,679.55	2,737.10	2,770.40	2,790.61	财务费用	(46.11)	(33.26)	(31.91)	(36.21)
长期股权投资	443.12	443.12	443.12	443.12	投资净收益	104.72	115.19	126.71	139.38
固定资产	362.06	426.67	486.27	540.88	其他	267.98	297.16	318.62	356.60
无形资产	332.35	319.33	306.30	293.27	营业利润	394.17	452.19	524.79	599.56
其他	1,542.01	1,547.98	1,534.71	1,513.34	营业外净收支	3.82	30.00	30.00	30.00
资产总计	8,582.99	8,850.52	9,245.45	9,719.87	利润总额	397.99	482.19	554.79	629.56
流动负债	3,012.55	3,007.64	3,092.35	3,198.97	所得税费用	54.74	81.97	94.31	107.03
短期借款	800.00	800.00	800.00	800.00	少数股东损益	26.67	29.33	32.27	35.49
应付账款	477.09	461.12	527.25	609.71	归属母公司净利润	316.58	370.89	428.21	487.04
其他	1,735.45	1,746.52	1,765.09	1,789.26	EBIT	543.94	636.84	726.48	828.97
非流动负债	42.47	37.11	26.02	25.35	EBITDA	729.09	825.26	929.90	1,037.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	42.47	37.11	26.02	25.35					
负债总计	3,055.02	3,044.75	3,118.37	3,224.32					
少数股东权益	75.82	75.82	75.82	75.82					
归属母公司股东权益	5,452.15	5,729.95	6,051.26	6,419.73					
负债和股东权益总计	8,582.99	8,850.52	9,245.45	9,719.87					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	650.61	741.86	695.65	840.00	每股收益(元)	0.42	0.49	0.57	0.64
投资活动现金流	(1026.05)	141.08	(611.79)	(518.41)	每股净资产(元)	7.21	7.58	8.01	8.50
筹资活动现金流	245.46	(86.82)	(128.84)	(178.19)	发行在外股份(百万股)	755.67	755.67	755.67	755.67
现金净增加额	(130.17)	796.11	(44.98)	143.40	ROIC(%)	8.60%	9.64%	10.49%	11.36%
折旧和摊销	85.16	345.59	372.04	415.02	ROE(%)	6.37%	7.06%	7.72%	8.28%
资本开支	137.01	100.00	100.00	101.00	毛利率(%)	40.66%	40.95%	40.35%	39.93%
营运资本变动	183.73	(29.53)	(159.20)	(109.06)	EBIT Margin(%)	17.63%	17.81%	17.54%	17.52%
企业自由现金流	875.03	944.64	915.82	1095.01	销售净利率(%)	11.13%	11.19%	11.12%	11.04%
					资产负债率(%)	35.59%	34.40%	33.73%	33.17%
					收入增长率(%)	16.87%	15.89%	15.87%	14.23%
					净利润增长率(%)	18.48%	17.15%	15.46%	13.74%
					P/E	20.86	17.81	15.42	13.56
					P/B	1.21	1.15	1.09	1.03
					EV/EBITDA	10.16	8.97	7.96	7.14

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>

