

2018年08月22日

## 线下收入保持较快增长，具备价值底值得长期关注

增持（维持）

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,084.89	3,498.23	3,884.80	4,319.13
同比（%）	16.87%	13.40%	11.05%	11.18%
归母净利润（百万元）	316.58	350.33	420.03	466.70
同比（%）	18.48%	10.66%	19.90%	11.11%
每股收益（元/股）	0.42	0.46	0.56	0.62
P/E（倍）	15.92	14.39	12.00	10.80

### 投资要点

- **事件：**公司公布半年报，2018H1/Q2 公司收入分别同增 13.83%/13.71% 至 14.59/5.40 亿元；归母净利分别变化 10.49%/-0.47% 至 1.35/0.51 亿元。归母净利润在 Q2 下降由于部分业务公司主体亏损额未确认递延所得税资产导致 Q2 所得税率同增 13.6pct 至 29.5%，Q2 税前利润同增 10.1%。
- **收入端：**线下保持较好增速，线上增速略有下降。(1) **线下：**受益于对终端门店细分改造效率提升及与万达、宝龙、保利等多家购物中心合作关系推进，公司主品牌 18H1 线下增长达到双位数，在去年约 2000 家门店基础上增加接近 100 家门店。(2) **电商：**由于整体电商行业增速下降，公司主标电商收入增速在双位数区间，增速略有下降，占主品牌收入依旧在 30% 以上。
- **毛利率与费用率双升营业利润率稳定，净利率受税率影响有所下滑。**由于低毛利产品占比下降、电商毛利率提升，加之 Karl Lagerfeld 毛利率较高，2018H1 服装主业毛利率同增 2.04pct 至 39.23%。由于期间费用率受销售费用增长影响有所提升，同时资产减值损失下降，营业利润率保持稳定，营业利润同增 17.3% 至 1.88 亿。归母净利润在 Q2 同比下滑主要由于部分业务公司主体亏损额未确认递延所得税资产导致 Q2 所得税率同增 13.6pct 至 29.5%。
- **周转方面：**存货周转状况持续改善，现金流由于支付供应商款项增加有所下降。2018H1 存货周转速度继续提升，较去年同期减少 12 天。存货减值方面，18H1 新计提存货跌价准备占存货余额原值比重较上年同期下降明显（从 6.0% 下降至 3.7%），反映出良好的库存情况。此外由于销售增长，应收账款周转天数有所上升（由 27 天上升至 37 天）。Q2 经营性现金流-1.38 亿（去年同期-1 亿），主要系 (1) 18H1 支付较多前期使用票据结算供应商贷款的票据到期款（应付票据 18Q2 减少 1.46 亿）；(2) 18H1 缴纳了较多期初未缴的增值税和所得税；(3) 18H1 支付了较多的预付货款（预付款 18Q2 增长 1.04 亿）所致。
- **盈利预测与投资评级：**公司主品牌增速线下及线上均能双位数增长，18 年业绩仍可期。同时公司账上资产充裕，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 3.50/4.20/4.67 亿元，同比增长 10.7%/19.9%/11.1%，对应当前市值 PE14/12/11 倍，同时目前市净率为 0.9 倍（低于 1），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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.67
一年最低/最高价	6.44/9.85
市净率(倍)	0.91
流通 A 股市值(百万元)	5039.33

### 基础数据

每股净资产(元)	7.32
资产负债率(%)	31.10
总股本(百万股)	755.67
流通 A 股(百万股)	755.52

### 相关研究

- 1、《七匹狼 2017 年报：线上高增线下稳健，去化顺畅》2018-04-04
- 2、《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》2018-02-26
- 3、《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》2017-10-25

七匹狼公布半年报，2018H1/Q2 公司收入分别同增 13.83%/13.71%至 14.59/5.40 亿元；归母净利润分别变化 10.49%/-0.47%至 1.35/0.51 亿元。归母净利润在 Q2 下降由于部分业务公司主体亏损额未确认递延所得税资产导致 Q2 所得税率同增 13.6pct 至 29.5%，Q2 税前利润同增 10.1%。

## 1. 线下保持较好增速，线上增速略有下降

**(1) 主品牌线下方面：**公司 18H1 线下增长达到双位数，在去年约 2000 家门店基础上增加接近 100 家门店，一方面通过持续对终端门店按照能够表现品牌形象的“品牌店”和开设在次核心商圈和社区、销售高性价比产品的“平价店”进行细分改造，提升渠道整体运营效率；另一方面，推动新设渠道布局重心向购物中心过渡，持续推进与万达、宝龙、保利等多家购物中心建立战略合作关系。同时，公司在供应链上持续投入努力通过原有供应链体系在质量、性价比、效率的优化提升竞争力。

**(2) 电商方面，**由于整体电商行业增速下降，公司主标电商收入增速在双位数区间，增速略有下降，占主品牌收入依旧在 30% 以上。

## 2. 毛利率与费用率双升营业利润率稳定，净利率受税率影响有所下滑

公司服装主业 18H1 毛利率同增 2.04pct 至 39.23%，主要由于（1）低毛利率的针纺占收入比重下降（预计占比 30% 左右，较去年同期有所下降）；（2）电商毛利率综合提升；以及（3）Karl Lagerfeld 毛利率较高（收入 1364 万）多重因素影响。

费用方面，公司 18Q2 销售费用延续 18Q1 增长趋势，整体 Q2 销售费用同比增长 30.78%，销售费用率上升 3.27pct 至 25.02%，主要由于工资薪金等营销费用上升较为明显；公司管理费用则保持稳定，Q2 管理费用率较去年同期略减 0.63pct 至 13.49%。

其他费用方面，公司财务收入由去年上半年的接近 6000 万下降至 1157 万，主要由于定期存款到期利息收入下降；但是公司在将定期转入理财后，投资收益在 18H1 同增 77% 至 5875 万。

公司资产减值损失为 5479 万，同比下降 29.23%，其中存货跌价损失 4842 万同比下降 36%，表现出了良好的存货库龄情况。

公司 18H1 营业利润同增 17.3% 至 1.88 亿，营业利润率提升 0.38pct 至 12.87%，利润率保持稳定。归母净利润在 Q2 同比下滑主要由于部分业务公司主体亏损额未确认递延所得税资产导致 Q2 所得税率同增 13.6pct 至 29.5%。

表 1：七匹狼 2018H1 财务拆解（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
<b>营业总收入</b>	<b>806.91</b>	<b>475.10</b>	<b>773.14</b>	<b>1,029.74</b>	<b>919.06</b>	<b>540.26</b>
YOY	13.89%	9.08%	19.69%	21.21%	13.90%	13.72%
毛利率	34.18%	39.67%	41.62%	45.48%	34.23%	44.59%
销售费用率	11.41%	21.76%	14.10%	15.08%	12.93%	25.02%
管理费用率	7.02%	14.12%	7.70%	6.55%	7.04%	13.49%
财务费用	-8.07	-51.69	-16.20	29.85	-4.68	-6.89
<b>资产减值损失</b>	<b>49.56</b>	<b>27.87</b>	<b>78.94</b>	<b>141.03</b>	<b>39.49</b>	<b>15.30</b>
YOY	24.96%	-33.97%	-12.43%	34.11%	-20.32%	-45.10%
<b>投资净收益</b>	<b>10.21</b>	<b>22.98</b>	<b>9.20</b>	<b>62.33</b>	<b>16.83</b>	<b>41.92</b>
YOY	-35.17%	-30.11%	-76.96%	243.79%	64.84%	82.42%
<b>营业利润</b>	<b>89.91</b>	<b>70.15</b>	<b>101.24</b>	<b>132.87</b>	<b>111.66</b>	<b>76.09</b>
YOY	3.89%	91.41%	41.75%	23.76%	24.19%	8.47%
<b>利润总额</b>	<b>94.01</b>	<b>64.38</b>	<b>100.14</b>	<b>139.46</b>	<b>112.23</b>	<b>70.85</b>
YOY	0.57%	42.06%	14.75%	4.83%	19.38%	10.05%
<b>所得税率</b>	<b>23.09%</b>	<b>15.87%</b>	<b>21.02%</b>	<b>1.26%</b>	<b>23.61%</b>	<b>29.48%</b>
<b>净利润</b>	<b>72.29</b>	<b>54.17</b>	<b>79.09</b>	<b>137.70</b>	<b>85.73</b>	<b>49.97</b>
YOY	11.13%	33.00%	15.66%	33.11%	18.59%	-7.75%
净利率	8.96%	11.40%	10.23%	13.37%	9.33%	9.25%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>70.69</b>	<b>51.32</b>	<b>72.82</b>	<b>121.75</b>	<b>83.73</b>	<b>51.07</b>
YOY	9.80%	25.63%	14.44%	23.82%	18.45%	-0.49%

资料来源：wind，东吴证券研究所

### 3. 存货周转状况持续改善，现金流由于支付供应商款项增加有所下降

周转方面，公司存货周转提升，应收周转有所下降。期内公司存货周转速度继续提升，周转天数较去年同期减少 12 天。存货减值方面，18H1 新计提存货跌价准备占存货余额原值比重较上年同期下降明显（从 6.0% 下降至 3.7%），反映出良好的库存情况。另一方面，公司应收账款周转天数有所上升（由 27 天上升至 37 天），绝对值同比提升 48% 至 3.06 亿，主要由于销售增长，公司在信用额度内发货，形成较多应收账款。

经营性现金流方面，公司 Q2 经营性现金流-1.37 亿（去年同期-1 亿），其中经营性现金流出同比增长 20.3%，主要由于（1）18H1 支付较多前期使用票据结算供应商贷款的票据到期款（应付票据 18Q2 减少 1.46 亿）；（2）18H1 缴纳了较多期初未缴的增值税和所得税；（3）18H1 支付了较多的预付货款（预付款 18Q2 增长 1.04 亿）。

### 4. 盈利预测及投资建议

公司 18H1 线下延续去年下半年以来整体行业的增长，在自身渠道精细化管理、渠

道改进的情况下，主品牌库存逐渐合理同时门店数量有所拓展，获得了双位数的增长。另一方面，虽然线上整体行业增速有所下滑，但是公司主品牌线上增速依旧保持在双位数。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 11.30 亿元+其他流动资产 28.29 亿元+可供出售金融资产 4.55 亿元+投资性房地产 6.94 亿元+长期股权投资 5.87 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 3.50/4.20/4.67 亿元，同比增长 10.7%/19.9%/11.1%，对应当前市值 PE14/12/11 倍，同时市净率为 0.9 倍（低于 1），考虑到公司目前具备绝对价值，维持“增持”评级。

## 5. 风险提示：

终端销售不及预期，新品牌运营效果不及预期



## 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>

