

# 主品牌 Q2 线下表现稳健，低 PB 男装龙头 增持（维持）

2019 年 08 月 25 日

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

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,517	3,734	4,085	4,419
同比（%）	14.01%	6.16%	9.42%	8.17%
归母净利润（百万元）	346	354	389	420
同比（%）	9.38%	2.20%	9.88%	8.11%
每股收益（元/股）	0.46	0.47	0.51	0.56
P/E（倍）	13.0	12.7	11.6	10.7

## 投资要点

■ **事件：**公司公布中报，2019H1 收入增长 6.55%至 15.55 亿元，归母净利同降 8.42%至 1.23 亿元；具体到 Q2，收入同增 12.4%至 6.1 亿元，归母净利同降 38%至 3181 万元。

■ **七匹狼主品牌线下发展健康、线上有所下滑，针纺业务持续承压。**分拆 19H1 收入，其中七匹狼主品牌线下收入规模在 7 亿+，同比实现双位数增长，考虑 19Q1 线下为高单位数增长，Q2 较 Q1 增长有所加速；线上方面收入规模在 3 亿+，同比低个位数下滑，Q1、Q2 表现基本相似；针纺方面，渠道调整带来的影响继续，19H1 收入 3 亿+同比双位数下滑，Q2 较 Q1 下滑幅度有所扩大。

■ **财务数据方面：收入增长 Q2 环比 Q1 提速，销售费用上行致盈利承压。**

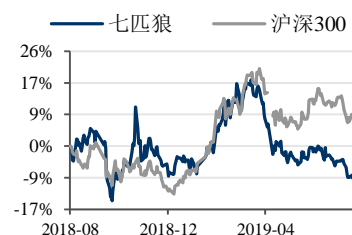
盈利方面，Q2 收入同增 12.4%至 6.1 亿元，环比 Q1 增速提升明显，与七匹狼主品牌线下增长加速有关；Q2 毛利率同比亦提升 3.2pp 至 47.8%，主要与毛利率更高的七匹狼主品牌业务销售占比、毛利率较低的针纺业务销售占比下降有关；费用率方面，Q2 销售费用率同比上升 5.4pp 至 30.4%，期内广告宣传费、服务咨询费、商场管理费同比上升幅度较大与 Karl Lagerfeld 品牌的启动有关，销售费用增长带动整体期间费用率上升 4.0pp 至 41.2%，加之资产减值损失规模较去年同期有所增加，致 Q2 营业利润同比下滑 54%至 3479 万元；与此同时，营业外支出同比减少、所得税率同比微降，由此归母净利降幅小于营业利润，同降 38%至 3181 万元。

周转和现金流方面，回款及存货消化健康，Q2 应收账款及票据同比下降 10%至 3.5 亿元，存货规模同比下降 2%至 8.0 亿元。经营性活动现金流为负，主要与 19H1 公司增加广告费及业务经营服务费带来的经营性投入较去年更多有关。

■ **盈利预测与投资评级：**2019 年公司仍将坚持稳扎稳打的发展方针，我们预计公司收入同增 19/20/21 年 6%/9%/8%至 37.3/40.9/44.2 亿元，归母净利同增 2.2%/9.9%/8.1%至 3.5/3.9/4.2 亿元，对应估值 13/12/11X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**零售承压、竞争加剧，单店收入下滑，展店不及预期

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	5.96
一年最低/最高价	5.50/7.84
市净率(倍)	0.77
流通 A 股市值(百万元)	4435.86

## 基础数据

每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	29.99
总股本(百万股)	755.67
流通 A 股(百万股)	744.27

## 相关研究

1、《七匹狼 (002029)：主品牌 19Q1 总体表现稳健，低 PB 男装龙头》2019-04-29

表：七匹狼单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
<b>利润表</b>						
营业收入	<b>919.06</b>	<b>540.25</b>	<b>893.78</b>	<b>1163.94</b>	<b>947.83</b>	<b>607.09</b>
YOY	13.90%	13.71%	15.60%	13.03%	3.13%	12.37%
毛利润	<b>314.6</b>	<b>240.86</b>	<b>364.35</b>	<b>578.3</b>	<b>347.42</b>	<b>290.09</b>
YOY	14.08%	27.80%	13.23%	23.47%	10.43%	20.44%
毛利率	34.23%	44.58%	40.77%	49.68%	36.65%	47.78%
营业税金及附加	7.43	4.99	5.92	7.97	7.94	5.81
期间费用	<b>178.8</b>	<b>201.19</b>	<b>211.06</b>	<b>291.82</b>	<b>220.3</b>	<b>250.05</b>
YOY	27.12%	69.37%	38.53%	15.54%	23.21%	24.29%
期间费用率	19.45%	37.24%	23.61%	25.07%	23.24%	41.19%
销售费用	<b>118.82</b>	<b>135.19</b>	<b>134.3</b>	<b>206.47</b>	<b>154.1</b>	<b>184.64</b>
销售费用率	12.93%	25.02%	15.03%	17.74%	16.26%	30.41%
管理费用	<b>55.91</b>	<b>60.83</b>	<b>65.47</b>	<b>84.77</b>	<b>65.17</b>	<b>67.83</b>
管理费用率	6.08%	11.26%	7.33%	7.28%	6.88%	11.17%
研发费用	<b>8.75</b>	<b>12.06</b>	<b>20.26</b>	<b>2.86</b>	<b>10.01</b>	<b>8.19</b>
研发费用率	0.95%	2.23%	2.27%	0.25%	1.06%	1.35%
财务费用	<b>-4.68</b>	<b>-6.89</b>	<b>-8.97</b>	<b>-2.28</b>	<b>-8.98</b>	<b>-10.61</b>
财务费用率	-0.51%	-1.28%	-1.00%	-0.20%	-0.95%	-1.75%
资产减值损失	39.49	15.30	105.26	159.35	31.93	32.73
其他收益	6.1	14.96	14.99	4.15	3.01	3.01
投资净收益	16.83	41.93	46.74	48.2	5.32	23.82
YOY	64.84%	82.46%	408.04%	-22.66%	-68.39%	-43.19%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	23.54	7.08
营业利润	<b>111.66</b>	<b>76.09</b>	<b>103.95</b>	<b>171.57</b>	<b>115.7</b>	<b>34.79</b>
YOY	24.19%	8.47%	2.68%	29.13%	3.62%	-54.28%
营业利润率	12.15%	14.08%	11.63%	14.74%	12.21%	5.73%
加：营业外收入	0.77	4.82	6.51	1.32	0.97	3.81
减：营业外支出	0.2	10.05	1.27	-0.55	0.19	1.67
利润总额	<b>112.23</b>	<b>70.85</b>	<b>109.18</b>	<b>173.43</b>	<b>116.49</b>	<b>36.93</b>
YOY	19.38%	10.05%	9.03%	24.36%	3.80%	-47.88%
减：所得税	26.5	20.89	26.31	27.45	22.16	9.61
所得税率	23.61%	29.48%	24.10%	15.83%	19.02%	26.02%
净利润	<b>85.73</b>	<b>49.97</b>	<b>82.87</b>	<b>145.98</b>	<b>94.33</b>	<b>27.32</b>
YOY	18.59%	-7.75%	4.78%	6.01%	10.03%	-45.33%
净利率	9.33%	9.25%	9.27%	12.54%	9.95%	4.50%
持续经营净利润	85.73	49.97	82.87	145.98	94.33	27.32
减：少数股东损益	2	-1.1	3.02	14.35	2.68	-4.49
归母净利润	<b>83.73</b>	<b>51.07</b>	<b>79.85</b>	<b>131.64</b>	<b>91.65</b>	<b>31.81</b>
YOY	18.45%	-0.47%	9.65%	8.12%	9.46%	-37.71%
<b>资产负债表</b>						
应收票据及应收账款	<b>537</b>	<b>382.3</b>	<b>512.2</b>	<b>522.49</b>	<b>470.63</b>	<b>345.62</b>
YOY	128.13%	38.15%	29.17%	13.54%	-12.36%	-9.59%

	应收票据	152.02	75.61	47.09	104	34.21	22.23
	应收账款	384.98	306.69	465.11	418.49	436.42	323.39
<b>存货</b>		<b>758.1</b>	<b>820.42</b>	<b>1187.44</b>	<b>964.94</b>	<b>835.6</b>	<b>803.06</b>
<b>YOY</b>		<b>-2.48%</b>	<b>11.69%</b>	<b>9.81%</b>	<b>11.96%</b>	<b>10.22%</b>	<b>-2.12%</b>

## 现金流量表

<b>经营性现金流量净额</b>	<b>23.4</b>	<b>-137.67</b>	<b>-65.03</b>	<b>483.9</b>	<b>70.59</b>	<b>-244.55</b>
/净利润	27.29%	-275.51%	-78.47%	331.48%	74.83%	-895.13%
投资性现金流量净额	-227.5	295.6	365.59	-1285.26	-323.96	113.09
筹资性现金流量净额	6.93	-258.72	-177.37	241.92	69.83	174.83
<b>现金及等价物净增加额</b>	<b>-197.8</b>	<b>-97.12</b>	<b>126.13</b>	<b>-565.32</b>	<b>-183.6</b>	<b>43.42</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

七匹狼三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5,826</b>	<b>5,877</b>	<b>6,294</b>	<b>6,430</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,517</b>	<b>3,734</b>	<b>4,085</b>	<b>4,419</b>
现金	1,422	1,282	1,351	1,480	减:营业成本	2,019	2,127	2,336	2,530
应收账款	418	411	497	508	营业税金及附加	26	37	41	44
存货	965	1,162	1,297	1,366	销售费用	595	631	690	751
其他流动资产	3,021	3,022	3,149	3,077	管理费用	264	300	323	350
<b>非流动资产</b>	<b>2,766</b>	<b>2,816</b>	<b>2,842</b>	<b>2,862</b>	财务费用	(23)	(22)	(25)	(36)
长期股权投资	580	580	580	580	加:投资净收益	154	169	186	186
固定资产	318	385	447	503	其他收益	326	361	392	411
无形资产	337	324	310	297	<b>营业利润</b>	<b>463</b>	<b>469</b>	<b>513</b>	<b>556</b>
其他非流动资产	1,530	1,527	1,505	1,482	加:营业外净收支	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>8,592</b>	<b>8,693</b>	<b>9,136</b>	<b>9,292</b>	<b>利润总额</b>	<b>466</b>	<b>471</b>	<b>515</b>	<b>558</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,719</b>	<b>2,609</b>	<b>2,765</b>	<b>2,599</b>	减:所得税费用	101	99	108	117
短期借款	555	400	400	200	少数股东损益	18	18	18	20
应付账款	557	507	606	599	<b>归属母公司净利润</b>	<b>346</b>	<b>354</b>	<b>389</b>	<b>420</b>
其他流动负债	1,608	1,702	1,759	1,799	EBIT	639	676	736	788
<b>非流动负债</b>	<b>70</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	EBITDA	852	872	938	995
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	70	16	12	12					
<b>负债合计</b>	<b>2,789</b>	<b>2,625</b>	<b>2,777</b>	<b>2,611</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	76	76	76	76	每股收益(元)	0.46	0.47	0.51	0.56
归属母公司股东权益	5,728	5,992	6,283	6,606	每股净资产(元)	7.58	7.93	8.31	8.74
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,592</b>	<b>8,693</b>	<b>9,136</b>	<b>9,292</b>	发行在外股份(百万股)	755.67	755.67	755.67	755.67
					ROIC(%)	10.05%	10.45%	10.89%	11.45%
					ROE(%)	6.43%	6.27%	6.55%	6.76%
					毛利率(%)	42.60%	43.03%	42.82%	42.75%
					销售净利率(%)	10.37%	9.97%	9.97%	9.97%
					资产负债率(%)	32.46%	30.20%	30.40%	28.10%
					收入增长率(%)	14.01%	6.16%	9.42%	8.17%
					净利润增长率(%)	9.38%	2.20%	9.88%	8.11%
					P/E	13.0	12.7	11.6	10.7
					P/B	0.8	0.8	0.7	0.7
					EV/EBITDA	4.3	4.2	3.8	3.2
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	305	550	744	812					
投资活动现金流	(852)	(423)	(377)	(361)					
筹资活动现金流	(187)	(268)	(298)	(322)					
现金净增加额	(734)	(140)	70	128					
折旧和摊销	119	399	431	450					
资本开支	121	100	101	101					
营运资本变动	(200)	(207)	(59)	(42)					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>