

2021 年报点评：自主品牌表现平稳，KL 扭亏为盈 中性（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,514	3,768	4,057	4,387
同比	5.52	7.21	7.67	8.15
归属母公司净利润（百万元）	231	249	274	301
同比	10.65	7.78	9.76	10.01
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.31	0.33	0.36	0.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.37	17.04	15.53	14.11

投资要点

- 中国男装品牌领先企业。**成立于 1990 年，主营七匹狼品牌男装及针纺业务，主品定位时尚商务休闲（价格带 499-2599 元）、茄克产品位居 2020 年同类产品市占率第一，2017 年收购国际轻奢品牌 Karl Lagerfeld（KL，价格带 2590-15990 元、主要布局 1-2 线城市），目前持有其 80.1% 股权。2021 年公司实现营收 35.1 亿元/yoY+5.5%/较 2019 年-3.0%，归母净利润 2.3 亿元/yoY+10.7%/较 2019 年-33.4%，尚未恢复至疫情前水平。分季度看，2021Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比+40.1%/-11.6%/+2.6%/-2.2%、较 2019 年分别-1.5%/+0.2%/-8.8%/-1.2%，归母净利润分别同比+253.5%/-72.6%/-83.4%/-4.4%、较 2019 年分别+2582.4%/+92.5%/+1161.4%/-132.9%，2021 年中疫情对 Q3/Q4 收入端复苏形成拖累，净利端受非经常性损益影响波动较大（主要为持有的理财产品和股票价格波动引起）。
- 线下渠道店效提升，KL 增长势头较好。**1) 分品牌看，2021 年自主品牌七匹狼/KL 收入分别同比+1.6%/+107.3%，占服装业务收入比重分别为 91.7%/8.3%。2021 年通过和优秀设计师合作、完善供应链、丰富产品结构、优化渠道等，使得 KL 品牌收入大幅增长并扭亏为盈、净利润 1120 万元（2019/2020 年分别亏损 3248/2218 万元），随着公司进一步积累新品牌运作经验，KL 品牌有望成为新的利润增长驱动因素。
2) 分渠道看，2021 年线上/直营/加盟收入分别同比-1.3%/+1.4%/+15%，分别占总收入的 40.8%/19.5%/31.5%。由于线上渠道费用较高，2021 年公司合理控制流量投放费用、线上毛利率回升 3.9pct 至 42.5%、收入受此影响略有下滑。截至 2021 年末直营/加盟门店分别 897 家（较 2020 年末净减少 12 家/yoY-1.3%），979 家（-24 家/yoY-2.4%），疫情后公司积极布局数字化门店、推出七匹狼精品俱乐部形象店、提供改衣定制、衣物护理等配套服务，促进店效有效改善、从而带动线下收入提升。
- 全渠道毛利率回升，非经常性损益波动较大。**1) 毛利率：2021 年毛利率同比+3.5pct 至 46.2%，其中线上/直营/加盟分别同比+3.9pct/4.6pct/3.9pct，主因 2020 年产品折扣率较低、2021 年有所回升（平均折扣率约 7 折）。2) 费用率：2021 年期间费用率同比-0.5pct 至 30.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.7%/+0.5%/+0.5%-0.8pct，由于减少线上投放、线下净关店，2021 年广告宣传、店铺装修及租赁费用下滑，带动销售费用率降低。3) 非经常性损益：①2021 年公允价值变动-2357 万元（2020 年为+7114 万元），主因公司持有理财产品及股票价格变动，②资产减值 3.4 亿元（2020 年为 3.2 亿元），公司执行较为严格的存货跌价计提政策，计提金额较大、次年根据库存情况冲回、综合看对净利影响相对较小。4) 净利率：综合毛利率、费用、非经常性损益变动，2021 年归母净利率同比+0.3pct 至 6.6%。5) 存货：2021 年存货 10.22 亿元/yoY+1.4%，服装存货周转天数+1 天至 193 天，其中 1 年以内/1-3 年/3 年以上存货分别同比-14.8%/21.5%/21.1%，占比分别为 33.5%/39.6%/26.9%，主要为 2020 年疫情影响销售形成的库存积压。6) 现金流：2021 年经营活动现金流量净额 5.4 亿元/yoY-6.2%。公司现金充沛、账上现金 15.8 亿元/yoY+21.6%。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内领先男装品牌，2020 年受疫情影响业绩下滑（收入、净利分别-8%、-40%），2021 年呈现复苏、但尚未完全恢复至疫情前水平，2017 年收购的 KL 品牌经过调整实现盈利。2022 年 4 月公司发布股票期权激励计划，激励对象为董事、高管、中级管理及核心技术人员共计 40 人，考核目标分别为税前经营利润 2023 年较 2021 年增长不低于 10%，2024/2025 年同比增长不低于 10%。考虑疫情影响，我们预计 2022-2024 年归母净利同比增长 7.8%/9.8%/10.0%，EPS 为 0.33/0.36/0.40 元/股，对应 PE17/16/14X，估值较高，首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示：**疫情反复影响消费、持有的理财产品和股票价格波动影响业绩。

2022 年 04 月 06 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.62
一年最低/最高价	5.03/7.12
市净率(倍)	0.71
流通 A 股市值(百万元)	4,067.21
总市值(百万元)	4,246.87

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.95
资产负债率(% ,LF)	41.04
总股本(百万股)	755.67
流通 A 股(百万股)	723.70

七匹狼三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,040	5,659	6,324	7,052	营业总收入	3,514	3,768	4,057	4,387
货币资金及交易性金融资产	1,875	2,402	3,017	3,689	营业成本(含金融类)	1,892	2,040	2,201	2,389
经营性应收款项	417	439	462	488	税金及附加	32	34	37	39
存货	1,022	1,090	1,116	1,145	销售费用	755	810	872	943
合同资产	0	0	0	0	管理费用	255	275	296	320
其他流动资产	1,727	1,728	1,729	1,730	研发费用	78	83	93	101
非流动资产	5,351	5,519	5,680	5,836	财务费用	-108	-87	-79	-70
长期股权投资	540	540	540	540	加:其他收益	25	27	29	31
固定资产及使用权资产	424	555	680	799	投资净收益	31	34	32	35
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	-24	-5	0	0
无形资产	355	365	375	385	减值损失	-324	-330	-330	-330
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	161	161	161	161	营业利润	318	338	368	401
其他非流动资产	3,872	3,898	3,925	3,952	营业外净收支	11	10	10	10
资产总计	10,391	11,177	12,005	12,888	利润总额	329	348	378	411
流动负债	4,172	4,340	4,524	4,736	减:所得税	56	59	64	70
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,876	1,876	1,876	1,876	净利润	273	289	314	341
经营性应付款项	1,356	1,461	1,577	1,711	减:少数股东损益	42	40	40	40
合同负债	338	364	393	427	归属母公司净利润	231	249	274	301
其他流动负债	603	638	677	722					
非流动负债	91	91	91	91	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.33	0.36	0.40
长期借款	0	0	0	0	EBIT	203	526	557	595
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	465	805	842	886
租赁负债	51	51	51	51					
其他非流动负债	41	41	41	41					
负债合计	4,264	4,431	4,615	4,828	毛利率(%)	46.17	45.87	45.73	45.56
归属母公司股东权益	6,006	6,586	7,189	7,820	归母净利率(%)	6.58	6.61	6.74	6.86
少数股东权益	120	160	200	240					
所有者权益合计	6,127	6,746	7,389	8,060	收入增长率(%)	5.52	7.21	7.67	8.15
负债和股东权益	10,391	11,177	12,005	12,888	归母净利润增长率(%)	10.65	7.78	9.76	10.01

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	545	992	1,077	1,130	每股净资产(元)	7.95	8.72	9.51	10.35
投资活动现金流	-968	-503	-504	-502	最新发行在外股份(百万股)	756	756	756	756
筹资活动现金流	595	-57	-57	-57	ROIC(%)	2.25	5.22	5.14	5.12
现金净增加额	171	432	516	571	ROE-摊薄(%)	3.85	3.78	3.80	3.85
折旧和摊销	262	279	285	291	资产负债率(%)	41.04	39.65	38.44	37.46
资本开支	-110	-210	-210	-210	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.37	17.04	15.53	14.11
营运资本变动	-78	41	96	112	P/B(现价)	0.71	0.64	0.59	0.54

数据来源:Wind,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>