

19年业绩小幅增长，20Q1受疫情影响承压

——七匹狼 (002029.SZ) 2019年报及2020年一季度报点评

公司简报

增持 (维持)

当前价：4.91元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

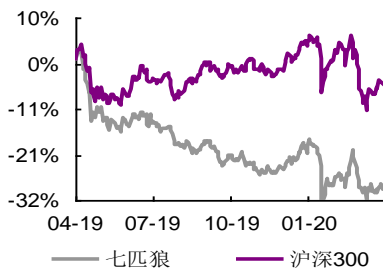
总股本(亿股)：7.56

总市值(亿元)：37.10

一年最低/最高(元)：4.87/7.12

近3月换手率：56.65%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.96	-9.07	-29.42
绝对	-8.21	-12.94	-30.45

资料来源：Wind

相关研报

Q3收入增速放缓，费用及非主营因素拖累利润下滑——七匹狼 (002029.SZ)

2019年三季度报点评

..... 2019-10-29

品牌男装线下业务促Q2收入改善，费用端承压——七匹狼 (002029.SZ)

2019年中报点评

..... 2019-08-26

◆19年业绩小幅增长，20Q1受疫情影响现亏损

公司2019年实现收入36.23亿元、同比增3.02%基本符合预期，归母净利润3.47亿元、同比增0.29%，扣非归母净利润2.25亿元、同比增9.24%，EPS0.46元略好于预期，拟每股派息0.10元(含税)。归母净利润增速低于收入主要为费用率提升、资产减值损失增加影响。

分单季度来看，19Q1~20Q1收入同比增速分别为3.13%、12.37%、3.32%、-1.64%、-29.70%，归母净利润分别同比+9.45%、-37.72%、-6.61%、+13.41%、亏损4205万元。19Q4归母净利润回升主要受益于少数股东收益减少、其他收益增加，20Q1亏损主要为疫情影响销售下滑同时费用较刚性，另外公允价值变动损失和计提资产减值损失增加也有拖累。

◆19年七匹狼品牌男装线下增长相对突出，针纺、电商为下滑

分业务来看，19年服装主业实现收入34.64亿元、同比增2.46%，信息技术及服务业收入2856万元、同比增67.74%，其他1.31亿元、同比增9.53%。

服装主业拆分来看：1)七匹狼品牌男装方面2019年合计收入估计在23亿多，其中线上收入同比下滑11%左右、线下增20%左右，线下收入增长一方面为净开店、同店均有贡献，另一方面为公司整合部分加盟商(类似加盟转直营)、对总体收入贡献提升。2)针纺业务收入10亿左右、同比下滑5%左右(主要为线下业务下滑)。3)小品牌方面，Karl Lagerfeld收入8269万元、亏损3248万元，16N体量较小，收入5000万左右、处于培育期亦为亏损。

门店数量方面，2019年末总门店数估计在2100多家，七匹狼品牌占主导、19年净增100家左右，KL品牌19年开店15家，16N为净关店。

20Q1受疫情影响，估计各项业务均为下滑。

◆毛利率19年提升、20Q1下降，费用率持续提升，计提增加

毛利率：19年同比提升4.30PCT至46.89%，主要为业务结构变化、高毛利率的品牌男装业务占比提升，部分经销业务收归直营，另外增值税率下调也有贡献。19Q1~20Q1单季度毛利率分别为36.65%(+2.42PCT)、47.78%(+3.20PCT)、49.99%(+9.23PCT)、52.40%(+2.72PCT)、33.54%(-3.11PCT)。

费用率：期间费用率19年同比提升4.31PCT至29.41%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为21.23%(+4.32PCT)、7.72%(+0.21PCT)、1.52%(+0.19PCT)、-1.07%(-0.42PCT)。其中销售费用率提升主要为广告宣传费、工资薪金、平台服务费、终端管理费用增加所致。

19Q1~20Q1期间费用率分别同比提升3.79、3.95、5.19、3.69、4.95PCT，其中主要为销售费用率提升。

其他财务指标: 1) 存货 19 年末较 19 年初增加 7%至 10.32 亿元, 存货周转率为 1.93、较 18 年的 2.21 有所放缓。19 年末存货跌价准备 5.08 亿元、公司存货跌价准备/存货总额比例近年来持续下降, 自 16 年末的 57%逐步下降至 19 年末的 49%。

20Q1 存货较年初减少 11.14%至 9.17 亿元、同比增加 9.79%, 周转率同比放缓。

2) 应收账款 19 年末较 19 年初减少 1.51%至 4.12 亿元。应收账款周转率为 8.72, 较 18 年的 9.94 有所放缓。

20Q1 应收账款较年初增加 2.91%、同比减少 2.81%, 周转率同比放缓。

3) 资产减值损失+信用减值损失 19 年同比增 9.78%至 3.51 亿元, 净增 3124 万元, 主要为存货跌价损失增加(其中存货跌价损失 3.34 亿元); 20Q1 同比增 82.80%增幅较大。

4) 投资收益+公允价值变动收益 19 年同比减少 7.68%至 1.42 亿元, 净减少 1181 万元; 20Q1 同比净减少 5018 万元至-2132 万元、减少 173.87%, 主要为公司投资的部分股票公允价值变动导致损失。

5) 其他收益 19 年同比降 39.38%至 2437 万元, 净减少 1583 万元; 20Q1 同比减少 51.50%至 146 万元。

6) 经营活动净现金流 19 年同比增 7.54%至 3.28 亿元, 其中销售商品获得现金同比增 2.04%略低于收入增速, 采购商品支付现金同比降 3.51%。

20Q1 经营净现金流同比减少 108.66%至-611 万元, 其中销售商品获得现金同比减少 24.12%, 采购商品支付现金同比降 11.21%。

◆疫情影响短期业绩, 关注终端零售恢复进展、现金实力较强

我们认为: 1) 从发展历史来看, 近年来公司品牌男装业务呈现逐步复苏, 品牌、产品和渠道等改革初现成效。但 20 年叠加疫情影响, 一方面短期客流承压、未来经济和消费者收入预期暂不明朗, 需求端预计短期表现低迷, 对公司业绩带来不利影响, 需关注疫情结束和宏观经济好转的拐点。2) 公司 19 年费用率提升幅度较大, 关注后续费用管控措施和效果。3) 现金较为充裕, 19 年末账上货币资金+交易性金融资产 33.70 亿元, 抗风险能力相对较强。

考虑到短期疫情影响下宏观经济和终端零售的恢复仍存不确定性, 线上及针纺业务增长存压力, 费用和资产减值损失仍存压力, 我们下调 20~21 年、新增 22 年 EPS 为 0.31、0.46、0.52 元, 对应 20 年 PE16 倍, PB0.6 倍, 维持“增持”评级。

◆风险提示: 疫情影响超预期致终端消费疲软、费用等投入超预期、电商和针纺业务增长不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,517	3,623	3,394	3,670	3,874
营业收入增长率	14.01%	3.02%	-6.33%	8.14%	5.55%
净利润 (百万元)	346	347	231	345	394
净利润增长率	9.38%	0.29%	-33.48%	49.44%	14.25%
EPS (元)	0.46	0.46	0.31	0.46	0.52
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.05%	5.79%	3.75%	5.35%	5.82%
P/E	11	11	16	11	9
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 4 月 28 日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,517	3,623	3,394	3,670	3,874
营业成本	2,019	1,924	1,866	1,950	2,045
折旧和摊销	97	99	104	114	125
税金及附加	26	28	27	29	31
销售费用	595	769	723	771	814
管理费用	264	280	265	283	298
研发费用	47	55	52	56	59
财务费用	-23	-39	5	15	-2
投资收益	154	111	100	100	100
营业利润	463	421	286	427	488
利润总额	466	431	295	436	497
所得税	101	78	56	83	94
净利润	365	353	239	353	402
少数股东损益	18	6	8	8	8
归属母公司净利润	346	347	231	345	394
EPS(按最新股本计)	0.46	0.46	0.31	0.46	0.52

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	305	328	525	668	719
净利润	346	347	231	345	394
折旧摊销	97	99	104	114	125
净营运资金增加	58	-2,389	-346	-203	-233
其他	-197	2,271	536	412	432
投资活动产生现金流	-852	-665	-100	-125	-100
净资本支出	-121	-136	-150	-150	-150
长期投资变化	580	539	0	0	0
其他资产变化	-1,310	-1,068	50	25	50
融资活动现金流	-187	307	-474	-460	-306
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-246	474	-394	-397	-237
无息负债变化	-21	-89	20	92	89
净现金流	-734	-31	-50	83	313

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	42.6%	46.9%	45.0%	46.9%	47.2%
EBITDA 率	14.2%	31.8%	26.2%	27.3%	27.1%
EBIT 率	8.2%	25.5%	23.1%	24.2%	23.9%
税前净利润率	13.2%	11.9%	8.7%	11.9%	12.8%
归母净利润率	9.8%	9.6%	6.8%	9.4%	10.2%
ROA	4.2%	3.8%	2.6%	3.9%	4.4%
ROE (摊薄)	6.0%	5.8%	3.8%	5.4%	5.8%
经营性 ROIC	5.3%	23.4%	21.3%	25.1%	27.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	32%	34%	31%	28%	25%
流动比率	2.14	1.70	1.82	2.01	2.19
速动比率	1.79	1.37	1.53	1.77	2.03
归母权益/有息债务	10.33	5.83	9.70	27.18	-
有形资产/有息债务	14.19	8.19	12.87	34.24	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	8,592	9,231	9,021	9,021	9,205
货币资金	1,422	1,068	1,018	1,101	1,415
交易性金融资产	0	2,302	2,302	2,302	2,302
应收账款	418	412	421	425	414
应收票据	104	44	41	44	46
其他应收款 (合计)	37	22	14	29	31
存货	965	1,032	778	560	360
其他流动资产	2,825	112	112	112	112
流动资产合计	5,826	5,244	4,938	4,827	4,936
其他权益工具	0	409	409	409	409
长期股权投资	580	539	539	539	539
固定资产	318	323	267	217	168
在建工程	0	5	56	94	123
无形资产	337	365	407	449	489
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1,279	1,279	1,279	1,279
非流动资产合计	2,766	3,987	4,083	4,194	4,269
总负债	2,789	3,174	2,800	2,495	2,347
短期借款	555	1,029	634	237	0
应付账款	557	588	578	604	634
应付票据	711	569	560	585	613
预收账款	412	395	373	404	426
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,719	3,084	2,711	2,406	2,258
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	66	66	66	66
非流动负债合计	70	89	89	89	89
股东权益	5,803	6,057	6,221	6,526	6,858
股本	756	756	756	756	756
公积金	2,563	2,639	2,639	2,639	2,639
未分配利润	2,381	2,611	2,767	3,064	3,388
归属母公司权益	5,728	5,998	6,154	6,451	6,775
少数股东权益	76	59	67	75	83

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	16.91%	21.23%	21.30%	21.00%	21.00%
管理费用率	7.51%	7.72%	7.80%	7.70%	7.70%
财务费用率	-0.65%	-1.07%	0.14%	0.41%	-0.06%
研发费用率	1.33%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%
所得税率	22%	18%	19%	19%	19%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.06	0.09	0.11
每股经营现金流	0.40	0.43	0.69	0.88	0.95
每股净资产	7.58	7.94	8.14	8.54	8.97
每股销售收入	4.65	4.79	4.49	4.86	5.13

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	11	11	16	11	9
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.1	1.4	1.1	0.6	0.1
股息率	2.0%	2.0%	1.3%	1.9%	2.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼