

# 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

公司简报

### 增持 (下调)

当前价：5.86 元

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：7.56

总市值(亿元)：44.28

一年最低/最高(元)：5.50/7.84

近3月换手率：24.85%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.62	-11.37	-22.55
绝对	-6.83	-6.59	-9.30

资料来源：Wind

### 相关研报

品牌男装有所好转，现金充足助力业绩持续增长——七匹狼 (002029.SZ) 2018 年年报&2019 年一季报点评

..... 2019-04-24

Q3 业绩增速略提升，男装主业好转趋势持续——七匹狼 (002029.SZ) 2018 年三季报点评

..... 2018-11-01

### ◆Q2 收入增速回升、净利润下滑幅度较大

公司 2019 年上半年实现收入 15.55 亿元、同比增 6.55%，归母净利润 1.23 亿元、同比降 8.42%，扣非归母净利润 6814 万元、同比降 15.33%，EPS0.16 元。收入增长背景下归母净利润同比下滑主要为费用率提升、政府补助减少及资产减值损失增加影响。

分单季度来看，19Q1~Q2 收入同比增速分别为 3.13%、12.37%，Q2 收入增速回归至双位数。其中 Q1 增速放缓主要为行业性零售疲软和高基数影响，Q2 收入有所回升、主要为高基数效应减弱。19Q1~Q2 归母净利润分别同比 +9.45%、-37.72%，二季度净利润下滑幅度较大主要为资产减值损失增加及投资收益减少等影响。

### ◆收入分析：品牌男装线下业务贡献主要增长，电商和针纺业务同比下滑

分业务来看，2019H1 服装主业实现收入 14.81 亿元、同比增 5.01%；信息技术及服务业务收入 1029 万元、同比增 152.66%；其他 6357 万元、同比增 41.56%。

服装主业拆分来看，七匹狼品牌男装线下业务贡献主要增长。1) 品牌男装方面，2019 年上半年合计销售 10 亿+、同比增长高个位数，相比于 2018 年的增速 20% 左右有所放缓。其中，线下销售 7 亿+、同比增长双位数，估计 19Q2 在高基数影响减弱背景下增速高于 Q1，与 2018 年全年的高双位数增长基本相当；线上销售 3 亿+、同比下滑低个位数，较 2018 年 25% 左右增速转弱。渠道方面，估计总店数较年初变化不大。

2) 针纺方面销售 3 亿+，同比下滑双位数，延续 2018 年全年低个位数下滑趋势、且幅度有所扩大。

### ◆费用率提升超过毛利率，现金流净流出扩大

毛利率：19H1 同比提升 2.94PCT 至 41.00%，主要为业务结构变化、高毛利率的品牌男装业务占比提升，另外增值税率下调、公司也有一定受益。19Q1~Q2 单季度毛利率分别为 36.65% (+2.42PCT)、47.78% (+3.20PCT)。

费用率：上半年同比提升 3.57PCT 至 25.10%，其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 21.78% (+4.38PCT)、9.72% (+0.30PCT)、-1.26% (-0.47PCT)。其中销售费用率提升主要为广告宣传费、平台服务费、终端管理费用增加所致。

19Q1~Q2 期间费用率分别同比提升 3.79PCT、3.95PCT。

其他财务指标：1) 19 年 6 月末存货较年初下降 16.78% 至 8.03 亿元、较上年同期下降 2.12%，存货周转率为 1.04、较 18H1 的 1.07 基本持平。

存货计提方面，19年6月末跌价准备计提比例为39.26%、较年初上升5.18PCT。19H1公司新计提存货跌价准备6465万元、转回/转销4452万元。

2) 应收账款较年初下降22.72%至3.23亿元、较上年同期增加5.45%。应收账款周转率为4.19，较18H1的4.90略有放缓。

3) 资产减值损失19H1同比增18%至6465万元，主要为存货跌价损失增加。

4) 投资收益+公允价值变动收益与上年同期变化不大。

5) 经营活动净现金流净流出同比扩大52.23%至1.74亿元，主要为广告费、业务经营服务费等投入增加。其中，销售商品获得现金同比增6.36%至17.85亿元，与收入增幅相当；购买商品、接受劳务支付现金同比增5.58%。

#### ◆短期零售疲软背景下费用端承压，资金仍较充足

我们认为：1) 公司品牌男装业务2017年结束前期调整、弱复苏，2018年增长提速。短期业绩来看，19H1品牌男装线下业务继续健康成长（其中Q1较弱、Q2环比改善），但线上业务及针纺业务增长存在压力。结合销售费用中广告宣传费、平台服务费、终端费用增加较多，行业性零售疲软背景下公司经营难度有所加大，仍需关注零售环境变化和费用情况。2) 公司现金仍较为充裕，19年6月末账上货币资金18.84亿元+交易性金融资产22.93亿元。

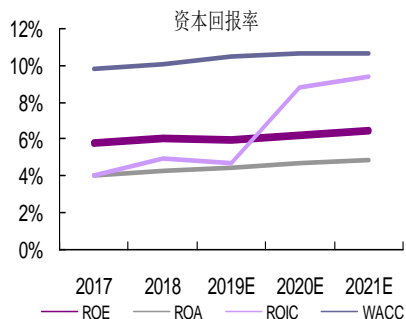
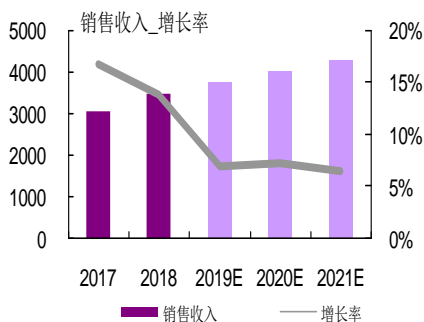
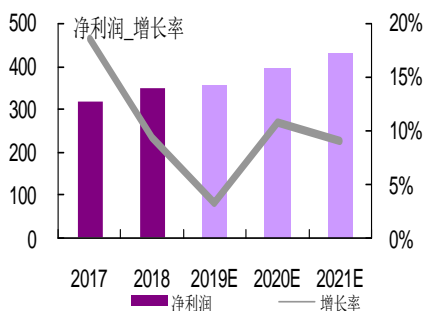
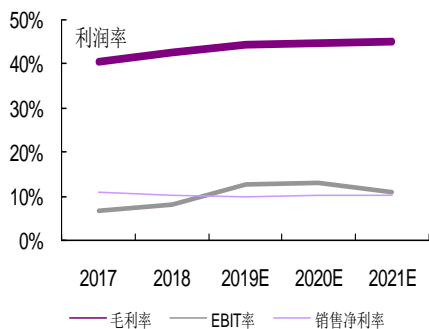
考虑到上半年费用等增加致业绩低于预期、线上及针纺业务增长存压力，我们下调19~21年EPS为0.47、0.52、0.57元，对应19年PE12倍、PB0.7倍，下调至“增持”评级。

◆风险提示：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、新品牌培育不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,085	3,517	3,764	4,039	4,303
营业收入增长率	16.87%	14.01%	7.02%	7.30%	6.55%
净利润(百万元)	317	346	358	396	432
净利润增长率	18.48%	9.38%	3.33%	10.70%	8.99%
EPS(元)	0.42	0.46	0.47	0.52	0.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.81%	6.05%	5.95%	6.26%	6.46%
P/E	14	13	12	11	10
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月26日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,085</b>	<b>3,517</b>	<b>3,764</b>	<b>4,039</b>	<b>4,303</b>
营业成本	1,830	2,019	2,096	2,234	2,366
折旧和摊销	185	213	161	127	106
营业税费	33	26	38	40	43
销售费用	460	595	715	771	831
管理费用	251	264	346	404	439
财务费用	-46	-23	-17	-12	-13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	105	154	161	169	178
<b>营业利润</b>	<b>394</b>	<b>463</b>	<b>465</b>	<b>516</b>	<b>563</b>
<b>利润总额</b>	<b>398</b>	<b>466</b>	<b>504</b>	<b>555</b>	<b>602</b>
少数股东损益	27	18	20	20	20
<b>归属母公司净利润</b>	<b>317</b>	<b>346</b>	<b>358</b>	<b>396</b>	<b>432</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>8,583</b>	<b>8,592</b>	<b>8,527</b>	<b>8,857</b>	<b>9,334</b>
流动资产	5,903	5,826	5,874	6,478	7,218
货币资金	1,379	1,422	1,506	2,006	2,644
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	289	418	407	436	465
应收票据	171	104	226	242	258
其他应收款	17	37	56	61	65
存货	862	965	786	838	887
可供出售投资	455	450	450	450	450
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	443	580	580	380	180
固定资产	362	318	310	299	286
无形资产	332	337	225	150	100
<b>总负债</b>	<b>3,055</b>	<b>2,789</b>	<b>2,422</b>	<b>2,411</b>	<b>2,519</b>
无息负债	2,255	2,234	2,265	2,411	2,519
有息负债	800	555	156	0	0
<b>股东权益</b>	<b>5,528</b>	<b>5,803</b>	<b>6,106</b>	<b>6,446</b>	<b>6,815</b>
股本	756	756	756	756	756
公积金	2,512	2,563	2,563	2,563	2,563
未分配利润	2,158	2,381	2,664	2,984	3,333
少数股东权益	76	76	96	116	136

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>651</b>	<b>305</b>	<b>447</b>	<b>593</b>	<b>577</b>
净利润	317	346	358	396	432
折旧摊销	185	213	161	127	106
净营运资金增加	592	101	24	69	99
其他	-443	-356	-96	2	-59
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,026</b>	<b>-852</b>	<b>93</b>	<b>127</b>	<b>131</b>
净资本支出	-136	-121	-43	-50	-50
长期投资变化	443	580	0	0	0
其他资产变化	-1,333	-1,310	136	177	181
<b>融资活动现金流</b>	<b>245</b>	<b>-187</b>	<b>-456</b>	<b>-220</b>	<b>-70</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-8	-246	-398	-156	0
无息负债变化	399	-21	31	145	109
<b>净现金流</b>	<b>-130</b>	<b>-734</b>	<b>83</b>	<b>500</b>	<b>638</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	16.87%	14.01%	7.02%	7.30%	6.55%
净利润增长率	18.48%	9.38%	3.33%	10.70%	8.99%
EBITDA 增长率	12.99%	26.84%	27.92%	2.18%	-12.56%
EBIT 增长率	32.43%	37.18%	65.67%	9.90%	-11.54%
<b>估值指标</b>					
PE	14	13	12	11	10
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	9	7	5	4	4
EV/EBIT	17	12	6	5	5
EV/NOPLAT	20	15	14	7	6
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	40.66%	42.60%	44.30%	44.69%	45.03%
EBITDA 率	12.94%	14.39%	17.20%	16.38%	13.44%
EBIT 率	6.93%	8.34%	12.92%	13.23%	10.98%
税前净利润率	12.90%	13.24%	13.38%	13.74%	14.00%
税后净利润率 (归属母公司)	10.26%	9.85%	9.51%	9.81%	10.03%
ROA	4.00%	4.24%	4.43%	4.70%	4.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.81%	6.05%	5.95%	6.26%	6.46%
经营性 ROIC	4.04%	4.97%	4.75%	8.87%	9.43%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.96	2.14	2.49	2.76	2.94
速动比率	1.67	1.79	2.16	2.40	2.58
归属母公司权益/有息债务	6.82	10.33	38.42	-	-
有形资产/有息债务	9.86	14.19	50.77	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.42	0.46	0.47	0.52	0.57
每股红利	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12
每股经营现金流	0.86	0.40	0.59	0.79	0.76
每股自由现金流(FCFF)	-0.48	0.32	0.78	0.61	0.58
每股净资产	7.21	7.58	7.95	8.38	8.84
每股销售收入	4.08	4.65	4.98	5.34	5.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 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的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 2019 版权所有。

## 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