



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 受益费用及资产减值下降 业绩超预期

——七匹狼（002029）三季度财报点评

2011年10月22日

推荐/首次

七匹狼

财报点评

谭可  
纺织服装行业分析师  
010-6655 4011

执业证书编号：S1480510120013

### 事件：

公司10月22日公布2011年3季报，公司2011年1-3季度实现主营业务收入209,989.65万元，同比增长33.08%；实现归属母公司净利润28,887.34万元，同比增长59.82%；实现EPS1.02元。

### 公司分季度财务指标

| 指标         | 10Q1   | 10Q2   | 10Q3   | 10Q4   | 11Q1   | 11Q2   | 11Q3   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 581.16 | 392.44 | 604.31 | 619.85 | 749.53 | 444.52 | 905.85 |
| 增长率（%）     | 18.29  | 1.04   | 4.86   | 16.68  | 28.97  | 13.27  | 49.90  |
| 毛利率（%）     | 40.87  | 41.99  | 40.38  | 43.22  | 40.63  | 39.06  | 42.16  |
| 期间费用率（%）   | 14.70  | 29.27  | 21.03  | 23.90  | 16.39  | 31.12  | 17.27  |
| 营业利润率（%）   | 20.74  | 12.44  | 10.95  | 18.04  | 19.77  | 15.71  | 15.53  |
| 净利润（百万元）   | 94.83  | 30.33  | 58.24  | 105.71 | 126.10 | 47.23  | 115.61 |
| 增长率（%）     | 37.24  | -0.95  | 34.09  | 42.80  | 32.98  | 55.75  | 98.53  |
| 每股盈利（季度，元） | 0.33   | 0.11   | 0.20   | 0.36   | 0.45   | 0.17   | 0.40   |
| 资产负债率（%）   | 33.36  | 27.48  | 34.44  | 31.66  | 29.72  | 30.27  | 36.85  |
| 净资产收益率（%）  | 6.21   | 2.02   | 3.74   | 6.35   | 7.02   | 2.64   | 6.05   |
| 总资产收益率（%）  | 4.14   | 1.47   | 2.45   | 4.34   | 4.94   | 1.84   | 3.82   |

### 评论：

#### 积极因素：

- **业绩超预期。**得益于提前发货，公司2011年前三季度营业收入增长33.08%，第三季度单季同比增长49.90%，快于上半年增速。1-3季度，净利润大幅增长59.82%，快于收入增速，主要得益费用率和资产减值损失的下降。前三季度，公司三项销售率下降0.86个百分点至19.89%，其中销售费用率下降1.36个百分点，管理费用微降0.02个百分点，财务费用升0.52个百分点，资产减值损失占收入比重同比下降1.21个百分点至3.17%。

#### 消极因素：

- **应收账款和存货环比增速较快。**由于公司给经销商信用额度有所增长，公司2011年3季末的应收账款环比增长较快，增幅达93.77%。由于冬季商品入库待发较多，3季末存货环比增长71.5%。

### 业务展望:

公司“批发”转“零售”的战略进展取决于与代理商之间的博弈。从目前进展来看，这一核心战略的推进仍有不小的难度，公司的“零售”推进主要以自有资金加开直营店的方式进行。但同时公司作为运营多年的全国性领先品牌对于代理商也还有讨价还价的余地，我们相信公司与代理商双方最终目标都是盈利，最后的进展结果应该是相互让步妥协之后达成的双赢成果。公司未来以代理商为主的渠道模式不会改变，只会在结构进行渐变的调整，真正平衡公司的短期财务指标和长期战略目标。

### 盈利预测

预计公司 2011-2013 年净利润分别为 3.86、4.95 和 6.30 亿元，同比增长 36.49%、28.06%和 27.28%，对应的 EPS 分别为 1.00、1.52 和 2.14 元，同比分别增长 1.37、1.75 和 2.23 元。

### 投资建议:

公司在品牌经营等实体运营中态度进取，且多年来业绩始终有保障也让公司在资本市场积攒了较好的口碑。公司计划增发也给市场业绩有保障的较强预期。

根据对公司盈利预测，2011-2013年动态PE分别为 ， ，从公司历年的经营成效、业绩表现来看，公司始终表现稳健，在市场环境复杂的大背景下，公司作为强势的防御品种，我们给予“推荐”评级。

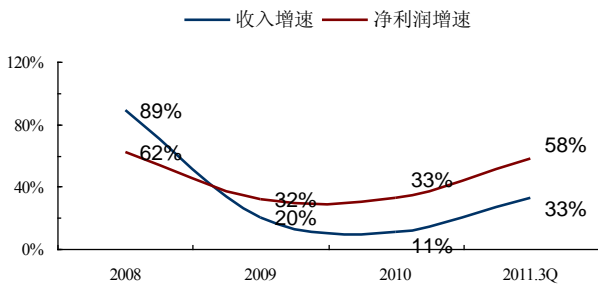
### 风险提示:

扁平化进展低于预期。

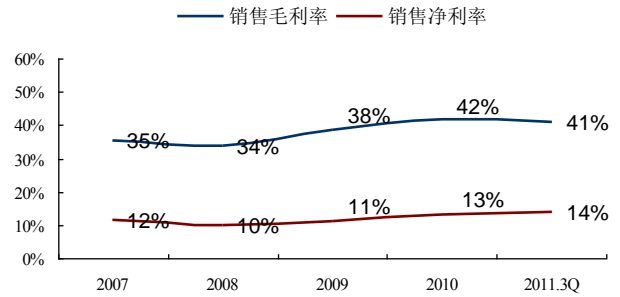
表 1: 盈利预测关键指标 (2009A-2013E)

| 百万元         | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 1,987  | 2,198  | 2,686  | 3,353  | 4,050  |
| (+/-)%      | 20.24% | 10.59% | 22.20% | 24.86% | 20.77% |
| 经营利润 (EBIT) | 245    | 343    | 461    | 588    | 752    |
| (+/-)%      | 28.20% | 40.09% | 34.41% | 27.73% | 27.83% |
| 净利润         | 204    | 283    | 386    | 495    | 630    |
| (+/-)%      | 33.27% | 38.87% | 36.49% | 28.06% | 27.28% |
| 每股净收益 (元)   | 0.72   | 1.00   | 1.37   | 1.75   | 2.23   |

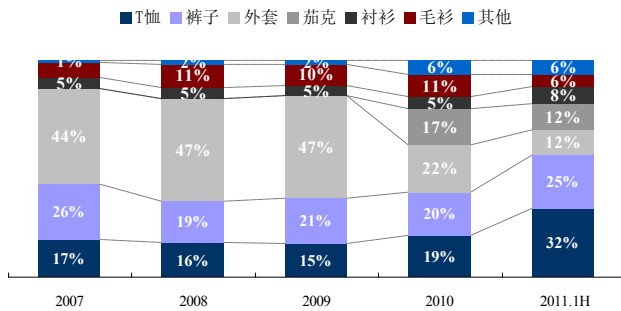
资料来源: 东兴证券

**图 1：公司收入增速情况及净利润增速 2008-2011.3Q**


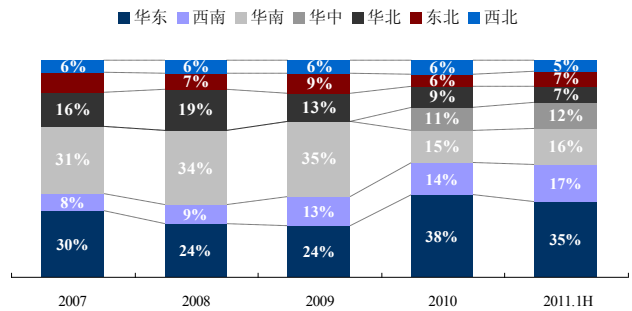
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 2：公司销售毛利率与净利率 2007-2011.3Q**


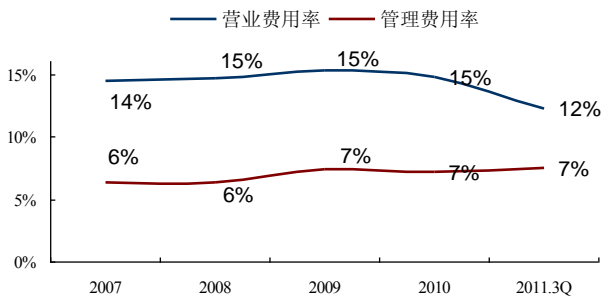
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 3：公司收入构成（按产品分） 2007-2011.1H**


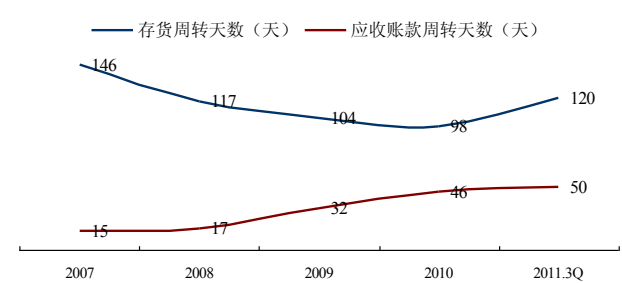
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 4：公司收入构成（按地区分） 2007-2011.1H**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 5：公司营业及管理费用率 2007-2011.3Q**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 6：公司存货及应收账款周转天数 2007-2011.3Q**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2: 盈利预测表 (2009A-2013E)

| 利润表 (百万元)    | 2009A    | 2010A    | 2011E    | 增长率%    | 2012E    | 增长率%    | 2013E    | 增长率%   |
|--------------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|--------|
| 营业收入         | 1,987.22 | 2,197.76 | 2,685.75 | 22.20%  | 3,353.40 | 24.86%  | 4,049.96 | 20.77% |
| 营业成本         | 1,225.13 | 1,283.58 | 1,584.59 | 23.45%  | 1,951.01 | 23.12%  | 2,305.45 | 18.17% |
| 营业费用         | 302.58   | 322.92   | 402.86   | 24.76%  | 519.78   | 29.02%  | 659.13   | 26.81% |
| 管理费用         | 146.01   | 157.30   | 201.43   | 28.06%  | 251.51   | 24.86%  | 303.75   | 20.77% |
| 财务费用         | -13.50   | -4.70    | -5.10    | N/A     | -8.07    | N/A     | -7.06    | N/A    |
| 投资收益         | 0.79     | 12.34    | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A    |
| 营业利润         | 258.08   | 347.34   | 465.65   | 34.06%  | 596.32   | 28.06%  | 759.00   | 27.28% |
| 利润总额         | 259.38   | 339.25   | 465.65   | 37.26%  | 596.32   | 28.06%  | 759.00   | 27.28% |
| 所得税          | 42.20    | 50.15    | 79.16    | 57.84%  | 101.38   | 28.06%  | 129.03   | 27.28% |
| 净利润          | 217.18   | 289.10   | 386.49   | 33.69%  | 494.95   | 28.06%  | 629.97   | 27.28% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 203.90   | 283.16   | 386.49   | 36.49%  | 494.95   | 28.06%  | 629.97   | 27.28% |
| NOPLAT       | 204.79   | 291.99   | 382.25   | 30.91%  | 488.25   | 27.73%  | 624.11   | 27.83% |
| 资产负债表 (百万元)  | 2009A    | 2010A    | 2011E    | 增长率%    | 2012E    | 增长率%    | 2013E    | 增长率%   |
| 货币资金         | 575.16   | 144.05   | 875.60   | 507.85% | 738.98   | -15.60% | 673.32   | -8.88% |
| 交易性金融资产      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A    |
| 应收帐款         | 245.47   | 317.74   | 388.29   | 22.20%  | 484.81   | 24.86%  | 585.51   | 20.77% |
| 预付款项         | 146.97   | 353.08   | 607.51   | 72.06%  | 920.79   | 51.57%  | 1,290.97 | 40.20% |
| 存货           | 301.70   | 395.29   | 487.99   | 23.45%  | 600.84   | 23.12%  | 709.99   | 18.17% |
| 流动资产合计       | 1,385.00 | 1,375.40 | 2,559.41 | 86.08%  | 2,995.15 | 17.03%  | 3,561.42 | 18.91% |
| 非流动资产        | 699.08   | 1,060.48 | 289.95   | -72.66% | 432.71   | 49.23%  | 563.47   | 30.22% |
| 资产总计         | 2,084.08 | 2,435.88 | 2,849.36 | 16.97%  | 3,427.86 | 20.30%  | 4,124.88 | 20.33% |
| 短期借款         | 50.00    | 0.00     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A    |
| 应付帐款         | 192.82   | 218.86   | 266.48   | 21.76%  | 328.10   | 23.12%  | 387.71   | 18.17% |
| 预收款项         | 244.97   | 324.18   | 420.97   | 29.86%  | 541.82   | 28.71%  | 687.78   | 26.94% |
| 流动负债合计       | 651.92   | 771.20   | 914.14   | 18.53%  | 1,146.18 | 25.38%  | 1,402.22 | 22.34% |
| 非流动负债        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A    |
| 少数股东权益       | 60.02    | 65.96    | 65.96    | 0.00    | 65.96    | 0.00    | 65.96    | 0.00   |
| 母公司股东权益      | 1,372.14 | 1,598.72 | 1,869.26 | 16.92%  | 2,215.72 | 18.53%  | 2,656.70 | 19.90% |
| 净营运资本        | 733.08   | 604.20   | 1,645.27 | 172.30% | 1,848.98 | 12.38%  | 2,159.20 | 16.78% |
| 投入资本 IC      | 381.82   | 689.80   | 1,059.62 | 53.61%  | 1,542.70 | 45.59%  | 2,049.34 | 32.84% |
| 现金流表 (百万元)   | 2009A    | 2010A    | 2011E    | 增长率%    | 2012E    | 增长率%    | 2013E    | 增长率%   |
| 净利润          | 217.18   | 289.10   | 386.49   | 33.69%  | 494.95   | 28.06%  | 629.97   | 27.28% |
| 折旧摊销         | 33.04    | 39.62    | 0.00     | N/A     | 57.24    | N/A     | 69.24    | 20.96% |

|           |         |         |          |         |         |         |         |        |
|-----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 净营运资金增加   | 7.16    | -128.88 | 1,041.07 | N/A     | 203.71  | -80.43% | 310.22  | 52.29% |
| 经营活动产生现金流 | 300.95  | 259.09  | 219.99   | -15.09% | 213.80  | -2.82%  | 306.27  | 43.25% |
| 投资活动产生现金流 | -343.13 | -568.92 | 622.40   | N/A     | -210.00 | N/A     | -190.00 | N/A    |
| 融资活动产生现金流 | 21.24   | -118.84 | -110.85  | N/A     | -140.41 | N/A     | -181.93 | N/A    |
| 现金净增(减)   | -20.94  | -428.67 | 731.55   | N/A     | -136.62 | N/A     | -65.66  | N/A    |

资料来源：东兴证券

**表 3：财务比率**

|             | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>盈利能力</b> |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率         | 33.95% | 38.35% | 41.60% | 41.00% | 41.82% | 43.07% |
| 营业利润率       | 12.46% | 12.99% | 15.80% | 17.34% | 17.78% | 18.74% |
| 净利率         | 9.26%  | 10.26% | 12.88% | 14.39% | 14.76% | 15.56% |
| 净资产收益率      | 12.79% | 14.86% | 17.71% | 20.68% | 22.34% | 23.71% |
| <b>偿债能力</b> |        |        |        |        |        |        |
| 流动比率        | 2.39   | 2.12   | 1.78   | 2.80   | 2.61   | 2.54   |
| 速动比率        | 1.62   | 1.66   | 1.27   | 2.27   | 2.09   | 2.03   |
| 资产负债率       | 29.54% | 31.28% | 31.66% | 32.08% | 33.44% | 33.99% |
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长率     |        | 20.24% | 10.59% | 22.20% | 24.86% | 20.77% |
| 营业利润增长率     |        | 25.37% | 34.59% | 34.06% | 28.06% | 27.28% |
| 净利润增长率      |        | 33.27% | 38.87% | 36.49% | 28.06% | 27.28% |
| 净资产增长率      |        | 14.68% | 16.51% | 16.92% | 18.53% | 19.90% |
| <b>营运能力</b> |        |        |        |        |        |        |
| 应收帐款周转率     |        | 11.14  | 7.80   | 7.61   | 7.68   | 7.57   |
| 存货周转率       |        | 3.47   | 3.68   | 3.59   | 3.58   | 3.52   |
| 总资产周转率      |        | 1.03   | 0.97   | 1.02   | 1.07   | 1.07   |

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 谭可

英国 Durham 大学硕士，2010 年外派香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。