

七匹狼 (002029)

买入/调高评级

股价：RMB36.49

分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

业绩超预期 销售量价齐增

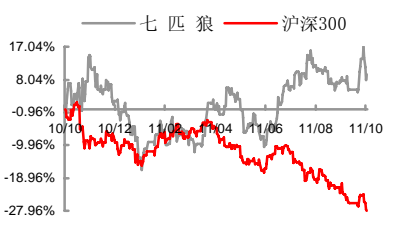
- 2011 年前三季度公司营业收入为 21 亿元，同比增长 33.08%；毛利率为 40.97%，与去年持平；销售费用率为 12.2%，同比下降 1.36 个百分点；管理费用率为 7.45%，同比下降 0.02 个百分点；净利润为 2.89 亿元，同比增长 59.82%；实现基本每股收益 1.02 元。
- 收入及净利润增速均超预期，主要源于秋冬发货提前、费用控制得当及终端销量回暖。由于天气原因，今年从 9 月中旬开始就进入秋装销售旺季，秋装发货提前而相关费用暂未发生。且销售费用近年来随着规模的扩大持续下降，我们认为这除了规模效益的显现之外，同时说明了公司费用控制能力的不断提升。
- 国庆期间销售火爆，预计明年春季订货会有较高增长，明年业绩预期乐观。此前两年公司销售一直价增大于量增或者价增量不增，而 2011 年国庆期间公司加大了促销力度，进行营销竞赛等活动使得销售量大增，尤其直营系统表现抢眼。从目前公司的终端销售以及品牌力提升的态势来看，我们预计公司明年春夏订货会可实现同比 30% 左右的增长，预计其中量增 15-20%，价增 10-15%。我们预计，明年毛利率预计将有所上升，而期间费用预计随规模扩大持续下降，净利润增速保持超越收入增速的状态。并且从与加盟商沟通来看，存货消化情况良好，对明年终端销售均较为乐观。
- 渠道整合与品牌力提升双引擎驱动量价齐升。公司近年来不断提升品牌档次及影响力，扩大店铺面积，提升门店装潢水平，加强对于加盟渠道的管控力度和支持力度，加速直营门店的开设，提升管理规范，改进营销人员绩效考核体系，至今逐步开始显示成效，部分直营门店扭亏为盈，同店增长较快，终端销售呈现量价齐升的良好态势。
- 风险提示：经济增速下滑影响终端消费情绪的风险。
- 盈利预测：我们看好公司渠道管控能力不断加强、单店盈利水平不断提升，近几年保持稳定的高增长，将公司 2011-2013 年的 eps 预测上调至 1.43、2.01、2.75 元（原预测为 1.36、1.78、2.29），上调至“买入”的投资评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	283
流通 A 股 (百万股)	283
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	10,323

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2197.8	2785.0	3664.0	4730.0
(+/-%)	10.6	26.7	31.6	29.1
归属母公司净利润(百万元)	283.2	405.0	569.0	777.0
(+/-%)	38.9	43.0	40.5	36.6
EPS(元)	1.00	1.43	2.01	2.75
P/E(倍)	36.5	27.3	19.4	14.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1375	1991	2241	2939	营业收入	2198	2785	3664	4730
现金	144	528	1142	1795	营业成本	1284	1615	2107	2696
应收账款	318	300	330	363	营业税金及附加	22	26	35	46
其他应收款	14	21	23	25	营业费用	323	399	509	653
预付账款	353	600	150	100	管理费用	157	201	267	343
存货	395	440	484	532	财务费用	-5	2	-3	-15
其他流动资产	152	102	112	123	资产减值损失	82	50	55	61
非流动资产	1060	785	962	1011	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	4	0	0
固定资产	91	104	104	103	营业利润	347	496	694	946
无形资产	20	21	22	23	营业外收入	8	5	5	6
其他非流动	950	660	836	885	营业外支出	16	7	8	9
资产总计	2436	2776	3203	3950	利润总额	339	493	691	943
流动负债	771	753	664	733	所得税	50	79	108	147
短期借款	0	147	0	0	净利润	289	415	583	796
应付账款	219	200	220	242	少数股东损益	6	10	14	19
其他流动负	552	406	444	491	归属母公司净利	283	405	569	777
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	428	545	747	997
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.00	1.43	2.01	2.75
其他非流动	0	0	0	0					
负债合计	771	753	664	733					
少数股东权	66	76	90	109	主要财务比率				
股本	283	283	283	283	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	558	558	558	558	成长能力				
留存收益	757	1105	1608	2267	营业收入	10.6%	26.7%	31.6%	29.1%
归属母公司	1599	1947	2449	3108	营业利润	34.6%	42.7%	40.1%	36.3%
负债和股东	2436	2776	3203	3950	归属母公司净利	38.9%	42.9%	40.7%	36.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	41.6%	42.0%	42.5%	43.0%
					净利率 (%)	12.9%	14.5%	15.5%	16.4%
					ROE (%)	17.7%	20.8%	23.2%	25.0%
					ROIC (%)	47.7%	44.0%	129.4	247.7
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	31.7%	27.1%	20.7%	18.6%
					净负债比率 (%)	0.00%	19.55%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.78	2.64	3.37	4.01
					速动比率	1.27	2.06	2.65	3.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	1.07	1.23	1.32
					应收账款周转率	7	9	12	14
					应付账款周转率	6.24	7.71	10.03	11.67
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新)	1.00	1.43	2.01	2.75
					每股经营现金流	0.92	0.67	3.89	3.28
					每股净资产 (最)	5.65	6.88	8.66	10.99
					估值比率				
					P/E	38.96	27.26	19.38	14.20
					P/B	6.90	5.67	4.50	3.55
					EV/EBITDA	24	19	14	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。