

## 七匹狼 (002029.SZ)

## 服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

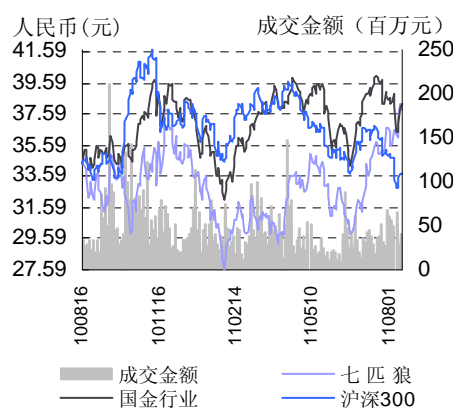
市价(人民币): 37.85元

## 品牌实力和策略稳健调整提升业绩

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	282.89
总市值(百万元)	10,707.76
年内股价最高最低(元)	38.26/27.59
沪深300指数	2875.36
中小板指数	6596.95



## 相关报告

1. 《11年业绩更值得期待,当前正值买入时》, 2011.4.10
2. 《沧海横流该显英雄本色》, 2011.1.19
3. 《七匹狼三季报点评》, 2010.10.25

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.721	1.001	1.406	1.929	2.584
每股净资产(元)	4.85	5.65	6.86	8.59	10.97
每股经营性现金流(元)	1.06	0.92	2.21	1.69	2.27
市盈率(倍)	32.20	33.01	26.93	19.62	14.65
行业优化市盈率(倍)	26.15	26.61	26.26	26.26	26.26
净利润增长率(%)	33.27%	38.87%	40.44%	37.23%	33.93%
净资产收益率(%)	14.86%	17.71%	20.50%	22.47%	23.55%
总股本(百万股)	282.90	282.90	282.90	282.90	282.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公布 2011 年中报业绩: 上半年实现营业总收入、利润总额、净利润分别为 11.94 亿元、2.20 亿元、1.75 亿元; EPS 0.62 元, 同比增幅分别为 22.64%、28.23%、28.72%、40.91%, 业绩基本符合我们预期。

## 经营分析

- **渠道建设速度稳中有增:** 公司渠道以经销商及代理商为主, 直营建设为辅, 报告期内, 公司分别新增直营店铺 51 家; 网络渠道建设进展顺利, 实现收入 3200 万元, 同比增长 400%, 占营业收入的 1.57%。此外, 面对租金上升和竞争加剧, 公司加大对渠道扶持力度, 从以往只关注代理商转而更多直接扶持经销商, 使得上半年收入增幅达到 22.6%, 较去年的 10.6% 明显提高。我们认为未来品牌商和渠道共同发展将成为主流, 公司的策略微调将直接推升未来收入和净利润增幅;
- **主营业务毛利率 41.99%, 基本保持稳定:** 公司主营业务毛利率下降 0.54% 至 41.99%, 毛利率保持稳定;
- **受益于资产减值损失大幅减少, 净利率增幅 41.29%:** 上半年公司加大应收账款回收, 大幅减少资产减值损失, 这也是净利润大增主要原因之一;
- **期间费用率 21.88%, 基本保持稳定:** 公司加强费用控制, 销售费用同比增加 14.1%; 受人工成本提高的影响, 管理费用同比增加 52.7%; 票据贴现利息的增加导致财务费用同比增长 185.3%。公司期间费用率基本保持稳定, 其中销售费用率下降 1 个百分点到 13.16%, 管理费用率提高 1.67 个百分点到 8.46%。公司其它财务指标波动不大。

## 盈利调整

- 公司品牌运营日益成熟, 品牌内涵的提升和精细化管理是后续业绩提升的关键所在, 我们看好公司从“批发”向“零售”转型前景, 特别是稳健推进降低了转型风险。此外, 公司加强渠道建设的举措也将直接推升业绩, 对于公司这样的优秀企业, 我们一直建议采取买入并持有的投资策略;
- 考虑到公司策略微调和加大渠道建设力度, 我们小幅上调公司盈利预测, 11/12/13 年净利润分别为 3.98、5.46 和 7.31 亿元, 较原预期分别上调 2.5%、7.3% 和 9.3%, 净利润分别同比增长 40.4%、37.2% 和 33.9%, 对应的 EPS 分别为 1.41 元、1.93 元和 2.58 元。给予公司 11 年 30 倍 PE, 对应的股价为 42.2 元, 维持公司买入评级。

**图表1: 公司产品盈利预测**

项 目	2006	1H07	2007	2008	2009	2010	1H11	2011E	2012E	2013E
<b>主营收入</b>										
销售收入(百万元)	483.82	333.25	869.05	1,625.3	1,808.6	2,041.9	1,086.2	2,552.33	3,318.03	4,313.44
增长率(YOY)		70.09%	82.68%	87.02%	11.28%	12.90%	17.94%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	32.25%	34.59%	35.68%	34.24%	38.19%	42.85%	41.99%	42.00%	42.50%	43.00%
销售成本(百万元)	327.79	217.99	558.99	1,068.8	1,117.9	1,166.93	630.11	1,480.35	1,907.87	2,458.66
增长率(YOY)		75.61%	73.02%	91.21%	4.59%	4.39%	19.05%	26.86%	28.88%	28.87%
毛利(百万元)	156.03	115.27	310.07	556.51	690.71	874.94	456.10	1,071.98	1,410.16	1,854.78
增长率(YOY)		60.71%	103.0%	79.48%	24.11%	26.67%	16.44%	22.52%	31.55%	31.53%
占总销售额比重	99.1%	99.3%	99.2%	98.3%	91.0%	92.91%	90.97%	92.73%	93.78%	94.73%
占主营业务利润比重	98.1%	99.1%	99.9%	99.2%	90.6%	95.72%	95.38%	96.23%	96.83%	97.35%
<b>其它收入</b>										
销售收入(百万元)	4.41	2.49	7.42	27.37	178.61	155.89	107.84	200.00	220.00	240.00
增长率(YOY)			68.4%	268.7%	552.6%	-12.72%	104.92%	28.29%	10.00%	9.09%
毛利率	70.02%	41.03%	4.59%	16.64%	39.93%	25.11%	20.50%	21.00%	21.00%	21.00%
销售成本(百万元)	1.32	1.469	7.08	22.82	107.3	116.75	85.73	158.00	173.80	189.60
增长率(YOY)		195.7%	59.45%	222.17%	370.23%	8.82%	103.82%	35.33%	10.00%	9.09%
毛利(百万元)	3.09	1.02	0.34	4.55	71.3	39.14	22.11	42.00	46.20	50.40
增长率(YOY)		-0.58%	-46.39%	1235.5%	1466.1%	-45.12%	109.32%	7.29%	10.00%	9.09%
占总销售额比重	0.90%	0.74%	0.85%	1.66%	8.99%	7.09%	9.03%	7.27%	6.22%	5.27%
占主营业务利润比重	1.94%	0.88%	0.11%	0.81%	9.36%	4.28%	4.62%	3.77%	3.17%	2.65%
<b>销售总收入(百万元)</b>	<b>488.23</b>	<b>335.74</b>	<b>876.48</b>	<b>1652.69</b>	<b>1987.22</b>	<b>2197.76</b>	<b>1194.05</b>	<b>2752.33</b>	<b>3538.03</b>	<b>4553.44</b>
<b>销售总成本(百万元)</b>	<b>329.11</b>	<b>219.46</b>	<b>566.07</b>	<b>1091.63</b>	<b>1225.19</b>	<b>1283.67</b>	<b>715.84</b>	<b>1638.35</b>	<b>2081.67</b>	<b>2648.26</b>
<b>毛利(百万元)</b>	<b>159.12</b>	<b>116.29</b>	<b>310.41</b>	<b>561.06</b>	<b>762.03</b>	<b>914.08</b>	<b>478.21</b>	<b>1113.98</b>	<b>1456.36</b>	<b>1905.18</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>32.59%</b>	<b>34.64%</b>	<b>35.42%</b>	<b>33.95%</b>	<b>38.35%</b>	<b>41.59%</b>	<b>40.05%</b>	<b>40.47%</b>	<b>41.16%</b>	<b>41.84%</b>

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,653	1,987	2,198	2,752	3,538	4,553	货币资金	598	575	144	650	750	917
增长率		20.2%	10.6%	25.2%	28.5%	28.7%	应收款项	165	324	481	506	648	831
主营业务成本	-1,092	-1,225	-1,284	-1,638	-2,082	-2,648	存货	404	302	395	449	570	726
%销售收入	66.1%	61.7%	58.4%	59.5%	58.8%	58.2%	其他流动资产	81	184	355	248	314	399
毛利	561	762	914	1,114	1,456	1,905	流动资产	1,248	1,385	1,375	1,853	2,283	2,873
%销售收入	33.9%	38.3%	41.6%	40.5%	41.2%	41.8%	%总资产	70.6%	66.5%	56.5%	60.7%	60.6%	61.9%
营业税金及附加	-9	-18	-22	-28	-35	-46	长期投资	245	528	831	932	1,131	1,331
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	122	92	104	195	278	354
营业费用	-242	-303	-323	-399	-502	-647	%总资产	6.9%	4.4%	4.3%	6.4%	7.4%	7.6%
%销售收入	14.7%	15.2%	14.7%	14.5%	14.2%	14.2%	无形资产	133	36	35	69	74	78
管理费用	-104	-146	-157	-217	-265	-342	非流动资产	518	699	1,060	1,198	1,485	1,765
%销售收入	6.3%	7.3%	7.2%	7.9%	7.5%	7.5%	%总资产	29.4%	33.5%	43.5%	39.3%	39.4%	38.1%
息税前利润 (EBIT)	205	296	412	470	653	872	<b>资产总计</b>	<b>1,766</b>	<b>2,084</b>	<b>2,436</b>	<b>3,050</b>	<b>3,768</b>	<b>4,638</b>
%销售收入	12.4%	14.9%	18.8%	17.1%	18.5%	19.1%	短期借款	0	50	0	125	113	0
财务费用	15	13	5	-7	-2	3	应付款项	491	548	726	792	1,011	1,294
%销售收入	-0.9%	-0.7%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%	其他流动负债	31	54	45	125	144	168
资产减值损失	-15	-52	-82	10	1	0	流动负债	522	652	771	1,042	1,269	1,462
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	12	5	5	5	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.3%	3.6%	1.0%	0.8%	0.6%	<b>负债</b>	<b>522</b>	<b>652</b>	<b>771</b>	<b>1,042</b>	<b>1,269</b>	<b>1,463</b>
营业利润	206	258	347	479	657	880	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,197</b>	<b>1,372</b>	<b>1,599</b>	<b>1,940</b>	<b>2,429</b>	<b>3,103</b>
营业利润率	12.5%	13.0%	15.8%	17.4%	18.6%	19.3%	少数股东权益	48	60	66	68	70	72
营业外收支	-3	1	-8	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,766</b>	<b>2,084</b>	<b>2,436</b>	<b>3,050</b>	<b>3,768</b>	<b>4,638</b>
税前利润	202	259	339	482	660	883	<b>比率分析</b>						
利润率	12.3%	13.1%	15.4%	17.5%	18.7%	19.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-38	-42	-50	-82	-112	-150	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.9%	16.3%	14.8%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.541	0.721	1.001	1.406	1.929	2.584
净利润	164	217	289	400	548	733	每股净资产	4.230	4.850	5.651	6.857	8.586	10.969
少数股东损益	11	13	6	2	2	2	每股经营现金净流	0.615	1.064	0.916	2.209	1.687	2.268
归属于母公司的净利润	153	204	283	398	546	731	每股股利	0.100	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	9.3%	10.3%	12.9%	14.4%	15.4%	16.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.79%	14.86%	17.71%	20.50%	22.47%	23.55%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.66%	9.78%	11.62%	13.04%	14.48%	15.76%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	13.38%	16.72%	21.11%	18.29%	20.75%	22.77%
净利润	164	217	289	400	548	733	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	88.56%	20.24%	10.59%	25.23%	28.55%	28.70%
非现金支出	86	168	145	4	21	29	EBIT增长率	63.81%	44.22%	39.36%	13.94%	39.00%	33.42%
非经营收益	-11	-22	-60	92	0	-4	净利润增长率	72.50%	33.27%	38.87%	40.44%	37.23%	33.93%
营运资金变动	-65	-63	-130	129	-91	-116	总资产增长率	21.33%	18.02%	16.88%	25.22%	23.52%	23.11%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>174</b>	<b>301</b>	<b>244</b>	<b>625</b>	<b>477</b>	<b>641</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-283	-157	-410	-138	-106	-107	应收账款周转天数	17.2	32.8	46.8	45.0	45.0	45.0
投资	0	-186	-167	-101	-200	-200	存货周转天数	118.3	105.1	99.1	100.0	100.0	100.0
其他	0	0	8	5	5	5	应付账款周转天数	36.6	52.9	58.5	55.0	55.0	55.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-283</b>	<b>-343</b>	<b>-569</b>	<b>-234</b>	<b>-301</b>	<b>-302</b>	固定资产周转天数	27.0	16.0	15.1	24.0	27.3	27.3
股权募资	2	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	125	-12	-112	净负债/股东权益	-48.05%	-36.67%	-8.65%	-26.13%	-25.47%	-28.84%
其他	-14	21	-119	-10	-64	-60	EBIT利息保障倍数	-13.6	-21.9	-87.8	71.3	319.3	-277.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>21</b>	<b>-119</b>	<b>115</b>	<b>-76</b>	<b>-173</b>	资产负债率	29.54%	31.28%	31.66%	34.18%	33.68%	31.54%
<b>现金净流量</b>	<b>-121</b>	<b>-21</b>	<b>-443</b>	<b>506</b>	<b>100</b>	<b>167</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	6	8	34
买入	0	0	0	0	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.11

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-08-21	买入	16.98	N/A
2 2010-07-29	买入	32.02	N/A
3 2010-08-17	买入	34.29	N/A
4 2010-10-25	买入	33.08	N/A
5 2011-01-19	买入	30.52	38.25 ~ 42.07
6 2011-04-10	买入	30.72	41.10 ~ 41.10

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33089915

传真: 0755-27527129

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室