

七匹狼 (002029)

买入/维持评级

股价: RMB36.97

分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

丰婧

SAC 执业证书编号:S1000511080003

张蕾

SAC 执业证书编号:s1000511120001

zhanglei9014@mail.htlhsc.com.cn

业绩符合预期 渠道外扩、品牌提升、管理精细化三点推进增长

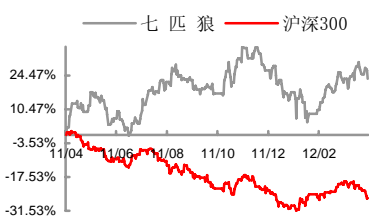
- 2011 年实现营业收入为 29.21 亿元,同比增长 32.89%;毛利率为 41.19%,同比下降 0.41 个百分点;销售费用率为 13.37%,同比下降 1.32 个百分点;管理费用率为 7.52%,同比上升 0.36 个百分点;净利润为 4.12 亿元,同比增长 45.61%;实现基本每股收益 1.46 元。
- 业绩基本符合预期,预计收入增长中量价各占一半左右,量增主要来自外延式拓展。2011 年,公司净增加 451 家渠道,共拥有终端渠道 3976 家。新增门店中加盟 309 家,直营 142 家,共新增面积约 5 万平方米。从区域看,加大了对三四线城市的下沉,此区域新增门店数为总新开店数的 49%;从形式看,百货店及城市商业广场店中店也成为开拓的重点,截止 2011 年年底,这两部分渠道约占总渠道数的 30%,比例有所提升。
- 围绕“精细化管理”,稳步推进“批发转零售”的战略转型。从品牌管理上看,推出黑标淡化绿标,逐步提升品牌档次,同时加强品牌宣传与产品营销之间的联系,更加注重将“品牌知名度”转化为“购买力”。从渠道管理上看,一方面根据产品对渠道重新规划,在核心区域销售当季产品,非核心区域销售库存产品;一方面加强对渠道控制力度,确保政策落实到终端。
- 销售费用率大幅下降,促使净利润增速超越收入增速。管理费用率由于期权费用等略有上升。销售费用率下降主要由于广告费用等由于规模效应增速放缓,装修费摊销、咨询顾问费大幅下降。2011 年 9 月公司公告完成了 ERP 系统升级项目,有利于进一步提升运营效率。
- 预计订货会及 2012 年全年增速均保持在 30%以上。从订货会政策上,公司持续推进“旧货换新货”政策,并加大了对订货超额的激励力度,激发了加盟商订货热情。从提升业绩看,在继续推进精细化管理的同时,公司通过产品结构调整提升均价,加大对新开店支持补贴和资金支持。
- 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“批发转零售”战略成功实施,预计公司 2012-2014 年的 EPS 为 1.94、2.50、3.17 元,维持“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)	10,459

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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2920.6	3681.0	4617.0	5792.0
(+/-%)	32.9	26.0	25.4	25.4
归属母公司净利润(百万元)	412.3	548.0	706.0	896.0
(+/-%)	45.6	32.9	28.8	26.9
EPS(元)	1.46	1.94	2.50	3.17
P/E(倍)	25.4	19.1	14.8	11.7

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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2162	2277	2820	3665	营业收入	2921	3681	4617	5792
现金	276	814	1721	2521	营业成本	1718	2166	2718	3421
应收账款	343	300	330	363	营业税金及附加	25	35	44	56
其他应收款	13	21	23	25	营业费用	390	488	609	753
预付账款	543	600	150	100	管理费用	220	279	351	440
存货	642	440	484	532	财务费用	15	4	-13	-21
其他流动资产	344	102	112	123	资产减值损失	74	50	55	61
非流动资产	1031	941	1095	1121	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	2	0	0	0	投资净收益	6	4	0	0
固定资产	235	239	224	208	营业利润	484	663	853	1083
无形资产	19	19	20	18	营业外收入	12	7	8	9
其他非流动	775	683	852	894	营业外支出	8	9	9	10
资产总计	3193	3218	3915	4786	利润总额	488	661	851	1081
流动负债	1151	616	680	747	所得税	74	100	128	163
短期借款	256	0	0	0	净利润	415	561	723	918
应付账款	273	200	220	242	少数股东损益	2	13	17	22
其他流动负	623	416	460	505	归属母公司净利	412	548	706	896
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	575	733	916	1140
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.46	1.94	2.50	3.17
其他非流动	0	0	0	0					
负债合计	1151	616	680	747	主要财务比率				
少数股东权	68	82	99	120	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	283	283	283	283	成长能力				
资本公积	577	577	577	577	营业收入	32.9%	26.0%	25.4%	25.4%
留存收益	1113	1661	2276	3059	营业利润	39.5%	36.8%	28.6%	27.0%
归属母公司	1973	2521	3136	3919	归属母公司净利	45.6%	32.8%	28.9%	26.9%
负债和股东	3193	3218	3915	4786	获利能力				
					毛利率 (%)	41.2%	41.1%	41.1%	40.9%
					净利率 (%)	14.1%	14.9%	15.3%	15.5%
					ROE (%)	20.9%	21.7%	22.5%	22.9%
					ROIC (%)	33.8%	50.7%	122.9%	215.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	36.1%	19.1%	17.4%	15.6%
					净负债比率 (%)	22.23%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.88	3.70	4.15	4.91
					速动比率	1.32	2.98	3.43	4.20
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	1.15	1.29	1.33
					应收账款周转率	8	11	15	17
					应付账款周转率	6.99	9.17	12.94	14.81
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新)	1.46	1.94	2.50	3.17
					每股经营现金流	0.89	3.03	4.47	3.75
					每股净资产 (最)	6.97	8.91	11.09	13.85
					估值比率				
					P/E	25.37	19.10	14.81	11.67
					P/B	5.30	4.15	3.33	2.67
					EV/EBITDA	17	14	11	9

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。