



## 渠道整合持续推进 稳步增长可期

——七匹狼（002029）2011 年报点评

2012 年 3 月 31 日

强烈推荐/上调

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：

公司今日公布 2011 年报，全年实现营业收入 292,058.45 万元，利润总额 48,821.33 万元，净利润 41,230.80 万元，分别比上年增长 32.89%、43.91%、45.61%，对应摊薄后 EPS1.45 元。利润分配预案为每 10 股转增 5 股派 2 元。

### 公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	392.44	604.31	619.85	749.53	444.52	905.85	820.69
增长率（%）	1.04	4.86	16.68	28.97	13.27	49.90	32.40
毛利率（%）	41.99	40.38	43.22	40.63	39.06	42.16	41.80
期间费用率（%）	29.27	21.03	23.90	16.39	31.12	17.27	25.30
营业利润率（%）	12.44	10.95	18.04	19.77	15.71	15.53	15.33
净利润（百万元）	30.33	58.24	105.71	126.10	47.23	115.61	125.70
增长率（%）	-0.95	34.09	42.80	32.98	55.75	98.53	18.91
每股盈利（季度，元）	0.11	0.20	0.36	0.45	0.17	0.40	0.44
资产负债率（%）	27.48	34.44	31.66	29.72	30.27	36.85	36.06
净资产收益率（%）	2.02	3.74	6.35	7.02	2.64	6.05	6.16
总资产收益率（%）	1.47	2.45	4.34	4.94	1.84	3.82	3.94

### 评论：

#### 积极因素：

- **传统渠道与线上渠道并进。**公司净增加终端渠道 451家至3976家，其中以加盟方式净增加门店309家，以直营方式净增加门店142家，直营及加盟合计净增加店铺面积约5万平方米。在强势街店的基础上，百货店及城市商业广场的店中店也成为公司发力的重点，截至2011年底，该两部分的渠道约占公司渠道总数的30%，比例有所提升。2011年，公司也不断加大电子商务的尝试，主要涉及库存产品的处理，全年实现销售收入约10,600 万元，比2010年增长幅度有所放大。此外，公司对渠道按产品进行重新规划，而非核心区域开设工厂店销售公司库存产品，在厦门等地已开设8家工厂店。
- **费用率及资产减值略降。**公司的费用控制情况较好，直营体系的拓张没有带来销售费用率的同步提升，2011年公司销售费用率同比下降1.32个百分点。同时，由于应收账款计提减少，资产减值损失占收入比

重下降1.19个百分点。

- **存货环比改善。**公司2011年末存货较第三季度环比降8.91%，占总资产比重环比降3.18个百分点至20.12%。

#### 消极因素:

- **毛利率略降。**受生产成本上涨影响，公司毛利率下降0.4个百分点至41.19%。

#### 业务展望:

公司在精细化管理的基础上，继续推进“批发”转“零售”的主导战略。公司改进代理商考核指标库，将平效、店效、售罄率等终端零售指标加入代理商考核并直接与其订货折扣挂钩。同时，公司启动三年规划项目，协助代理商及经销商明确自身定位，为其未来三年的渠道布局以及业绩推动打下基础。公司通过相应措施，保证相关营销及扶持政策的有效贯彻，有利于扶持有潜力的代理商及经销商发展壮大，从而不断优化公司渠道团队，保证公司渠道建设健康发展。

公司未来三年内维持每年400家门店以上的外延扩张速度，完善终端构成，并加大对弱势地区的渗透力度。

#### 盈利预测

预计公司2012-2014年净利润分别为5.36、6.64和8.26亿元，同比增长30.04%、23.90%和24.39%，对应的EPS分别为1.90、2.35和2.92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。

根据对公司盈利预测，2012-2014年动态PE分别为19.51、15.74和12.66倍，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，公司作为具有高度确定性的强势防御品种，将更受资金关注，2012年30倍市盈率下，公司6个月目标价57元，距离当前仍有54%左右的增长空间，上调评级至“强烈推荐”。

#### 风险提示:

代理商整合推进不顺利。

表 1: 盈利预测关键指标 (2010A-2014E)

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,198	2,921	3,466	4,400	5,466
(+/-)%	10.59%	32.89%	18.67%	26.94%	24.23%
经营利润 (EBIT)	343	500	650	794	993
(+/-)%	40.09%	45.79%	30.14%	22.15%	24.99%
净利润	283	412	536	664	826
(+/-)%	38.87%	45.61%	30.04%	23.90%	24.39%
每股净收益 (元)	1.00	1.46	1.90	2.35	2.92

资料来源: 东兴证券

**表 2: 盈利预测表 (2010A-2014E)**

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,197.76	2,920.58	3,465.90	18.67%	4,399.79	26.94%	5,465.94	24.23%
营业成本	1,283.58	1,717.51	2,044.88	19.06%	2,577.83	26.06%	3,179.86	23.35%
营业费用	322.92	390.47	471.36	20.72%	628.29	33.29%	819.56	30.44%
管理费用	157.30	219.65	259.94	18.34%	351.98	35.41%	437.28	24.23%
财务费用	-4.70	15.10	4.11	-72.79%	-6.30	N/A	-3.05	N/A
投资收益	12.34	6.01	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	347.34	484.45	646.00	33.35%	800.40	23.90%	995.61	24.39%
利润总额	339.25	488.21	646.00	32.32%	800.40	23.90%	995.61	24.39%
所得税	50.15	73.56	109.82	49.29%	136.07	23.90%	169.25	24.39%
净利润	289.10	414.65	536.18	29.31%	664.33	23.90%	826.35	24.39%
归属母公司所有者的净利润	283.16	412.31	536.18	30.04%	664.33	23.90%	826.35	24.39%
NOPLAT	291.99	424.28	539.59	27.18%	659.10	22.15%	823.82	24.99%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	144.05	275.75	694.44	151.83%	564.98	-18.64%	546.59	-3.25%
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	317.74	342.84	406.85	18.67%	516.48	26.94%	641.63	24.23%
预付款项	353.08	543.40	770.01	41.70%	1,055.67	37.10%	1,408.04	33.38%
存货	395.29	642.48	764.94	19.06%	964.30	26.06%	1,189.50	23.35%
流动资产合计	1,375.40	2,161.87	2,915.85	34.88%	3,431.78	17.69%	4,174.05	21.63%
非流动资产	1,060.48	1,031.05	459.19	-55.46%	592.00	28.92%	712.83	20.41%
资产总计	2,435.88	3,192.92	3,375.04	5.70%	4,023.78	19.22%	4,886.88	21.45%
短期借款	0.00	256.00	0.00	N/A	0.00	N/A	71.57	N/A
应付帐款	218.86	272.57	320.08	17.43%	403.50	26.06%	497.73	23.35%
预收款项	324.18	350.36	381.43	8.87%	420.87	10.34%	469.88	11.64%
流动负债合计	771.20	1,151.43	958.22	-16.78%	1,141.94	19.17%	1,426.58	24.93%
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	65.96	68.31	68.31	0.00	68.31	0.00	68.31	0.00
母公司股东权益	1,598.72	1,973.18	2,348.51	19.02%	2,813.54	19.80%	3,391.98	20.56%
净营运资本	604.20	1,010.44	1,957.63	93.74%	2,289.85	16.97%	2,747.46	19.98%
投入资本 IC	687.73	1,480.75	1,719.87	16.15%	2,314.10	34.55%	2,985.27	29.00%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	289.10	414.65	536.18	29.31%	664.33	23.90%	826.35	24.39%
折旧摊销	39.62	54.72	0.00	N/A	67.38	N/A	79.38	17.81%

净营运资金增加	-128.88	406.23	947.19	133.16%	332.22	-64.93%	457.62	37.75%
经营活动产生现金流	259.09	252.26	405.95	60.93%	273.73	-32.57%	345.10	26.07%
投资活动产生现金流	-568.92	-288.81	435.94	N/A	-210.19	N/A	-190.21	N/A
融资活动产生现金流	-118.84	154.99	-423.21	N/A	-193.00	N/A	-173.28	N/A
现金净增(减)	-428.67	118.44	418.68	253.49%	-129.46	N/A	-18.39	N/A

资料来源：东兴证券

表 3: 财务比率

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>						
毛利率	38.35%	41.60%	41.19%	41.00%	41.41%	41.82%
营业利润率	12.99%	15.80%	16.59%	18.64%	18.19%	18.21%
净利率	10.26%	12.88%	14.12%	15.47%	15.10%	15.12%
净资产收益率	14.86%	17.71%	20.90%	22.83%	23.61%	24.36%
<b>偿债能力</b>						
流动比率	2.12	1.78	1.88	3.04	3.01	2.93
速动比率	1.66	1.27	1.32	2.24	2.16	2.09
资产负债率	31.28%	31.66%	36.06%	28.39%	28.38%	29.19%
<b>成长能力</b>						
营业收入增长率		10.59%	32.89%	18.67%	26.94%	24.23%
营业利润增长率		34.59%	39.48%	33.35%	23.90%	24.39%
净利润增长率		38.87%	45.61%	30.04%	23.90%	24.39%
净资产增长率		16.51%	23.42%	19.02%	19.80%	20.56%
<b>营运能力</b>						
应收帐款周转率		7.80	8.84	9.25	9.53	9.44
存货周转率		3.68	3.31	2.91	2.98	2.95
总资产周转率		0.97	1.04	1.06	1.19	1.23

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

---

### 谭可

纺织服装行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

## 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。