

推进渠道整合，注重内生增长

——七匹狼（002029）2011 年年报点评——

买入

事件：

公司发布 2011 年年报称，2011 年公司实现营业收入 29.2 亿元，比去年同期增加 32.89%；实现归属于上市公司股东净利润未 4.12 亿元，同比增加 45.61%，基本每股收益为 1.46 元。2011 年分配元为每 10 股转增 5 股并派现 2 元（含税）。

点评：

● 毛利率小幅下滑，费用率基本持平

2011 年公司营收同比增长 32.89%，主要原因是公司加大渠道及品牌建设，加强产品研发设计以及供应链管理等方面，促使公司销售规模扩张，销售收入相应增长。2011 年由于公司下单生产时原材料价格高企以及人工成本的不断走高，主要原材料、商品的采购价格较上年同期有一定幅度的增长，公司依托强势品牌，采用成本加成的定价策略，保证公司产品毛利率水平。但受电子商务等其他业务毛利下滑的影响，公司毛利率小幅下降 0.41 个百分点至 41.19%。2011 年公司费用控制得当，三项费用率基本持平，其中销售费用率为 13.37%，比去年同期下降 1.32 个百分点，管理费用率提升 0.36 点至 7.52%，由于短期借款增多财务费用率提升至 0.52%。

● 存货水平合理，应收账款控制有效

报告期末，公司存货占总资产的比例为 20.12%，比上年同期增加 4.25 个百分点，存货周转率 3.31，同比下降 0.37，主要系收购杭州肯纳存货增加以及 2012 年春夏商品提前入库所致。应收账款占总资产比例 10.74%，比上年同期下降 2.01 个百分点，应收账款周转率 8.84，同比提升 1.04。公司资产周转能力基本保持平稳，表现出较好的资产营运能力。

● “批发”转“零售”，渠道整合顺利推进

报告期内，公司净增加终端渠道 451 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，截至 2011 年底公司拥有终端渠道共计 3,976 家。公司在保持二线城市优势地位的基础上，加大了对三线及以下城市的投入，该部分扩张步伐约占新开设店铺的 49%；与此同时，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。同时，公司大力发展新渠道，电子商务规模迅速扩大，2011 年实现销售收入约 1.06 亿元，相比 2010 年增长幅度较大。

分析师

刘峰
执业证号：S1250511110002
电话：010-57631199
邮箱：liufeng@swsc.com.cn

联系人

李佳颖
电话：023-63786561
邮箱：lijy@swsc.com.cn

市场表现



● **加强品类开发，提升产品结构**

公司强化“精细化管理”，在注重外延扩张的同时，加强品类开发，进一步提升产品结构。为应对不同客户群的需求，公司微调产品策略，提出“品格男装”的产品定位，在原来“红标”、“绿标”基础上，推出“黑标”系列，获得市场好评。

● **盈利预测与投资建议**

公司在适度外延扩张的同时，注重提升企业内生增长力，有利于公司长期发展。公司 2012 年计划定向增发募集 18 亿元用于购置和租赁 1200 家店，如顺利实施将为公司未来渠道扩张和整合提供支持，有助实现公司“批发”转“零售”战略。不考虑增发摊薄股本，我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 1.93 和 2.45，给予“买入”的投资评级。

● **风险提示:** 经济放缓抑制终端需求，直营比例增加导致费用投入过高。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234 (总机)

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>