

评级：强烈推荐（维持）

纺织服装

公司调研报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

七匹狼(002029)：品类调整、管理转型、渠道扩张持续 推进业绩稳健增长

事件：

上周我们去七匹狼进行了实地调研，与公司相关人员就公司经营现状、品牌经营、品类调整、渠道建设、未来战略等进行了交流，主要的观点如下：

点评：

● 全年业绩增长确定，二季度销售略有回暖

- **两次订货会基本锁定全年业绩增长：**公司自产比例约20%，分别于3月和9月进行当年秋冬和次年春夏的订货会，两次订货会金额占全年销售总额的80%。2012年的两次订货会已经结束，订货额分别增长约30%、25%，主要是高价位的产品订单量增加所致。
- **2012年1~5月同店增速低于同期：**分单月销售情况看，一季度实现营业收入9.46亿元，同比增长26.22%，同店增长约10%；4月份销售回暖，同店增速回升到15%~20%，5月份受春季过渡时间短的影响，销售情况差于4月份，预计1~5月同店增速约10%，低于2011年同期15%的同店增速。

● 商品企划：产品升级与结构调整，拉高内生增长力

- **“黑标”销售贡献12年将升至50%：**2011年公司提出了“品格男装”的产品定位，在原来“红标”、“绿标”的基础上，推出“黑标”系列，“黑标”产品更强调“穿着体验感”定位35岁以下的时尚白领，加价率约为4.5~5倍，2011年销售收入贡献约20%，预计12年贡献度会提升至50%左右；“红标”属经典系列，相对保守，目标消费群为45岁以上的公务员，加价率约4~4.2倍；“绿标”定位生活休闲，加价率约4~4.2倍，目前尚处亏损中。该三标中，以红标产品价格最高，其次是黑标，最低为绿标，例如夏装T恤的零售价格，红标约1800元、黑标650~700元、绿标300~400元；该三标中黑标、红标、绿标的毛利率依次为45%、44%和43%。
- **女装、童装等系列尚处培育期：**除红、绿、黑三标之外，公司还有童装、女装、圣沃斯等产品，以及代理品牌康纳利、范思哲，康纳利经营状况相对较好，其他产品基本上处于培育期，亏损额超千万。

● 品牌经营：提升品牌美誉度，拉伸品牌宣传效力

- **品牌-产品-终端的价值传递：**公司品牌宣传有四个维度，即文化、名人、工艺和运动，品牌建设与商品企划和终端营销互动，通过吸纳商品企划的意见，根据商品企划要求适时推出相应的品牌宣传活动，表达产品理念，同时在相应活动后，迅速在终端推出相应产品，实现品牌落地。
- **多角度、全方位品牌宣传：**品牌建设以“时尚生活俱乐部”、“名士堂战略”、“大型公关活动”为主轴，通过赞助户外挑战赛、帆船、高尔夫、马球等高端赛事，拉升七匹狼与高端赛事及



生活方式的距离，提升七匹狼品牌形象；通过明星代言、名士活动，让明星穿七匹狼衣服，为七匹狼证言，提升七匹狼品牌信赖度；通过与北大等知名高校合作活动，提升七匹狼文化内涵，提高品牌附加值及认同度。例如：通过七匹狼助力多届海峡杯帆船赛、与华谊兄弟战略合作携手众多知名导演和明星、赞助中国导演协会彰显时尚魅力、赞助《青瓷》展现“多面男人”等多角度、全方位的公关活动和宣传方式，拉升品牌美誉度。

● **渠道建设：“批发”向“零售”的管理转型，提升渠道效率**

- **代理商、经销商管理优化：**公司要求企业的一切经营活动围绕终端消费的诉求开展，提高客户的进店率和购买率，2012年将继续推进“批发”向“零售”战略转型，完善管理，强化服务，将管理及服务重心从代理商下沉到经销商，保证管理优化下沉到每一终端。例如：2011年对代理商改进考核指标库，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；协助代理商及经销商明确自身定位，扶持有潜力的代理商及经销商。
- **加强渠道与产品的契合度：**公司按照不同渠道针对不同的产品体系，在核心区域销售当季主流产品，而非核心区域开设工厂店销售库存商品，目前公司渠道按产品细分规划已经成形，在厦门等地开设有8家工厂店。
- **加快直营体系建设：**这是未来几年公司渠道建设的重要目标。公司直营体系起步较晚，截止2011年有直营店530家，占总门店数量的比例仅为13.3%。2012年公司定增项目是于2.5年内新增1200家，其有新增旗舰店200家、专卖店1000家，有40家旗舰店和50家专卖店拟采取自购店面方式建设。这切合目前城市的多商圈发展、城市化进程推进渠道不断下沉、服装行业“强者恒强”的市场竞争格局、购物中心业态主流趋势、销售终端形象与消费者需求档次提升等，通过提高直营比例，优化销售终端布局 and 结构，有利于加强对终端的控制力和夯实渠道的稳定性。
- **线上渠道增势良好，主要用于处理库存：**公司电子商务规模扩大迅速，其折扣一般是5~6折，目前仅涉足库存商品的处理。2011年实现销售收入约1.06亿元，较同期增长了4倍之多，占营业收入的比重3.6%，预计2012年其收入占比超过5%。
- **预计未来外延扩张速度10%：**截止2011年底，公司门店数量3976家，净增451家（加盟店309家、直营店142家），门店重点覆盖二三线城市，其中直营体系由公司下辖的14个子分公司管理，主要分布在北上广一线城市、市场空白区域和经销商比较薄弱的市场。公司未来外延扩张仍以二三线城市为主，预计未来3~5年扩张速度不低于10%，即年新增400~500家门店

- **维持“强烈推荐”投资评级：**公司目前定增已经完成，按摊薄后总股本计算的2012~2014年EPS分别为1.15元、1.6元和2.04元，当前股价对应下的PE为24.8倍。虑及公司中档男装领军地位显著，品牌建设和渠道扩张持续推进，供应链效率不断提升，未来业绩延续稳健增长的确性较强，维持“强烈推荐”投资评级。

- **风险因素：**消费终端持续疲软或下滑、人才体系建设迟缓或进展不顺利。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2162	2820	3681	4930
现金	276	822	975	1545
应收账款	343	484	620	756
其他应收款	13	27	28	36
预付账款	543	522	762	966
存货	642	683	913	1182
其他流动资产	344	281	382	447
非流动资产	1031	936	1058	1157
长期投资	2	1	1	1
固定资产	235	302	378	467
无形资产	19	19	19	19
其他非流动资产	775	613	660	669
资产总计	3193	3755	4739	6087
流动负债	1151	1150	1465	1959
短期借款	256	0	0	200
应付账款	273	357	452	564
其他流动负债	623	793	1013	1194
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1151	1150	1465	1959
少数股东权益	68	87	103	123
股本	283	477	477	477
资本公积	577	436	436	436
留存收益	1113	1605	2257	3092
归属母公司股东权益	1973	2518	3170	4006
负债和股东权益	3193	3755	4739	6087

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	252	682	351	588
净利润	415	567	780	993
折旧摊销	0	14	18	23
财务费用	15	-15	-37	-46
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	0	61	-466	-430
其他经营现金流	-171	61	62	53
投资活动现金流	-289	111	-123	-127
资本支出	463	70	89	110
长期投资	258	-91	37	6
其他投资现金流	432	90	2	-11
筹资活动现金流	155	-247	-75	108
短期借款	256	-256	0	200
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	194	0	0
资本公积增加	19	-141	0	0
其他筹资现金流	-120	-44	-75	-92
现金净增加额	118	547	153	570

资料来源:天软估值、第一创业证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2921	3762	4759	6020
营业成本	1718	2201	2760	3491
营业税金及附加	25	31	38	47
营业费用	390	489	595	752
管理费用	220	271	333	421
财务费用	15	-15	-37	-46
资产减值损失	74	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
营业利润	484	751	1036	1319
营业外收入	12	10	10	10
营业外支出	8	5	5	5
利润总额	488	756	1041	1324
所得税	74	189	260	331
净利润	415	567	780	993
少数股东损益	2	19	16	20
归属母公司净利润	412	549	764	973
EBITDA	500	750	1017	1297
EPS (元)	1.46	1.15	1.60	2.04

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.9%	28.8%	26.5%	26.5%
营业利润	39.5%	55.1%	37.9%	27.4%
归属于母公司净利润	45.6%	33.1%	39.3%	27.4%
获利能力				
毛利率(%)	41.2%	41.5%	42.0%	42.0%
净利率(%)	14.1%	14.6%	16.1%	16.2%
ROE(%)	20.9%	21.8%	24.1%	24.3%
ROIC(%)	33.8%	45.6%	44.6%	44.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	36.1%	30.6%	30.9%	32.2%
净负债比率(%)	22.23%	0.00%	0.00%	10.21%
流动比率	1.88	2.45	2.51	2.52
速动比率	1.21	1.74	1.76	1.80
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.08	1.12	1.11
应收账款周转率	8	8	8	8
应付账款周转率	6.99	6.99	6.82	6.87
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.15	1.60	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.43	0.74	1.23
每股净资产(最新摊薄)	4.13	5.28	6.64	8.39
估值比率				
P/E	33.01	24.80	17.81	13.98
P/B	6.90	5.40	4.29	3.40
EV/EBITDA	23	15	11	9

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135