

男装

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 石颖

S0960111080509

0755-82026844

shiyi@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.80元

当前股价: 25.81元

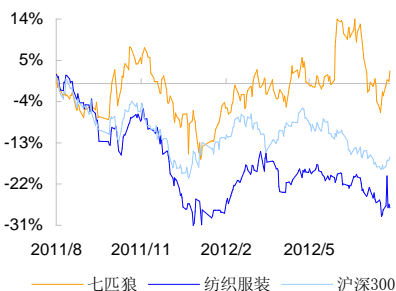
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2168.81
总股本(百万)	502
流通股本(百万)	424
流通市值(亿)	109
EPS	1.46
每股净资产(元)	6.97
资产负债率	36.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
七匹狼	-7.62	-0.73	8.60
纺织服装	-0.92	-8.74	-3.09
沪深300指数	-0.67	-9.70	-5.12



相关报告

七匹狼

002029

强烈推荐

毛利率提升促进净利增长超 40%

——2012年半年报点评

公司公布 2012 年半年报: 2012H1 营收 14.86 亿 (同比+24.47%), 归属于上市公司股东的净利润 2.46 亿 (同比+40.61%), 2012 年 H1 收入增速基本符合预期, 净利增速略高于市场预期, EPS 为 0.58 元 (同比+41.46%); 2012 二季度单季度收入 5.40 亿 (同比+21.51%), 归属母公司净利润 7240 万 (同比增 48.08%)。净利超预期主要由于毛利率比去年同期上升 3.4 个百分点, 使得净利增速大幅超收入增速。

投资要点:

- **中报营收同比增 24.47%**。公司订货会的收入占比达到 80%+, 因此 2012 年的春夏订货会提前锁定了中报业绩。具体来看: (1) 2012H1 店铺仅净增 5 家, 截至 2012 年 6 月末, 店铺同比增 11%, 其中直营店铺净增仅 4 家, 直营同比增 22%; (2) 终端同店增速趋于放缓: 2012H1 消费者信心指数下降, 影响终端同店增速。预计公司同店增速降至 10%左右, 低于去年同期; (3) 电子商务是增长亮点: **2012 年上半年网络销售达 7,600 万元, 同比增 137.50%**。
- **毛利率为 43.45%, 同比增 3.4 个百分点**, 主要基于: (1) 2012 年价格较高的黑标产品占比由 2011 年的 20-30%提至 50%+, 因黑标毛利率~45%, 高于其他产品, 其比例提升促进毛利率提升 3.4 个百分点; (2) 毛利率更高的直营渠道占比提升: 2011H1 直营渠道占比 12.28%, 2012H1 直营渠道占比 13.41%, 比去年同期提升 1.13 个百分点。预计未来直营占比仍将持续增长, 这也将进一步提高毛利率; (3) 其他业务毛利率提升 10 个百分点。
- 2012H1 销售费用率为 13.36%, 大致与 2011H1 持平; 因 2011H1 管理费用率达 8.46%的历史高位, **2012H1 回落 1.39 个百分点至 7.07%**。
- **2012H1 存货增速较健康, 经营现金流净流入是净利润的 0.55X**。上半年存货增长 20%, 营业成本增长 17%, 存货增速略高; 经营活动现金流相比 2011H1 增 228%, 经营活动现金回收情况良好。
- 2012 年下半年规划: (1) **全年业绩增长目标 20-30%**; (2) 公司下半年将更加关注零售终端经营状况, 提升店效和平效; (3) 下半年加快开店: 公司上半年渠道拓展低于预期, **公司全年规划店铺净增 300-500 家, 公司 2012 年 6 月增发完毕, 目前资金充裕, 下半年将加快开店进程。下半年公司涉及固定资产投资及购买的资本性支出约 6-7 亿元。**
- **“强烈推荐”**。预测 12-14 年 EPS 为 1.10、1.44、1.82 元, 给予 2012 年 EPS28 倍估值, 目标股价 30.8 元。

风险提示: 渠道扩张速度不达预期、终端销售增速放缓

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2921	3631	4583	5756
收入同比(%)	33%	24%	26%	26%
归属母公司净利润	412	554	722	915
净利润同比(%)	46%	34%	30%	27%
毛利率(%)	41.2%	43.2%	43.3%	43.4%
ROE(%)	20.9%	21.7%	23.9%	24.8%
每股收益(元)	0.82	1.10	1.44	1.82
P/E	31.46	23.43	17.97	14.18
P/B	6.57	5.09	4.30	3.52
EV/EBITDA	25	16	12	10

资料来源: 中投证券研究所

2012 上半年，除了外套收入下降以外，其他品类收入有一定程度增长，其中衬衫收入同比增 135.29%；绝大多数品类的毛利率有所提升，带动服装主业毛利率提升 2.54%。

表 1 2012 七匹狼半年报主营业务收入构成（按产品分类）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
服装	1,370,971,346.25	760,463,178.02	44.53%	26.22%	20.68%	2.54%
分产品						
茄克类	187,901,373.99	103,507,880.19	44.91%	48.20%	48.57%	-0.14%
毛衫类	86,802,398.40	45,000,763.45	48.16%	33.50%	26.05%	3.07%
西服类	57,179,276.99	29,610,767.59	48.21%	29.01%	19.62%	4.06%
裤子类	333,848,360.73	198,229,971.91	40.62%	25.26%	17.18%	4.09%
衬衫类	201,742,651.40	108,520,463.76	46.21%	135.29%	115.58%	4.92%
T 恤类	357,890,151.59	189,265,896.04	47.12%	3.99%	-0.08%	2.16%
外套类	100,850,747.91	53,876,368.14	46.58%	-22.00%	-27.89%	4.36%
其他类	44,756,385.24	32,451,066.94	27.49%	83.60%	98.12%	-5.32%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

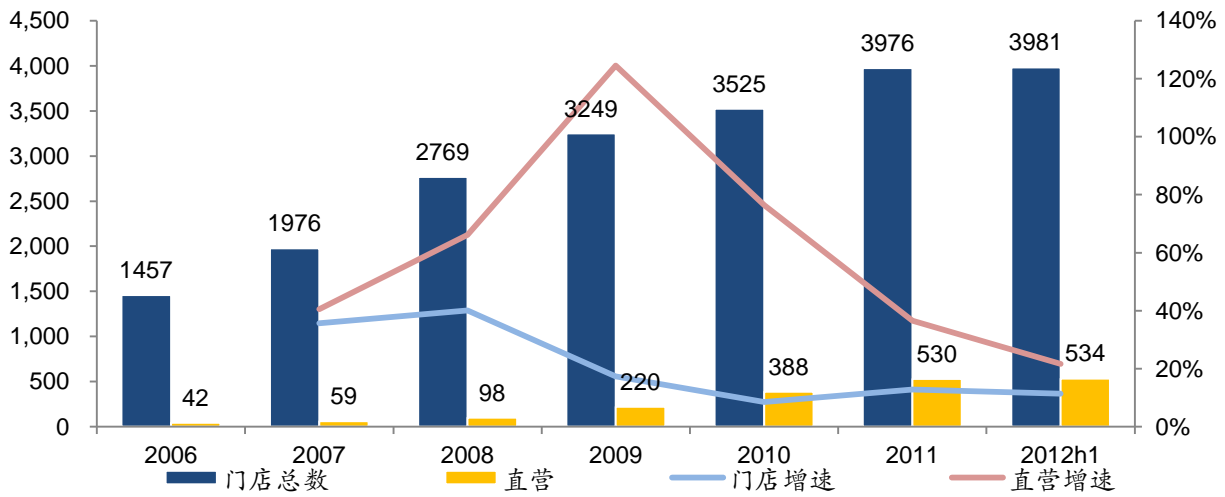
报告期内，除华南地区外，其他地区销售均呈现了一定的增长，华北、东北和西北地区的增长都达到了 60%以上；华南地区销售相对上年同期略有下降。

表 2 2012 七匹狼半年报主营业务收入构成（按地区分类）

单位：元		
地区	营业收入	营业收入比上年同期增减 (%)
华南	174,035,861.66	-1.84%
华东	506,849,747.35	34.91%
华北	130,698,862.22	63.28%
东北	126,963,312.68	61.66%
华中	136,586,657.00	5.73%
西南	201,566,639.39	8.35%
西北	86,990,746.42	63.17%
国外	7,279,519.53	19.64%
合计	1,370,971,346.25	26.22%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 1 公司毛利率和直营店铺占比比较



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2162	2983	3536	4454
现金	276	1000	1000	879
应收账款	343	474	592	753
其他应收款	13	24	26	33
预付账款	543	624	799	996
存货	642	688	900	1516
其他流动资产	344	174	220	276
非流动资产	1031	1270	1425	1964
长期投资	2	0	0	0
固定资产	235	477	629	1121
无形资产	19	26	34	41
其他非流动资产	775	766	763	802
资产总计	3193	4253	4962	6418
流动负债	1151	1633	1866	2653
短期借款	256	375	319	758
应付账款	273	340	429	538
其他流动负债	623	917	1118	1357
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	1633	1866	2653
少数股东权益	68	72	77	82
股本	283	503	503	503
资本公积	577	436	436	436
留存收益	1113	1610	2081	2744
归属母公司股东权益	1973	2548	3019	3682
负债和股东权益	3193	4253	4962	6418

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	252	741	514	310
净利润	415	557	726	921
折旧摊销	0	49	52	69
财务费用	15	-10	-23	-11
投资损失	-6	0	0	0
营运资金变动	0	127	-348	-837
其他经营现金流	-171	18	107	168
投资活动现金流	-289	-165	-230	-629
资本支出	463	300	200	600
长期投资	258	-40	0	0
其他投资现金流	432	95	-30	-29
筹资活动现金流	155	148	-283	198
短期借款	256	119	-56	439
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	220	0	0
资本公积增加	19	-141	0	0
其他筹资现金流	-120	-49	-228	-240
现金净增加额	118	724	0	-121

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2921	3631	4583	5756
营业成本	1718	2062	2601	3258
营业税金及附加	25	31	39	49
营业费用	390	481	600	750
管理费用	220	272	344	432
财务费用	15	-10	-23	-11
资产减值损失	74	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0
营业利润	484	744	973	1228
营业外收入	12	8	8	8
营业外支出	8	9	12	8
利润总额	488	743	969	1228
所得税	74	186	242	307
净利润	415	557	726	921
少数股东损益	2	4	5	6
归属母公司净利润	412	554	722	915
EBITDA	500	783	1002	1287
EPS (元)	1.46	1.10	1.44	1.82

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.9%	24.3%	26.2%	25.6%
营业利润	39.5%	53.6%	30.7%	26.3%
归属于母公司净利润	45.6%	34.3%	30.4%	26.7%
获利能力				
毛利率	41.2%	43.2%	43.3%	43.4%
净利率	14.1%	15.2%	15.7%	15.9%
ROE	20.9%	21.7%	23.9%	24.8%
ROIC	33.8%	39.3%	37.5%	28.5%
偿债能力				
资产负债率	36.1%	38.4%	37.6%	41.3%
净负债比率	22.23	22.96%	17.11	28.57%
流动比率	1.88	1.83	1.89	1.68
速动比率	1.21	1.33	1.33	1.00
营运能力				
总资产周转率	1.04	0.98	0.99	1.01
应收账款周转率	8	8	8	8
应付账款周转率	6.99	6.73	6.76	6.74
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.10	1.44	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.47	1.02	0.62
每股净资产(最新摊薄)	3.93	5.07	6.01	7.33
估值比率				
P/E	31.46	23.43	17.97	14.18
P/B	6.57	5.09	4.30	3.52
EV/EBITDA	25	16	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

石颖, 中投证券研究所纺织服装行业研究员, 清华大学经济管理学院会计学学士、金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434