

单季度收入增速下滑 业绩仍然符合预期

——七匹狼（002029）2012年3季报点评

2012年10月22日

强烈推荐/维持

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2012年3季报，公司1-9月实现营业收入25.14亿元，同比增长19.7%，归属上市公司股东的净利润4.02亿元，同比增长39.3%，折合EPS为0.80元。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	749.53	444.52	905.85	820.69	946.06	540.15	1027.53
增长率（%）	28.97	13.27	49.90	32.40	26.22	21.51	13.43
毛利率（%）	40.63	39.06	42.16	41.80	43.76	42.91	44.12
期间费用率（%）	16.39	31.12	17.27	25.30	15.94	29.60	15.96
营业利润率（%）	19.77	15.71	15.53	15.33	24.41	17.51	20.86
净利润（百万元）	126.10	47.23	115.61	125.70	174.36	71.30	158.23
增长率（%）	32.98	55.75	98.53	18.91	38.27	50.96	36.86
每股盈利（季度，元）	0.45	0.17	0.40	0.44	0.61	-0.03	0.31
资产负债率（%）	29.72	30.27	36.85	36.06	31.40	16.11	24.42
净资产收益率（%）	7.02	2.64	6.05	6.16	7.88	1.78	3.79
总资产收益率（%）	4.94	1.84	3.82	3.94	5.40	1.50	2.86

评论：

积极因素：

- **毛利率显著提升。**公司2012年1-3季度，公司毛利率较去年同期提升2.76个百分点至43.72%，分季度来看，三个季度毛利率均较去年同期有所上升，幅度分别为3.12、3.85和1.96个百分点。
- **费用率同比下降。**公司的费用控制情况较好，2012年1-3季度三项费用率总体下降1.01个百分点至18.88%，其中销售费用率微升0.1个百分点至12.30%，管理费用率同比下降0.74个百分点至6.71%，财务费用率微降0.36个百分点至-0.13%。
- **经营性现金流净额同比大幅提高137.7%至1.83亿元。**主要是因为公司获得供应商信用额度增加，同时票据结算推迟贷款支付。

消极因素:

- **3季度单季度收入增速下滑。**公司2012年1-9月收入同比增长19.71%，第3季度单季度同比增长13.43%，低于第1、2单季度26.22%和21.51%的同比增速。
- **存货环比增长49.71%。**公司2012年3季度末存货7.36亿元，较2季度末环比上升49.71%，占总资产比重由2季度末的10.33%上升3个百分点至13.33%。
- **应收账款环比上升。**2012年9月末应收账款环比上升15.09%，主要由于客商资金压力较大，公司加大渠道扶持力度，增加代理商信用额度，用于秋冬发大货，因此，报告期末应收账款增加较多。

业务展望:

2012下半年，公司将更加关注零售终端经营状况，并根据外部环境变化及时调整相应对策，提升终端平效；公司将不断挖掘直营潜能，并保证批发订单顺利执行，以保证全年20-30%销售收入增长目标的顺利达成。

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1.19、1.57和1.89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18.23、13.83和11.44倍，从公司历年的经营成效、业绩表现来看，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25倍市盈率下，6个月目标价29.75元，距离当前仍有37%左右的增长空间，维持“强烈推荐”评级。

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	597	787	952

(+/-)%	38.87%	45.61%	44.90%	31.76%	20.90%
每股净收益 (元)	1.00	1.46	1.19	1.57	1.89

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
盈利能力						
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%
偿债能力						
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%
成长能力						
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%
营运能力						
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

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。