

七匹狼 (002029.SZ) 服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

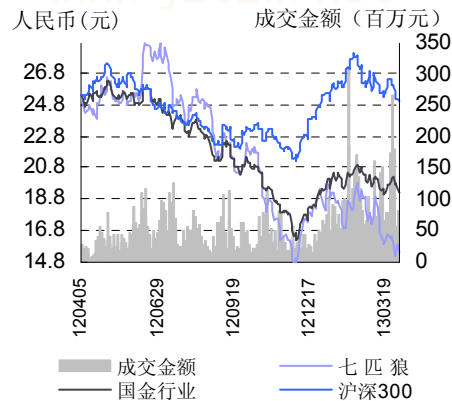
市价(人民币): 15.45元

关注公司内生性增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	425.33
总市值(百万元)	77.83
年内股价最高最低(元)	28.66/14.80
沪深300指数	2486.39
中小板指数	5127.81



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.457	1.114	1.327	1.546	1.713
每股净资产(元)	6.97	8.47	9.66	10.60	12.19
每股经营性现金流(元)	0.89	0.87	1.31	1.64	1.84
市盈率(倍)	24.22	16.95	11.64	9.99	9.02
行业优化市盈率(倍)	21.42	18.62	18.32	18.32	18.32
净利润增长率(%)	45.61%	36.09%	19.15%	16.50%	10.78%
净资产收益率(%)	20.90%	13.15%	13.73%	14.58%	14.05%
总股本(百万股)	282.90	503.78	503.78	503.78	503.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **2012年年报业绩:** 2012年度实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、扣非净利、经营现金流量净额、EPS分别为34.77亿、5.61亿、5.50亿、4.38亿、1.21元,分别同比增长19.05%、36.09%、40.14%、73.70%、24.74%。利润分配预案是以2012年12月31日的公司总股本为基数,每10股派发现金红利1元(含税),以资本公积金向全体股东每10股转增5股。

经营分析

- **损益表靓丽:** 收入增长主要来自于老店整改、产品结构调整;毛利率提升、费用率下降是净利润增速超过收入增速的原因。
 - 报告期内公司店铺数量微增(仅净增31家至4007家),销售量、平均单价分别同比增长6%、13%,其中平均单价的提升主要来自于老店整改、产品结构调整(黑标产品收入占比超过50%),由此带来毛利率提升4.28个百分点至45.48%;此外三项费用率下降1.76个百分点(销售、管理、财务费用率分别下降0.24、0.55、0.98个百分点);
 - 受累于消费增速的下滑,分季度来看,公司单季收入、净利润增速分别由1季度的26%、38%,逐渐下降至17%、28%;
- **资产负债表略有恶化:** 应收类(应收票据、应收账款、其他应收款)同比增长102%,预付账款同比下降65%,存货同比下降12%(占比94%的库存商品净值同比微增1.3%)。
- **预计公司2013年的业绩增长主要来源于内生性增长:** 目前行业整体处于调整期,预计2013年公司门店数量将保持现有规模,公司重点关注老店整改、产品结构调整所带来的内生性增长。
- **最新的订货会增速有所放缓:** 最新的订货会数据明显放缓,预计公司2013年收入增速将有所放缓。

盈利调整

- 预计13-15年收入分别为38.08亿元、41.73、45.73亿元,分别同比增长9.53%、9.57%、9.60%,净利润分别为6.69亿元、7.79亿元、8.63亿元,分别同比增长19.15%、16.5%、10.78%,对应EPS分别为1.327元、1.546元、1.713元。维持“增持”评级。

相关报告

1. 《业绩符合预期》, 2013.1.29
2. 《业绩符合预期,一如既往推荐》, 2012.8.13
3. 《一季度业绩符合预期》, 2012.4.24

焦娟

联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

图表1: 销售预测

项 目	2008	1H09	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入												
销售收入(百万元)	1,625.3	820.0	1,808.6	921.0	2,041.9	1,086.2	2,651.8	1,371.0	3,312.05	3,643.26	4,007.58	4,408.34
增长率(YOY)	87.02%	4.14%	11.28%	12.31%	12.90%	17.94%	29.87%	26.22%	24.90%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	34.24%	37.44%	38.19%	42.53%	42.85%	41.99%	42.99%	44.53%	46.57%	46.00%	46.00%	46.00%
销售成本(百万元)	1,068.8	513.0	1,117.9	529.28	1,166.93	630.11	1,511.81	760.48	1,769.63	1,967.36	2,164.09	2,380.50
增长率(YOY)	91.21%	-2.94%	4.59%	3.18%	4.39%	19.05%	29.55%	20.69%	17.05%	11.17%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)	556.51	307.02	690.71	391.69	874.94	456.10	1,140.02	610.49	1,542.42	1,675.90	1,843.49	2,027.84
增长率(YOY)	79.48%	16.96%	24.11%	27.58%	26.67%	16.44%	30.30%	33.85%	35.30%	8.65%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	98.3%	93.2%	91.0%	94.59%	92.91%	90.97%	90.80%	92.25%	95.26%	95.67%	96.05%	96.39%
占主营业务利润比重	99.2%	91.0%	90.6%	97.37%	95.72%	95.38%	94.75%	94.55%	97.55%	97.74%	97.94%	98.12%
其他收入												
销售收入(百万元)	27.37	59.70	178.61	52.62	155.89	107.84	268.76	115.23	164.94	164.94	164.94	164.94
增长率(YOY)	268.7%	382.8%	552.6%	-11.85%	-12.72%	104.92%	72.40%	6.85%	-38.63%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	16.64%	51.07%	39.93%	20.07%	25.11%	20.50%	23.48%	30.56%	23.49%	23.50%	23.50%	23.50%
销售成本(百万元)	22.82	29.2	107.3	42.06	116.75	85.73	205.65	80.01	126.20	126.18	126.18	126.18
增长率(YOY)	222.17%	173.66%	370.23%	44.00%	8.82%	103.82%	76.15%	-6.67%	-38.64%	-0.01%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	4.55	30.5	71.3	10.56	39.14	22.11	63.10	35.22	38.74	38.76	38.76	38.76
增长率(YOY)	1235.5%	1701.9%	1466.1%	-65.36%	-45.12%	109.32%	61.21%	59.30%	-38.60%	0.04%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.66%	6.79%	8.99%	5.41%	7.09%	9.03%	9.20%	7.75%	4.74%	4.33%	3.95%	3.61%
占主营业务利润比重	0.81%	9.03%	9.36%	2.63%	4.28%	4.62%	5.25%	5.45%	2.45%	2.26%	2.06%	1.88%
销售总收入(百万元)	1652.69	879.71	1987.22	973.60	2197.76	1194.05	2920.58	1486.20	3476.99	3808.20	4172.52	4573.28
销售总成本(百万元)	1091.63	542.20	1225.19	571.35	1283.67	715.84	1717.46	840.49	1895.82	2093.54	2290.27	2506.68
毛利(百万元)	561.06	337.51	762.03	402.25	914.08	478.21	1203.12	645.71	1581.17	1714.66	1882.25	2066.60
平均毛利率	33.95%	38.37%	38.35%	41.32%	41.59%	40.05%	41.19%	43.45%	45.48%	45.03%	45.11%	45.19%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,198	2,921	3,477	3,808	4,173	4,573	货币资金	144	276	2,229	2,817	3,147	3,815
增长率		32.9%	19.1%	9.5%	9.6%	9.6%	应收款项	481	502	1,012	1,091	1,188	1,293
主营业务成本	-1,284	-1,718	-1,896	-2,094	-2,290	-2,507	存货	395	642	566	627	664	711
%销售收入	58.4%	58.8%	54.5%	55.0%	54.9%	54.8%	其他流动资产	355	742	226	211	231	253
毛利	914	1,203	1,581	1,715	1,882	2,067	流动资产	1,375	2,162	4,032	4,746	5,229	6,071
%销售收入	41.6%	41.2%	45.5%	45.0%	45.1%	45.2%	%总资产	56.5%	67.7%	72.8%	78.0%	78.4%	80.1%
营业税金及附加	-22	-25	-31	-38	-42	-46	长期投资	831	540	850	851	850	850
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	104	256	311	426	514	577
营业费用	-323	-390	-456	-495	-542	-595	%总资产	4.3%	8.0%	5.6%	7.0%	7.7%	7.6%
%销售收入	14.7%	13.4%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	无形资产	35	79	218	63	73	83
管理费用	-157	-220	-243	-267	-292	-320	非流动资产	1,060	1,031	1,507	1,342	1,439	1,513
%销售收入	7.2%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	%总资产	43.5%	32.3%	27.2%	22.0%	21.6%	19.9%
息税前利润 (EBIT)	412	568	851	915	1,006	1,106	资产总计	2,436	3,193	5,539	6,088	6,669	7,584
%销售收入	18.8%	19.4%	24.5%	24.0%	24.1%	24.2%	短期借款	0	256	0	0	0	0
财务费用	5	-15	16	52	62	72	应付款项	726	828	990	1,020	1,116	1,222
%销售收入	-0.2%	0.5%	-0.5%	-1.4%	-1.5%	-1.6%	其他流动负债	45	68	172	122	127	133
资产减值损失	-82	-74	-124	-84	-38	-36	流动负债	771	1,151	1,162	1,142	1,243	1,355
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	12	6	12	12	12	12	其他长期负债	0	0	38	0	0	0
%税前利润	3.6%	1.2%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%	负债	771	1,151	1,200	1,142	1,243	1,356
营业利润	347	484	754	895	1,042	1,154	普通股股东权益	1,599	1,973	4,266	4,869	5,342	6,140
营业利润率	15.8%	16.6%	21.7%	23.5%	25.0%	25.2%	少数股东权益	66	68	73	78	83	88
营业外收支	-8	4	-1	3	3	3	负债股东权益合计	2,436	3,193	5,539	6,088	6,669	7,584
税前利润	339	488	753	898	1,045	1,157	比率分析						
利润率	15.4%	16.7%	21.7%	23.6%	25.0%	25.3%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-50	-74	-187	-225	-261	-289	每股指标						
所得税率	14.8%	15.1%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.001	1.457	1.114	1.327	1.546	1.713
净利润	289	415	566	674	784	868	每股净资产	5.651	6.975	8.467	9.664	10.605	12.187
少数股东损益	6	2	5	5	5	5	每股经营现金净流	0.916	0.892	0.870	1.310	1.645	1.841
归属于母公司的净利润	283	412	561	669	779	863	每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	12.9%	14.1%	16.1%	17.6%	18.7%	18.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.71%	20.90%	13.15%	13.73%	14.58%	14.05%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	11.62%	12.91%	10.13%	10.98%	11.68%	11.38%
净利润	289	415	0	674	784	868	投入资本收益率	21.11%	21.00%	14.74%	13.87%	13.91%	13.32%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	145	99	0	171	149	173	主营业务收入增长率	10.59%	32.89%	19.05%	9.53%	9.57%	9.60%
非经营收益	-60	-58	0	110	-15	-15	EBIT增长率	39.36%	37.73%	49.82%	7.52%	9.95%	9.96%
营运资金变动	-130	-228	0	-295	-89	-98	净利润增长率	38.87%	45.61%	36.09%	19.15%	16.50%	10.78%
经营活动现金净流	244	227	0	660	829	927	总资产增长率	16.88%	31.08%	73.47%	9.92%	9.53%	13.72%
资本开支	-410	-462	-175	-44	-206	-207	资产管理能力						
投资	-167	198	98	-1	0	0	应收账款周转天数	46.8	41.3	50.1	70.0	70.0	70.0
其他	8	-24	47	12	12	12	存货周转天数	99.1	110.3	116.3	115.0	115.0	115.0
投资活动现金净流	-569	-289	-30	-33	-194	-195	应付账款周转天数	58.5	52.2	56.9	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	0	1,786	0	-240	0	固定资产周转天数	15.1	29.4	31.1	29.7	26.1	20.9
债权募资	0	115	-115	-38	0	1	偿债能力						
其他	-119	40	-142	0	-65	-66	净负债/股东权益	-8.65%	-0.97%	-51.37%	-56.95%	-58.00%	-61.23%
筹资活动现金净流	-119	155	1,529	-38	-305	-65	EBIT利息保障倍数	-87.8	37.6	-53.2	-17.5	-16.3	-15.4
现金净流量	-443	93	1,498	589	330	668	资产负债率	31.66%	36.06%	21.67%	18.75%	18.64%	17.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	10	24
增持	0	0	1	3	23
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.43	1.45	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-10	增持	20.44	41.10 ~ 41.10
2 2011-08-14	增持	25.12	N/A
3 2011-10-23	增持	24.23	42.67 ~ 42.67
4 2012-08-13	增持	25.00	N/A
5 2013-01-29	增持	16.95	N/A

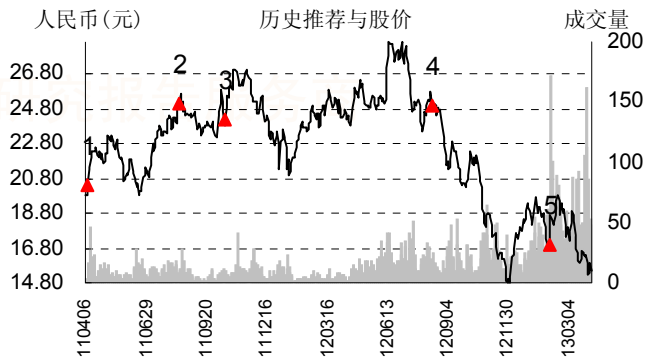
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net