

七匹狼 (002029)

增持/ 维持评级

股价: RMB25.00

分析师

汪蓉

+755-82492801 wangrongyjs@lhzq.com

相关研究

基础数据

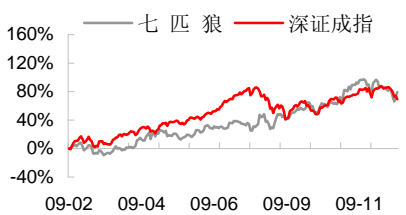
总股本 (百万股)	283
流通 A 股 (百万股)	283
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	7072

以谨慎和积极态度应对转型

——09 年业绩快报点评

- 公司今日发布业绩快报, 显示 2009 年全年实现销售收入 19.87 亿元, 同比增长 20.25%; 归属母公司净利润 1.91 亿元, 同比增长 35.36%; 对应 EPS0.68 元。
- 公司正逐渐走出经济危机的负面影响, 尤其是渠道库存消化较为顺利, 表现在: 1、季度收入稳步增长; 2、反映订货情况的预收账款持续增加, 与 08 年的大幅减少形成鲜明对比, 预示着 2010 年的收入增长可以较乐观预期; 3、毛利率显著提升, 提升的原因来自生产成本的下降、直营占比的增加和物流、供应链管理成本的下降。
- 我们认为公司的发展策略正从前几年“跑马圈地”式的外延式扩张逐步向“精耕细作”的内涵式增长转移。未来一段时间内, 相较于门店数量增加, 品牌运营管理、渠道扁平化改革和供应链体系建设与完善将是更重要的工作, 单店盈利能力的提高和毛利率的提升是推动业绩增长的更显著因素。
- 渠道扁平化改革是未来几年公司经营管理上最大的挑战。对此公司的策略是鼓励好的经销商打破地域垄断, 鼓励竞争; 努力保留最优秀经销商, 并在必要时予以扶持; 对于能力有限的经销商则逐渐淘汰, 同时加大直管销售占比等。渠道扁平化将是一个渐进的过程, 不过整体趋势向好, 公司会努力以最小成本实现渠道扁平化的顺利过渡。当然转型过程中也会付出一些成本, 比如 ERP 建设的昂贵投入、渠道扁平化过程中因为代理商的筛选而丧失一些合作机会等。
- 综上所述, 我们认为公司未来销售规模的提升主要来自单店销售额的提高, 门店数量的扩张保持在 16%左右增速; 销售毛利率会随着直营占比的增加和供应链管理效率的提高而稳步提升; 销售和管理费用下降的可能性较小, 主要考虑到: ERP 投入的成本较高, 以及直营门店增加后相关销售费用也会随之增加。因此, 我们预计 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为: 0.68、0.88 和 1.14 元, 复合增长率 28%, 对应当前股价 PE 水平分别为: 36、28 和 22 倍。

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1652.7	1456.0	1987.3	2393.8	2922.4
(+/-%)	88.6	27.6	20.2	20.5	22.1
归属母公司净利润(百万元)	153.0	133.0	191.6	248.9	321.8
(+/-%)	72.5	28.7	25	30	29
EPS(元)	0.54	0.47	0.68	0.88	1.14
P/E(倍)	46.2	53.2	36.9	28.4	21.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

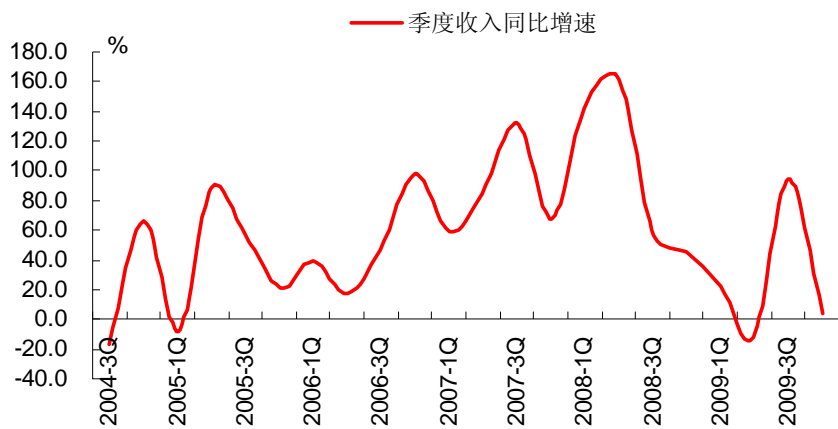
公司今日发布业绩快报，显示 2009 年全年实现销售收入 19.87 亿元，同比增长 20.25%；归属母公司净利润 1.91 亿元，同比增长 35.36%，对应 EPS0.68 元。

09 年业绩分析

在上次报告中我们提及，公司正逐渐走出经济危机的负面影响，尤其是渠道库存消化较为顺利，表现在：

1、季度收入稳步增长：继一季度收入环比下滑、二季度达到低点后，三季度营业收入环比开始回升，第四季度继续保持在相对较高水平。

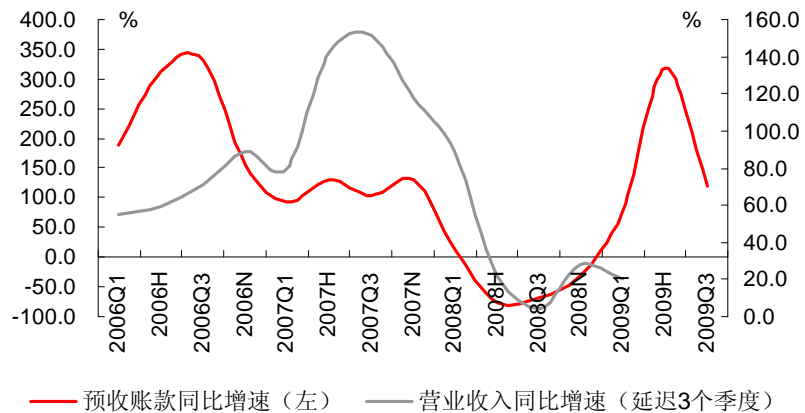
图 1 季度销售收入增速变化



资料来源：华泰联合证券研究

2、反映订货情况的预收账款持续增加，与 08 年的大幅减少形成鲜明对比，预示着 2010 年的收入增长可以较乐观预期。公司销售以加盟批发为主，因此订货会的订货情况大约可反映未来实际可实现收入的约 90%，从往年预收账款的变化看，其数额与未来收入之间也存在较大相关性。今年前三季度公司预收账款总额回升至 1.73 亿元，已逐渐接近正常年份水平，较 08 年增长了 120%。这是非常积极的信号。

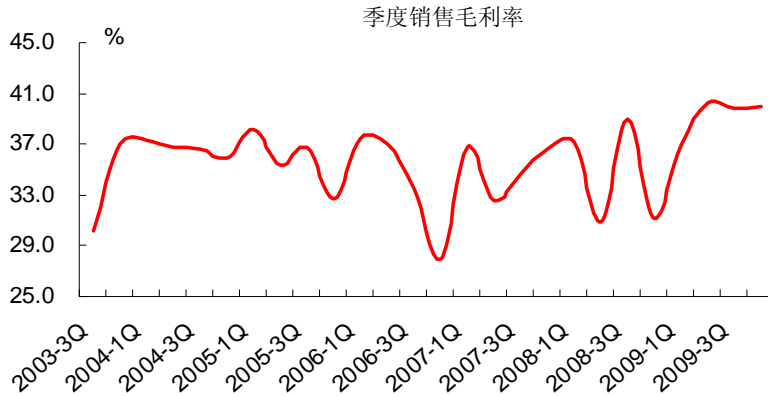
图 2 预收账款与营业收入关系比较



资料来源：华泰联合证券研究

3、毛利率的显著提升也是 09 年业绩稳健增长的重要原因之一。前三季度报表显示，其综合毛利率已由 08 年的 34% 提升至 38% 以上，提升的重要原因来自生产成本的下降、直营占比的增加和物流、供应链管理成本的下降。

图 3 季度毛利率变动情况



资料来源：华泰联合证券研究

盈利预测

我们认为，公司的发展策略正从前几年“跑马圈地”式的外延式扩张逐步向“精耕细作”的内涵式增长转移。未来的一段时间内，相较于门店数量的增加，品牌运营管理、渠道扁平化改革和供应链体系建设与完善将是更重要的工作，单店盈利能力的提高和毛利率的提升是推动业绩增长的更显著因素。

目前公司的 ERP 系统建设已经展开，财务和品类规划两大模块已经上线，短期内可能增加一些费用负担，但预计效果会在 2011 年以后逐步显现。

渠道扁平化改革是未来几年公司经营管理上最大的挑战。对此公司的策略是：鼓励好的经销商打破地域垄断，鼓励竞争；努力保留最优秀经销商，并在必要时予以扶持；对于能力有限的经销商则逐渐淘汰，同时加大直营销售占比等。公司认为渠道扁平化将是一个渐进的过程，不过整体趋势向好，会努力以最小成本实现渠道扁平化的顺利过渡。

当然转型过程中也会付出一些成本，比如 ERP 建设的昂贵投入、渠道扁平化过程中因为代理商的筛选而丧失一些合作机会等。

综上所述，我们认为公司未来销售规模的提升主要来自单店销售额的提高，门店数量的扩张保持在 16% 左右增速；销售毛利率会随着直营占比的增加和供应链管理效率的提高而稳步提升；销售和管理费用下降的可能性较小，主要考虑到：ERP 投入的成本较高，以及直营门店增加后相关销售费用也会随之增加。

因此，我们预计 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为：0.68、0.88 和 1.14 元，复合增长率 28%，对应当前股价 PE 水平分别为：36、28 和 22 倍。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1248	1295	1622	2313	营业收入	1653	1987	2394	2922
现金	598	461	668	1154	营业成本	1092	1233	1457	1756
应收账款	111	132	159	194	营业税金及附加	9	14	17	20
其他应收款	36	18	22	26	营业费用	242	312	376	459
预付账款	78	123	146	176	管理费用	104	142	168	205
存货	404	524	593	725	财务费用	-15	-12	-13	-20
其他流动资产	21	37	35	38	资产减值损失	15	45	45	45
非流动资产	518	705	817	909	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	3	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	122	184	243	279	营业利润	206	254	344	458
无形资产	19	23	27	31	营业外收入	2	9	6	6
其他非流动资产	374	495	548	600	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	1766	2000	2439	3222	利润总额	202	259	346	460
流动负债	522	577	747	1180	所得税	38	52	76	110
短期借款	0	0	0	0	净利润	164	207	270	349
应付账款	162	123	169	195	少数股东损益	11	16	21	28
其他流动负债	359	453	577	986	归属母公司净利润	153	192	249	322
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	262	250	343	452
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.68	0.88	1.14
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	522	577	747	1180	主要财务比率				
少数股东权益	48	63	84	112		2008	2009E	2010E	2011E
股本	283	283	283	283	成长能力				
资本公积	558	558	558	558	营业收入	88.6%	20.2%	20.5%	22.1%
留存收益	355	518	767	1089	营业利润	68.2%	23.4%	35.5%	33.1%
归属母公司股东权益	1197	1360	1609	1931	归属于母公司净利润	72.5%	25.2%	29.9%	29.3%
负债和股东权益	1766	2000	2439	3222	获利能力				
					毛利率(%)	33.9%	38.0%	39.1%	39.9%
现金流量表					净利率(%)	9.3%	9.6%	10.4%	11.0%
					ROE(%)	12.8%	14.1%	15.5%	16.7%
					ROIC(%)	31.3%	24.7%	28.7%	40.6%
经营活动现金流	174	30	263	519	偿债能力				
净利润	164	207	270	349	资产负债率(%)	29.5%	28.8%	30.6%	36.6%
折旧摊销	72	8	11	14	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-15	-12	-13	-20	流动比率	2.39	2.25	2.17	1.96
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.62	1.34	1.38	1.35
营运资金变动	-69	-175	-6	173	营运能力				
其他经营现金流	23	2	1	3	总资产周转率	1.03	1.06	1.08	1.03
投资活动现金流	-283	-151	-68	-54	应收账款周转率	20	16	16	16
资本支出	284	70	70	50	应付账款周转率	9.97	8.63	9.96	9.65
长期投资	0	78	-3	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	2	-3	-0	-4	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.68	0.88	1.14
筹资活动现金流	-13	-16	13	20	每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.11	0.93	1.84
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.23	4.81	5.69	6.82
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	94	0	0	0	P/E	46.23	36.91	28.42	21.98
资本公积增加	-89	0	0	0	P/B	5.91	5.20	4.40	3.66
其他筹资现金流	-18	-16	13	20	EVEBITDA	24	25	18	14
现金净增加额	-121	-137	207	486					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com