

转型尚未成功 群狼仍需努力

——七匹狼（002029）2010年三季度报点评

2010年10月25日

推荐/维持

七匹狼

财报点评

银国宏	策略分析师 职业资格证书编号: S1480109060847
程远	纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 MSN: chengyuan0716@hotmail.com

事件:

公司在10月23日发布了2010年三季度财务报告,公司10年第三季度实现收入6.04亿元,同比增4.86%;实现综合毛利率40.38%,同比去年上升0.49个百分点;实现净利润0.58亿元,同比下降34.09%。

公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入(百万元)	491.31	388.40	576.28	531.23	581.16	392.44	604.31
增长率(%)	21.84%	-12.03%	94.60%	3.80%	18.29%	1.04%	4.86%
毛利率(%)	36.90%	40.23%	39.89%	36.65%	40.87%	41.99%	40.38%
期间费用率(%)	18.02%	30.09%	21.81%	19.57%	14.70%	29.27%	21.03%
营业利润率(%)	17.83%	8.43%	10.79%	14.22%	20.74%	12.44%	10.95%
净利润(百万元)	69.10	30.62	43.43	74.03	94.83	30.33	58.24
增长率(%)	13.23%	-1.24%	129.33%	38.86%	37.24%	-0.95%	34.09%
每股盈利(季度,元)	0.238	0.095	0.136	0.251	0.327	0.110	0.201
资产负债率(%)	31.99%	30.39%	35.13%	31.28%	33.36%	27.48%	34.44%
净资产收益率(%)	5.26%	2.33%	3.20%	5.17%	6.21%	2.02%	3.74%
总资产收益率(%)	3.58%	1.62%	2.07%	3.55%	4.14%	1.47%	2.45%

评论:

积极因素:

- 公司今年三季度毛利率延续了上半年的同比提升水平,反映出了公司提高直营比例、调整终端渠道管理模式等销售改善操作得到的效果是扎实、稳定的。
- 公司今年三季度在CCTV-2投放了时间较长、力度较大的广告,从我们的判断以及草根了解的情况来看,该广告效果较好,在维持了品牌知名度的同时,有效地提升了品牌的市场形象,并深化了品牌的文化内涵。

消极因素:

- 公司今年进行了力度较大的渠道整合，关停了大批店面，因此几无净增店面，该因素造成了今年前三季度销售收入同比提升幅度较小的局面。

业务展望:

公司今年前三季度经历了由粗放式扩张经营到经济化运营管理；由多层级代理经销到扁平化加盟制；由二线城市为发展重心到着重三、四线市场拓展的重要阶段。从毛利率的提升体现出了战略转型的收获，收入增速下降也反映了战略转型的代价。

渠道扩张节奏方面，我们预计公司未来对原有店面的调整力度将逐步减弱，净新增店面数量将逐渐恢复。渠道结构方面，我们预计公司未来将进一步提升直营店面占比，但该提升的速度将较为缓慢。渠道扩张区域方面，我们预计公司将进一步下沉渠道，充分享受三、四线城市的服装消费升级。

品牌建设方面，随着公司管理能力、效率的不断优化，终端销售水平的不断提升，以及品牌宣传策略的不断推进，我们预计公司品牌的美誉度和忠诚度将稳步提升，因此终端的平销和产品综合毛利率将稳步提升，预计10-12年公司综合毛利率分别为40.2%、40.5%、41%。

盈利预测

我们预计公司10-12年的EPS分别为0.91、1.25、1.60元，我们认为给予公司28-32倍的PE较为合理，2011年预测业绩对应的股价区间为35-40元，维持“推荐”的投资评级。

表 1：七匹狼主要财务数据预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
年营业收入	1987	2311	2783	3304
(+/-)%	20.24%	16.31%	20.40%	18.72%
经营利润 (EBIT)	246	326	445	575
(+/-)%		32.78%	36.41%	29.02%
净利润	204	259	354	454
(+/-)%	33.27%	26.81%	36.94%	28.18%
每股净收益 (元)	0.72	0.91	1.25	1.60

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，2008年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。