

七匹狼 (002029.SZ)

服装行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

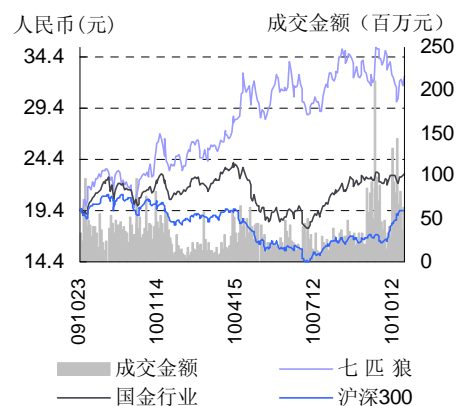
市价(人民币): 32.52元

七匹狼三季报点评

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)	282.89
总市值(百万元)	9,199.91
年内股价最高最低(元)	35.31/19.32
沪深300指数	3378.66
中小板指数	7023.34



相关报告

1. 《业绩符合预期》，2010.8.17
2. 《产品不合格缘于当前质量标准应用于过去产品》，2010.7.29

刘宇袖 联系人
(8621)61038285
liuyx@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.541	0.721	0.966	1.294	1.724
每股净资产(元)	4.23	4.85	5.62	6.71	8.23
每股经营性现金流(元)	0.62	1.06	0.83	1.10	1.34
市盈率(倍)	19.45	32.20	33.65	25.14	18.86
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	72.50%	33.27%	34.06%	33.89%	33.25%
净资产收益率(%)	12.79%	14.86%	17.20%	19.28%	20.94%
总股本(百万股)	282.90	282.90	282.90	282.90	282.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 七匹狼公布 2010 年三季报, 3 季度实现收入 6.04 亿元、净利润 5696 万元, 分别同比增长 4.86% 和 47.87%; 前三季度累计实现主营业务收入 15.78 亿元, 净利润 1.81 亿元, 分别同比增长 8.37% 和 35.9%, 实现每股收益 0.64 元。业绩基本符合我们预期。

经营分析

- **公司谨慎经营, “苦练内功” 出效果。** 今年国内服装销售保持高速增长, 公司以降低库存、谨慎扩张为主要发展策略, 并且致力于精细化经营管理水平。因此报告期内公司在销售收入增长 8.37% 的情况下, 实现了净利润的高速增长;
- **三季度所得税率降低:** 公司母公司获得高新技术企业资格认定, 部分业务自 2010 年三季度开始按照 15% 的税率征收所得税, 因此在公司实现销售增长的情况下, 三季度所得税费用仍较去年同期下降了 1 千多万;
- **报告期内, 公司期间费用保持稳定。** 10 年前三季度公司销售费用率和管理费用率分别为 13.56% 和 7.47%, 二者合计占销售收入比重较 2009 年下降 1.55 个百分点。报告期内公司以闲置货币资金进行银行理财产品投资, 以及博物馆项目投入建设, 导致定期存款减少, 相应使得财务费用同比增长 39.59%。

盈利调整

- 公司采取加盟商+专卖店+灵活多变的市场营销+时尚产品的整体精英模式, 经营水平高于其他竞争对手, 这将使得公司在未来国内消费市场持续快速发展的情况下, 最大程度享受市场发展带来的商机;
- 尽管今年店铺数量变化不大, 但通过对亏损或者不盈利店铺的关闭, 以及通过有实力加盟商和代理商在 2 线和 3 线, 特别是 3 线城市新增盈利店铺, 店铺质量明显提高, 这为今后业绩增长, 特别是收入和净利润同步增长打下坚实基础;
- 我们始终看好公司品牌经营实力和发展前景, 始终认为公司业绩有望实现持续高速增长, 我们仍然公司未来 30% 以上的业绩增速预期不变。

投资建议

- 我们预计公司 2010-2012 年销售收入分别为 22.4 亿元、26.7 亿元和 33.1 亿元；净利润分别为 2.73 亿元、3.66 亿元和 4.88 亿元，同比增速分别为 34.06%、33.90%和 33.25%；每股 EPS 分别为 0.966 元、1.294 元和 1.724 元。目前股价 32.52 元，对应 10 年 33.6 倍 PE，11 年 25 倍 PE，维持买入建议。

图表1: 盈利预测

项目	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入											
销售收入(百万元)	194.86	483.82	333.25	869.05	832.38	1,625.3	820.0	1,808.6	2,079.9	2,495.9	3,119.9
增长率(YOY)			70.09%	82.68%	159.1%	87.02%	4.14%	11.28%	15.00%	20.00%	25.00%
毛利率	37.02%	32.25%	34.59%	35.68%	32.89%	34.24%	37.44%	38.19%	40.00%	40.00%	40.50%
销售成本(百万元)	122.73	327.79	217.99	558.99	558.62	1,068.8	513.0	1,117.9	1,247.9	1,497.5	1,856.3
增长率(YOY)			75.61%	73.02%	163.6%	91.21%	-2.94%	4.59%	16.76%	20.00%	23.96%
毛利(百万元)	72.13	156.03	115.27	310.07	273.76	556.51	307.02	690.71	831.96	998.35	1,263.5
增长率(YOY)			60.71%	103.0%	152.7%	79.48%	16.96%	24.11%	49.50%	20.00%	26.56%
占总销售额比重	99.1%	99.1%	99.3%	99.2%	98.5%	98.3%	93.2%	91.0%	92.9%	93.6%	94.3%
占主营业务利润比重	98.5%	98.1%	99.1%	99.9%	99.4%	99.2%	91.0%	90.6%	95.4%	95.9%	96.4%
其它收入											
销售收入(百万元)	1.74	4.41	2.49	7.42	12.37	27.37	59.70	178.61	160.00	170.00	190.00
增长率(YOY)			43.5%	68.4%	396.4%	268.7%	382.8%	552.6%	-10.42%	6.25%	11.76%
毛利率	64.46%	70.02%	41.03%	4.59%	13.68%	16.64%	51.07%	39.93%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本(百万元)	0.62	1.32	1.469	7.08	10.67	22.82	29.2	107.3	120.00	127.50	142.50
增长率(YOY)			195.7%	59.45%	626.62%	222.17%	173.66%	370.23%	11.85%	6.25%	11.76%
毛利(百万元)	1.12	3.09	1.02	0.34	1.69	4.55	30.5	71.3	40.00	42.50	47.50
增长率(YOY)			-0.58%	-46.39%	65.56%	1235.5%	1701.9%	1466.1%	-43.92%	6.25%	11.76%
占总销售额比重	0.88%	0.90%	0.74%	0.85%	1.46%	1.66%	6.79%	8.99%	7.14%	6.38%	5.74%
占主营业务利润比重	1.53%	1.94%	0.88%	0.11%	0.61%	0.81%	9.03%	9.36%	4.59%	4.08%	3.62%
销售总收入(百万元)	196.6	488.2	335.7	876.5	844.7	1652.7	879.7	1987.2	2239.9	2665.9	3309.9
销售总成本(百万元)	123.3	329.1	219.5	566.1	569.3	1091.6	542.2	1225.2	1367.9	1625.0	1998.8
毛利(百万元)	73.25	159.12	116.29	310.41	275.45	561.06	337.51	762.03	871.96	1040.85	1311.04
平均毛利率	37.26%	32.59%	34.64%	35.42%	32.61%	33.95%	38.37%	38.35%	38.93%	39.04%	39.61%

来源: 国金证券研究所

图表2: 报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	876	1,653	1,987	2,240	2,666	3,310
增长率		88.6%	20.2%	12.7%	19.0%	24.2%
主营业务成本	-566	-1,092	-1,225	-1,368	-1,625	-1,999
%销售收入	64.6%	66.1%	61.7%	61.1%	61.0%	60.4%
毛利	310	561	762	872	1,041	1,311
%销售收入	35.4%	33.9%	38.3%	38.9%	39.0%	39.6%
营业税金及附加	-3	-9	-18	-22	-27	-33
%销售收入	0.4%	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-127	-242	-303	-325	-387	-470
%销售收入	14.5%	14.7%	15.2%	14.5%	14.5%	14.2%
管理费用	-55	-104	-146	-157	-181	-212
%销售收入	6.3%	6.3%	7.3%	7.0%	6.8%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	125	205	296	368	446	596
%销售收入	14.3%	12.4%	14.9%	16.4%	16.7%	18.0%
财务费用	1	15	13	6	8	13
%销售收入	-0.1%	-0.9%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-2	-15	-52	-36	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	1	5	5	5
%税前利润	n.a	0.1%	0.3%	1.4%	1.1%	0.8%
营业利润	122	206	258	343	457	610
营业利润率	14.0%	12.5%	13.0%	15.3%	17.1%	18.4%
营业外收支	1	-3	1	10	6	6
税前利润	123	202	259	353	463	616
利润率	14.1%	12.3%	13.1%	15.8%	17.4%	18.6%
所得税	-22	-38	-42	-76	-93	-123
所得税率	18.0%	18.9%	16.3%	21.5%	20.0%	20.0%
净利润	101	164	217	277	370	493
少数股东损益	13	11	13	4	5	5
归属于母公司的净利润	89	153	204	273	366	488
净利率	10.1%	9.3%	10.3%	12.2%	13.7%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	164	217	277	370	493
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	86	168	46	14	16
非经营收益	0	-11	-22	29	-11	-11
营运资金变动	0	-65	-63	-118	-61	-117
经营活动现金净流	0	174	301	235	312	380
资本开支	-118	-283	-157	12	-3	-4
投资	-4	0	-186	-247	-51	-51
其他	0	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-122	-283	-343	-230	-49	-50
股权募资	595	2	0	0	0	0
债权募资	-46	0	0	-50	0	1
其他	-15	-14	21	-2	-57	-57
筹资活动现金净流	534	-13	21	-52	-57	-56
现金净流量	412	-121	-21	-47	207	275

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	709	598	575	528	735	1,010
应收款项	55	165	324	362	431	535
存货	304	404	302	427	510	631
其他流动资产	111	81	184	166	197	242
流动资产	1,179	1,248	1,385	1,484	1,873	2,418
%总资产	81.0%	70.6%	66.5%	62.6%	66.7%	71.0%
长期投资	69	245	528	771	821	872
固定资产	144	122	92	94	94	92
%总资产	9.9%	6.9%	4.4%	4.0%	3.3%	2.7%
无形资产	57	133	36	21	20	19
非流动资产	277	518	699	888	937	985
%总资产	19.0%	29.4%	33.5%	37.4%	33.3%	29.0%
资产总计	1,455	1,766	2,084	2,372	2,810	3,403
短期借款	0	0	50	0	0	0
应付款项	366	491	548	596	709	848
其他流动负债	17	31	54	118	129	146
流动负债	383	522	652	714	838	994
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	383	522	652	714	838	995
普通股股东权益	1,038	1,197	1,372	1,589	1,898	2,329
少数股东权益	35	48	60	64	69	74
负债股东权益合计	1,455	1,766	2,084	2,372	2,810	3,403

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.470	0.541	0.721	0.966	1.294	1.724
每股净资产	5.503	4.230	4.850	5.617	6.710	8.234
每股经营现金净流	1.100	0.615	1.064	0.830	1.103	1.345
每股股利	0.000	0.100	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	8.55%	12.79%	14.86%	17.20%	19.28%	20.94%
总资产收益率	6.09%	8.66%	9.78%	11.55%	13.05%	14.35%
投入资本收益率	9.58%	13.38%	16.72%	17.48%	18.16%	19.84%
增长率						
主营业务收入增长率	81.16%	88.56%	20.24%	12.72%	19.02%	24.16%
EBIT增长率	74.73%	63.81%	44.22%	24.34%	21.30%	33.55%
净利润增长率	72.07%	72.50%	33.27%	34.06%	33.89%	33.25%
总资产增长率	144.05%	21.33%	18.02%	13.81%	18.47%	21.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.5	24.6	45.1	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	195.8	135.0	89.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	36.4	54.3	57.4	55.0	55.0	50.0
固定资产周转天数	59.0	27.0	16.0	14.4	12.0	9.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.09%	-48.05%	-36.67%	-31.96%	-37.36%	-41.97%
EBIT利息保障倍数	-161.8	-13.6	-21.9	-57.9	-53.3	-47.3
资产负债率	26.31%	29.54%	31.28%	30.16%	29.88%	29.29%

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
强买	0	1	4	9	15
买入	1	1	3	14	20
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.50	1.62	1.61

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 2009-04-28	买入	14.01	16.60 ~ 19.10
2 2009-08-21	买入	17.08	N/A
3 2010-07-29	买入	32.22	N/A
4 2010-08-17	买入	34.53	N/A

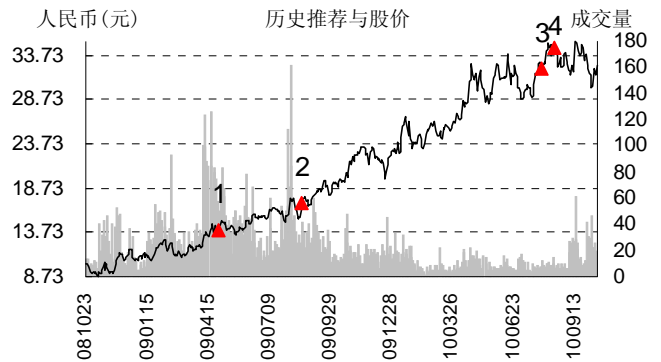
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室