



# 渠道整合前途光明、道路曲折

——七匹狼（002029）调研快报

2011年2月18日

推荐/维持

纺织服装

调研快报

程远	纺织服装行业分析师	执业证书编号：S1480109060847		
	<a href="mailto:chengyuan@dxzq.net.cn">chengyuan@dxzq.net.cn</a>	010-66507313	18601277343	MSN:chengyuan0716@hotmail.com

## 事件：

2月15日，我们对七匹狼进行了实地调研，就公司的经营发展状况以及战略规划向相关人员进行了了解与沟通，主要内容总结如下：

### 问题 1：公司 2011 年的渠道拓展计划如何？

公司在 2011 年还将继续推进加盟渠道的改革，一方面努力培养大客户，推进加盟渠道的扁平化，另一方面通过提高加盟商拿货折扣，同时以返点的形式鼓励优秀加盟渠道的方式，实现终端店面的优胜劣汰，提高终端经营效率。

### 问题 2：公司在提升管理、运营能力方面有何进展？

公司今年还将积极推进 ERP 建设，预计今年将启动 ERP 系统的再一次升级。公司今年还将加大对加盟商终端经营、订货等方面的指导。

## 结论：

**1. 渠道整合前途光明，但道路曲折。**从公司加盟渠道扁平化的进度来看，目前已经取得了一定的成绩，但仍存在很多问题：首先，公司是做批发起家，对终端运营管理的经验并不足够强，渠道相关的人才储备、管理机制方面都难以支持公司在短时间内实现较彻底的扁平化地、强势有效地加盟渠道建设，而更多的则是依靠各地方总代理的实力。我们预计公司今年新开店和观念数量均将维持较高的水平，目前店面密度较高的区域可能会缩减，目前密度较低或是尚未进入的区域将会进一步渗透，渠道中心整体可能还将缓慢下移。

**2. 补贴加盟提升销售费用率，直营店摊销增量放缓降低销售费用率，股权激励将提升管理费用率。**公司今年还将对业绩优秀的加盟商进行鼓励，相关费用计入销售费用；公司前些年大量开设直营店后每年摊销的费用激增，而近年来随着直营店增速的下降，增量的摊销费用也在减少；公司今年股权激励第一期将开始行权，预计相关管理费用将发生约 2000 万。

**3. 盈利预测与投资评级：推荐。**我们预测公司 2010 年至 2012 年公司 EPS 分别为 0.99、1.29、1.59 元，维持“推荐”的投资评级。

表 1：七匹狼主要财务指标预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1987	2203	2544	3020
(+/-)%	20.24%	10.85%	15.50%	18.72%
经营利润 (EBIT)	246	351	474	598
(+/-)%		42.89%	34.84%	26.26%
净利润	204	280	364	449
(+/-)%	33.27%	37.12%	30.05%	23.61%
每股净收益 (元)	0.72	0.99	1.29	1.59

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2：七匹狼财务指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
营业收入	1,987.22	2,202.76	10.85%	2,544.18	15.50%	3,063.20	20.40%
营业成本	1,225.13	1,304.03	6.44%	1,495.98	14.72%	1,791.97	19.79%
营业费用	302.58	297.37	-1.72%	343.46	15.50%	413.53	20.40%
管理费用	146.01	158.60	8.62%	183.18	15.50%	214.42	17.06%
财务费用	(13.50)	(5.32)	N/A	(8.24)	N/A	(9.06)	N/A
投资收益	0.79	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	258.08	352.65	36.64%	481.99	36.68%	615.89	27.78%
利润总额	259.38	356.65	37.50%	481.99	35.14%	615.89	27.78%
所得税	42.20	57.06	35.22%	96.40	68.93%	135.50	40.56%
净利润	217.18	299.59	37.95%	385.59	28.71%	480.39	24.59%
归属母公司所有者的净利润	203.90	279.59	37.12%	363.59	30.05%	456.19	25.47%
NOPLAT	204.79	291.76	42.47%	379.00	29.90%	473.33	24.89%
资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	575.16	788.02	37.01%	860.41	9.19%	951.30	10.56%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	245.47	241.40	-1.66%	278.81	15.50%	335.69	20.40%
预付款项	146.97	152.19	3.55%	158.17	3.93%	165.34	4.53%
存货	301.70	357.27	18.42%	409.86	14.72%	490.95	19.79%
流动资产合计	1,385.00	1,652.20	19.29%	1,835.92	11.12%	2,093.59	14.03%
非流动资产	699.08	667.05	-4.58%	817.65	22.58%	988.04	20.84%
资产总计	2,084.08	2,319.24	11.28%	2,653.57	14.42%	3,081.63	16.13%
短期借款	50.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	192.82	214.36	11.17%	245.91	14.72%	294.57	19.79%
预收款项	244.97	244.97	0.00%	244.97	0.00%	244.97	0.00%

流动负债合计	651.92	671.37	2.98%	729.19	8.61%	813.70	11.59%
非流动负债	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	60.02	80.02	33.32%	102.02	27.49%	126.22	23.72%
母公司股东权益	1,372.14	1,567.85	14.26%	1,822.37	16.23%	2,141.70	17.52%
净营运资本	733.08	980.83	33.80%	1,106.73	12.84%	1,279.88	15.64%
投入资本 IC	379.42	487.66	28.53%	654.80	34.28%	869.17	32.74%

现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
净利润	217.18	299.59	37.95%	385.59	28.71%	480.39	24.59%
折旧摊销	33.04	0.00	N/A	46.09	N/A	56.98	23.63%
净营运资金增加	7.16	247.75	3357.95%	125.91	-49.18%	173.15	37.52%
经营活动产生现金流	300.95	419.63	39.43%	409.24	-2.48%	460.31	12.48%
投资活动产生现金流	(343.13)	(78.21)	N/A	(236.01)	N/A	(241.61)	N/A
融资活动产生现金流	21.24	(128.56)	N/A	(100.84)	N/A	(127.80)	N/A
现金净增(减)	(20.94)	212.86	N/A	72.39	-65.99%	90.89	25.56%

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 程 远

金融工程专业毕业，08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，任何机构和个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。