

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年4月7日

七匹狼(002029.SZ)/12.08元

深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长

服装纺织·品牌服装

审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2420
总股本(万股)	28290
已上市流通股(万股)	28289
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	34
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	13.2
资产负债率	24.4%
主要股东	福建七匹狼集团公司
主要股东持股比例	40.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-2	-23
相对表现	-13	-17	6



相关报告

- 1、《七匹狼—“麦时尚”时代大众休闲盛行 修内功求差异化突破》2007/12/24
- 2、《七匹狼—业绩大超预期 品牌效应加速体现》2008/04/23
- 3、《纺织服装行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 4、《七匹狼—维持强势增长，全年业绩有望超预期》2008/8/8
- 5、《七匹狼—全年业绩有保证 但修炼内功上升为首要任务》2008/10/28
- 6、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12
- 7、《七匹狼—费用增加是业绩低于预期的主因，努力保优势是目标》2009/2/24

- **费用增加较多使业绩略低于预期。**公司 08 年实现营业总收入和净利润分别为 16.25 亿和 1.53 亿元,同比分别大幅增长了 87.02%和 72.50%。每股收益 0.54 元/股。渠道 40%的高速扩张使收入增速高于我们之前 80%的预期,而利润增速略低于我们 77%的预期,主要原因是伴随规模扩张,销售管理费用增加较多。拟向全体股东每 10 股派现金股利 1.00 元(含税)。
- **深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长。**在目前宏观经济环境恶化,消费领域增速面临下滑的背景下,公司由于内功不足导致的调整提前到来。公司在发展策略上及时调整,通过深化与变革营销方式,细化产品系列与定位,积极推进销售网络扩张与升级,以及改进供应链管理等几方面积极努力,保证了 08 年收入与利润的快速增长。
- **毛利率略有下降,现金流情况有所改善。**服装业务毛利率为 34.24%,比 07 年下降了 1.44 个百分点,但总体处于公司经营的正常水平;伴随销售规模扩大,销售费用和管理费用分别同比增长 91.1%和 89.2%,是导致利润增速略低于预期的主因;现金流情况有所改善,较上年同期减少 16.04%,但比三季度同比下降 93.9%的幅度大为回升;从应收款项的大幅增长和预收款项的减少情况看,也体现出公司对经销商的扶持力度,侧面体现出终端销售的压力。
- **2009 年展望:持续深化营销方式,重点加强渠道和供应链管理。**公司属于在规模基础的支撑下,通过修炼内功保住优势的品牌。公司的品牌运营方式将持续深化与变革;新供应链体系的搭建不难,关键在于公司对业务的细节领悟与把握能力;而代理体系变革是难点,公司将在加大对代理商的扶持力度、提升终端形象和加强对终端管控几方面下功夫。
- **盈利预测与投资建议:**预计 09-11 年的 EPS 分别为 0.62、0.74 和 0.93 元/股。目前估值为 09 年 19 倍 PE,处于合理的范围。由于公司属于有规模基础、可通过内功与运营能力提升而保住相对优势地位的品牌,维持“审慎推荐”的评级,且在危机中仍然保证了相对较快的增速,属于安全性较高的品种。
- **风险因素:**宏观经济对服装零售的影响;改进进程和效果低于预期的可能。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	876	1653	1864	2193	2605
同比增长	80%	89%	13%	18%	19%
营业利润(百万元)	122	206	232	280	350
同比增长	77%	68%	13%	21%	25%
净利润(百万元)	89	153	175	211	262
同比增长	77%	73%	15%	20%	25%
每股收益(元)	0.47	0.54	0.62	0.74	0.93
PE	25.7	22.3	19.5	16.2	13.0
PB	2.2	2.9	2.5	2.3	2.0

资料来源:招商证券

正文目录

一、深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长	3
1、费用增加较多使业绩略低于预期.....	3
2、深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长	4
3、毛利率略有下降，现金流情况有所改善	6
二、2009 年展望：持续深化营销方式，重点加强渠道和供应链管理	8
三、盈利预测与投资建议	10

图表目录

图 1：公司近年来销售收入与增长率	3
图 2：公司近年来净利润与增长率	3
图 3：公司分区域销售情况	3
图 4：公司品牌评价系统	4
图 5：公司 08 年发展的具体措施	5
图 6：公司近年来门店情况	6
图 4：公司近年来毛利率情况	6
图 7：品牌企业在弱市中的发展分化	8
图 8：公司品牌改进与提升思路	9
图 9：V 式估值法（根据 09 年 EPS）	10
表 1：08 年中期业绩回顾	7
表 2：各季度业绩回顾	7
表 3：国际同类公司盈利预测表	11
表 4：香港同类公司盈利预测表	12
附：财务预测表	14

一、深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长

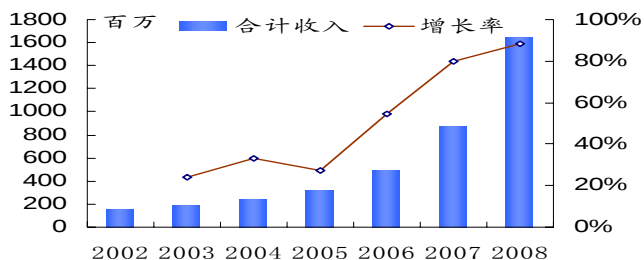
1、费用增加较多使业绩略低于预期

公司今日公布年报，2008 年实现营业总收入 16.25 亿元，同比大幅增长了 87.02%，实现利润总额和净利润分别为 2.02 亿元和 1.53 亿元，较上年同期分别增长 64.13% 和 72.50%。每股收益 0.54 元/股。收入增速高于我们之前 80% 的预期，主要原因是公司销售网点扩张快速，08 年底门店数量达到 2769 家，增速达到 40%，大大高于我们 31.2% 的预期。

单季度看，公司第四季度实现营业收入 5.12 亿元，同比增长 45.4%，且第四季度收入占全年比仅为 31%，比 07 年 40.2% 的占比下降了 9.2%，我们认为这仍与上半年有不少产品提前发货，提前实现了部分原属于下半年的收入有关。

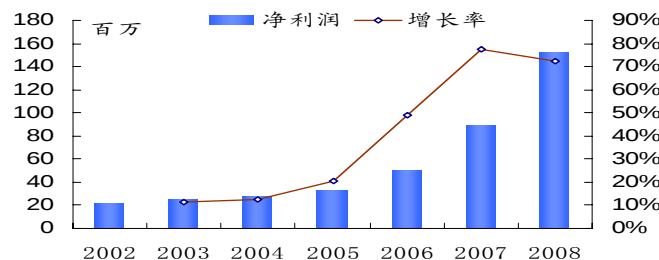
利润增速略低于我们之前 77% 的预期。其中第四季度实现净利润 5300 万，比 07 年同期仅增长 5%。主要原因是费用增加较多，而毛利率略有下降。由于新开了较多门店，以及配套需要的广告宣传增多，导致广告宣传费、店铺装修费、道具配置费、店面租金、产品研发费用、工资薪金、ERP 项目顾问费、产品包装费等较上年度均有较大幅度的增长。销售费用和管理费用增长的幅度大于收入增幅，使得净利润增幅低于预期。

图 1：公司近年来销售收入与增长率



资料来源：公司公告，招商证券

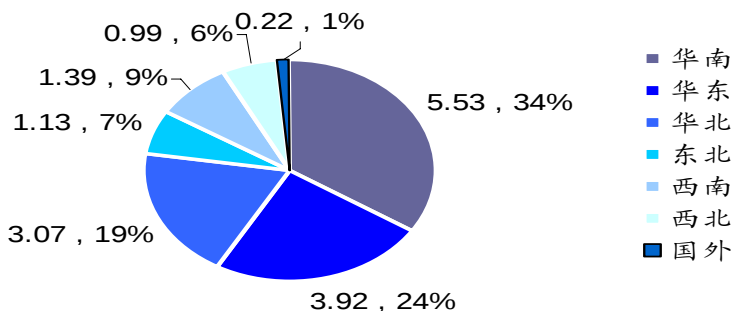
图 2：公司近年来净利润与增长率



资料来源：公司公告，招商证券

分市场看，各主要市场增长均较快速，华南、华北、西南、西北市场的增速都超过了 100%。

图 3：公司分区域销售情况



资料来源：公司公告，招商证券

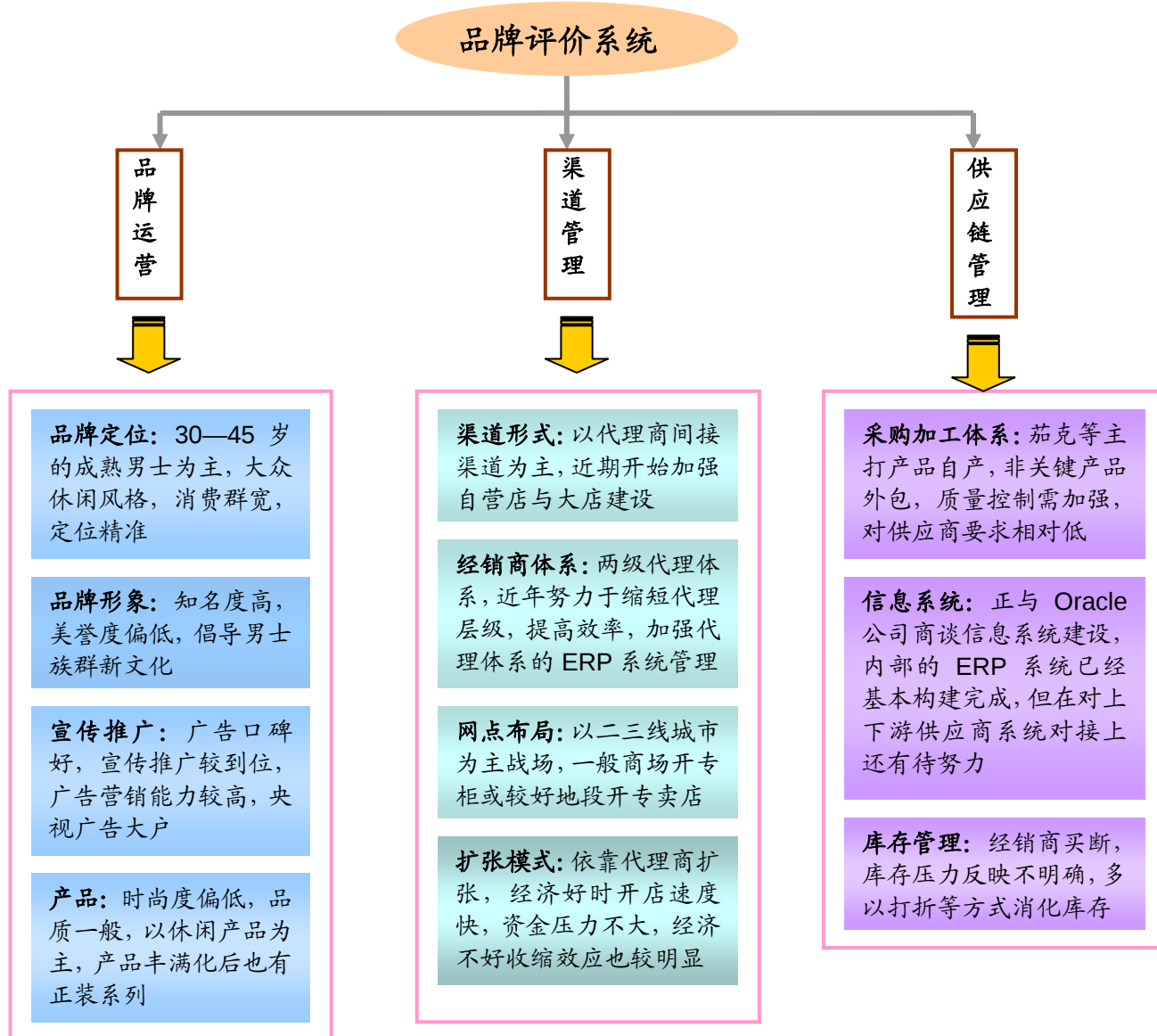
公司送配方案为拟向全体股东每 10 股派现金股利 1.00 元(含税)，共计分配股利 2829

万元，未分配利润 2.83 亿元结转至下一年度。

2、深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长

根据我们的时尚产业图谱，公司属于时尚性偏低的中低档领域品牌。因为其定位清晰，在策略上专注针对二三线城市以广告轰炸和代理制快速占领市场，近几年持续实现了快速增长。

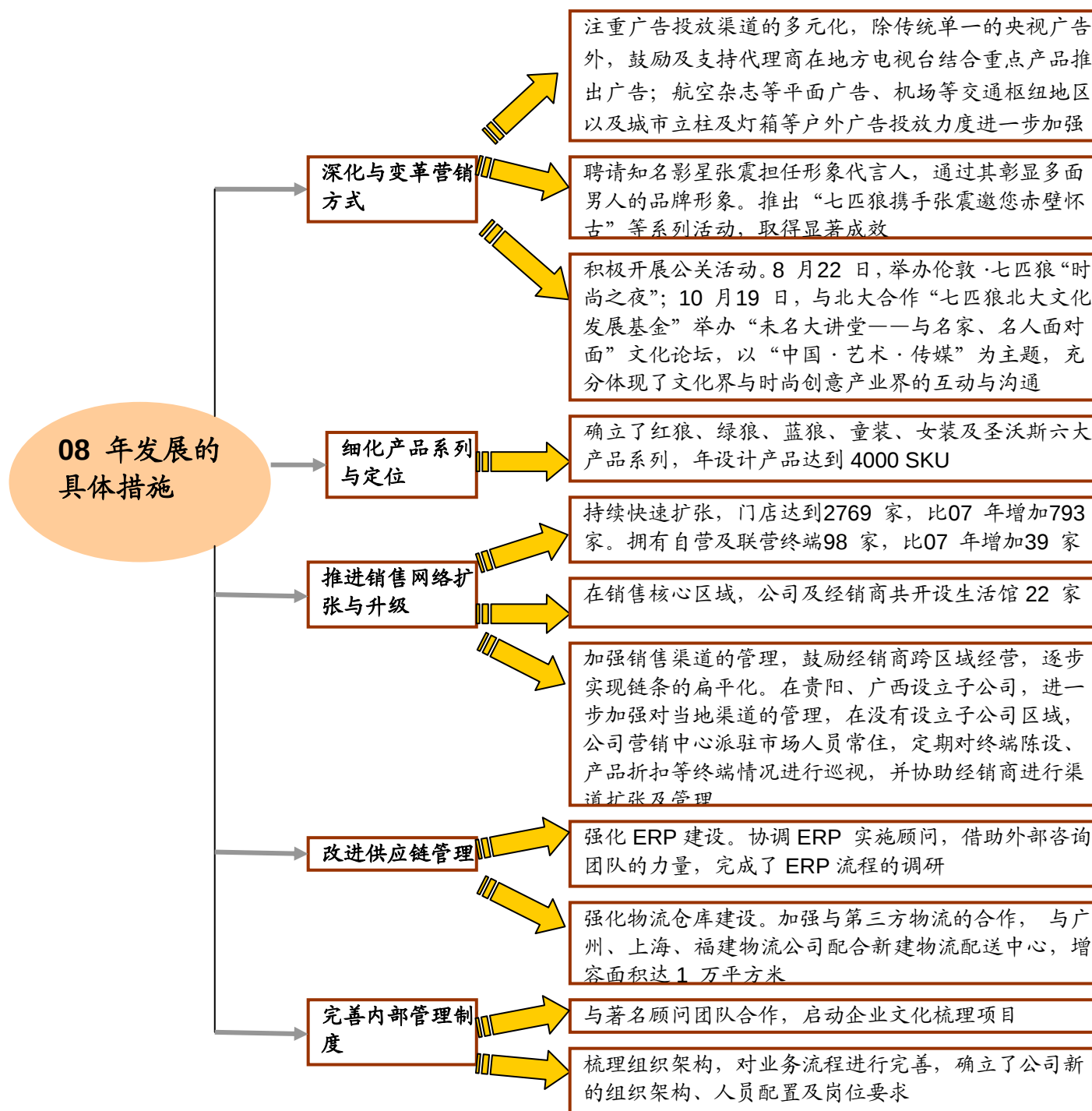
图 4：公司品牌评价系统



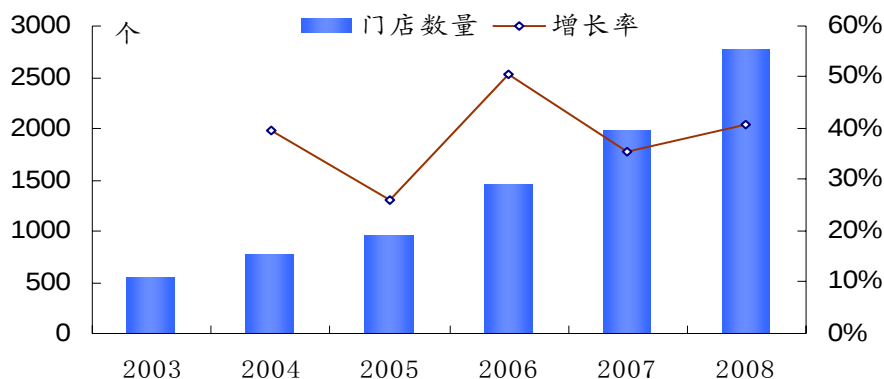
资料来源：招商证券

但我们也一直强调公司的软肋在于内功不足，在目前宏观经济环境恶化，消费领域增速面临下滑的背景下，可以说宏观经济的不利促使公司的调整提前到来。公司针对此背景，在发展策略上及时调整，保证了 08 年收入与利润的快速增长。综合而言，公司通过深化与变革营销方式，细化产品系列与定位，积极推进销售网络扩张与升级，以及改进供应链管理等几方面积极努力，使销售规模获得了持续扩大。如下表所示：

图 5：公司08年发展的具体措施



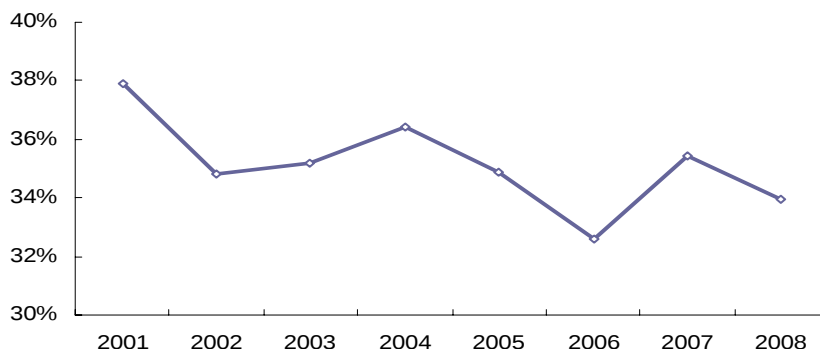
资料来源：招商证券

图 6: 公司近年来门店情况


资料来源：公司公告，招商证券

3、毛利率略有下降，现金流情况有所改善

08 年，公司服装业务毛利率为 34.24%，比 07 年下降了 1.44 个百分点。但总体来看，此毛利率水平处于公司经营的正常水平。

图4: 公司近年来毛利率情况


资料来源：公司公告，招商证券

再看其他关键经营数据的情况：

费用增加较多。销售费用较上年同期增长 91.1%，主要原因是伴随销售规模扩大，经营发生的广告宣传费、店铺装修费、道具配置费、职工薪酬、店面租金、订货会费等相应增加。其中三季度单季营业费用率达到了 24%，是历来单季最高的水平，我们认为这和奥运期间广告费用上升有密切关系；管理费用比上年同期增长 89.2%，主要原因是启动流程梳理项目增加较多顾问费用，加强研发力度而增加较多设计师费用及开发样品费，以及伴随规模扩张而增加职工薪酬、差旅费等。

现金流情况有所改善。公司经营活动产生的现金流量净额为 1.74 亿元，较上年同期减少 16.04%，但比三季度同比下降 93.9% 的幅度大为回升，主要是公司增加了对经销商的信用额度，货款回笼速度慢于销售增长，而支付的经营税费及费用大幅度增长，包括增值税、广告宣传费、职工薪酬、订货会费用、产品研发费用、顾问费、渠道支持等。

从应收款项和预收款项的情况看，也体现出公司对经销商的扶持力度，侧面体现出终端销售的压力。应收账款同比增长了 150.4%，主要因为销售增幅较大，公司追加经销商信用额度，客户挂账相应增加；应收票据较上年同期增加 6406.9%，主要原因是给

予合格代理商信用额度，接受其开具的银行承兑汇票较多；其他应收款较上年同期增加 252.8%，主要原因是公司为扶持经销商，代付较多店铺租金；预收款项较上年度期末减少了 29.5%，主要为了扶持经销商，降低预收订金额度，同时增加经销商信用额度。

表 1: 08 年中期业绩回顾

(百万元)	07Q3	08Q2	08Q3	同比	环比
营业收入	352	296	512	45%	73%
营业毛利	129	115	160	24%	38%
销售费用	54	70	55	1%	-22%
管理费用	16	27	34	110%	27%
财务费用	-2	-10	-4	67%	-60%
营业利润	57	24	65	14%	168%
所得税	8	6	13	72%	119%
归属母公司净利润	47	18	50	5%	176%
EPS (元)	0.25	0.10	0.26		

资料来源：公司公告，招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	104	92	80	210	167	169	189	352	403	441	296	512
营业毛利	39	34	27	59	61	55	65	129	150	136	115	160
销售费用	-11	-20	-12	-15	-15	-25	-32	-54	-58	-60	-70	-55
管理费用	6	7	7	10	10	15	14	16	19	25	27	34
财务费用	0	0	0	0	0	0	1	-2	-2	0	-10	-4
营业利润	22	7	7	32	32	14	19	57	72	44	24	65
归属母公司净利润	16	5	7	21	20	9	12	47	57	28	18	50
EPS (元)	0.08	0.03	0.04	0.11	0.11	0.05	0.06	0.25	0.30	0.15	0.10	0.26
主要比率												
毛利率	37%	37%	33%	28%	37%	33%	35%	37%	37%	31%	39%	31%
销售费用率	10%	21%	15%	7%	9%	15%	17%	15%	14%	14%	24%	11%
管理费用率	6%	8%	9%	5%	6%	9%	7%	5%	5%	6%	9%	7%
营业利润率	21%	8%	9%	15%	19%	9%	10%	16%	18%	10%	8%	13%
有效税率	24%	13%	-14%	26%	22%	32%	14%	13%	14%	24%	24%	20%
净利率	15%	6%	9%	10%	12%	6%	6%	13%	14%	6%	6%	10%
YoY												
收入	40%	18%	47%	99%	60%	84%	135%	67%	142%	161%	57%	45%
归属母公司净利润	23%	-44%	-294%	35%	29%	75%	61%	130%	185%	203%	51%	5%

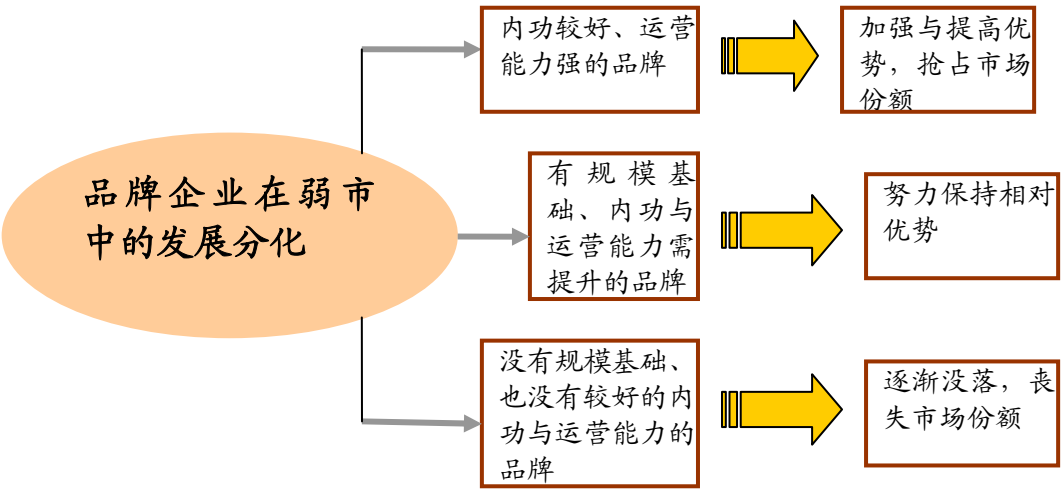
资料来源：公司公告，招商证券整理

二、2009 年展望：持续深化营销方式，重点加强渠道和供应链管理

我们认为此次危机对中国品牌服饰行业发展是个很好的事情，就象一场大的春雨。只有经历过考验的品牌才能真正茁壮成长。而弱市中规模优势很重要。国内品牌发展到今天，在中低档休闲服领域形成了初步的格局，具有一定规模基础的企业才更有希望度过危机。

公司属于在规模基础的支撑下，通过修炼内功保住优势的品牌。公司的发展模式杠杆效应较大，在危机中扩张的步伐将大大放缓，以内功提升而提高现有门店的效率与品牌的底质为关键。

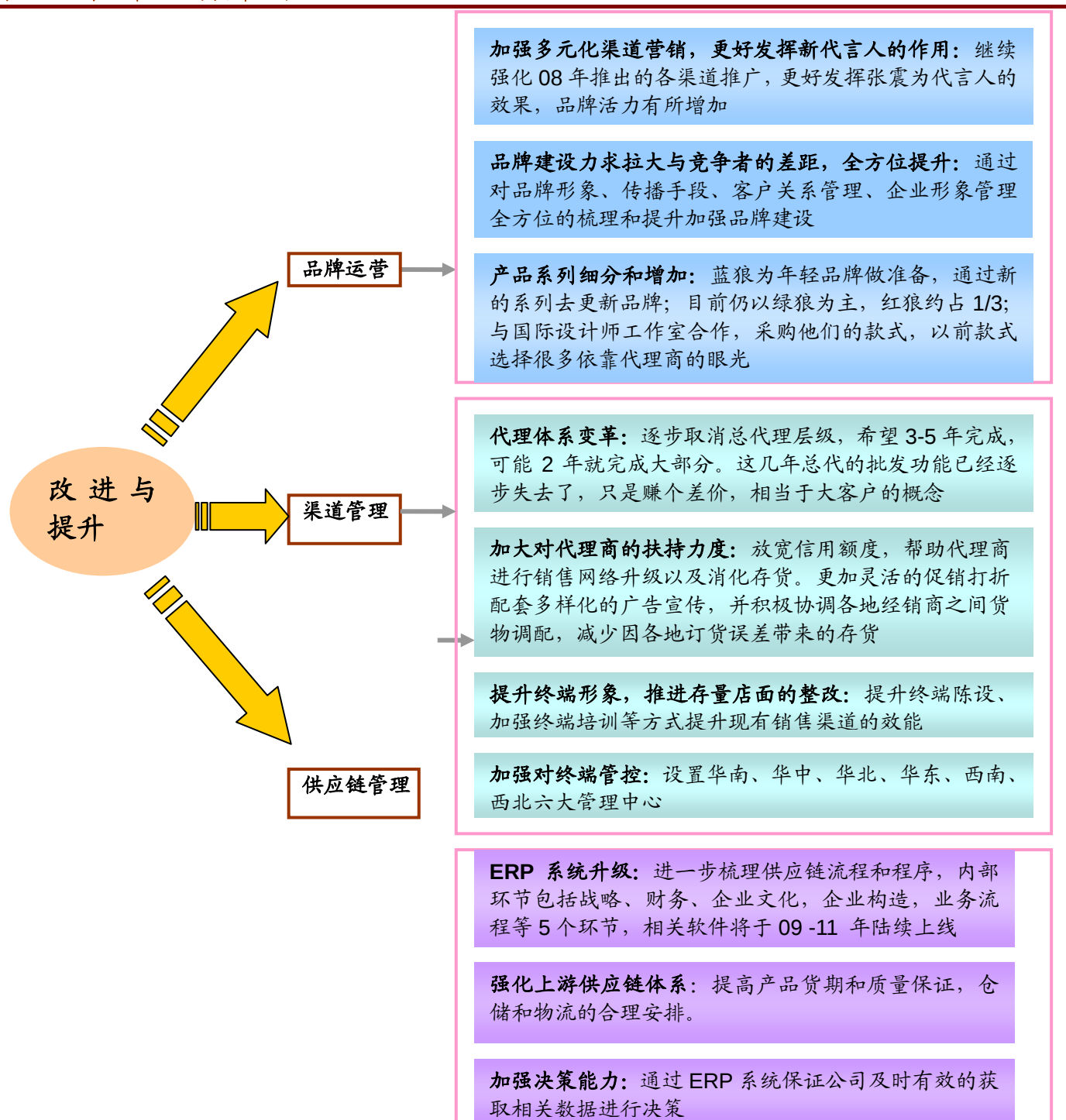
图 7：品牌企业在弱市中的发展分化



资料来源：招商证券

总体来看，公司的品牌运营方式将持续深化与变革；新供应链体系的搭建不难，关键在于公司对业务的细节领悟与把握能力；而代理体系变革是难点，公司将在加大对代理商的扶持力度、提升终端形象和加强对终端管控几方面下功夫。具体来看，公司 2009 在品牌评价系统三方面的工作如下：

图 8：公司品牌改进与提升思路



资料来源：招商证券

三、盈利预测与投资建议

在目前宏观经济环境不景气，消费领域增速下滑的背景下，近几月公司已经从终端销售感受到较大压力，同时公司的提前订货机制使得库存压力增大。根据前述情况，我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.62、0.74 和 0.93 元/股。

公司目前销售主要为订货买断制，根据公司 2009 年春夏和秋冬两次订货会情况，我们认为公司获得此增长较为有保证，其 09 年发展主要依靠以下几方面进行：

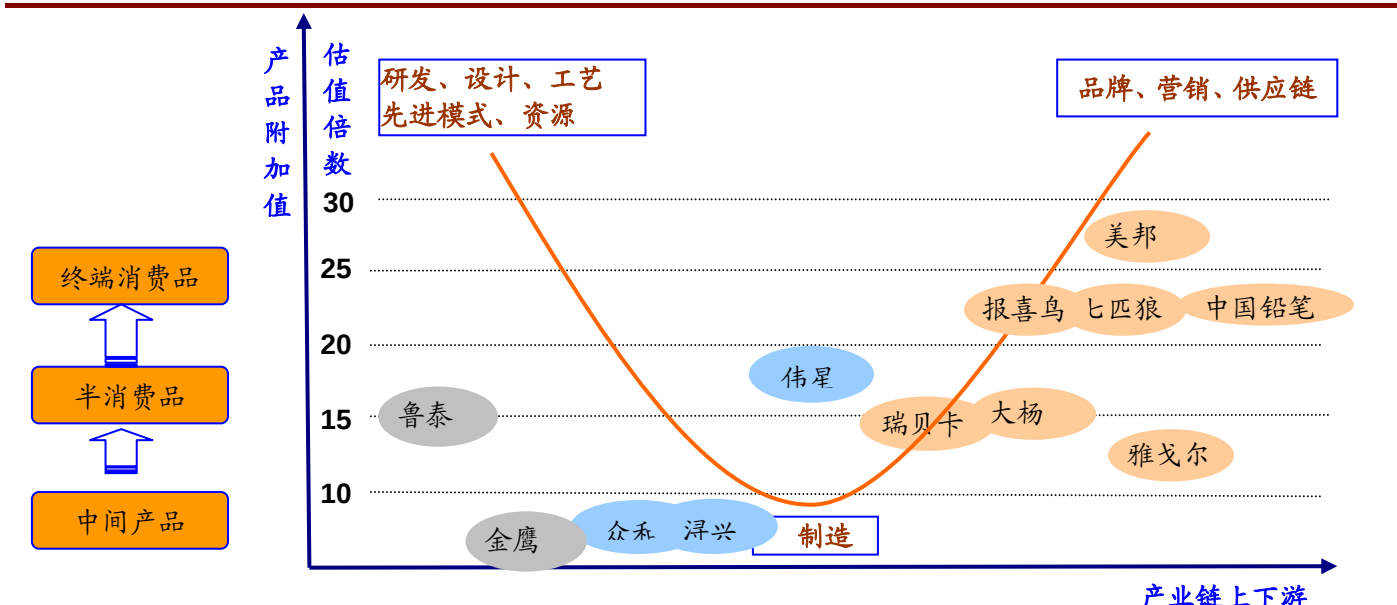
持续进行销售网络的拓展，预计 09 年新开店增速为 7%，全年新开店 200 家左右；

08 年新开的大量门店将在 09 年逐步产生收益；

通过品牌运营、渠道和供应链管理等各方面的提升，不断改进运营效率。

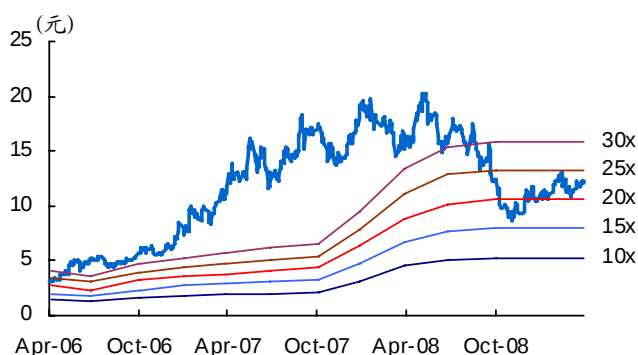
我们认为公司属于有规模基础、可能通过内功与运营能力提升而保持住相对优势地位的品牌，维持“审慎推荐”的评级。公司目前估值为 09 年 19 倍 PE，基本处于合理的范围。公司在危机中仍然保证了相对较快的增长速度，属于安全性较高的品种。

图 9：V式估值法（根据09年EPS）



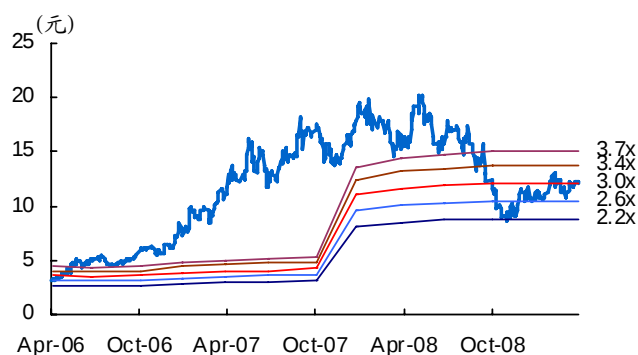
资料来源：招商证券

图 10：七匹狼历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 11：七匹狼历史 PB Band



他

资料来源：招商证券研发中心

表 3: 国际同类公司盈利预测表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
运动	NIKE	52	25109	3.1	25.4	3.84	3.73	3.64	13	14	14	-2.3%
	ADS	27	5233	1.6	20.0	2.85	2.65	2.87	9	10	9	8.6%
	Puma	126	2027	1.7	20.1	16.7	14.6	15.5	8	9	8	5.7%
奢侈品 / 高档品	LVMH	52	25403	2.1	16.6	4.13	3.87	4.13	13	13	13	6.6%
	HERMES	87	9185	6.4	20.1	2.73	2.74	2.94	32	32	30	7.6%
	COACH	19	5987	4.1	45.7	2.07	1.86	1.71	9	10	11	-8.0%
	POLO	47	4680	1.7	17.8	7.18	3.97	3.47	7	12	14	-12.4%
	TOD'S	36	1095	1.8	14.4	2.54	2.46	2.69	14	15	13	9.2%
	BOSS	12	832	4.1	30.0	4.30	1.55	1.62	3	8	7	5.0%
	BURBERRY	350	1516	2.8	30.3	-	28.0	27.3	-	13	13	-2.5%
	Perry Ellis	4	61	0.2	-4.9	1.49	0.53	0.72	3	8	6	35.0%
	Phillips-Van	25	1271	1.4	9.4	3.01	2.22	2.41	8	11	10	8.5%
	PPR	56	7106	0.8	9.9	7.29	5.52	5.96	8	10	9	8.0%
大众品	UNIQLO	11000	1166810	4.3	17.3	299	-	-	37	-	-	-
	H&M	333	275570	6.7	44.3	18.6	19.1	21.4	18	17	16	11.6%
	INDITEX	32	20102	4.3	28.1	1.61	1.97	2.08	20	16	15	5.5%
	GAP	15	10610	2.4	22.3	1.12	1.06	1.20	14	14	13	13.2%
	VF	64	7091	2.0	16.9	5.37	5.43	5.93	12	12	11	9.4%
	LTD US	10	3271	1.8	10.8	2.11	0.70	0.92	5	15	11	32.2%
	NEXT	1486	2929	18.7	-	-	-	-	-	-	-	-
	GUESS	23	2117	2.7	29.8	-	1.76	2.04	-	13	11	15.9%
	Benetton	6	1023	0.7	11.3	0.80	0.62	0.68	7	9	8	8.6%
	Abercrombie& American Eagle	27	2366	1.3	15.7	4.81	1.77	2.10	6	15	13	18.8%
		13	2699	1.9	13.0	1.88	0.70	0.89	7	19	15	27.2%
	Aeropostale	28	1894	5.3	54.1	1.59	2.22	2.35	18	13	12	5.8%
配饰	Bulgari	3	1018	1.3	10.4	0.50	0.21	0.24	7	16	14	15.7%
	RICHEMONT	20	11495	0.9	20.7	2.54	2.33	1.54	8	9	13	-33.9%
	Fossil	18	1172	1.5	17.6	1.17	1.51	1.59	15	12	11	5.0%
	Tiffany	23	2906	1.8	13.3	2.05	1.63	1.73	11	14	14	5.8%
	Swatch	154	8585	1.5	15.5	32.8	12.2	12.7	5	13	12	5.0%

资料来源: Bloomberg、招商证券

表 4: 香港同类公司盈利预测表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
女装	思捷环球	43	53537	4.0	46.0	4.16	4.35	4.56	10	10	9	4.8%
	宝姿	10	5778	5.2	43.1	0.71	0.95	1.09	15	11	9	13.8%
	安莉芳	2	822	0.9	15.7	0.31	0.21	0.24	7	10	9	14.3%
休闲装	利丰	21	74871	5.6	20.8	0.84	0.98	1.23	24	21	17	25.5%
	波斯登	1	4663	0.7	29.2	0.08	0.14	0.13	8	4	4	-0.8%
	班尼路	4	5588	1.4	26.2	0.47	0.68	0.71	9	6	6	5.0%
	真维斯	2	1971	1.0	27.3	0.49	0.27	0.28	4	7	7	3.7%
	佐丹奴	2	2252	1.2	15.1	0.20	0.17	0.19	8	9	8	15.5%
	李宁	14	14388	6.7	39.6	0.45	0.92	1.12	30	15	12	21.7%
运动装	中国动向	3	16714	2.2	21.7	0.13	0.28	0.32	23	11	9	12.6%
	安踏体育	6	13919	2.7	20.7	0.22	0.48	0.56	26	12	10	17.9%
	特步	2	5082	-	95.0	0.10	0.32	0.38	23	7	6	19.8%
	鸿星尔克	0	316	0.3	12.1	0.15	0.03	0.03	1	3	3	2.6%
	宝胜国际	1	2676	0.5	17.9	0.01	0.10	0.12	84	7	6	23.1%
	百丽国际	5	40147	2.8	15.9	0.23	0.31	0.37	20	15	13	18.0%
女鞋	永恩国际	2	2866	1.7	32.7	0.23	0.30	0.32	7	6	6	5.3%
	盈进集团	1	317	0.4	19.9	0.13	0.10	0.14	4	5	4	40.0%
	Walker Group	1	317	0.4	19.9	0.13	0.10	0.14	4	5	4	40.0%
	九兴控股	8	6657	1.1	16.8	0.14	0.94	1.01	58	9	8	7.4%
	鸿国国际	0	52	0.4	19.9	0.28	0.04	0.05	0	3	3	11.6%
	莎莎	3	3688	3.7	33.8	0.16	0.20	0.20	17	14	13	4.1%
首饰	新宇亨得利	1	3418	1.6	25.6	0.17	0.22	0.24	8	6	6	13.1%
	周生生	5	2739	0.8	16.7	0.86	0.72	0.78	5	6	6	8.3%
生产	魏桥	3	3177	0.2	14.7	4.52	0.51	0.65	1	5	4	26.7%
	裕元	18	29054	1.4	18.0	0.22	1.81	2.03	81	10	9	12.0%

资料来源: Bloomberg、招商证券

参考报告:

1、《纺织与服装行业 07 年中期投资策略报告—沐浴在品牌与渠道的光辉下 分享消费大升级》2007/7/11:

建立了初步的行业分析框架,提出消费升级下,品牌消费成为主流,以及“她时代”概念,挖掘女性消费品的投资价值。

2、纺织与服装行业 07 年第四季度投资策略报告—品牌模式与快速成长是永恒主题》2007/10/17:

建立了完整的行业分析框架与估值体系“V 式估值法”,创新性提出我国服装品牌发展两大模式。

3、《七匹狼—“麦时尚”时代大众休闲盛行 修内功求差异化突破》2007/12/24:

在行业内首位提出“麦时尚”的概念,并将其与国内中低档休闲品牌相联系,阐述我国以二、三线市场为主战场的中低档休闲品牌面临广阔的市场空间;系统地分析国内中低档休闲品牌市场的竞争情况,据此对福建可与七匹狼竞争的主要休闲品牌进行阐述与对比分析,并就七匹狼将如何修炼内功,为未来差异化突破铺路进行了详细阐述。

4、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王:服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论,创新性提出品牌竞争五阶段论,结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值,并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

5、《七匹狼—业绩持续快速增长 效率提高是可喜进步》2008/03/31

6、《七匹狼—业绩大超预期 品牌效应加速体现》2008/04/23

7、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨—通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上,提出了品牌评价系统的初步模型,以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析,结合国内品牌公司进行阐述。

8、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第二卷):时尚产业图谱,品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱,将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类,借助我们构建的完整品牌评价系统,清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

9、《七匹狼—维持强势增长,全年业绩有望超预期》2008/8/8

10、《七匹狼—全年业绩有保证 但修炼内功上升为首要任务》2008/10/28

11、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略(服饰品牌研究第三卷):时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发,对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司,总结出危机中的品牌公司分化表现,并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱,归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

12、《七匹狼—费用增加是业绩低于预期的主因,努力保优势是目标》2009/2/24

13、《七匹狼—力求兼顾长短期利益 终止股权激励计划》2009/3/23

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1179	1248	1818	2046	2334
现金	709	598	857	937	1027
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	17	4	4	5
应收款项	45	111	90	106	126
其它应收款	10	36	15	13	16
存货	304	404	677	794	936
其他	111	81	175	190	225
非流动资产	277	518	317	327	333
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	142	122	139	169	192
无形资产	11	19	17	16	14
其他	122	374	158	140	126
资产总计	1455	1766	2134	2373	2668
流动负债	383	522	733	787	853
短期借款	0	0	0	0	10
应付账款	56	162	99	72	85
预收账款	263	184	519	579	598
其他	63	175	115	135	160
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	383	522	733	787	853
股本	189	283	283	283	283
资本公积金	647	558	558	558	558
留存收益	202	355	499	667	877
少数股东权益	35	48	61	77	96
母公司所有者权益	1038	1197	1340	1509	1719
负债及权益合计	1455	1766	2134	2373	2668

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	207	174	148	170	175
净利润		153	175	211	262
折旧摊销		0	41	39	38
财务费用		0	(2)	(3)	(2)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(93)	(95)	(146)
其它		21	27	18	22
投资活动现金流	(122)	(283)	140	(50)	(45)
资本支出		0	(35)	(50)	(45)
其他投资		(283)	175	0	0
筹资活动现金流	534	(13)	(29)	(39)	(40)
借款变动		0	0	0	10
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(32)	(42)	(52)
其他		(13)	2	3	2
现金净增加额	619	(121)	259	81	89

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	876	1653	1864	2193	2605
营业成本	566	1092	1235	1449	1708
营业税金及附加	3	9	9	11	13
营业费用	127	242	272	318	375
管理费用	55	104	117	138	161
财务费用	(1)	(15)	(2)	(3)	(2)
资产减值损失	2	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	122	206	232	280	350
营业外收入	3	2	2	1	2
营业外支出	2	5	2	3	3
利润总额	123	202	231	278	348
所得税	22	38	43	51	66
净利润	101	164	189	227	282
少数股东损益	13	11	13	16	20
母公司所有者净利润	89	153	175	211	262
EPS (元)	0.47	0.54	0.62	0.74	0.93

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	80%	89%	13%	18%	19%
营业利润	77%	68%	13%	21%	25%
净利润	77%	73%	15%	20%	25%
获利能力					
毛利率	35.4%	33.9%	33.7%	33.9%	34.4%
净利率	10.1%	9.3%	9.4%	9.6%	10.1%
ROE	8.5%	12.8%	13.1%	14.0%	15.3%
ROIC	9.3%	12.4%	13.4%	14.2%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	29.5%	34.4%	33.2%	32.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%
流动比率	3.1	2.4	2.5	2.6	2.7
速动比率	2.3	1.6	1.6	1.6	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0
存货周转率	2.5	3.1	2.3	2.0	2.0
应收帐款周转率	23.5	21.2	18.5	22.3	22.4
应付帐款周转率	16.3	10.0	9.5	16.9	21.6
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.54	0.62	0.74	0.93
每股经营现金	1.10	0.62	0.52	0.60	0.62
每股净资产	5.50	4.23	4.74	5.33	6.08
每股股利	0.00	0.10	0.11	0.15	0.19
估值比率					
PE	25.7	22.3	19.5	16.2	13.0
PB	2.2	2.9	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	30.3	19.4	15.5	13.3	10.9

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国唯一两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，拥有证券从业资格，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》最佳分析师服装纺织行业第一名。

主要研究特点：主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的提出时尚产业分析图谱。并把握住时尚产业的时尚性与相匹配的反应速度的本质，完整演绎时尚产业产品-模式-投资策略的图谱。结合自建的品牌竞争阶段论和品牌评价系统进行阐述，清晰把握公司的投资主线与发展路径。

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。