

七匹狼(002029)

未来持续高增长可期

—七匹狼 08 年报点评

李质仙 张威
 010-59312812 010-59312817
 lizhixian@gtjas.com zhangwei7452@gtjas.com

本报告导读:

未来中国市场品牌消费潜力巨大。公司目前年销售额仅 16 亿元，未来持续高增长可期。股价具有长期投资价值。维持对公司的“增持”评级。

投资要点:

- 08 年公司完成销售收入 16.25 亿元，同比增长 87.02%；实现利润总额 2.02 亿元，归属于母公司净利润 1.53 亿元，分别同比增长 64.13%和 72.50%，每股收益 0.54 元。每 10 股分红 1 元。
- 截至 08 年底，公司拥有终端零售网点 2769 家，比 07 年净增加 793 家。其中自营及联营终端 98 家，比 07 年净增加 39 家。公司同时推进销售网络升级项目，08 年共开设生活馆 22 家。
- 08 年公司在贵阳、广西设立子公司，加强对当地渠道的管理。公司将于 09 年设立华东、华南、华北、华中、西南、西北六大管理中心，负责对当地区域的渠道管理，以期进一步加强对渠道终端的掌控能力。
- 08 年公司进一步丰富了产品线及定位，最终确立了红狼、绿狼、蓝狼、童装、女装以及圣沃斯六大产品系列，年设计产品达到 4000 种。目前公司产品以红狼及绿狼为主，约占整体销售收入的 93.5%。
- 目前公司销售的服装产品中，82%来自外部采购。公司未来没有扩充产能的计划，随着销售规模的扩大外部采购的比例会进一步提高。
- 公司 09 年秋冬订货会上订货额同比增长 10%左右，结合此前的春夏订货会情况，我们认为公司 09 年收入利润同比增长 10%把握较大。2010 年随着经济复苏，公司开店速度加快，增速会高于 09 年。预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.61 元和 0.72 元。
- 港股品牌服装公司估值较恒生指数溢价 50%以上，七匹狼估值仅比 A 股估值水平高出 10%；港股品牌服装公司 09 年初至今涨幅远远高于恒生指数，七匹狼涨幅低于上证综指 22.78 个百分点。
- 未来中国市场品牌消费潜力巨大。公司目前年销售额仅 16 亿元，未来持续高增长可期。股价具有长期投资价值。维持对公司的“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	876	1653	1834	2220	2619
(+/-)%	80	89	11	21	18
经营利润 (EBIT)	123	191	225	292	337
(+/-)%	80	55	18	30	15
净利润	89	153	172	203	234
(+/-)%	77	72	13	18	15
每股净收益 (元)	0.47	0.54	0.61	0.72	0.83
每股股利 (元)	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	14	12	12	13	13
净资产收益率 (%)	9	13	14	16	16
投入资本回报率 (%)	10	13	15	18	18
EV/EBITDA	20	13	11	9	8
市盈率	39	22	20	17	15
股息率 (%)	21	0	19	0	0

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持
 上次评级: 增持
目标价格: ¥15.00
 上次预测: ¥29.00
 当前价格: ¥12.08
 2009.04.08

交易数据

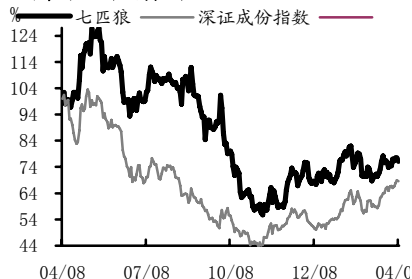
52 周内股价区间 (元)	8.52 ~ 31.20
总市值 (百万元)	3,417
总股本/流通 A 股 (百万股)	283/283
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	1.7
日均成交值 (百万元)	22.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	1197
每股净资产	4.23
市净率	2.86
净现金 (百万元)	598

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.30	0.31
Q2	0.00	0.04
Q3	0.07	0.08
Q4	0.17	0.18
全年	0.54	0.61

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7.0	7.7	-23.8
相对指数	-5.1	-29.7	7.2

相关报告

以稳健经营应对市场波动
 (08.10.28)

模型更新时间: 2009.04.08

股票研究

纺织服装业

纺织及服装制造业

七匹狼(002029)

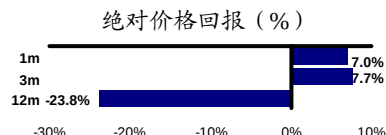
评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥15.00

上次预测: ¥29.00

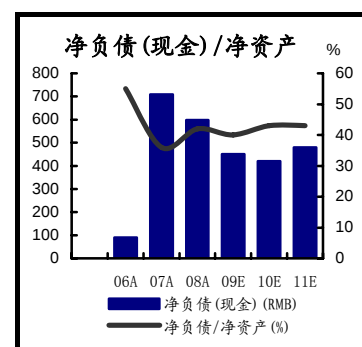
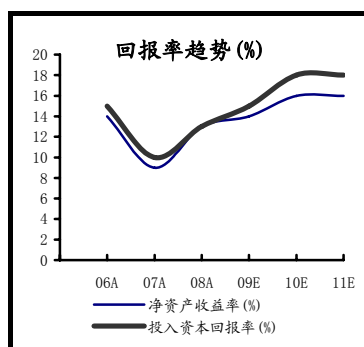
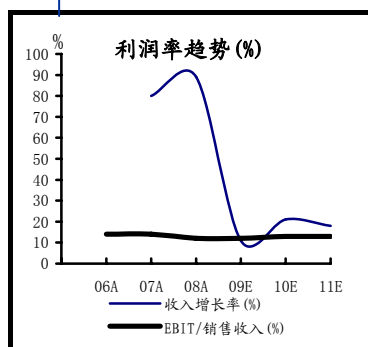
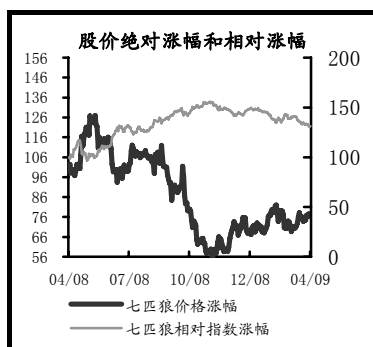
当前价格: ¥12.08



52 周价格范围 8.52~31.20
市值 (百万) 3,417

财务预测 (单位: 百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表						
营业收入	488	876	1653	1834	2220	2619
营业成本	329	566	1092	1224	1472	1737
税金及附加	3	3	9	7	9	10
营业费用	57	127	242	275	329	393
管理费用	30	55	104	101	118	141
EBIT	68	123	191	225	292	337
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-15	-4	11	13
营业利润	69	122	206	229	281	324
所得税	13	22	38	44	62	71
少数股东损益	4	13	11	14	17	19
净利润	50	89	153	172	203	234
资产负债表						
货币资金、交易性金融	90	709	598	450	420	480
其他流动资产	274	470	650	700	745	798
长期投资	0	2	2	2	3	3
固定资产合计	179	144	122	150	180	220
无形及其他资产	41	130	394	450	490	550
资产合计	584	1455	1766	1752	1838	2051
流动负债	207	383	522	500	550	620
长期负债	0	0	0	0	0	0
股东权益	365	1038	1197	1252	1288	1431
投入资本(IC)	365	1038	1197	1252	1288	1431
现金流量表						
NOPLAT	55	101	155	183	228	263
折旧与摊销	16	29	72	89	102	123
流动资金增量	39	72	83	94	126	140
资本支出		(35)	(22)	28	30	40
自由现金流		241	184	123	172	235
经营现金流	2	207	174	156	203	225
投资现金流	(70)	(122)	(283)	(100)	(156)	(144)
融资现金流	34	534	(13)	(10)	(20)	(33)
现金流净增加额	(34)	619	(121)	46	27	48
财务指标						
成长性						
收入增长率		80	89	11	21	18
EBIT 增长率		80	55	18	30	15
净利润增长率		77	72	13	18	15
利润率						
毛利率	33	35	34	33	34	34
EBIT 率	14	14	12	12	13	13
净利润率	11	12	10	10	10	10
收益率						
净资产收益率(ROE)	14	9	13	14	16	16
总资产收益率(ROA)	9	7	9	11	12	12
投入资本回报率	15	10	13	15	18	18
运营能力						
存货周转天数	173	196	135	120	114	95
应收账款周转天数	22	19	25	27	23	21
总资产周转天数	436	606	390	352	325	302
净利润现金含量						
资本支出/收入		-0.04	-0.01	0.02	0.01	0.02
偿债能力						
资产负债率	35	26	30	29	30	30
净负债率	55	36	42	40	43	43
估值比率						
PE	68	39	22	20	17	15
PB	9.07	3.19	2.75	2.73	2.65	2.39
EV/EBITDA	42.01	20.32	12.73	11.02	9.00	7.73
P/S	7.00	3.90	2.07	1.86	1.54	1.30
股息率						



1. 全年净利润增长 73%，四季度增速大幅下降

08 年公司完成销售收入 16.25 亿元，同比增长 87.02%；实现利润总额 2.02 亿元，归属于母公司净利润 1.53 亿元，分别同比增长 64.13%和 72.50%，每股收益 0.54 元。分配预案为每 10 股分红 1 元。

公司 3 月 21 日公告终止股权激励计划，08 年不再计提用于行权的激励基金，同时加速计提 09 年股份支付。因此公司净利润较此前公告的业绩快报增加 1125 万元，每股收益增加 0.04 元。

四季度单季，公司完成销售收入 5.12 亿元，同比增长 45.45%；实现净利润 4969 万元，同比增长 4.90%；净利润增速低于收入增速的主要原因，是公司在四季度计提了较多的费用以及资产减值准备。与前三季度相比，公司四季度收入与净利润增速分别下降 72.09 和 145.06 个百分点。

2. 品牌运营渐入佳境

2.1. 销售渠道快速扩张

08 年公司依然沿用特许经营的销售模式，采用以经销商为主的销售渠道。截至 08 年底，公司已拥有终端零售网点 2769 家，比 07 年末净增加 793 家。其中自营及联营终端 98 家，比 07 年末净增加 39 家。公司同时推进销售网络升级项目，08 年共开设生活馆 22 家，分布情况如图 1 所示。

图 1 公司生活馆分布情况



资料来源：公司公告

2.2. 压缩销售层级，提高运营效率

与国内其他的品牌服装企业相比，公司此前的销售层级较多，影响了公司的经营效率。公司已开始加强对销售渠道的管理，鼓励经销商跨区域经营，计划逐步取消区域总代理，压缩销售层级，实现渠道扁平化以提高经营效率。08 年公司在贵阳、广西设立子公司，加强对当地渠道的管理。在没有设立子公司的区域，公司营销中心派驻市场人

员常驻，定期对终端陈设、产品折扣等终端情况进行巡视，并协助经销商进行渠道扩张及管理。公司将于 09 年设立华东、华南、华北、华中、西南、西北六大管理中心，负责对当地区域的渠道管理，以期进一步加强对渠道终端的掌控能力。

2.3. 产品体系日趋完善

08 年公司进一步丰富了产品线及定位，最终确立了红狼、绿狼、蓝狼、童装、女装以及圣沃斯六大产品系列，年设计产品达到 4000 种。

目前公司产品以红狼及绿狼为主，约占整体销售收入的 93.5%。蓝狼为公司 08 年秋季推出的新产品，定位时尚休闲，迎合年轻消费群体要求，未来考虑单独招商，若推广成功有望成为公司新的业绩增长点。

圣沃斯为公司高端品牌，以公司大型生活馆和百货公司为主要销售渠道；童装和女装目前主要为生活馆配套。以上三个系列近年内对公司的利润贡献有限。

表 1：七匹狼产品体系

系列名称	目标群体	设计定位	销售渠道
圣沃斯	25-45 岁社会精英人士	高端设计师品牌，高贵、优雅、时尚、商务	大型生活馆及百货商场专柜
红狼	25-35 岁成功人士	商务系列，专注，稳重	各专柜及街店
绿狼	25-55 岁人士	舒适、时尚、偏休闲	各专柜及街店
蓝狼	年轻客户群体	个性、休闲、时尚	原有渠道及专门的蓝狼专卖店
女装	25-40 岁女士	休闲、时尚	生活馆配套销售
童装	4-11 岁儿童		生活馆配套销售

数据来源：公司公告、国泰君安

3. 轻资产增长模式逐步显现

目前公司销售的服装产品中，18%为自有工厂生产，82%外部采购。公司未来没有扩充产能的计划，随着销售规模的扩大外部采购的比例会进一步提高。轻资产增长模式逐步显现。

公司主要产品中，休闲服、休闲裤、T 恤合计占收入比率 82.24%，同比下降 4.74 个百分点；毛衫占收入比重由 7.26%提升至 11.14%，产品结构更加均衡。从盈利能力看，除衬衫外，公司其他产品的毛利率均有下降，导致公司综合毛利率由 35.42%降至 33.95%。

08 年公司产品销售仍以华南、华东和华北地区为主，销售收入分别同比增长 108.15%、50.58%和 127.97%，三地合计占销售收入的比重为 77.09%，较中报时提高 1.09 个百分点。公司在西北和西南地区的销售收入增速也分别达到 102.26%和 110.07%。

4. 主要财务指标分析

盈利能力：08 年公司综合毛利率 33.95%，同比下降 1.47 个百分点。三项费用中，销售费用率和管理费用率与 07 年基本持平。由于募集资金尚未完全使用，公司财务费用下降较多。公司期间费用率 20.05%，同比下降 0.61 个百分点；净利润率 9.94%，同比

下降 1.61 个百分点。

偿债能力：截至 08 年底，公司流动比率 2.39，速动比率 1.62，较 07 年末分别下降 0.69 和 0.67，但仍远远高于行业平均水平。公司资产负债率 29.54%，同比下降 2.35 个百分点。从资产负债表看，公司 08 年末没有任何长短期负债，体现了公司在经济危机背景下稳健经营的理念。未来随着经济趋向好转，公司利用债务杠杆的空间很大。

经营效率：08 年公司应收账款周转率 21.19，较 07 年下降 18.18，主要原因是公司对部分信誉好的经销商给予较多的信用额度。08 年末账龄在 1 年以内的应收账款占比 99.99%。公司对 5 年以上账款按 100%计提坏账准备，08 年共计提坏账准备金 586.64 万元。

08 年公司存货周转率 3.09，较 07 年下降 0.64。09 年春夏货物提前入库较多，08 年末存货较 07 年增长 33%，是存货周转率下降的主要原因。08 年公司计提存货减值准备 802.61 万元，其中库存商品 679.09 万元、原材料 115.31 万元。

表 2：七匹狼主要财务指标（2006-2008）

	2006	2007	2008
毛利率	32.59%	35.42%	33.95%
净利率	10.97%	11.55%	9.94%
期间费用率	17.72%	20.66%	20.05%
应收帐款周转率	20.58	39.37	21.19
存货周转率	3.01	3.73	3.09
总资产周转率	0.99	1.20	1.03
流动比率	1.76	3.08	2.39
速动比率	1.00	2.28	1.62
资产负债率	35.42%	26.31%	29.54%

数据来源：公司公告、国泰君安

5. 投资建议：增持

公司采用大型订货会为主导的订货模式，每年两次订货会订货数量占全年销售额的 90%。不久前结束的 09 年秋冬订货会上，公司订货额同比增长 10% 左右。结合此前的 09 年春夏订货会情况，我们预测公司 09 年收入及利润增幅至少在 10% 以上。2010 年随着经济复苏，公司开店速度加快，增速会达 20% 左右。预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.61 元和 0.72 元。

表 3：七匹狼利润表预测

单位：万元

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	48823	87648	165269	183448	221972
营业成本	32911	56607	109163	122360	147168
毛利润	15912	31041	56106	61088	74805
营业税金及附加	290	325	936	734	888
销售费用	5738	12680	24230	27517	32852
管理费用	2980	5509	10419	10090	11765
财务费用	(67)	(77)	(1507)	(367)	1110

资产减值损失	74	236	1455	200	100
投资收益	(0)	(131)	13	0	0
营业利润	6896	12237	20585	22914	28090
营业外收入	30	315	211	200	200
营业外支出	277	216	549	150	150
利润总额	6650	12336	20247	22964	28140
所得税	1292	2216	3820	4363	6191
净利润	5358	10120	16428	18601	21950
少数股东损益	353	1251	1128	1375	1685
母公司所有者净利润	5005	8870	15300	17226	20264
总股本（万股）	11050	18860	28290	28290	28290
每股收益（元）	0.45	0.47	0.54	0.61	0.72

数据来源：国泰君安

从估值对比看，目前香港几家主要品牌服装企业的平均 PE 在 15 倍左右，较港股市场溢价 50%以上。而七匹狼目前的市盈率为 22 倍，仅比 A 股估值水平高出约 10%；从涨跌幅的角度分析，09 年初以来，恒生指数上涨 3.82%，港股主要品牌服装的涨幅都在 10%以上（除李宁），其中安踏和中国动向的涨幅分别达到 38.48%和 49.76%，远远跑赢大盘；而上证综指 09 年上涨 33.96%，七匹狼仅上涨 11.18%，跑输大盘 22.78 个百分点。

我们认为，未来中国市场品牌消费潜力巨大。公司目前年销售额仅 16 亿元，未来增长空间巨大，持续高增长可期。目前股价具有长期投资价值。维持对公司的“增持”评级，目标价 15 元，对应 09 年 25 倍市盈率。

表 4：主要品牌服装企业估值比较

	09 年涨跌幅	09 年初 PE	最新 PE
李宁	2.75%	16.59	17.05
安踏	38.48%	9.69	13.42
中国动向	49.76%	7.57	11.33
宝姿	13.99%	11.18	12.75
百丽	24.40%	13.96	17.36
七匹狼	11.18%	20.34	22.34
报喜鸟	32.98%	18.48	24.58
美邦服饰	-3.04%	32.24	31.26

数据来源：WIND 资讯、国泰君安

作者简介:

李质仙: 中国人民大学研究生院金融学专业。经济师。国泰君安证券研究所首席研究员。兼中国家用纺织品行业协会常务理事、中国纺织企业家联合会常务理事、中国纺织规划研究会理事、中纺投资、申达股份独立董事。2003—2008 获《新财富》组织评选的纺织行业“最佳分析师”。1984 年起任大型纺织企业营销负责人，1989 年起任纺织工业部干部、副处长，1998 年起就职于国泰君安证券公司。

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券研究所纺织服装行业助理研究员，08 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com