

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2010年2月4日

七匹狼(002029.SZ)/25.00元

危机之年获得了实属不错的表现

纺织服装·品牌服装

目标估值：26-27元

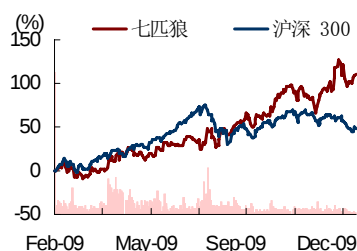
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2995
总股本(万股)	28290
已上市流通股(万股)	28289
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	71
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	35.1%
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	9	60	123
相对表现	19	74	70



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—全年业绩有保证 但修炼内功上升为首要任务》2008/10/28
- 3、《七匹狼—深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长》2009/4/7
- 4、《七匹狼—过高基数下仍获得了稳步增长 建议积极关注》2009/7/31
- 5、《七匹狼—发货节奏尘埃落定 下半年增速提高有保证》2009/8/23
- 6、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6
- 7、《七匹狼—持续拓展、勇于改进的狼族代表》2009/12/24

公司公布业绩快报，09年总体情况基本符合预期，且收入有略超预期的表现，危机中获得如此成绩实属不错。依靠较坚实的基础，预计在渠道模式优化的关键几年，公司将可持续获得稳步的改进与发展。

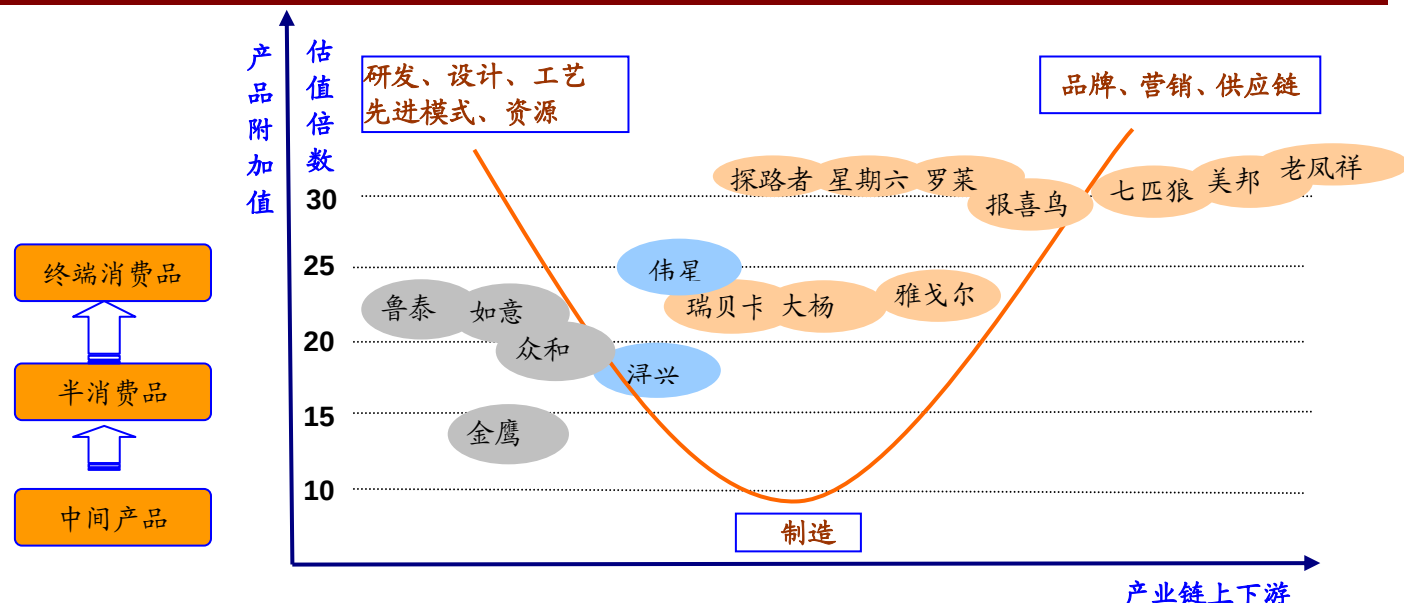
- **业绩总体符合预期，直营经营良好使得收入有略超预期的表现。**公司09年实现营业总收入19.87亿元，较上年同期增长了20.25%，实现营业利润和净利润分别为2.68亿元和1.91亿元，同比分别增长了30.40%和25.11%。危机中总体表现实属不错，得益于其稳健的产品和渠道战略、以及积极的品牌建设。其中直营门店超预期的销售使得其收入比市场普遍预测的略高。
- **持续的外延扩张值得重视。**至09年中期，公司比08年底净增门店数已达到188家，根据调研的跟踪，到09年底预计门店数量在3000家左右。公司今年的扩张情况超过市场普遍预期，得益于其稳健的渠道战略，也显示出公司较为坚实的市场基础，次新店将在10年有效保证公司的业绩增长。
- **利润的较快增长来自于毛利率的提升，所得税率的小幅提升略微拉低了净利润增速。**公司利润总体表现高于收入增速，主要由于毛利率的提升与深化内部管控，受益于直营门店超预期的发展，其较高的毛利拉升了综合毛利率。而营销公司逐年递增的税率略微拉低了净利增长，使得净利润25.11%的增速低于营业利润30.40%的增速和利润总额35.36%的增速。
- **盈利预测与投资建议：**公司09年EPS为0.68元/股，总体表现实属不错。自我们12月24日《七匹狼—持续拓展、勇于改进的狼族代表》中将公司列为当时品牌公司的首选标的以来，1月份股价表现抢眼。由于其所属细分行业的弹性较大，未来1、2年伴随外延扩张与内功修炼的共同推进，预计公司将保持稳步较快的增长，而其渠道改革的进程将是我们关注的重点。维持“审慎推荐-A”的评级。目前公司估值为09、10年的37、28倍，属于品牌公司可给予的合理略偏低的水平。预计在目前市场情况下至少可保证获得相对收益。
- **风险因素：**经济复苏低于预期；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	1992	2373	2908
同比增长	80%	89%	21%	19%	23%
营业利润(百万元)	122	206	269	340	457
同比增长	77%	68%	31%	27%	34%
净利润(百万元)	89	153	192	245	321
同比增长	77%	73%	26%	27%	31%
每股收益(元)	0.47	0.54	0.68	0.87	1.13
PE	53.2	46.2	36.8	28.9	22.0
PB	4.5	5.9	5.2	4.6	3.9

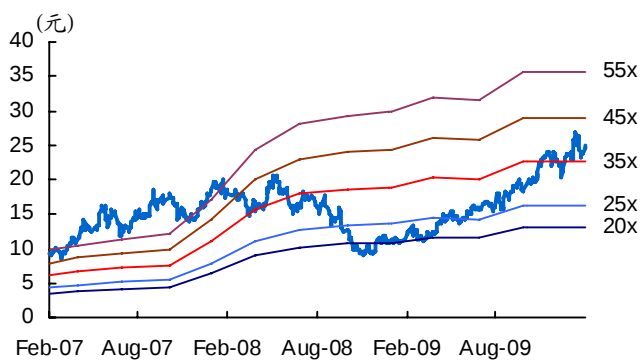
资料来源：招商证券

图 1: V式估值法 (根据10年EPS)



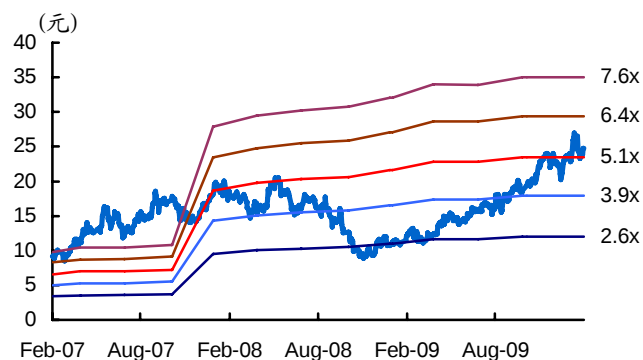
资料来源: 招商证券

图 2: 七匹狼历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 七匹狼历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

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:

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。

2、《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。

3、《七匹狼—业绩大超预期 品牌效应加速体现》2008/04/23

4、《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。

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、《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。

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

8、《七匹狼—深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长》2009/4/7

9、《七匹狼—业绩高于预期 对市场状况的反应与改进值得赞同》2009/4/23

10、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

11、《七匹狼—过高基数下仍获得了稳步增长 建议积极关注》2009/7/31

12、《七匹狼—发货节奏尘埃落定 下半年增速提高有保证》2009/8/23

13、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯队图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

14、《七匹狼—持续拓展、勇于改进的狼族代表》2009/12/24:

结合品牌评价系统的要素，细致探讨了在经济将走向复苏的新阶段，公司近期与中长期的发展方向。

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	1857	2134	2503
现金	709	598	870	971	1088
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	17	4	5	6
应收款项	45	111	96	115	141
其它应收款	10	36	16	14	17
存货	304	404	691	830	1009
其他	111	81	179	199	242
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	2173	2461	2836
流动负债	383	522	750	824	919
短期借款	0	0	0	0	10
应付账款	56	162	101	76	92
预收账款	263	184	530	605	644
其他	63	175	120	143	173
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	750	824	919
股本	189	283	283	283	283
资本公积金	647	558	558	558	558
留存收益	202	355	513	709	966
少数股东权益	35	48	69	87	111
母公司所有者权益	1038	1197	1354	1550	1807
负债及权益合计	1455	1766	2173	2461	2836

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	207	174	164	197	214
净利润		153	192	245	321
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	(101)	(105)	(169)
其它		21	35	20	26
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)	(32)	(46)	(52)
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	(35)	(49)	(64)
其他		(13)	2	3	2
现金净增加额	619	(121)	273	100	117

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	1992	2373	2908
营业成本	566	1092	1261	1514	1840
营业税金及附加	3	9	14	17	17
营业费用	127	242	311	346	407
管理费用	55	104	139	159	189
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	269	340	457
营业外收入	3	2	4	5	4
营业外支出	2	5	0	1	1
利润总额	123	202	272	344	460
所得税	22	38	58	81	115
净利润	101	164	214	263	345
少数股东损益	13	11	21	18	24
母公司所有者净利润	89	153	192	245	321
EPS (元)	0.47	0.54	0.68	0.87	1.13

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	80%	89%	21%	19%	23%
营业利润	77%	68%	31%	27%	34%
净利润	77%	73%	26%	27%	31%
获利能力					
毛利率	35.4%	33.9%	36.7%	36.2%	36.7%
净利率	10.1%	9.3%	9.6%	10.3%	11.0%
ROE	8.5%	12.8%	14.2%	15.8%	17.8%
ROIC	9.3%	12.4%	14.7%	15.8%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	29.5%	34.5%	33.5%	32.4%
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	1.0	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	19.2	22.5	22.8
应付帐款周转率	16.3	10.0	9.6	17.1	21.9
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.54	0.68	0.87	1.13
每股经营现金	1.10	0.62	0.58	0.69	0.76
每股净资产	5.50	4.23	4.79	5.48	6.39
每股股利	0.00	0.10	0.12	0.17	0.23
估值比率					
PE	53.2	46.2	36.8	28.9	22.0
PB	4.5	5.9	5.2	4.6	3.9
EV/EBITDA	33.1	21.2	14.9	12.2	9.3

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有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，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》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的时尚产业图谱与品牌竞争阶段图谱。并结合对国际服饰行业与优秀公司的实证研究，提升出图谱的财务量化版，完善了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。同时根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析品牌企业的价值。

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

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。