

买入 维持

七匹狼 (002029)

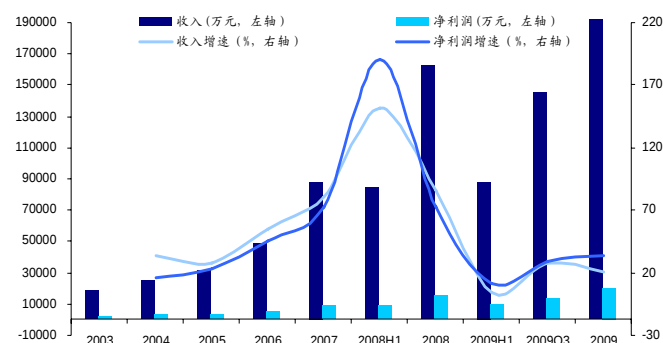
2010 年 04 月 19 日

估值略高，但仍是稳健投资品种

纺织服装行业分析师：区志航
SAC 执业证书编号：S0850209050634
ouzh@htsec.com
021-23219407

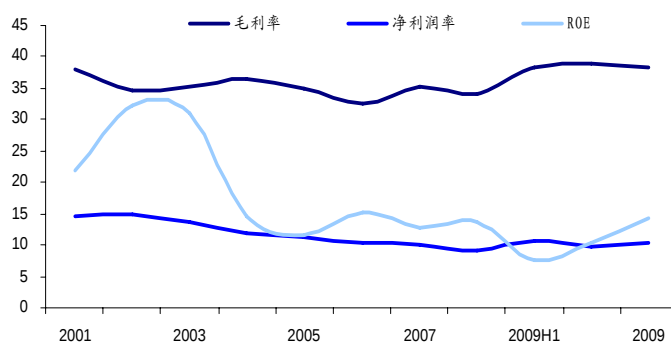
事件。2009 年七匹狼实现营业收入 198,721.86 万元，利润总额 25,937.69 万元，净利润 20,390.4 万元，分别比上年增长 20.24%、28.10%、33.27%。每股收益 0.72 元。

图 1 2009 年净利润增长 33%



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图 2 盈利创新高（%）



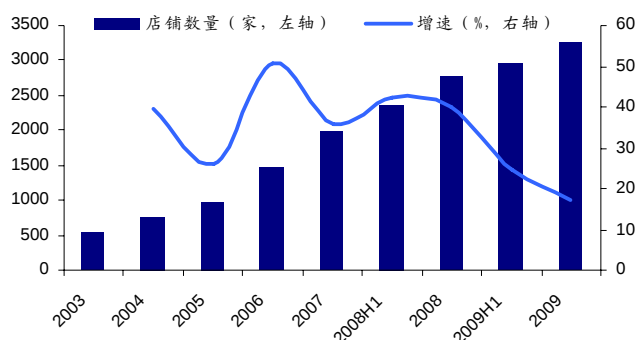
资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

公司整体规模再上一个新高，收入接近 20 亿元，净利润超过 2 亿元；同时公司的整体毛利率创历史新高高达 38.35%，净利润率也回升到 10.26%，创 2006 年以来的新高。我们认为公司持续增长盈利持续回升的原因是公司渠道扩张、品牌强化的结果，同时渠道扩张的同时注重渠道优化整合带来了盈利指标的走高。

不断推进渠道扁平化。公司围绕经销商管理优化和直营店稳健扩张两方面，推进整合公司销售渠道。公司从 2008 年开始推进渠道扁平化的工作，公司华东、华南、华北、华中、西南、西北六大营销管理中心已经组建到位，加上经销商扁平化的推进将有效提升公司对渠道的把控能力以及增强对经销商的控制力。同时，公司也加大直营体系拓展，增加武汉、西安、深圳三家销售子公司，在厦门增加尚盈直营公司，逐步建立直营单独核算模式。2009 年 12 月 31 日，公司共拥有终端网点 3249 家，比 2008 年净增加 480 家，增幅为 17.33%，渠道拓展继续维持稳健，总量控制效果明显。其中直营及联营终端 220 家，比 2008 年净增加 122 家，增速为 124.49%，直营渠道的建设成为公司的重点；代理终端 3029 家，比 2008 年净增加 358 家，增速为 13.40%，增速明显放缓。公司致力于加大大店如生活馆和旗舰店的建设，2009 年生活馆和旗舰店分别为 34 和 311 个，同比分别增长了 54.55%和 32.91%，借此加大形象宣传，扩大市场影响力，从而拉动整体销售。

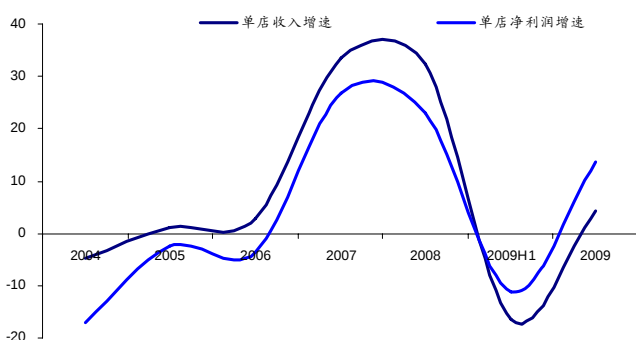
我们认为公司在 2010 年仍将稳步推进经销体系渠道的升级和整合，加快推进直营体系建设，并继续加大生活馆和旗舰店的投资力度。

图3 扩店速度继续回落



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

图4 单店数据 (%)



资料来源：Wind 资讯，海通证券研究所

品牌进一步细分。进一步稳定并拓展红标、绿标、蓝标（SWJEANS）、童装（SWKIDS）、女装(SWLADIES)及圣沃斯(SEPEWOLVES)六大产品系列。2009年，红绿标占比 87.24%，蓝标占比 6.54%。蓝标系列在2009年发展迅速，随着产品丰满度不断扩张，蓝标逐步扩张单独的销售渠道，报告期内，蓝标专卖店有 115 家。未来，蓝标将和红标绿标一起贡献公司主要销售收入。

公司突破品牌长期沉寂的代言策略，启用孙红雷、胡军、张涵予、张震等四位当红影帝加盟重磅出击，共同演绎七匹狼“追逐人生 男人不只一面”的品牌价值观。同时，创新性地提出“名士堂”概念，清晰定义代言人身份及群体概念，沉淀品牌代言人资产；广泛收纳社会各界名流入驻“名士堂”，集结了孙红雷、胡军、张涵予、张震、陆川、段奕宏、海岩、大佐、董荷兵等一大批国际国内知名人士。

盈利预测及投资建议。我们认为随着公司渠道数量突破 3000 个，规模化效应不断显现，未来的三项费用率将可能逐渐回落，进一步提升盈利水平；渠道不断优化逐渐推荐扁平化管理，也将提升整体管理水平随之带来的是净利润率的提升。我们继续看好七匹狼的发展趋势。我们调高 2010-2011 年每股收益至 0.94-1.24 元（前期预测分别是 0.88 和 1.16 元），2010 年 PE 为 30.26 倍，相对合理，但考虑到公司稳健的经营以及良好的发展趋势，我们认为七匹狼不失为一个稳健投资品种，维持“买入”评级。

风险因素。渠道优化整合尤其是加盟渠道的整合过程漫长带来的不确定性。

表 1 利润表（百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	488.23	876.48	1652.69	1987.22	2464.55	3056.53
营业收入	488.23	876.48	1652.69	1987.22	2464.55	3056.53
二、营业总成本	419.26	752.79	1446.96	1729.93	2122.12	2610.50
营业成本	329.11	566.07	1091.63	1225.13	1503.37	1827.81
营业税金及附加	2.9	3.25	9.36	17.54	22.18	26.90
销售费用	57.38	126.8	242.3	302.58	396.79	498.21
管理费用	29.8	55.09	104.19	146.01	192.23	244.52
财务费用	-0.67	-0.77	-15.07	-13.50	-2.46	3.06
资产减值损失	0.74	2.36	14.55	52.16	10.00	10.00
三、非经营性净收益	0	-1.31	0.13	0.79	0.80	0.80
投资净收益	0	-1.31	0.13	0.79	0.80	0.80
其中：对联营合营企业的投资收益	--	-1.31	0.13	0.16	0.20	0.20
四、营业利润	68.96	122.37	205.85	258.08	343.23	446.83
加：营业外收入	0.3	3.15	2.11	6.37	7.39	9.17
减：营业外支出	2.77	2.16	5.49	5.07	7.39	9.17
五、利润总额	66.5	123.36	202.47	259.38	343.23	446.83
减：所得税费用	12.92	22.16	38.2	42.20	56.63	73.73
六、净利润	53.58	101.2	164.28	217.18	286.60	373.11
归属于母公司所有者的净利润	50.05	88.7	153	203.90	266.88	351.71
少数股东损益(百万元)	3.53	12.51	11.28	13.27	19.72	21.40
总股本（百万股）	282.9	282.9	282.9	282.90	282.90	282.90
七、基本每股收益(元)	0.18	0.31	0.54	0.72	0.94	1.24

相关研究：

1. 七匹狼三季报点评：业绩符合预期，发展符合理想 20091026
2. 七匹狼峨眉山会议简报：致力成为中国 POLO 20090914
3. 七匹狼半年报点评：调高 09 年业绩预测，维持“买入”评级 20090821
4. 七匹狼业绩快报：估值优势，维持“买入”评级 20090731

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世、常山股份、东方市场、宜华木业、星期六、罗莱家纺、探路者、富安娜、金飞达、江苏三友、潮宏基、东方金钰和联发股份等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。