

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2010年4月26日

七匹狼(002029.SZ)/31.79元

业绩再超预期 毛利率趋势可喜

纺织服装·品牌服装

估值中枢：33-37元

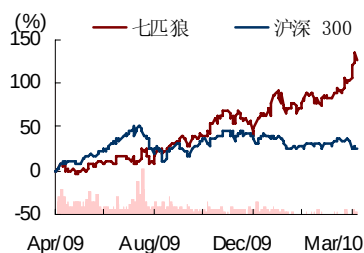
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2984
总股本(万股)	28290
已上市流通股(万股)	28289
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	15.6
资产负债率	33.4%
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	24	64	134
相对表现	26	70	111



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—深化营销、积极推进渠道扩张与升级保证快速成长》2009/4/7
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《七匹狼—持续拓展、勇于改进的狼族代表》2009/12/24
- 6、《七匹狼—危机之年获得了实属不错的表现》2010/2/4
- 7、《七匹狼—重启股权激励 更添发展信心》2010/3/10
- 8、《七匹狼—持续管理提升与渠道建设保障公司快速发展》2010/4/19

公司一季度业绩再超预期，尤其是毛利率的提升趋势喜人。10年公司将继续稳妥推进销售渠道改革和系列化进展、提高供应链管理能力，有望持续实现快速成长。持续的成长性与稳妥改进的战略值得重点关注。

□ **业绩再超预期。**一季度，公司实现营业收入 5.81 亿元，同比增长了 18.29%，实现利润总额和净利润分别为 1.24 亿和 9263.36 万元，分别比上年增长了 39.18%和 37.29%。每股收益为 0.33 元/股。收入与利润的增长再次超过市场预期，收入较快的增长主要因为 10 年春节较 09 年晚，节前发货比去年多、终端销售较好自备货品较多、财务系统上线对结算更严格等原因，毛利率的提升以及费用率的下降则是利润增速高于收入增速的主因。

□ **毛利趋势喜人，费用控制得力。**综合毛利率达到 40.87%的历史高位，同比提高 3.97 个百分点，我们判断是由于直营比例提高，以及订货折扣率根据订货量等有小幅浮动所致；销售费用率和管理费用率分别达到 10.26%和 4.98%，同比分别下降了 2.07 和 0.76 个百分点，体现出较强的费用控制能力；经营性现金流同比降低了 73.83%，主要是为了扶持经销商发展，给客户较多的信用额度，应收票据、应收账款增加较多。

□ **10 年发展展望：**公司近年持续专注在内功的提升，尤其是渠道改革的推进有超预期的进展，不少地区通过建立服务机构的方式取得了进一步的控制权。10 年主要通过完善大区对经销商的服务和管理体系，初步构建整合标准化的直营体系管理模式和 ERP 模块的相继上线进行管理能力提升。预计一系列改进将为公司带来更广阔的发展空间。

□ **盈利预测和投资建议：**根据季报将 10-12 年的 EPS 分别由 0.94、1.21 和 1.55 元/股上调为 0.95、1.24 和 1.57 元/股。目前估值为 10 年 33 倍 PE，但持续的成长性与稳妥改进的战略值得关注，维持“审慎推荐-A”的投资评级。6 个月目标价 33-37 元。

□ **风险因素：**经济复苏低于预期对服装零售的影响；改进进程和效果低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1653	1987	2289	2838	3509
同比增长	89%	20%	15%	24%	24%
营业利润(百万元)	206	258	370	492	628
同比增长	68%	25%	43%	33%	28%
净利润(百万元)	153	204	270	350	445
同比增长	73%	33%	32%	30%	27%
每股收益(元)	0.54	0.72	0.95	1.24	1.57
PE	58.8	44.1	33.3	25.7	20.2
PB	7.5	6.6	5.7	4.8	4.0

资料来源：招商证券

表 1: 10 年一季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q4	10Q1	同比	环比
营业收入	491	531	581	18%	9%
营业毛利	181	195	238	31%	22%
营业费用	61	66	60	-2%	-10%
管理费用	28	44	29	3%	-34%
财务费用	0	-6	-3	1191%	-49%
营业利润	88	75	121	37%	60%
所得税	20	-3	30	48%	-1215%
归属母公司净利润	68	71	93	37%	31%
EPS (元)	0.24	0.25	0.33		

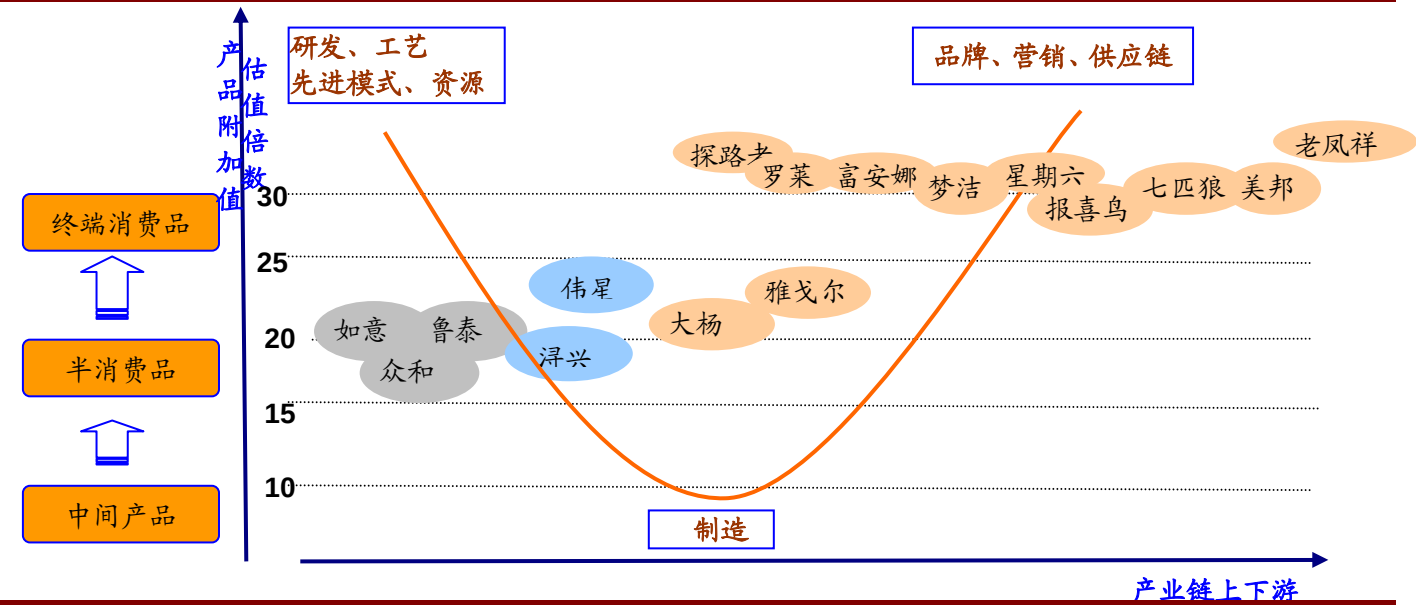
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入	403	441	296	512	491	388	576	531	581
营业毛利	150	136	115	160	181	156	230	195	238
营业费用	-58	-60	-70	-55	-61	-90	-86	-66	-60
管理费用	19	25	27	34	28	31	43	44	29
财务费用	-2	0	-10	-4	0	-4	-4	-6	-3
营业利润	72	44	24	65	88	33	62	75	121
归属母公司净利润	57	28	18	50	68	27	39	71	93
EPS (元)	0.30	0.15	0.10	0.26	0.36	0.14	0.20	0.37	0.49
主要比率									
毛利率	37%	31%	39%	31%	37%	40%	40%	37%	41%
营业费用率	14%	14%	24%	11%	12%	23%	15%	12%	10%
管理费用率	5%	6%	9%	7%	6%	8%	7%	8%	5%
营业利润率	18%	10%	8%	13%	18%	8%	11%	14%	21%
有效税率	14%	24%	24%	20%	22%	17%	30%	-4%	24%
净利率	14%	6%	6%	10%	14%	7%	7%	13%	16%
YoY									
收入	142%	161%	57%	45%	22%	-12%	95%	4%	18%
归属母公司净利润	185%	203%	51%	5%	19%	-5%	114%	42%	37%

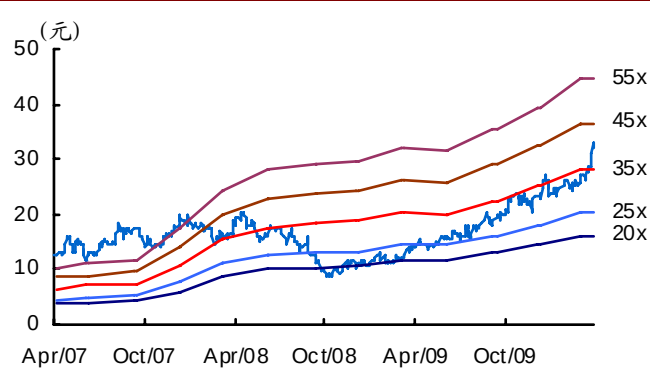
资料来源: 招商证券

图 1: V式估值法 (根据10年EPS)



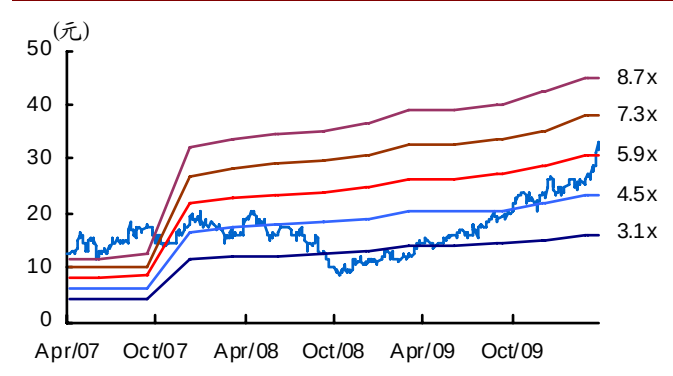
资料来源：招商证券

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、《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。

4、《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

5、《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。

6、《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

7、《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

8、《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。

9、《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

10、《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级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

11、《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。

12、《七匹狼—危机之年获得了实属不错的表现》2010/2/4

13、《七匹狼—重启股权激励 更添发展信心》2010/3/10

14、《七匹狼—持续管理提升与渠道建设保障公司快速发展》2010/4/19

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1248	1385	2201	2579	3076
现金	598	575	1119	1247	1439
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	57	5	6	7
应收款项	111	245	111	137	170
其它应收款	36	0	14	17	21
存货	404	302	768	945	1160
其他	81	206	184	227	279
非流动资产	518	699	228	252	273
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	122	87	123	151	175
无形资产	19	22	20	18	16
其他	374	587	83	81	79
资产总计	1766	2084	2429	2830	3348
流动负债	522	652	764	862	951
短期借款	0	50	0	10	10
应付账款	162	193	70	86	106
预收账款	184	245	560	603	635
其他	175	164	133	163	201
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	522	652	764	862	951
股本	283	283	283	283	283
资本公积金	558	558	558	558	558
留存收益	355	531	747	1026	1427
少数股东权益	48	60	78	100	129
母公司所有者权益	1197	1372	1588	1868	2268
负债及权益合计	1766	2084	2429	2830	3348

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	174	301	237	230	278
净利润	153	204	270	350	445
折旧摊销	0	0	18	21	24
财务费用	0	0	(3)	(3)	(3)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(103)	(163)	(219)
其它	21	97	54	25	32
投资活动现金流	(283)	(343)	408	(45)	(45)
资本支出	0	0	(50)	(45)	(45)
其他投资	(283)	(343)	458	0	0
筹资活动现金流	(13)	21	(101)	(57)	(41)
借款变动	0	0	(50)	10	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(54)	(70)	(44)
其他	(13)	21	3	3	3
现金净增加额	(121)	(21)	544	128	192

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1653	1987	2289	2838	3509
营业成本	1092	1225	1401	1723	2116
营业税金及附加	9	18	16	17	18
营业费用	242	303	342	420	516
管理费用	104	146	163	189	235
财务费用	(15)	(13)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	15	52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	206	258	370	492	628
营业外收入	2	6	7	6	4
营业外支出	5	5	1	1	1
利润总额	202	259	375	497	632
所得税	38	42	88	124	158
净利润	164	217	287	373	474
少数股东损益	11	13	18	23	29
母公司所有者净利润	153	204	270	350	445
EPS (元)	0.54	0.72	0.95	1.24	1.57

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	89%	20%	15%	24%	24%
营业利润	68%	25%	43%	33%	28%
净利润	73%	33%	32%	30%	27%
获利能力					
毛利率	33.9%	38.3%	38.8%	39.3%	39.7%
净利率	9.3%	10.3%	11.8%	12.3%	12.7%
ROE	12.8%	14.9%	17.0%	18.7%	19.6%
ROIC	12.4%	13.8%	16.9%	18.6%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	29.5%	31.3%	31.4%	30.5%	28.4%
净负债比率	0.0%	2.4%	0.0%	0.4%	0.3%
流动比率	2.4	2.1	2.9	3.0	3.2
速动比率	1.6	1.7	1.9	1.9	2.0
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.1	3.5	2.6	2.0	2.0
应收帐款周转率	21.2	11.1	12.9	22.9	22.8
应付帐款周转率	10.0	6.9	10.7	22.1	22.1
每股资料(元)					
每股收益	0.54	0.72	0.95	1.24	1.57
每股经营现金	0.62	1.06	0.84	0.81	0.98
每股净资产	4.23	4.85	5.61	6.60	8.02
每股股利	0.10	0.20	0.19	0.25	0.16
估值比率					
PE	58.8	44.1	33.3	25.7	20.2
PB	7.5	6.6	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	22.8	17.8	12.8	9.7	7.6

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。