

七匹狼(002029.sz)

围绕终端消费需求，继续推进“批发”转“零售”战略

马涛 分析师

电话: 010-68058657

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2013 年期间毛利率保持稳定，受直营网点建设推进影响，期间费用率将稳中有升。从近期市场对各行业盈利预测调升情况看，大消费中，纺织服装行业居首位。结合我们对公司前景的分析判断，上调公司盈利预测，2011-2013 年 EPS 分别为 1.30 元、1.68 元、2.06 元(原来 2011-2012 年 EPS 分别为 1.28 元、1.61 元)，对应 2011-2013 年 PE 分别为 23.7/18.4/15.0，维持买入评级，目标价 38 元。

供应链管理效果显著，管理效率有效提升

成本控制到位，毛利率提升(综合毛利率由 38.35%提到 41.6%)，高于我们 40.0%的预测值。毛利率提升主要来自于：1、供应链管理效果显著，集中采购推进，边际采购成本降低，采购规模效应凸显；2、直营收入增长，直营毛利贡献增加；3、产品售价提升带来的销售毛利增加。管理效率提升，期间费用率控制得当(从 21.9%降到 21.64%)。我们认为在转型“零售”的战略下，公司未来期间费用率将稳中有升。

内外兼修，齐头并进

2011 年公司继续围绕将零售终端消费者需求作为战略及经营的核心出发点，在扩大直营比例方向不变的前提下，稳健的推进直营体系的建设。同时稳定现有代理渠道，加强对经销商扶持。采用委托贷款的形式向经销商提供财务资助，实现公司与经销商的双赢。

其他亮点

- 电子商务业务实现爆发性增长
- 收购杭州肯纳，进军奢侈品业务

风险提示： 直营比例提高增加公司运营风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,987.22	2,197.76	2639.64	3199.69	3898.02
增长率(%)	20.24%	10.59%	20.11%	21.22%	21.82%
EBITDA(百万元)	278.92	374.18	463.75	582.27	718.53
净利润(百万元)	203.90	283.16	368.75	474.72	583.66
增长率(%)	33.27%	38.87%	30.23%	28.74%	22.95%
每股收益(元)	0.721	1.001	1.30	1.68	2.06
市盈率	32.20	33.01	23.70	18.41	14.97
市净率	4.79	5.85	4.44	3.58	2.89
EV/EBITDA	21.87	24.77	17.30	13.13	9.85

数据来源: 福建七匹狼实业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

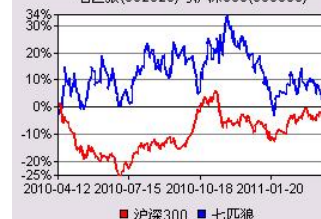
公司评级

买入

当前价格(元)	30.89
目标价格(元)	38.00
前次评级	买入

股价走势

七匹狼(002029)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-0.96%	-3.56%	14.26%
沪深 300	2.23%	7.89%	-0.76%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

282.90/282.89

主要股东:

福建七匹狼集团有限公司

主要股东持股比例

40.71%

财务比率

ROE	17.71%
ROA	14.80%
资产负债率	31.66%
每股净资产(元)	5.65

2010 年报数据

2010年业绩略超预期

2010 年公司共实现营业收入219,775.66 万元，利润总额33,925.02 万元，归属上市公司股东的净利润 28,315.69万元，分别比上年增长10.59%、30.79%、38.87%。公司实现每股收益1.0元（我们的预测值为0.96元），**略超我们之前的预期。**

供应链管理效果显著，管理效率有效提升

成本控制到位，毛利率提升（综合毛利率由38.35%提到41.6%），高于我们40.0%的预测值。主要来自于：1、供应链管理效果显著，集中采购推进，边际采购成本降低，采购规模效应凸显；2、直营收入增长，直营毛利贡献增加；3、产品售价提升带来的销售毛利增加。**管理效率提升，期间费用率控制得当**（从21.9%降到21.64%）。我们认为在转型“零售”的战略下，公司未来期间费用率将稳中有升。

内外兼修，齐头并进

围绕将零售终端消费者需求作为战略及经营的核心出发点，“批发”转型“零售”的战略稳步推进。直营店建设有序展开，截止2010年底，公司拥有直营（联营）终端388家，比2009年净增加168家，实现直销收入2.7亿。未来几年公司渠道建设的重要目标：在扩大直营比例方向不变的前提下，稳健的推进直营体系的建设。

稳定现有代理渠道，加强对经销商扶持。截止2010年底，公司拥有代理终端3137家，比2009年净增108家。公司在2010年加强了对经销商的管理和服务，具体措施包括：1、建立经销商评级体系，将管理和服务重心从代理商下沉到经销商，同时尝试对授信对象也进行下沉；2、协助部分代理商及经销商消化库存。公司进行小规模“以旧换新”活动，允许代理商及经销商使用原有库存折抵新一季进货款项，帮助其盘活库存。我们认为终端库存的下降有利于2011年渠道销售收入的增长，我们预计2011年公司春夏订货金额有望实现15%-20%的增速，秋冬订货会金额有望实现25%-30%的增速。全年业绩有望超预期。

2011年公司对经销商的扶持力度将进一步加大。采用委托贷款的形式为公司重点扶植经销商提供不超过8000万元的财务资助，此举既提升经销商销售能力和规模，又盘活公司库存现金，实现公司与经销商的双赢。

电子商务业务成绩靓丽，2011年有望再续辉煌。公司电子商务业务主要涉及公司库存产品的处理，2010实现销售收入约2600万元，较2009年的300万元，同比增幅高达766%。我们认为，在互联网时代，品牌优势比渠道优势更为重要。公司二十年的品牌行销经验，“七匹狼”品牌已经建立了相当的知名度和美誉度，因此，与其他网购企业相比，公司在品牌和渠道方面都具有较强的优势。随着媒体受众的消费意识增强，对品牌认知度提高，现今塑造一个品牌的成本已经大幅提升。我们认为，公司在电子

商务业务方面的成长性值得我们持续关注。

收购杭州肯纳，进军奢侈品业务。公司于2011年2月28日以总价款人民币7000万元的价格受让杭州肯纳服饰有限公司100%股权。截止2010年底，杭州肯纳服饰实现营业收入66,373,916.14元，净利润7,844,051.55元。杭州肯纳成立于2008年3月，**拥有世界顶级服装品牌康纳利(Canali)、范思哲(Versace collection)和世界著名珠宝品牌乔治杰生(Georg Jensen)等品牌在华的代理权。**据媒体报道杭州肯纳计划2011年将康纳利网点由15家增至18家、范思哲网点将由4家门店扩至至11家。我们认为，公司通过参与国际知名品牌运营，将有利于其吸收国际品牌在产品设计、组织订货、终端管理等方面的经验。

盈利预测与估值

未来1-2年内，将有大量的品牌服装企业上市，渠道资源的争斗不可避免。从行业内品牌服装企业渠道建设的情况看，行业渠道扩张空白区域已经基本消除，以此同时，在现今渠道扩张的过程中，始终伴随着高企的终端物业价格，因此，注重内生式管理能力提高、加强品牌建设进而实现终端平效的提升是一个大方向，企业外延式渠道扩张速度将有所放缓。

在这个大背景下，我们认为2011年仍是公司转型的关键年份，是其形象整合和提升的重要一年，公司继续围绕将零售终端消费者需求作为战略及经营的核心出发点，在维护代理渠道稳定的前提下，推进“批发”转型“零售”的战略。

综上分析，我们预计2011-2013年公司新增网点数在300-400家之间，2011-2013年期间毛利率保持稳定，受直营网点建设推进，期间费用率稳中有升。**从近期市场对各行业盈利预测调整情况看，在各盈利预测调高的行业板块中，纺织服装行业居首位。**结合我们对公司前景的分析判断，上调公司盈利预测，2011-2013年EPS分别为1.30元、1.68元、2.06元（原来2011-2012年EPS分别为1.28元/1.61元），对应2011-2013年PE分别为23.7/18.4/15.0，维持买入评级，目标价38元。

风险提示

- 1、直营比例提高增加公司运营风险。

资产负债表

单位：百万元

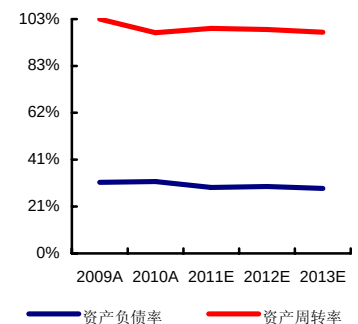
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,385	1,375	1,944	2,652	3,461
货币资金	575	144	717	1,095	1,661
应收及预付	471	834	804	1,070	1,241
存货	302	395	422	487	559
其他流动资产	37	2	0	0	0
非流动资产	699	1,060	945	946	941
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	87	91	75	69	58
在建工程	5	13	19	26	33
无形资产	36	35	20	20	20
其他长期资产	568	922	831	831	831
资产总计	2,084	2,436	2,888	3,598	4,403
流动负债	652	771	839	1,059	1,258
短期借款	50	0	0	0	0
应付及预收	602	771	839	1,059	1,258
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	652	771	839	1,059	1,258
股本	283	283	283	283	283
资本公积	558	558	558	558	558
留存收益	531	757	1,126	1,601	2,184
归属母公司股东权益	1,372	1,599	1,967	2,442	3,026
少数股东权益	60	66	82	97	118
负债和股东权益	2,084	2,436	2,888	3,598	4,403

利润表

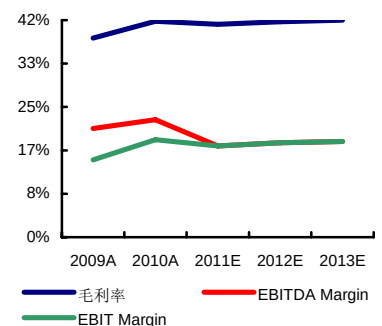
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1987	2198	2640	3200	3898
营业成本	1225	1284	1557	1872	2269
营业税金及附加	18	22	25	31	37
销售费用	303	323	396	475	582
管理费用	146	157	198	240	292
财务费用	-13	-5	-4	-8	-12
资产减值损失	52	82	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	12	4	5	6
营业利润	258	347	471	595	736
营业外收入	6	8	6	7	7
营业外支出	5	16	8	5	5
利润总额	259	339	469	597	738
所得税	42	50	85	108	133
净利润	217	289	384	490	605
少数股东损益	13	6	16	15	22
归属母公司净利润	204	283	369	475	584
EBITDA	416	498	464	582	719
EPS (元)	0.72	1.00	1.30	1.68	2.06

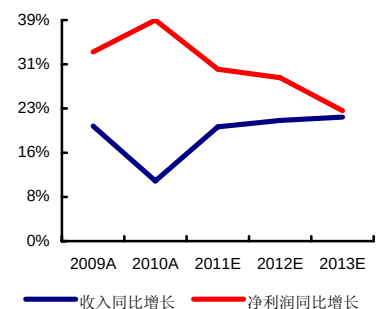
资产负债率趋势



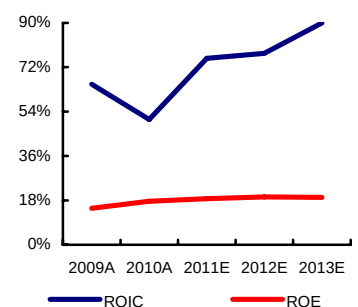
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

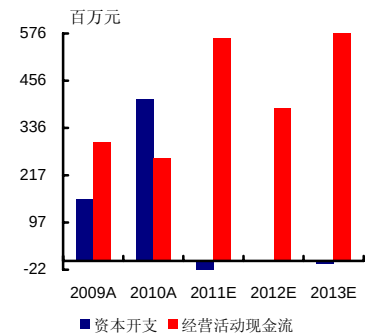
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	259	547	371	554
净利润	217	289	384	490	605
折旧摊销	120	85	0	0	0
营运资金变动	-63	-116	73	-112	-43
其它	26	0	89	-7	-8
投资活动现金流	-343	-569	26	6	12
资本支出	-157	-410	22	1	6
投资变动	-186	-159	4	5	6
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	21	-119	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	21	-119	0	0	0
现金净增加额	-21	-429	573	377	566
期初现金余额	598	575	144	717	1,095
期末现金余额	577	146	717	1,095	1,661

主要财务比率

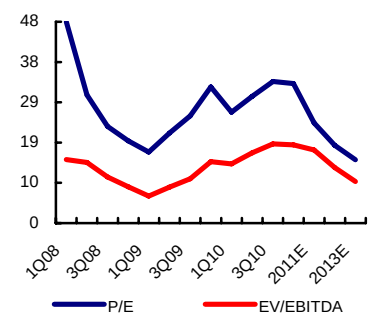
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	20.2%	10.6%	20.1%	21.2%	21.8%
营业利润	25.4%	34.6%	35.7%	26.3%	23.6%
归属于母公司净利润	33.3%	38.9%	30.2%	28.7%	22.9%
获利能力					
毛利率	38.3%	41.6%	41.0%	41.5%	41.8%
净利率	10.9%	13.2%	14.6%	15.3%	15.5%
ROE	14.9%	17.7%	18.7%	19.4%	19.3%
ROIC	65.3%	51.0%	75.8%	77.8%	90.3%
偿债能力					
资产负债率	31.3%	31.7%	29.1%	29.4%	28.6%
净负债比率	-36.7%	-8.7%	-35.0%	-43.1%	-52.8%
流动比率	2.12	1.78	2.32	2.50	2.75
速动比率	1.44	0.81	1.45	1.63	1.91
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.97	0.99	0.99	0.97
应收账款周转率	11.14	7.80	7.80	7.80	7.80
存货周转率	3.47	3.68	3.69	3.84	4.06
每股指标 (元)					
每股收益	0.72	1.00	1.30	1.68	2.06
每股经营现金流	1.06	0.92	1.93	1.31	1.96
每股净资产	4.85	5.65	6.95	8.63	10.70
估值比率					
P/E	32.2	33.0	23.7	18.4	15.0
P/B	4.8	5.8	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	14.5	18.5	17.3	13.1	9.9

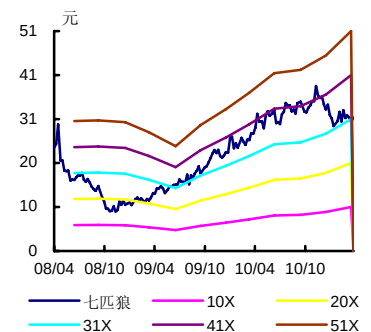
资本支出与经营活动现金流



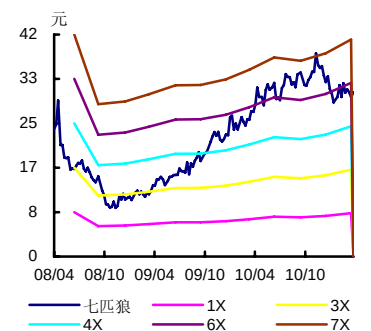
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学MBA，7年钢铁企业工作经历，2年证券从业经历，2009年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

相关研究报告

股权激励夯根基，蓝标、E-Commerce 促增长_公司调研简报

林海

2010-12-28

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。