

分析师: 刘元瑞 (8621)68751072 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 雷玉 (8621)68751072 leiyu@cjsc.com.cn

七匹狼进入“批发”到“零售”转型期，期待内生性增长

事件描述

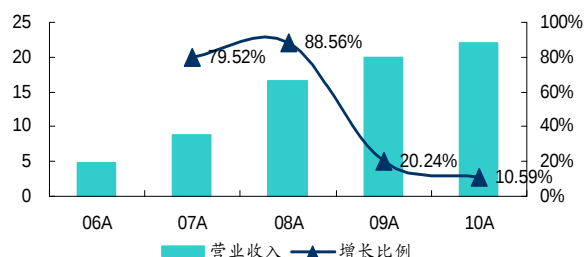
- 1、2010年度公司经营业绩：4月9日，七匹狼公告2010年年报，报告显示：报告期内，公司实现营业收入219,775.66万元，同比增长10.59%；利润总额33,925.02万元，同比增长30.79%；净利润28,315.6万元，同比增长38.87%。
- 2、2010年度利润分配预案：拟以2010年末总股本282,900,000股为基数，向全体股东每10股派现金股利2.00元（含税），共计分配股利56,580,000.00元，剩余未分配利润607,207,070.48元结转至下一年度。

事件评论

第一，公司进入战略转型阶段

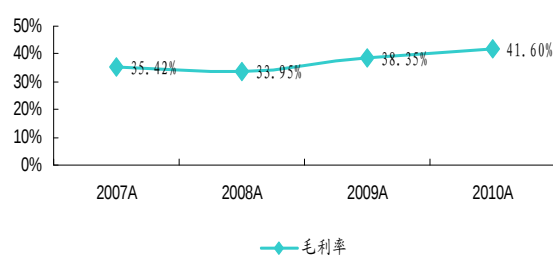
报告期内公司实现营业收入219,775.66万元，同比增长10.59%。公司近两年销售增长明显比前两年慢。主要是公司进入转型期，公司围绕着“批发”转“零售”的战略目标，以终端消费者需求为核心出发点，并由此引导公司在管理模式及供应链模式上的优化。报告期内，中国经济基本上从金融危机中迈入正轨，国民经济运行态势良好。在一系列促进消费、扩大内需的政策措施激励下，消费市场逐渐繁荣起来。在良好的经济大背景下，公司加强对经销商的管理和服务，在稳定现有渠道的基础上加强对经销商扶持，在帮助和扶持经销商的同时，消化了库存。报告期内，公司网点数由2009年末的3249家增加到2010年末的3525家，公司销售网络进一步扩张；公司直营店扩张较快。增加了168家直营店，直营店数量由2009年的220家，增加到报告期末的388家。2010年共实现直营销售收入2.7亿元。公司通过尝试电子商务，通过网上销售，消化部分库存。

图 1：七匹狼近几年销售规模（亿元）及增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

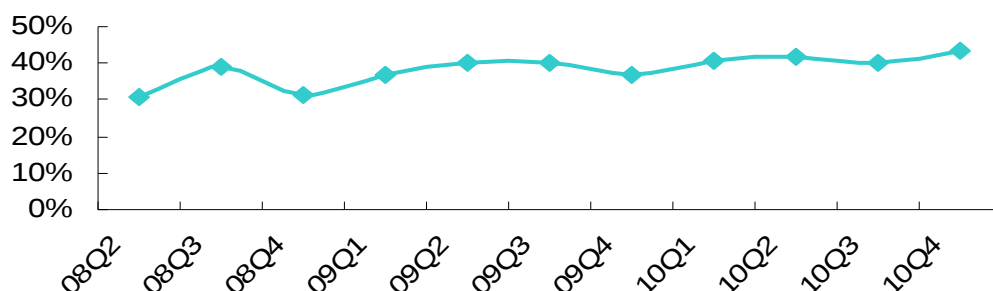
图 2：七匹狼近几年毛利率增长情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

报告期内，公司毛利率比上年同期增加3.25个百分点。公司主要原材料、商品的采购价格伴随着市场经济环境的变化，呈现了前低后高的态势，总体较上年同期有一定幅度的增长；为了抵消成本上涨的压力，迎合整个服装市场的价格调整，公司相应提高了产品销售价格，主营业务毛利率有所上升；报告期内，公司加大了直营的拓展，直营在报告期内，直营收入增长，直营毛利贡献增加。公司加强供应链管理，逐步推进集中采购，在销售订单同比增长的有利条件下，采购规模效益凸显。

图 3：近几年七匹狼分季度毛利率情况

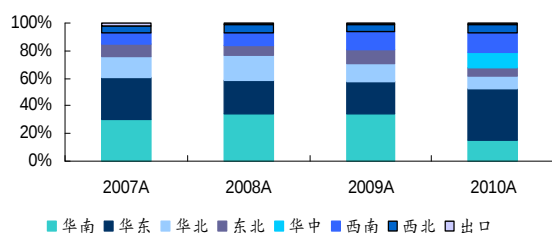


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，公司分区域销售、渠道情况

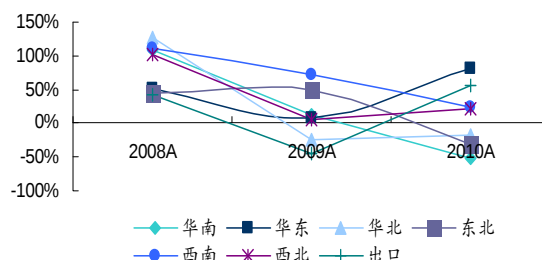
公司主要以国内市场销售为主，近几年，公司在国内各区域销售增长较快。公司主要销售区域位于华南、华东区域，报告期内，华东区域销售占比最高，达37.75%。这也是我国消费能力最强的区域。报告期内，公司在华东区域销售最快，增速达81.25%。

图 4：七匹狼销售区域占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

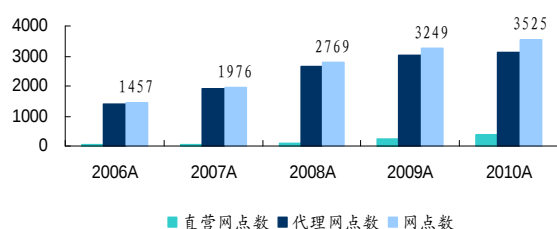
图 5：七匹狼各销售区域销售增长变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

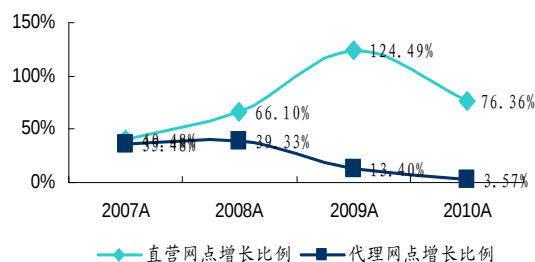
公司主要以经销为主，报告期末，经销网点数比例为89%，近几年，直营网点数不断增长，增长速度较快，直营网点比例由2006年2.9%，增长到报告期末的11%，近几年直营网点数均有大幅增长。

图 6: 七匹狼销售网点 (家)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 7: 七匹狼渠道增长变化情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

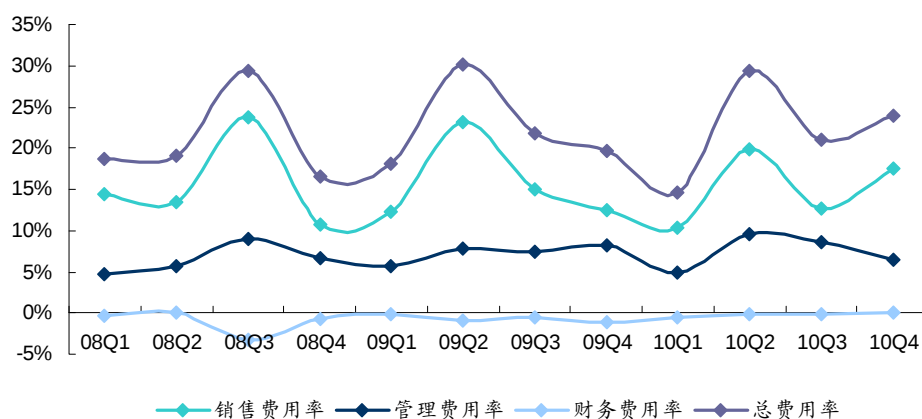
第三, 公司期间费用情况

报告期内, 公司期间费用率与去年同期相差不大。销售费用比上年同期增长6.72%; 管理费用比上年同期增长7.73%。

销售费用增长原因是: 公司加大品牌推广, 增加了广告宣传的投入; 公司继续直营体系建设, 店铺道具配置费、租赁费均较上年同期有一定幅度的增长; 公司销售人员市场薪酬水平提高, 职工薪酬费用相应增加; 公司销售规模扩大, 相关差旅费、咨询费、商场管理等费用均有一定幅度的增加。

管理费用增长原因是: 公司员工市场薪酬水平提高, 职工薪酬费用相应增加; 研究开发费有一定的增长; 公司经营规模进一步扩大, 资产维修、租赁费、宣传费、招聘费、应酬费等均有一定幅度的增长。

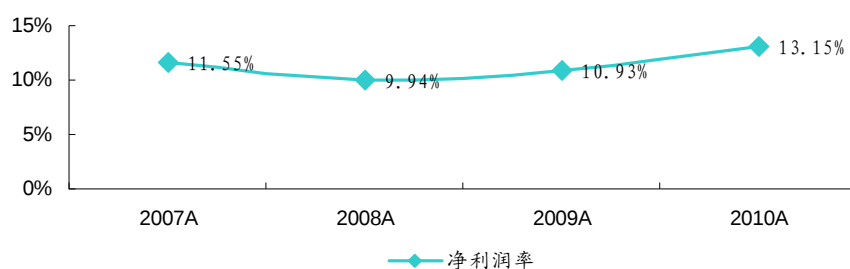
图 8: 近几年七匹狼费用变化情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四，公司净利润率逐步提升

图 9：近几年七匹狼净利率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

近几年，公司净利率逐年提升；报告期内，公司净利率提升较快。增长2.22个百分点。一是因为公司毛利率提升；二是因为报告期公司在品牌营销、渠道管理、供应链梳理等方面进行企业的内部改造和升级，通过内生性增长；三是因为公司提高了直营的占比，提高整体公司的净利率。

第五，我们继续给予罗莱家纺“推荐”评级

公司是国内男装休闲服的龙头企业，公司一直保持稳定发展。面临行业竞争日益加剧、主要原材料价格大幅度上涨，公司在稳定发展的同时，进行战略转型，增加直营的占比，提高公司对终端的管控能力，公司将进入新的发展阶段。我们预计2011-2013年主营业务收入分别为25.27、29.82、35.19亿元，对应的EPS分别为1.28、1.59、1.9元，目前市场价格为30.89元，对应PE分别为24.13、19.43、16.26倍。给予“推荐”投资评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2198	2527	2982	3519	货币资金	144	1446	1931	2521
营业成本	1284	1453	1700	2006	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	914	1074	1282	1513	应收账款	331	154	181	214
% 营业收入	41.6%	42.5%	43.0%	43.0%	存货	395	587	687	810
营业税金及附加	22	25	29	34	预付账款	353	29	33	39
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	2	0	0	0
销售费用	323	455	537	633	流动资产合计	1375	2235	2857	3612
% 营业收入	14.7%	18.0%	18.0%	18.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	157	106	125	148	持有至到期投资	363	363	363	363
% 营业收入	7.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	0	5	10	15
财务费用	-5	-3	-6	-8	投资性房地产	468	468	468	468
% 营业收入	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	237	253	270	287
资产减值损失	60	0	0	0	无形资产	20	19	19	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	12	15	15	15	递延所得税资产	91	0	0	0
营业利润	369	506	612	720	其他非流动资产	-119	-99	-79	-59
% 营业收入	16.8%	20.0%	20.5%	20.5%	资产总计	2436	3245	3908	4706
营业外收支	-8	-20	-10	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	339	486	602	720	应付款项	354	340	398	470
% 营业收入	15.4%	19.2%	20.2%	20.5%	预收账款	324	63	75	88
所得税费用	50	121	150	180	应付职工薪酬	36	36	42	49
净利润	289	364	451	540	应交税费	9	41	50	60
归属于母公司所有者					其他流动负债	47	736	863	1019
的净利润	283.2	361.8	448.3	536.4	流动负债合计	771	1216	1428	1685
少数股东损益	6	2	3	4	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.00	1.28	1.58	1.90	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	259	1334	520	627	负债合计	771	1216	1428	1685
取得投资收益	8	15	15	15	归属于母公司	1599	1961	2409	2945
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	66	68	71	75
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1665	2029	2480	3020
固定资产投资	-410	-45	-50	-55	负债及股东权益	2436	3245	3908	4706
其他	-159	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-569	-36	-40	-46		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.001	1.279	1.585	1.896
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.65	6.93	8.51	10.41
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	30.86	24.15	19.49	16.29
筹资成本	57	3	6	8	PEG	1.30	1.02	0.82	0.69
其他	-175	0	0	0	PB	5.47	4.46	3.63	2.97
筹资活动现金流净额	-119	3	6	8	EV/EBITDA	21.27	13.70	10.65	8.29
现金净流量	-429	1302	486	589	ROE	17.7%	18.5%	18.6%	18.2%

分析师介绍

雷玉，厦门大学企业管理专业毕业，从事纺织行业研究。曾在家纺企业工作三年多。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。