

服装 II
七匹狼 (002029.SZ) / 30.89 元

稳健增长估值有吸引力

事项

2010 年共实现营业收入 219,775.66 万元，利润总额 33,925.02 万元，净利润 28,315.69 万元，分别比上年增长 10.59%、30.79%、38.87%，每股收益为 1 元。计划每 10 股派发现金股利 2 元（含税）。

主要观点

1、盈利超预期

10 年年报 1.00 元，略高于业绩快报。公司毛利率和净利润分别为 41.60% 和 12.88%，为近年来的新高。我们认为主要是提价、直营店数量增加以及加强管理控制等密切相关，如营业费用同比增长仅为 6.72%，管理费用仅增长 7.73%。我们认为公司未来盈利仍有提升空间，主要是提价以及提升单店收入或者平效等要素。2010 年平效约为 1.2-1.3 万元，未来通过加强产品设计以及供应链管理来提升平效和单店收入。

2、红标依然独占鳌头

公司坚持一品牌多系列产品方向，主要分为红标、绿标、蓝标（SWJEANS）、童装（SWKIDS）、女装（SWLADIES）及圣沃斯（SEPEWOLVS）六大产品系列，未来还计划推出黑标。其中红绿标收入占比为 93.15%。

3、店铺扩张如期减速

2010 年公司店铺数量为 3525 家，同比增长 8.49%，增速较 09 年下滑 8.84 个百分点。其中直营店 388 家，同比增长 76.36%，加盟店 3137 家，同比增长 3.56%。加盟店增速放慢是公司整体店铺增速放慢的主要因素。我们认为直营店增速远高于加盟店增速可能与公司推进扁平化体系有关，子公司可能取代绩差的二级经销商而直接进入当地市场。从高速跑马圈地阶段发展到稳健经营内生增长阶段，我们认为公司未来的店铺增速可能维持在 10% 左右。

4、建议

考虑到 10 年相对成功的去库存提升经销商订货积极性，我们判断公司秋冬订货会增速在 30% 左右；终端有效库存的下降有利于公司 11 销售收入增长。根据实际情况，我们略微上调了 11-12 年 EPS，分别为 1.30 和 1.64 元。虽然外延式扩张带动销售收入增长驱动力下降，但内生增长的动力依然存在，未来的增长依然具有较大的确定性，目前 11 年估值大概为 23.76 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

店铺租金、人工等上涨。

证券分析师： 区志航

执业编号： S0850209050634

Tel： 0755-82828559

Email： ouzhihang@hczq.com

投资评级

投资评级： 强推
 评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	28555
流通 A 股/B 股(万股)	28289/0
资产负债率(%)	31.66
每股净资产(元)	5.65
市盈率(倍)	31.15
市净率(倍)	5.47
12 个月内最高/最低价	39.1/27.05

市场表现对比图(近 12 个月)

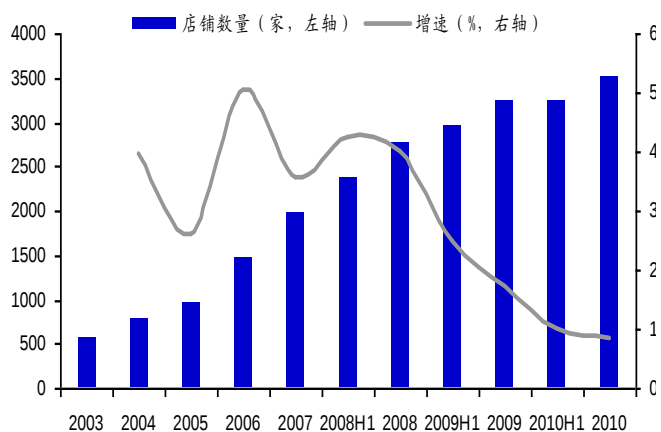


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

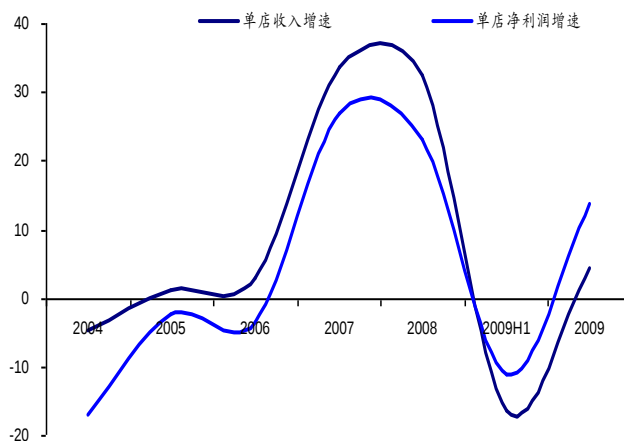
《关注内生性增长的男性休闲服品牌巨头》	2011-03-07
《业绩快报点评》	2011-01-30

图表 1 店铺数量及增速



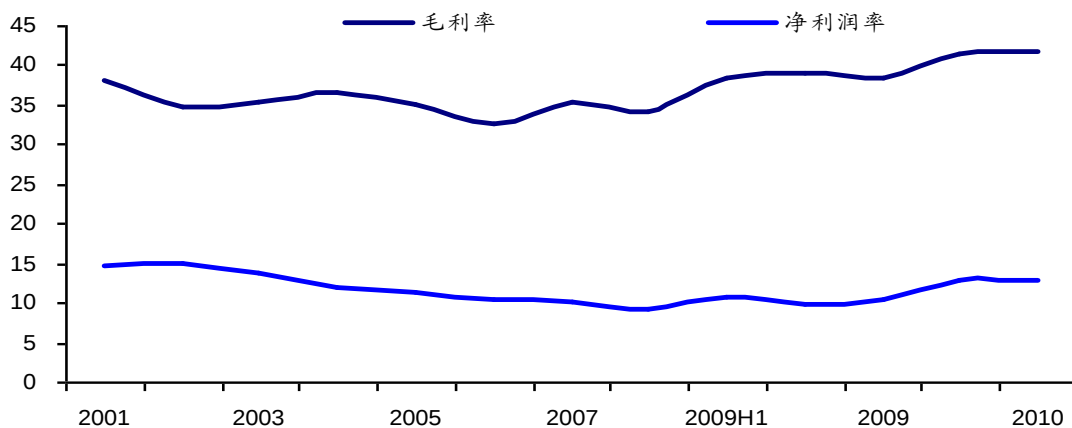
资料来源：华创证券

图表 2 单店收入和单店净利润



资料来源：华创证券

图表 3 盈利创新高 (%)



资料来源：华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1375	2138	2660	3346
现金	144	1241	1680	2310
应收账款	318	225	263	268
其它应收款	14	24	20	19
预付账款	353	193	231	259
存货	395	367	355	372
其他	152	89	111	117
非流动资产	1060	642	635	589
长期投资	0	2	1	1
固定资产	91	78	65	51
无形资产	20	21	21	20
其他	950	541	548	517
资产总计	2436	2780	3295	3935
流动负债	771	738	833	921
短期借款	0	17	22	13
应付账款	219	191	201	204
其他	552	530	610	704
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	771	738	833	921
少数股东权益	66	75	86	99
股本	283	283	283	283
资本公积金	558	558	558	558
留存收益	757	1126	1534	2073
归属母公司股东权益	1599	1967	2375	2915
负债和股东权益	2436	2780	3295	3935

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	259	855	658	793
净利润	289	377	476	620
折旧摊销	85	74	79	72
财务费用	-5	-3	3	4
投资损失	-12	-1	-1	-1
营运资金变动	-121	348	108	113
其它	23	59	-8	-14
投资活动现金流	-569	223	-164	-84
资本支出	410	0	0	0
长期投资	-167	-296	97	34
其他	-326	-74	-67	-49
筹资活动现金流	-119	19	-54	-80
短期借款	-50	17	6	-9
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-69	3	-60	-71
现金净增加额	-429	1097	440	629

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2198	2606	3124	3780
营业成本	1284	1498	1765	2098
营业税金及附加	22	26	31	38
营业费用	323	404	484	586
管理费用	157	198	250	302
财务费用	-5	-3	3	4
资产减值损失	82	30	20	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	1	1	1
营业利润	347	453	571	743
营业外收入	8	9	11	13
营业外支出	16	13	16	19
利润总额	339	449	567	738
所得税	50	72	91	118
净利润	289	377	476	620
少数股东损益	6	9	11	13
归属母公司净利润	283	368	465	606
EBITDA	428	525	654	819
EPS（元）	1.00	1.30	1.64	2.14

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	10.6%	18.6%	19.9%	21.0%
营业利润	34.6%	30.4%	26.1%	30.1%
归属母公司净利润	38.9%	30.0%	26.3%	30.4%
获利能力				
毛利率	41.6%	42.5%	43.5%	44.5%
净利率	12.9%	14.1%	14.9%	16.0%
ROE	17.7%	18.7%	19.6%	20.8%
ROIC	47.7%	230.5%	-779.8%	-247.3%
偿债能力				
资产负债率	31.7%	26.5%	25.3%	23.4%
净负债比率	0.00%	2.26%	2.67%	1.41%
流动比率	1.78	2.90	3.19	3.63
速动比率	1.27	2.38	2.74	3.22
营运能力				
总资产周转率	0.97	1.00	1.03	1.05
应收账款周转率	8	10	13	14
应付账款周转率	6.24	7.31	9.00	10.37
每股指标(元)				
每股收益	1.00	1.30	1.64	2.14
每股经营现金	0.92	3.02	2.33	2.80
每股净资产	5.65	6.95	8.40	10.30
估值比率				
P/E	30.86	23.73	18.79	14.41
P/B	5.47	4.44	3.68	3.00
EV/EBITDA	18	15	12	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801