



纺织服装业/可选消费品

七匹狼 (002029)

“零售”路线华丽转身奠定内生增长之美

——七匹狼 10 年报点评

张昂
021-38676434
zhangang@gtjas.com
S0880511010029

本报告导读：

七匹狼整顿渠道管理及库存取得良好效果，实现由外延增长向内生增长的成功转变，预计 11-13 年 EPS 分别为 1.24 元、1.53 元和 2.01 元，增持评级。

投资要点：

- 公司 10 年实现销售收入 21.97 亿元，同比增长 10.59%。利润总额 3.39 亿元，归属母公司净利润 2.83 亿元，分别同比增长 30.79% 与 38.87%。利润增速远远高于收入增速主要缘自毛利率提高以及在开设直营店时费用率的良好控制。
- 公司拟每 10 股税前派息 2 元，共计分派股利 5658 万元，分红率为 19.98%，按 4 月 8 日收盘价计算，股息率为 0.653%。
- 公司 10 年增速是 07 年以来的最低值，07-10 年每年的收入同比增速分别是 79.52%、88.56%、20.24% 和 10.59%。收入增速趋于平缓的主要原因在于：1、公司日益增长的收入规模和店铺数量使得可比基数迅速扩大，增速放缓是必然趋势。2、公司开始对经销商管理体系进行调整，围绕着“批发”转“零售”的战略目标，转变了以追求扩张加盟商和经销商数量的外延扩张方式，增长方式从外延转向内生。
- 2010 年底，公司共拥有终端网点 3,525 家，比 2009 年净增加 276 家，其中直营及联营终端 388 家，比 2009 年净增加 168 家，代理终端 3,137 家，比 2009 年净增 108 家。
- 公司 10 年毛利率为 41.60%，比 09 年上升了 3.25 个百分点。净利率为 13.15%，比 09 年增加了 2.22 个百分点，预计 11 年采购成本将有明显提高，对毛利率产生一定冲击。
- 预测 11 年 EPS 为 1.25 元，对应目前市盈率为 25 倍，基于公司内生增长的启动，估值处于较低水平，“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1987	2198	2747	3379	4224
(+/-)%	20%	11%	25%	23%	25%
经营利润 (EBIT)	244	330	416	511	673
(+/-)%	28%	35%	26%	23%	32%
净利润	204	283	350	432	568
(+/-)%	33%	39%	23%	24%	32%
每股净收益 (元)	0.72	1.00	1.24	1.53	2.01
每股股利 (元)					

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	12%	15%	15%	15%	16%
净资产收益率 (%)	15%	18%	20%	21%	27%
投入资本回报率 (%)	15%	17%	20%	21%	23%
EV/EBITDA	27	22	17	14	11
市盈率		31	25	20	15
股息率 (%)					

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：38.00

上次预测：36.00

当前价格：30.89

2011.04.14

交易数据

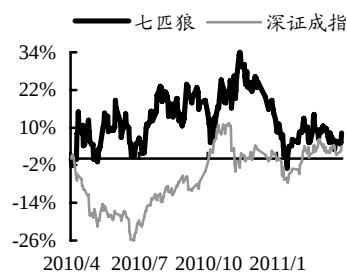
52 周内股价区间 (元)	26.60-39.10
总市值 (百万元)	8,739
总股本/流通 A 股 (百万股)	283/283
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	40

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,496
每股净资产	5.29
市净率	5.8
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.33	
Q2	0.1	
Q3	0.21	
Q4	0.36	
全年	1	1.24

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-5%	14%
相对指数	3%	-9%	10%

相关报告

《门店扩张速度放缓》	2010.08.18
《业绩增长将趋于平稳》	2010.04.18
《股权激励草案勾勒业绩增长轨迹》	2010.03.10
《需求回升与成本下降推动业绩增长》	2009.10.26
《高基数下仍保持稳定增长》	2009.08.20

模型更新时间: 2011.04.11

股票研究

可选消费品

纺织服装业

七匹狼 (002029)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **38.00**

上次预测: 36.00

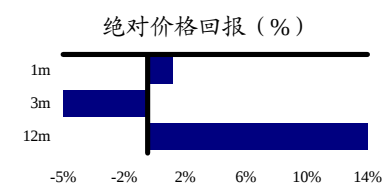
当前价格: 30.89

公司网址

www.septwolves.com

公司简介

公司主导服装开发、生产、销售,拥有“七匹狼”男装品牌,是以品牌经营为核心的上市公司,公司是以经营七匹狼品牌男休闲装的大型企业,是科技厅认定高新技术企业。拥有上海、香港、东京三个研发中心,世界上先进的电脑自动化生产设备,国际标准化、封闭式的工业园,是目前国内高级男休闲装的代表,在全国休闲服装行业中名列前茅,是全国休闲装协会副主任委员单位。公司现已成长为一个以服装为核心产业,经营涉及皮具、鞋业、商务礼品等多领域的综合性企业。



52 周价格范围

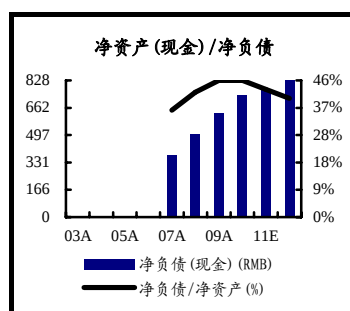
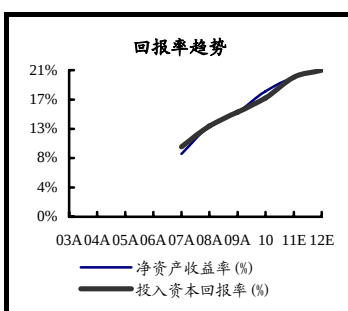
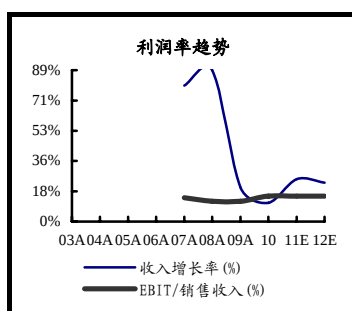
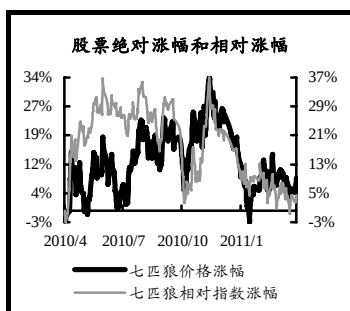
26.60-39.10

市值 (百万)

8,739

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	876	1653	1987	2198	2747	3379
主营业务成本	566	1092	1225	1284	1648	1994
税金及附加	3	9	18	22	15	19
主营业务利润	127	242	303	385	507	634
其他业务利润	55	104	146	198	264	317
营业费用	123	191	244	330	416	511
管理费用	0	0	0	0	0	0
EBIT	-1	0	1	12	5	5
财务费用	-1	-15	-13	-5	-3	-4
营业利润	122	206	258	347	424	521
所得税	22	38	42	50	63	77
少数股东损益	13	11	13	6	5	5
净利润	89	153	204	283	350	432
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金、短期投资	709	598	575	144	480	530
其他流动资产	470	650	810	1231	869	892
长期投资	2	2	2	0	3	3
固定资产合计	144	122	92	104	175	220
无形资产及其他资产	130	394	604	957	690	740
资产合计	1455	1766	2084	2436	2550	2890
流动负债	383	522	652	771	770	820
长期负债	0	0	0	0	0	0
股东权益	1038	1197	1372	1599	1780	2070
投入资本(IC)	1038	1197	1372	1599	1780	2070
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
NOPLAT	101	155	204	271	357	430
折旧与摊销	29	72	120	85	123	130
流动资金增量	72	83	84	185	234	300
资本支出	(35)	(22)	(30)	11	71	45
自由现金流	241	184	(49)	256	331	414
经营现金流	207	174	0	259	360	390
投资现金流	(122)	(283)	0	(569)	(150)	(150)
融资现金流	534	(13)	0	(119)	(33)	(35)
现金流净增加额	619	(121)	0	(429)	177	205
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
成长性						
收入增长率	80%	89%	20%	11%	25%	23%
EBIT 增长率	80%	55%	28%	35%	26%	23%
净利润增长率	77%	72%	33%	39%	23%	24%
利润率						
毛利率	35%	34%	38%	42%	40%	41%
EBIT 率	14%	12%	12%	15%	15%	15%
净利率	12%	10%	11%	13%	13%	13%
收益率						
净资产收益率(ROE)	9%	13%	15%	18%	20%	21%
总资产收益率(ROA)	7%	9%	10%	12%	14%	15%
投入资本回报率(ROIC)	10%	13%	15%	17%	20%	21%
运营能力						
存货周转天数	196	135	90	97	92	90
应收账款周转天数	19	25	45	46	36	29
总资产周转天数	606	390	383	376	370	350
净利润现金含量						
资本支出/收入	-0.04	-0.01	-0.02	0.01	0.02	0.02
偿债能力						
资产负债率	26%	30%	31%	32%	30%	28%
净负债率	36%	42%	46%	46%	43%	40%
估值比率						
PE	110	64	48	31	25	20
PB	9.11	7.85	6.82	5.21	6.26	5.49
P/S	62.09	36.95	27.05	22.38	16.60	13.96
EV/EBITDA	11.15	5.91	4.92	3.94	3.16	2.57
股息率	0%	1%	1%	1%	0%	0%



1. 净利润增速远超收入增速，达到 38.87%

1.1. 收入增速下降缘于由“批发”向“零售”渠道改革带来的外延扩张不足

七匹狼 10 年实现销售收入 21.97 亿元，同比增长 10.59%。利润总额 3.39 亿元，归属母公司净利润 2.83 亿元，分别同比增长 30.79%与 38.87%。利润增速远远高于收入增速主要缘自毛利率提高以及在开设直营店时费用率的良好控制。公司拟每 10 股税前派息 2 元，共计分派股利 5658 万元，分红率为 19.98%，按 4 月 8 日收盘价计算，股息率为 0.653%。

收入方面，公司 10 年增速是 07 年以来的最低值，07-10 年每年的收入同比增速分别是 79.52%、88.56%、20.24%和 10.59%。我们认为，公司收入增速趋于平缓的主要原因在于：1、公司日益增长的收入规模和店铺数量使得可比基数迅速扩大，增速放缓是必然趋势。2、2010 年是公司销售战略转型的关键时期，公司开始对经销商管理体系进行调整，围绕着“批发”转“零售”的战略目标，转变了以追求扩张加盟商和经销商数量的外延扩张方式，把注意力转移到理顺渠道关系，消除渠道内存货，对销售终端进行精细化管理的内延增长方式上来。

图 1：公司历年收入规模及增速

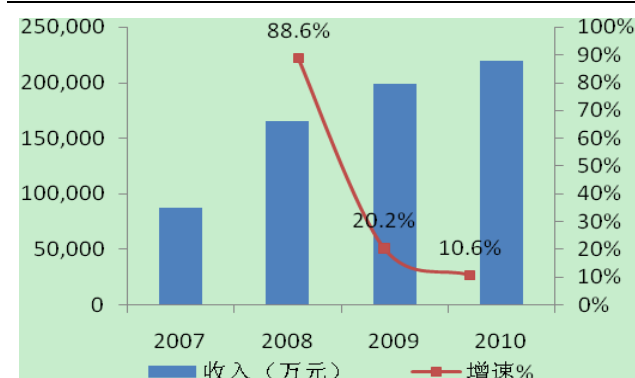
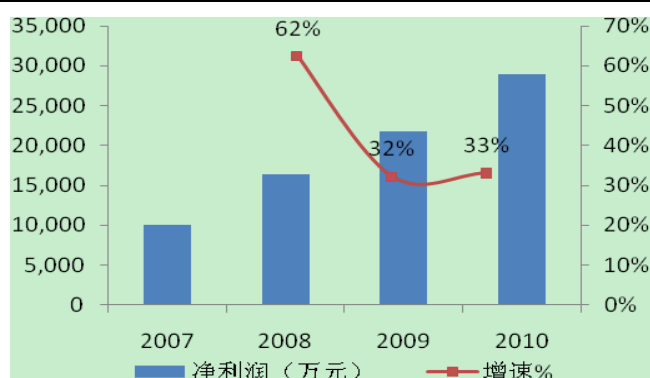


图 2：公司历年利润规模及增速



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

公司的战略转型主要从两方面着手：一是理顺代理商与经销商关系，在不改变一级代理商与二级经销商整体格局的前提下，加强对经销商的管理和服务。包括管理下沉，授信下沉，和帮助经销商实行“以旧换新”消化部分库存等措施。二是加强直营体系建设，努力扩大直营收入占比。

从新开店铺数量方面可以印证公司转型的决心。10 年新增店铺数量比 09 年减少了 204 家，但直营店铺增长加速，新增店铺数量比 09 年多出 46 家。

如表 1 所示，09 年底，公司终端网点数量 3249 家，比 08 年净增加 480 家，其中直营及联营终端 220 家，比 08 年净增加 122 家，代理终端 3029 家，比 08 年净增加 358 家。2010 年底，公司共拥有终端网点 3,525 家，比 2009 年净增加 276 家，其中直营及联营终端 388 家，比 2009 年净增加 168 家，代理终端 3,137 家，比 2009 年净增 108 家。

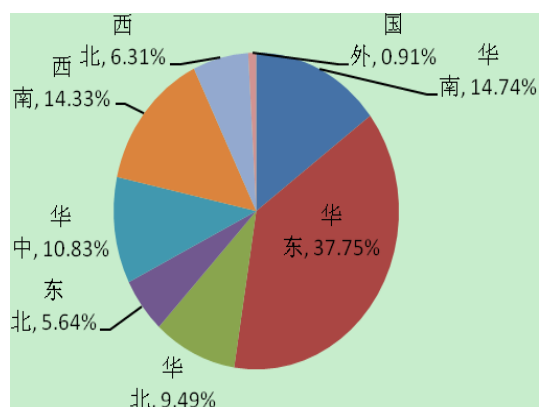
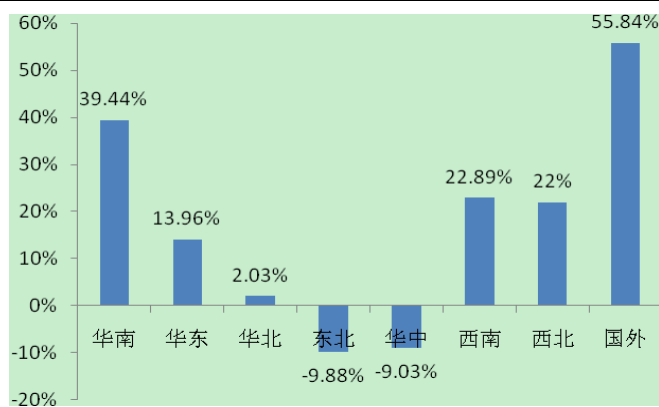
表 1: 公司 09 年与 10 年终端店铺数量

	直营店						加盟店					
	普通店		旗舰店		生活馆		普通店		旗舰店		生活馆	
	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
华 北	17	6	3	2	-	-	380	403	36	37	3	4
华 东	205	142	33	27	4	5	810	794	47	62	4	4
华 中	29	9	4	1	-	-	371	381	54	51	2	2
东 北	-	-	-	-	-	-	236	223	27	23	4	5
西 南	-	-	-	-	-	-	408	383	53	46	4	4
华 南	60	16	3	3	-	-	450	408	47	36	2	2
西 北	26	7	2	-	2	2	160	136	37	23	2	2
总计	337	180	45	33	6	7	2,815	2,728	301	278	21	23

数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

从产品系列来看,公司偏重商务休闲的红标、绿标产品仍然是主力产品,占总收入的 93.15%、蓝标和其他产品分别占比 5.37%和 1.48%。

在区域收入结构上,公司前三大销售区域分别是华东区、华南区和西南区,占比分别为 37.75%、14.74%与 14.33%。且这三大优势地区的增速也较其他地区高出许多,10 年销售收入增速分别达到 13.96%、39.44%和 22.89%。表明公司继续推行强化巩固优势市场的战略并未改变。

图 3: 公司收入地域分布

图 4: 公司各区域收入增速值


数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

1.2. 毛利率大幅提高至 41.60%，增加 3.25 个百分点

公司 10 年毛利率为 41.60%，比 09 年上升了 3.25 个百分点。净利率为 13.15%，比 09 年增加了 2.22 个百分点。公司自 08 年以来呈现了毛利率和净利率均持续稳定上涨的良好局面，盈利能力不断提高。

毛利率提高的主要原因是：

- 虽然市场上原材料价格上涨明显，但公司提前订货模式及通过转移定价转嫁成本，2010 年商品采购成本受到影响不大。公司 2010 年春季产品的订货时间为 09 年 9 月，采购成本较去年同期有所降

- 低。2010 年秋冬季产品订货会时间在 3 月份，受到 10 年原材料价格上涨影响，采购成本较去年同期有所上升，全年平均产品单位采购金额较去年同期略有增长。受益下游通胀带来的全行业零售价格上涨，可以完全转嫁成本上涨的因素。
- 公司精细化管理带来终端店铺平效上升。按总收入/总门店数量计算，公司 10 年单店销售额为 62.32 万元，09 年单店销售额为 61.16 万元。且公司 10 年新开店绝大多数集中于下半年，受制于营业时间较短和店铺成熟度低，平均单店收入较低，因此我们推测已有店铺的平效得到了较大增长。

就精细化管理方面，公司采取的主要措施有：将管理及服务重心从代理商下沉到经销商，建立经销商评级体系，与代理商及其下属经销商签署三方协议，保证公司对终端的相关支持确实落实到终端店铺。将授信对象从代理商下沉到经销商，协助经销商从银行获取信贷，保证终端店铺可以获得相应的资金支持。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。

在公司大力发展直营门店，并且把分公司客户经理落实到经销商网点支持的背景下，仍然实现了销售费用率和管理费用率的良好控制，分别是 14.69% 和 7.16%，比 09 年略有下降。

图 5：公司历年毛利率与净利率

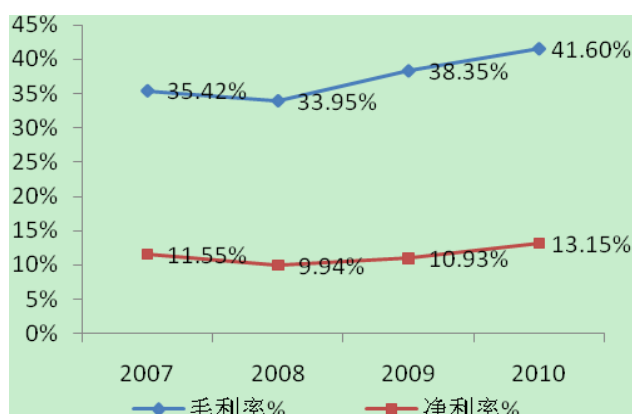
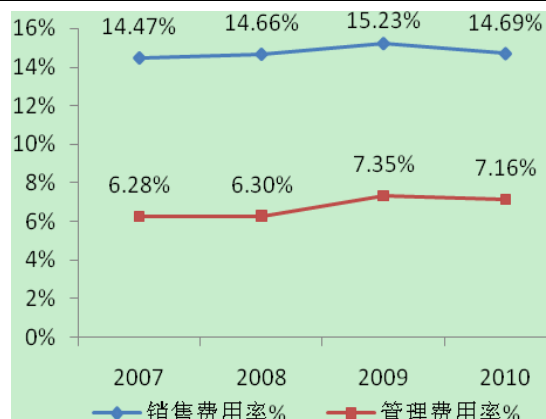


图 6：公司历年销售费用率与管理费用率



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

1.3. 财务分析

公司毛利率、净利率与 EBIT 率均呈现自 2008 年以来良好的上涨趋势，10 年销售费用率、管理费用率下降，账面资金充足，财务费用仍为负值。利润率的上涨及费用率的下降得益于公司精细化管理与内生式增长模式渐入佳境，以及在 10 年原材料价格上涨剧烈的环境中良好的成本控制能力和品牌影响力提升带来的转嫁能力。

公司的资产负债率长期以来均处于比较低的水平，10 年资产负债率为 26.31%，比 09 年有所下降，流动比率与速动比率大幅提高，偿债能力良好。

存货周转率为 3.68，较 09 年有所上升，主要是公司整顿营销渠道消化

了部分库存。应收账款周转率为 7.8，比 09 年有所下降，我们认为与公司加大直营店建设力度，增加直营渠道备货相关。

表 2: 公司历年财务指标

		2007	2008	2009	2010
盈利指标	毛利率	35.42%	33.95%	38.35%	41.60%
	净利率	11.55%	9.94%	10.93%	13.15%
	EBIT 率	14.02%	11.54%	12.27%	15.03%
费用指标	销售费用率	14.47%	14.66%	15.23%	14.69%
	管理费用率	6.28%	6.30%	7.35%	7.16%
	财务费用率	-0.09%	-0.91%	-0.68%	-0.21%
	期间费用率	20.66%	20.05%	21.89%	21.64%
偿债指标	资产负债率	29.54%	31.28%	31.66%	26.31%
	流动比率	2.39	2.12	1.78	3.08
	速动比率	1.61	1.61	1.27	2.28
营运指标	存货周转率	2.46	3.09	3.47	3.68
	应收账款周转率	23.54	21.19	11.14	7.80
	总资产周转率	0.86	1.03	1.03	0.97

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

1.4. 盈利预测与估值

我们认为，公司在加强对加盟体系代理商与经销商服务，提高内生性增长能力方面初见成效，目前的经营结果高于公司 09 年作出股权激励方案时的预期，是公司由“批发”向“零售”成功转型的良好预兆。由于公司 10 年新开门店多集中于下半年，因此对 11 年的业绩贡献较大。相应上调 11-13 年的收入增长预期。

同时由于原材料价格仍居于高位，公司 11 年春夏装订货会于 10 年 9 月份召开，秋冬装订货会于 11 年 3 月召开，相应原材料成本上涨导致采购价格上扬将在公司 2011 年产品中集中体现。相应对公司的毛利率会有一定的冲击。

预测 11 年 EPS 为 1.24 元，对应目前市盈率为 25 倍，基于公司内生增长的启动，估值处于较低水平，“增持”评级。

表 3: 七匹狼利润表预测

指标/年度	万元	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入		87648	165269	198722	219776	274720	337905	422381
营业成本		56607	109163	122513	128358	164832	199364	249205
毛利润		31041	56106	76209	91418	109888	138541	173176
营业税金及附加		325	936	1754	2153	1511	1858	2323
销售费用		12680	24230	30258	32292	38461	50686	63357
管理费用		5509	10419	14601	15730	19780	26357	31679
财务费用		(77)	(1507)	(1350)	(470)	(275)	(439)	(338)
资产减值损失		236	1455	5216	8212	8500	8500	8500
投资收益		(131)	13	79	1234	500	500	500

营业利润	12237	20585	25808	34734	42411	52080	68155
营业外收入	315	211	637	761	800	800	800
营业外支出	216	549	507	1570	1500	1500	1500
利润总额	12336	20247	25938	33925	41711	51380	67455
所得税	2216	3820	4220	5015	6257	7707	10118
净利润	10120	16428	21718	28910	35454	43673	57337
少数股东损益	1251	1128	1327	594	500	500	500
母公司所有者净利润	8870	15300	20390	28316	34954	43173	56837
营业税金率 %	0.37%	0.57%	0.88%	0.98%	0.55%	0.55%	0.55%
毛利率 %	35.42%	33.95%	38.35%	41.60%	40.00%	41.00%	41.00%
销售费用率 %	14.47%	14.66%	15.23%	14.69%	14.00%	15.00%	15.00%
管理费用率 %	6.28%	6.30%	7.35%	7.16%	7.20%	7.80%	7.50%
财务费用率 %	-0.09%	-0.91%	-0.68%	-0.21%	-0.10%	-0.13%	-0.08%
所得税占利润总额 %	17.96%	18.87%	16.27%	14.78%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益/营业利润%	10.22%	5.48%	5.14%	1.71%	1.00%	1.00%	1.00%
总股本 (万股)	28290	28290	28290	28290	28290	28290	28290
每股收益	0.31	0.54	0.72	1.00	1.24	1.53	2.01

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

作者简介:**张昂:**

S0880511010029

021-38676434

zhangang@gtjas.com

魏贞珍（贡献作者）:

S0880110100160

010-59312720

weizhenzhen008740@gtjas.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		