

强烈推荐-A (维持)

七匹狼 002029.SZ

目标估值: 40.70-44.64 元

当前股价: 34.60 元

2011年7月12日

基础数据

上证综指	2755
总股本(万股)	28555
已上市流通股(万股)	28289
总市值(亿元)	99
流通市值(亿元)	98
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	18.3
资产负债率	29.7%
主要股东	福建七匹狼集团公司
主要股东持股比例	40.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	9	16
相对表现	1	9	-1



相关报告

- 1、《七匹狼—持续拓展、勇于改进的狼族代表》2009/12/24
- 2、《七匹狼—净利润增长略超预期内生性增长效果显著》2011/1/31
- 3、《七匹狼—加强精耕细作确保业绩持续的快速增长》2010/4/11
- 4、《七匹狼—提前发货使得收入增长加速 全年盈利能力有保证》2011/4/21

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

中报业绩超预期增长 提振市场信心

公司公布了业绩预告修正公告, 11年上半年净利润同比涨幅由15%-30%上调至35%-45%。业绩调整幅度超出市场预期主要得益于公司在品牌建设、渠道规划、营销整合及供应链管理等方面精细化程度的提升, 有效地推动了销售增长, 并使费用得到了良好的控制, 且贷款的及时收回减少了坏账准备计提额度。处于消费升级前端的商务休闲行业是我们认为具备单店质量提升空间的行业, 而公司具备较强的全局布控能力, 单店质量提升具备改进空间。我们一直强调未来随着加盟渠道整合的持续推进, 以及直营占比逐步提升, 公司的利润释放能力是比较良好的, 目前估值24倍, 建议积极关注。

- **中期业绩超预期增长。**公司公布11年上半年业绩预告修正公告, 预计归属母公司净利润有望达到1.67-1.79亿元, 同比增长区间由15%-30%上调至35%-45%, 上调幅度明显超于市场预期。我们认为公司盈利能力大幅提升主要是公司在品牌建设、渠道拓展及营销宣传等方面精细化水平的提升, 有效拉动销售增长, 且有效地对费用形成了良好的控制。同时, 公司贷款的及时收回减少了坏账计提准备。
- **业绩的持续稳定增长, 减轻了市场对5月销售放缓的担忧。**5月份公司部分加盟区域由于受天气等因素影响, 门店销售量同比下滑, 曾一度引起市场的过度担忧, 但对此我们始终强调5月数据掺杂因素过多, 且更多是合理化的正常回归。整体而言, 5、6月份公司加盟及直营体系的实际销售整体较为正常, 此次中报业绩的超预期增长有利于提振市场对公司的信心。
- **商务休闲行业是我们认为具备单店质量提升空间的行业, 公司的利润释放能力良好。**面临经营环境的变革, 单店效率的提升将是消费升级前端企业持续增长的动力。借鉴我们《服饰品牌研究第七卷》的研究逻辑, 在面临经营环境变革及商务休闲装行业单纯外延扩张日益饱和的问题, 处于消费升级前端的企业唯有通过建立有控制力的渠道模式, 以及靠单店管理、供应链管理和品牌运营的综合力量提高单店的质量, 实现内涵式增长两个方面提高单店质量的综合力量提高单店质量, 实现内涵式增长。

财务数据与估值

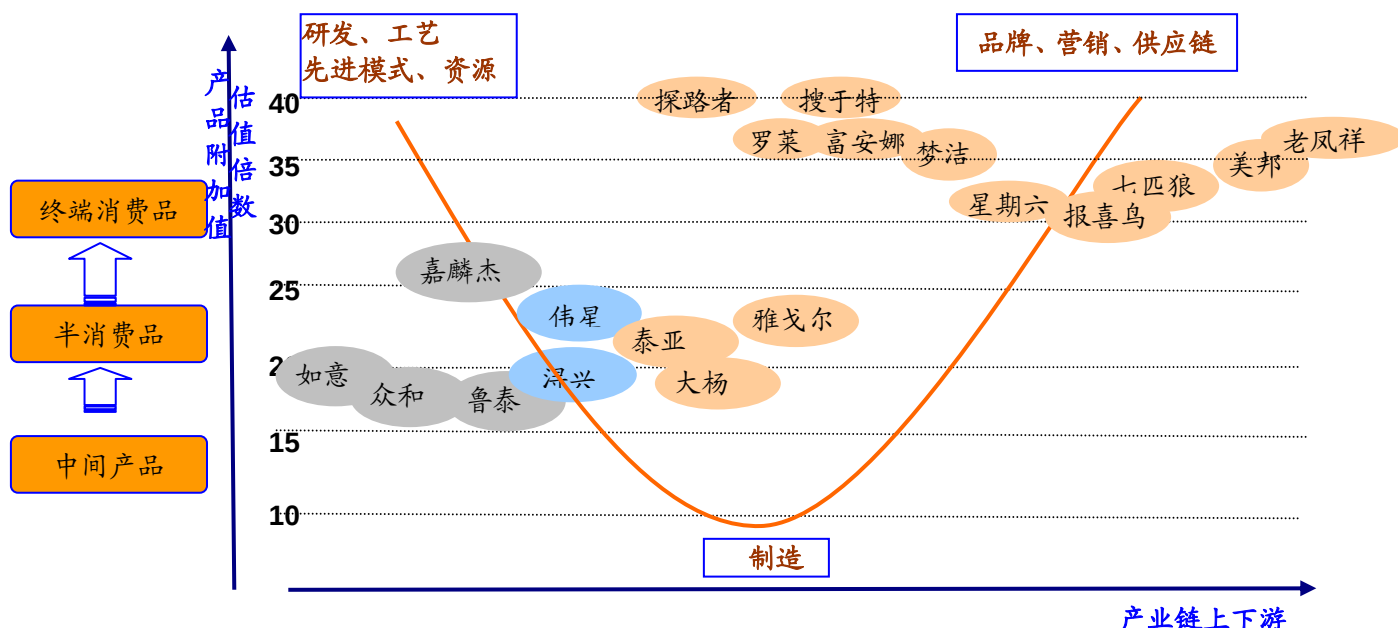
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1987	2198	2653	3196	3876
同比增长	20%	11%	21%	20%	21%
营业利润(百万元)	258	347	513	662	843
同比增长	25%	35%	48%	29%	27%
净利润(百万元)	204	283	384	505	616
同比增长	33%	39%	36%	32%	22%
每股收益(元)	0.72	1.00	1.36	1.79	2.18
PE	46.3	33.4	24.6	18.7	15.3
PB	6.9	5.9	5.0	4.0	3.2

资料来源: 招商证券

而公司近年来的发展历程正稳扣“提升单店质量”的逻辑，强化了精细化管理、渠道扁平化整合及信息化系统的完善度，有效的实现了自我控制，虽然渠道整合是个逐步的过程，但公司具备提升单店质量的改善空间。我们一直强调未来随着加盟渠道整合的持续推进，以及直营占比逐步提升，公司的利润释放能力是比较良好的。

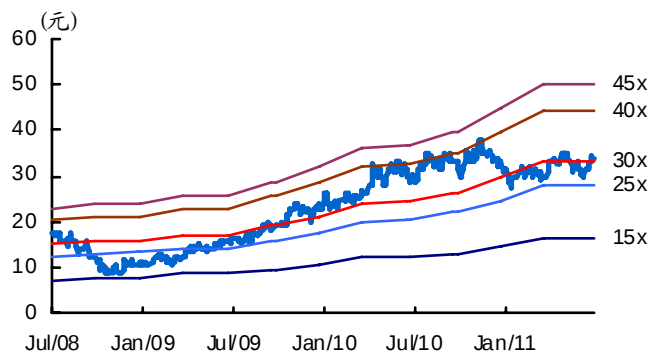
- **盈利预测与投资评级：**对于消费升级前端的行业，我们推荐渠道结构利于长期发展或具有改进可能，且具备单店提升管理能力的公司。鉴于公司具备较强的全局布控能力，未来单店质量提升具备改进空间，且随着代理高端国际品牌吸取经验、单一品牌多系列推进等的进展，公司可能逐步打开新的发展空间。结合中报行情，我们上调公司的盈利预测，预计11-13年的EPS分别由1.34、1.74和2.16元/股上调至1.36、1.79和2.18元/股，目前的估值为11年24倍。估值仍处于历史较低水平，且未来业绩增长较为确定，维持“强烈推荐”的评级，建议积极关注。半年目标价至少可以11年30倍估值，目标价格中枢为40.70元，一年目标价至少可以12年25倍估值，目标价格为44.64元。
- **风险提示：**1) 上游原材料价格持续上涨，打压盈利能力的风险；2) 成本压力推升售价提升，抑制消费需求的风险；3) 扁平化改革与直营体系建设低于预期的风险。

图 1：V 式估值法（根据 11 年 EPS）



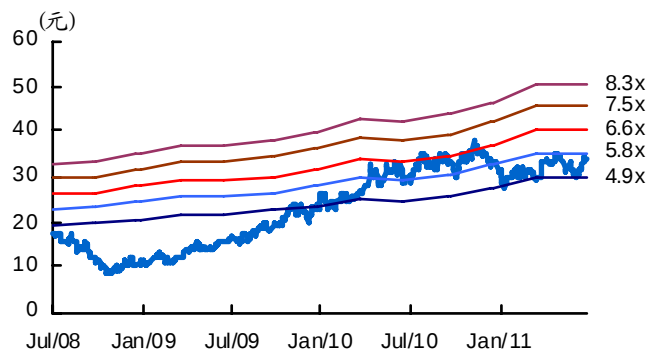
资料来源：招商证券

图 2: 七匹狼历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

图 3: 七匹狼历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

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。

3、《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

4、《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

5、《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。

6、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

7、《七匹狼—渠道策略灵活 毛利持续提升》2010/8/18

8、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归纳出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

9、《七匹狼—毛利持续提升与费用控制得力保证利润快速增长》2010/10/24

10、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

11、《七匹狼—净利润增长略超预期 内生性增长效果显著》2011/1/31

12、《七匹狼—加强精耕细作确保业绩持续的快速增长》2010/4/11

13、《七匹狼—提前发货使得收入增长加速 全年盈利能力有保证》2011/4/21

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1385	1375	2536	3038	3753
现金	575	144	1336	1604	2031
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	57	150	5	6	8
应收款项	245	318	131	158	192
其它应收款	0	14	16	19	23
存货	302	395	845	1008	1209
其他	206	355	203	242	291
非流动资产	699	1060	234	258	279
长期股权投资	2	0	2	2	2
固定资产	87	91	122	150	175
无形资产	22	20	18	16	14
其他	587	950	92	89	87
资产总计	2084	2436	2770	3295	4032
流动负债	652	771	774	829	992
短期借款	50	0	10	10	10
应付账款	193	219	77	92	110
预收账款	245	324	540	552	661
其他	164	228	147	175	210
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	652	771	774	829	992
股本	283	283	283	283	283
资本公积金	558	559	559	559	559
留存收益	531	757	1064	1519	2073
少数股东权益	60	66	90	106	125
母公司所有者权益	1372	1599	1906	2360	2915
负债及权益合计	2084	2436	2770	3295	4032

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	259	540	360	529
净利润	204	283	384	505	616
折旧摊销	0	0	18	21	23
财务费用	0	0	(2)	(4)	(5)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	35	(180)	(127)
其它	97	(24)	105	18	21
投资活动现金流	(343)	(569)	717	(45)	(45)
资本支出	0	0	(45)	(45)	(45)
其他投资	(343)	(569)	762	0	0
筹资活动现金流	21	(119)	(65)	(47)	(57)
借款变动	0	0	10	0	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	(77)	(51)	(62)
其他	21	(119)	2	4	5
现金净增加额	(21)	(429)	1191	268	427

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1987	2198	2653	3196	3876
营业成本	1225	1284	1541	1838	2205
营业税金及附加	18	22	27	29	35
营业费用	303	323	382	447	527
管理费用	146	157	191	224	271
财务费用	(13)	(5)	(2)	(4)	(5)
资产减值损失	52	82	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	12	0	0	0
营业利润	258	347	513	662	843
营业外收入	6	8	7	6	4
营业外支出	5	16	10	1	0
利润总额	259	339	510	668	847
所得税	42	50	102	147	212
净利润	217	289	408	521	635
少数股东损益	13	6	24	16	19
母公司所有者净利润	204	283	384	505	616
EPS (元)	0.72	1.00	1.36	1.79	2.18

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20%	11%	21%	20%	21%
营业利润	25%	35%	48%	29%	27%
净利润	33%	39%	36%	32%	22%
获利能力					
毛利率	38.3%	41.6%	41.9%	42.5%	43.1%
净利率	10.3%	12.9%	14.5%	15.8%	15.9%
ROE	14.9%	17.7%	20.1%	21.4%	21.1%
ROIC	13.8%	17.5%	20.4%	20.7%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	31.3%	31.7%	27.9%	25.1%	24.6%
净负债比率	2.4%	0.0%	0.4%	0.3%	0.2%
流动比率	2.1	1.8	3.3	3.7	3.8
速动比率	1.7	1.3	2.2	2.4	2.6
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.5	3.7	2.5	2.0	2.0
应收帐款周转率	11.1	7.8	11.8	22.1	22.2
应付帐款周转率	6.9	6.2	10.4	21.8	21.8
每股资料(元)					
每股收益	0.72	1.00	1.36	1.79	2.18
每股经营现金	1.06	0.92	1.91	1.27	1.87
每股净资产	4.85	5.65	6.74	8.34	10.30
每股股利	0.20	0.20	0.27	0.18	0.22
估值比率					
PE	46.3	33.4	24.6	18.7	15.3
PB	6.9	5.9	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	18.7	13.6	9.8	7.6	6.0

分析师承诺

负责本研究报告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。

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，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 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”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依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队图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。