

七匹狼 (002029.SZ) 纺织和服装

上半年业绩增 41%，下半年发力“渠道整合”

公司研究简报

◆ 上半年收入增 22%、净利润增 41%

上半年营业收入同比增 22.64% 达 11.94 亿元；按产品看，西服、衬衫、裙子销售增长较快，红绿黑标贡献主营业务收入约 90%；按地区看，东北地区表现出色；按月份看，1-4 月销售良好，5 月放缓，6 月中旬以后开始恢复。

归属上市公司股东净利润 1.75 亿元，同比增 41.29%；净利润增速超过收入增速，一是受益销售费用率下降；二是收款力度加大，大部分账期较长的应收款在本期收回，资产减值损失同比下降 142.06%；三是投资收益同比增 151%，银行理财产品投资取得较多投资收益。摊薄后 EPS0.62 元。

◆ 毛利率和销售费用率下降，管理费用率上升

毛利率同比降 1.27 个百分点至 40.05%，主要由于提价未能完全覆盖成本上涨导致。销售费用率降 0.99 个百分点到 13.16%；管理费用率升 1.67 个百分点到 8.46%，主要因为：（1）人员编制增加，市场薪酬水平提高，人力成本同比大幅增长；（2）公司加大产品研发投入，研究开发费大幅增长；（3）公司实行股票期权激励计划，较上年同期计提了较多的股票期权费；（4）公司规模扩大，租赁费、差旅费、招聘费等日常管理费用均有一定幅度的增加。

此外，存货控制良好，仅增加 4.04% 至 4.11 亿；公司预收款较上年末下降 41.59%，主要因公司为缓解经销商资金压力，推迟 11 年秋冬品订金收取。

◆ 上半年渠道扩张直营为主，下半年发力“渠道整合”，提升内部管理

上半年，终端网点净增 51 家达 3,576 家，净增的全为直营店（直营达 439 家）。终端物业价格高企构成行业最大压力，同时各家公司对终端资源的抢夺加剧了价格上涨，公司采取以下措施应对：（1）由于加盟渠道贡献 70% 以上的主营业务收入，公司决定加大市场支持力度，解决经销商最需要的资金问题，保证营销及扶持政策的有效贯彻；依托之前对库存的有效消化，贯彻年初确立的“管理及服务下沉”，将服务从代理商下沉到经销商；返点直接确认，授予授信额度；着力终端店铺的整改（涉及终端装修、店员服务、产品陈设、促销政策等）。（2）创新合作模式，推进公司直营体系建设。（3）上半年，网络销售同比增 400% 达 3,200 万元。下半年，集合库存销售、新品销售以及网络专属产品销售的全新网销售平台将正式上线，将对未来利润增长做出积极贡献。

公司 2011 年以来推行了多项内部管理改革：（1）强化“商品企划”，指导产品订货，引导品牌营销，从 2011 秋冬订货会来看，商品企划对订货指导进一步加强，产品设计命中率的提高将促进终端平效的提升。（2）品牌宣传上，继续“时尚生活俱乐部”、“名士堂项目”、“大型公关活动”的主轴，扩大公关活动影响。（如通过时装周发布会于中国时装周上精彩亮相、赞助第八届英才生活方式活动，众企业家们穿上七匹狼男装展示 T 台秀）。

◆ 稳健中有亮点，维持“买入”评级

公司认为下半年可能面临趋暖的消费环境，将在保持稳健增长的同时实现公司“批发”转“零售”，完善渠道、提高对加盟商补助激发其扩张动力、11 年新增门店有望适度提速；此外，革新品牌宣传策略、推进商品企划为龙头的内部经营模式改进、大力发展终端营销带动店铺平效、尝试供应链上下游整合；收购杭州肯纳代理国际知名品牌，有望增加未来新的盈利增长点。我们认为以上对策将渐渐产生正面效果。预计公司未来整体运营策略将更加积极，不排除再融资的可能性。

春夏订货会金额增 20%、秋冬订货会金额预计增 30% 以上提供安全边际，公司预测前三季度净利润增长 30-50%，我们预计 11-13 年 EPS 为 1.35、1.76、2.25 元，维持“买入”评级。

买入（维持）

当前价/目标价：37.85/43.5 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_vjs@ebsecn.com

联系人

谢宁铃

021-22169127

xienl@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.83

总市值(亿元)：107.08

一年最低/最高(元)：27.49/39.20

近 3 月换手率：20.72%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.33	15.56	10.77
绝对	9.39	8.27	12.86

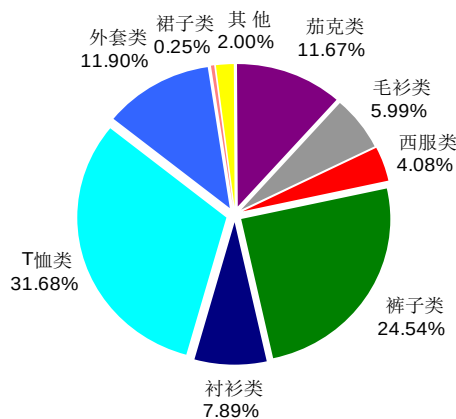
相关研报

- 一季度净利润增长 36% 2011-04-23
- 10 年业绩符合预期，苦练内功促增长 2011-04-10
- 季报点评：毛利率提升，稳步推进内生增长 2010-10-23

业绩预测和估值指标

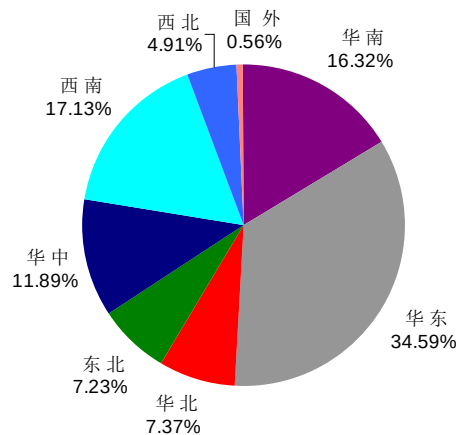
指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,987	2,198	2,782	3,249	3,790
营业收入增长率	20.24%	10.59%	26.59%	16.77%	16.68%
净利润 (百万元)	204	283	383	497	636
净利润增长率	33.27%	38.87%	35.21%	29.86%	27.97%
EPS (元)	0.72	1.00	1.35	1.76	2.25
P/E	53	38	28	22	17

图表 1 收入产品构成图



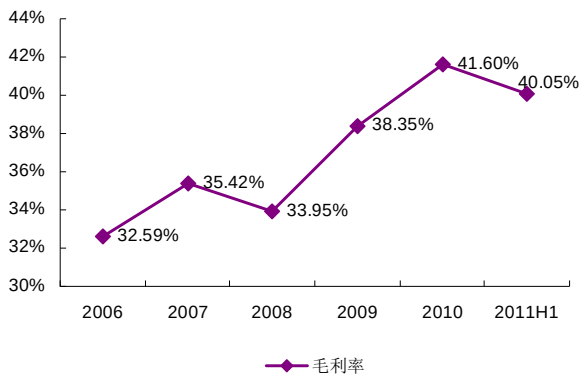
资料来源：光大证券研究所

图表 2 收入地区构成图



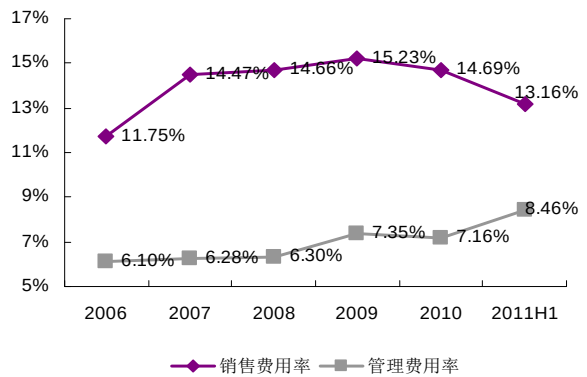
资料来源：光大证券研究所

图表 3 毛利率变化图



资料来源：光大证券研究所

图表 4 销售费用率和管理费用率变化图



资料来源：光大证券研究所

图表 5 分产品“主营业务”收入增长、毛利率变化

分产品	主营业务收入	主营业务利润率 (%)	收入同比+/- (%)	主营业务利润率同比+/- (%)
茄克类	12,678.81	45.05	12.93	减少 0.31 个百分点
毛衫类	6,502.10	45.09	18.79	增加 0.95 个百分点
西服类	4,432.07	44.15	36.25	增加 1.34 个百分点
裤子类	26,652.27	36.53	20.72	减少 2.99 个百分点
衬衫类	8,574.17	41.29	34.64	减少 3.74 个百分点
T恤类	34,414.82	44.96	13.34	增加 0.45 个百分点

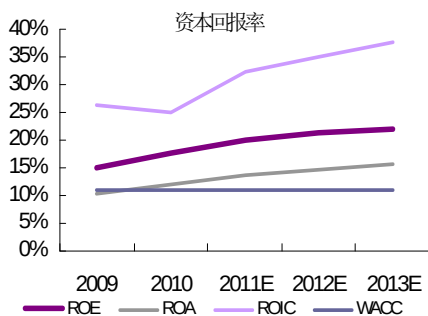
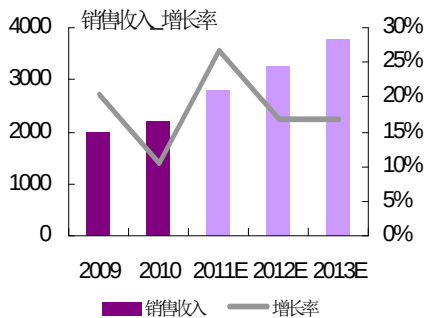
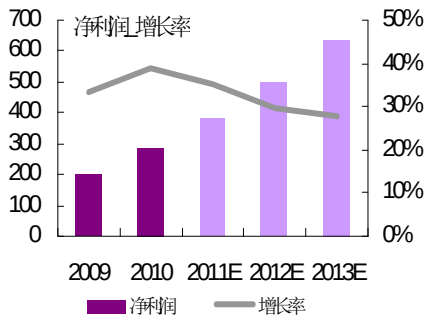
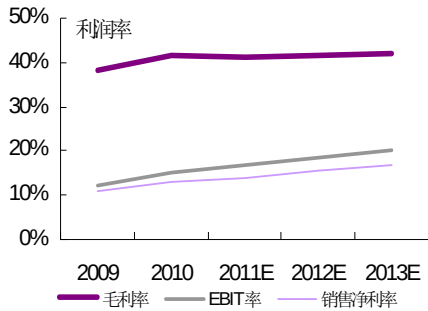
外套类	12,929.15	42.22	11.81	增加 1.89 个百分点
裙子类	267.43	27.58	101.35	减少 1.85 个百分点
其他类	2,170.24	33.45	32.56	增加 5.41 个百分点
合计	108,621.06	41.99	17.94	减少 0.54 个百分

资料来源：光大证券研究所

图表 6 分地区“主营业务”收入增长、毛利率变化

分地区	本期数	较上年同期增减	占收入比重 (%)
华 南	17,730.71	16.41	16.32
华 东	37,570.79	22.44	34.59
华 北	8,004.52	0.11	7.37
东 北	7,853.55	34.86	7.23
华 中	12,918.60	16.9	11.89
西 南	18,602.98	22.73	17.13
西 北	5,331.43	-4.62	4.91
国 外	608.47	8.22	0.56
合 计	108,621.05	17.94	100

资料来源：公司年报，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,987	2,198	2,782	3,249	3,790
营业成本	1,225	1,284	1,632	1,891	2,191
折旧和摊销	120	85	16	21	26
营业税费	18	22	27	32	37
销售费用	303	323	408	465	531
管理费用	146	157	200	231	260
财务费用	-13	-5	0	-5	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	12	1	1	1
营业利润	258	347	467	611	772
利润总额	259	339	467	613	782
少数股东损益	13	6	7	7	7
归属母公司净利润	203.90	283.16	382.85	497.16	636.23

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,084	2,436	2,858	3,422	4,120
流动资产	1,385	1,375	2,034	2,543	3,210
货币资金	575	144	751	1,049	1,450
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	245	318	354	414	483
应收票据	57	150	139	162	190
其他应收款	22	14	20	23	27
存货	302	395	439	512	617
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	189	363	200	200	200
长期投资	2	0	0	0	0
固定资产	87	91	135	176	197
无形资产	22	20	19	18	17
总负债	652	771	860	998	1,154
无息负债	602	771	860	998	1,154
有息负债	50	0	0	0	0
股东权益	1,432	1,665	1,998	2,424	2,967
股本	283	283	283	283	283
公积金	605	652	691	741	806
未分配利润	484	664	951	1,320	1,791
少数股东权益	60	66	73	80	87

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	259	502	441	543
净利润	204	283	383	497	636
折旧摊销	120	85	16	21	26
净营运资金增加	147	294	79	167	219
其他	-170	-404	24	-245	-338
投资活动产生现金流	-343	-569	161	-70	-50
净资本支出	157	410	70	70	50
长期投资变化	2	0	0	0	0
其他资产变化	-502	-979	91	-140	-100
融资活动现金流	21	-119	-56	-73	-93
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	50	-50	0	0	0
无息负债变化	80	169	89	138	156
净现金流	-21	-429	607	298	401

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	20.24%	10.59%	26.59%	16.77%	16.68%
净利润增长率	33.27%	38.87%	35.21%	29.86%	27.97%
EBITDA 增长率	38.78%	14.15%	16.11%	29.96%	25.92%
EBIT 增长率	27.87%	35.49%	41.11%	29.93%	26.10%
盈利能力 (%)					
毛利率	38.35%	41.60%	41.35%	41.80%	42.20%
EBITDA 率	18.31%	18.90%	17.34%	19.29%	20.82%
EBIT 率	12.27%	15.03%	16.75%	18.64%	20.15%
税前净利润率	13.05%	15.44%	16.78%	18.86%	20.62%
税后净利润率 (归属母公	10.26%	12.88%	13.76%	15.30%	16.79%
ROA	10.42%	11.87%	13.64%	14.73%	15.61%
ROE (归属母公司) (摊	14.86%	17.71%	19.89%	21.21%	22.09%
经营性 ROIC	26.28%	24.92%	32.36%	34.99%	37.53%
偿债能力					
流动比率	2.12	1.78	2.36	2.55	2.78
速动比率	1.66	1.27	1.85	2.04	2.25
归属母公司权益/有息债务	27.44	-	-	-	-
有形资产/有息债务	40.10	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.72	1.00	1.35	1.76	2.25
每股红利	0.20	0.20	0.28	0.36	0.45
每股经营现金流	1.06	0.92	1.78	1.56	1.92
每股自由现金流(FCFF)	0.24	-0.98	1.08	1.09	1.39
每股净资产	4.85	5.65	6.80	8.29	10.18
每股销售收入	7.02	7.77	9.83	11.48	13.40

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

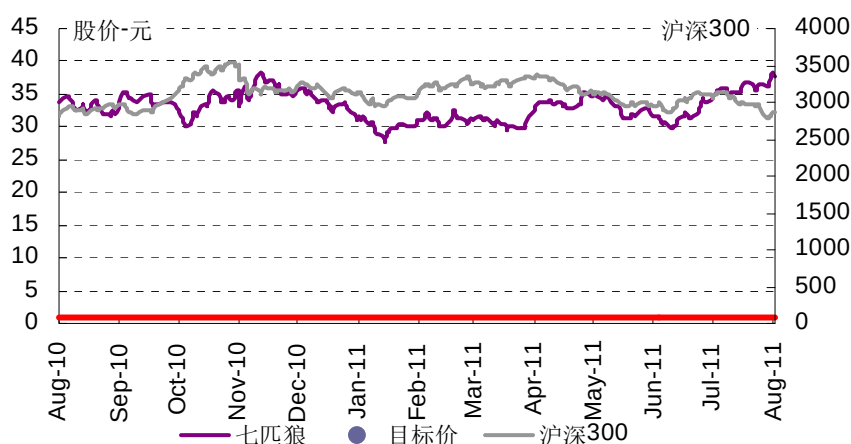
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李捷，东华大学博士，光大证券消费品研究部总经理，纺织服装首席分析师。2001 年进入证券行业，2006、2007 连续两年获得纺织服装新财富最佳分析师第 3 名，2008 年起任职国泰基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券研究所。

投资建议历史表现图

七匹狼 (002029)



日期	股价	目标价	评级
2010-10-23	32.52	39.45	买入
2011-04-10	32.52	39.45	买入
2011-04-23	33.30	39.45	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com