

七匹狼 (002029.SZ) 纺织和服装

销售、管理费用率降促利润大幅增长

公司研究简报

◆ 三季报收入增 33%、净利润增 60%，超出预期

三季报营业收入同比增 33.08% 达 21 亿元，因 2011 年入秋提前、秋冬发货较上年提早。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，第三季度单季收入增速达 49.90%。

三季报归属上市公司股东净利润 2.89 亿元，同比增 59.82%，超出市场预期，反映了男士休闲装市场继续保持景气；净利润增速超过收入增速，主要受益于销售、管理费用率下降。摊薄后 EPS1.02 元。

◆ 毛利率持平，销售、管理费用率下降

毛利率同比持平，均为 40.96%，相比中报毛利率下降 1.27 个百分点。2012 年受益于终端价格维持高位而成本下降，公司整体毛利率有望提升。

销售费用率降 1.36 个百分点到 12.20%。管理费用率降 0.02 个百分点到 7.45%。

财务费用同比增 211%，由于公司将未到期的票据及信用证进行贴现，支付了较多的贴现息。存货较上年度期末增长 78.43%，因公司 2011 秋冬订货会提前，冬季商品入库待发较多，且直营规模相应增加。

◆ 加大市场支持力度，门店扩张有望加速

公司积极实行“批发”转“零售”，提高对加盟商补助激发其扩张动力，解决经销商最需要的资金问题，保证营销政策的有效贯彻。受益于此，11 年新增门店有望适度提速（上半年终端网点已净增 51 家达 3,576 家）。

从报表上看，三季报应收账款较上年度期末增长 43.73%，主要因销售增长带来应收账款增加，同时为应对宏观环境，公司给经销商提供了一定的信用额度；其他流动资产较上年度期末大幅增长，也是公司为支持经销商资金需要，采用委托贷款的形式通过银行将部分自有资金借贷给符合条件的经销商使用，贷款期限 1 年以内。

◆ 提升内部管理，上调盈利预测，维持“买入”评级

9 月公司公告完成了 ERP 系统升级项目建设（投资额 5,608 万），搭建起了公司统一的零售与批发业务管理平台，并建立了集成的七匹狼资源协同平台。通过强化垂直一体化管理，提高了管控能力。

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；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；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），带动店铺平效提升；尝试供应链上下游整合等；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。

公司预测 11 年全年净利润增长 30-50%，我们上调 11-13 年 EPS 为 1.40、1.85、2.39 元（原 1.35、1.76、2.25 元），目标价 42-47.6 元，维持“买入”评级。

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	2,931	3,466	4,084
营业收入增长率	20.24%	10.59%	33.38%	18.24%	17.83%
净利润（百万元）	204	283	397	523	677
净利润增长率	33.27%	38.87%	40.17%	31.75%	29.48%
EPS（元）	0.72	1.00	1.40	1.85	2.39
P/E	51	36	26	20	15

买入（维持）

当前价/目标价：36.49/42-47.6 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

谢宁铃

021-22169127

xienl@ebsecn.com

市场数据

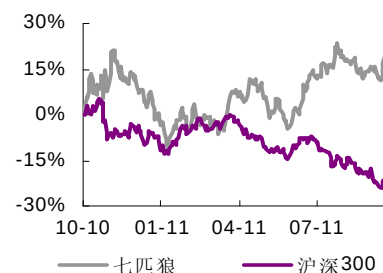
总股本(亿股)：2.83

总市值(亿元)：103.23

一年最低/最高(元)：27.49/39.39

近 3 月换手率：16.04%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.10	21.45	38.69
绝对	1.48	3.19	12.92

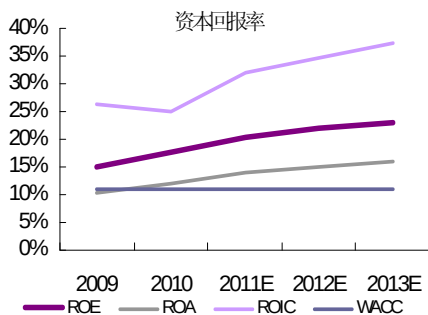
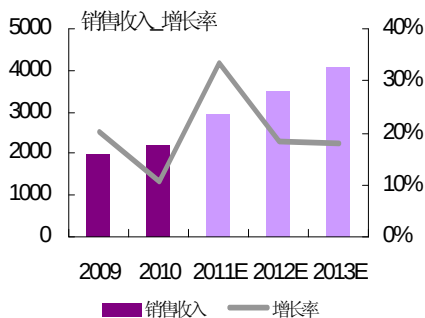
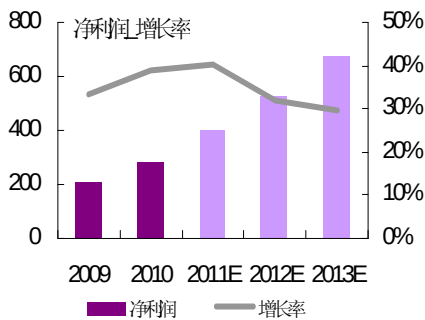
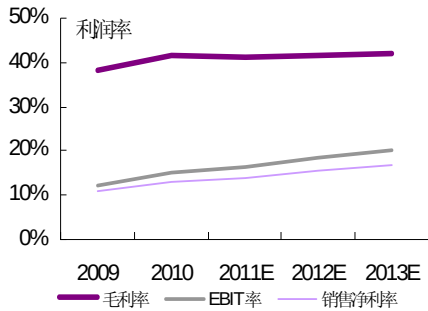
相关研报

上半年业绩增 41%，下半年发力“渠道整合”
.....2011-08-13

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

三季报点评：毛利率提升，稳步推进内生增长
.....2010-10-23



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,987	2,198	2,931	3,466	4,084
营业成本	1,225	1,284	1,719	2,017	2,361
折旧和摊销	120	85	16	21	26
营业税费	18	22	29	34	40
销售费用	303	323	429	496	572
管理费用	146	157	217	253	286
财务费用	-13	-5	0	-4	-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	486	644	824
利润总额	259	339	486	646	834
少数股东损益	13	6	9	9	9
归属母公司净利润	203.90	283.16	396.89	522.92	677.06

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,084	2,436	2,918	3,527	4,284
流动资产	1,385	1,375	2,094	2,648	3,374
货币资金	575	144	735	1,043	1,465
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	245	318	373	442	520
应收票据	57	150	147	173	204
其他应收款	22	14	21	25	29
存货	302	395	470	556	676
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	904	1,062	1,240
无息负债	602	771	904	1,062	1,240
有息负债	50	0	0	0	0
股东权益	1,432	1,665	2,014	2,465	3,044
股本	283	283	283	283	283
公积金	605	652	693	746	814
未分配利润	484	664	964	1,352	1,854
少数股东权益	60	66	75	84	93

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	259	487	455	571
净利润	204	283	397	523	677
折旧摊销	120	85	16	21	26
净营运资金增加	147	294	141	195	251
其他	-170	-404	-67	-285	-382
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	-77	-99
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	133	158	178
净现金流	-21	-429	591	308	422

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%	33.38%	18.24%	17.83%
净利润增长率	33.27%	38.87%	40.17%	31.75%	29.48%
EBITDA 增长率	38.78%	14.15%	20.79%	31.74%	27.35%
EBIT 增长率	27.87%	35.49%	47.01%	31.78%	27.56%
估值指标					
PE	51	36	26	20	15
PB	8	6	5	4	3
EV/EBITDA	27	24	19	14	11
EV/EBIT	40	30	20	15	11
EV/NOPLAT	48	35	24	18	14
EV/Sales	5	5	3	3	2
EV/IC	13	9	8	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	38.35%	41.60%	41.35%	41.80%	42.20%
EBITDA 率	18.31%	18.90%	17.12%	19.07%	20.61%
EBIT 率	12.27%	15.03%	16.57%	18.46%	19.99%
税前净利润率	13.05%	15.44%	16.58%	18.65%	20.41%
税后净利润率 (归属母公	10.26%	12.88%	13.54%	15.09%	16.58%
ROA	10.42%	11.87%	13.91%	15.08%	16.01%
ROE (归属母公司) (摊	14.86%	17.71%	20.47%	21.96%	22.94%
经营性 ROIC	26.28%	24.92%	32.06%	34.77%	37.41%
偿债能力					
流动比率	2.12	1.78	2.32	2.49	2.72
速动比率	1.66	1.27	1.80	1.97	2.18
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	1.40	1.85	2.39
每股红利	0.20	0.20	0.29	0.38	0.49
每股经营现金流	1.06	0.92	1.72	1.61	2.02
每股自由现金流(FCFF)	0.24	-0.98	0.93	1.09	1.44
每股净资产	4.85	5.65	6.85	8.42	10.43
每股销售收入	7.02	7.77	10.36	12.25	14.44

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

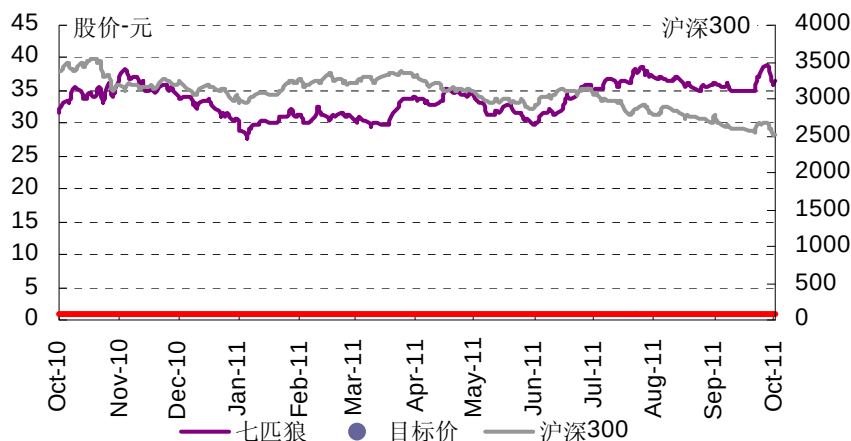
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，光大证券消费品研究部总经理，纺织服装首席分析师。拥有近 10 年从业经验，2006、2007 年《新财富》纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，研究实力获得业内广泛认可。

投资建议历史表现图

七匹狼（002029）



日期	股价	目标价	评级
2010-07-30	32.22	0.00	增持
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
2011-08-13	37.85	43.50	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	黄鹏华	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