

七匹狼：定增促渠道结构优化

七匹狼非公开增发点评

报告关键点：

- 定增促渠道结构优化
- 明年有望实现量价齐升
- 维持“增持-A”投资评级，上调12个月目标价至47元

报告摘要：

- 公司公布非公开增发预案：七匹狼于2011年11月7日发布非公开增发股票预案，拟发行不超过5300万股，募集资金总额不超过18亿元，用于营销网络优化项目，发行底价确定为34.27元/股；预计定增将摊薄业绩15%左右。
- 定增促渠道结构优化：公司此次增发将用于在全国新开1200家店铺，其中新开直营店360家，新开加盟店840家；新开旗舰店200家，新开专卖店1000家；计划购买旗舰店和专卖店40家和50家。募投项目建成后，公司直营店和大面积店铺占比均有提升，有助于公司提升终端渠道的管控能力，从渠道上加快推进公司从“批发”向“零售”转型。
- 明年有望实现量价齐升：在产品结构提升背景下，明年产品提价仍将持续；募投项目建设将从明年开始加快渠道扩张，销量增长加速，明年公司有望实现量价齐升。
- 维持“增持-A”投资评级，上调12个月目标价至47元：终端销售量回暖让我们对公司秋冬装销售持乐观态度，持续的提价能力和募投项目支持下，明年公司有望实现量价齐升，我们维持2011年EPS（摊薄前）为1.37元，上调2012-2013年EPS（摊薄前）分别至1.91元和2.56元，维持“增持-A”投资评级，上调12个月目标价至47元。
- 风险提示：若今年秋冬装销售情况欠佳，将有可能影响2012年秋冬订货额，进而使得明年全年业绩低于预期。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

47.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 36.00 元

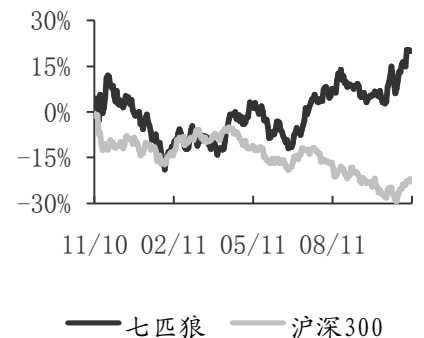
现价（2011 年 11 月 07 日）： 40.70 元

报告日期：

2011-11-08

总市值(百万元)	11,514.03
流通市值(百万元)	11,513.72
总股本(百万股)	282.90
流通股本(百万股)	282.89
12 个月最低/最高	27.49/42.00 元
十大流通股东(%)	69.35%
股东户数	3,791

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.99	14.28	42.83
绝对收益	15.99	12.22	19.94

 赵梅玲
 021-68765110
 执业证书编号

 行业分析师
 zhaoml@essence.com.cn
 S1450511020032

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,987.2	2,197.8	2,833.5	3,580.5	4,628.4
Growth(%)	20.2%	10.6%	28.9%	26.4%	29.3%
净利润	203.9	283.2	388.4	540.1	723.2
Growth(%)	33.3%	38.9%	37.2%	39.1%	33.9%
毛利率(%)	38.3%	41.6%	41.3%	42.1%	42.8%
净利润率(%)	10.3%	12.9%	13.7%	15.1%	15.6%
每股收益(元)	0.72	1.00	1.37	1.91	2.56
每股净资产(元)	5.06	5.88	6.98	14.86	16.89
市盈率	56.5	40.7	29.6	21.3	15.9
市净率	8.0	6.9	5.8	2.7	2.4
净资产收益率(%)	15.2%	17.4%	20.7%	13.5%	15.9%
ROIC(%)	71.2%	86.0%	61.0%	53.6%	49.6%
EV/EBITDA	37.8	27.9	20.9	12.6	9.4
股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%

前期研究成果

七匹狼：渠道整合，业绩靓丽	2010-08-20
七匹狼：新股权激励偏稳健	2010-03-10
七匹狼：三季度销售好于预期	2009-10-26

1. 定增促渠道结构优化

1.1. 定增方案公布

七匹狼于 2011 年 11 月 7 日发布非公开增发股票预案，拟发行不超过 5300 万股，募集资金总额不超过 18 亿元，用于营销网络优化项目，发行底价确定为 34.27 元/股。

表 1: 公司募投项目表

项目名称	投资总额(万元)	使用募集资金投资金额(万元)
营销网络优化项目	206,614	180,000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 募投项目促渠道结构优化

公司此次增发，主要用于营销网络优化。具体来说，公司将投入 20.66 亿元在全国新开 1200 家店铺，其中新开直营店 360 家，新开加盟店 840 家；新开旗舰店 200 家，新开专卖店 1000 家；计划购买旗舰店和专卖店 40 家和 50 家。项目建设期为 30 个月。

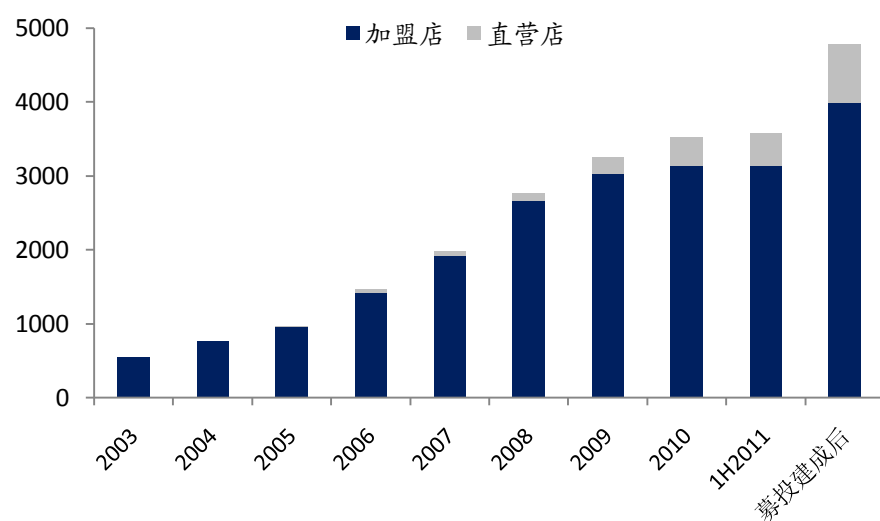
表 2: 募投项目开店计划表

店铺类型	直营	加盟	合计	其中：购买店铺
旗舰店	60	140	200	40
专卖店	300	700	1000	50
合计	360	840	1200	90

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

募投项目建设有助于改善渠道结构。截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有直营店和加盟店分别为 439 家和 3137 家，占店铺总数的比重分别 12.28%和 87.72%；若募投项目建成后，直营店占比将提升 4.45 个百分点至 16.73%，直营占比提升有助于增强公司对渠道的管控能力。例外，募投项目的建设也将提高大面积店铺，特别是旗舰店数量占比将小幅提升 1.19 个百分点至 11.23%，有助于终端店铺形象提升，从渠道上加快公司从“批发”向“零售”转型。

图 1: 公司店铺情况图



数据来源：公司历年年报，安信证券研究中心

表 3: 募投前后渠道结构对比-1

渠道结构	2011 年 6 月 30 日		募投建成后		占比变化
	店数 (家)	占比	店数 (家)	占比	
直营店	439	12.28%	799	16.73%	4.45%
加盟店	3137	87.72%	3977	83.27%	-4.45%
店铺总计	3576	100.00%	4776	100.00%	-

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 4: 募投前后渠道结构对比-2

渠道结构	2011 年 6 月 30 日		募投建成后		占比变化
	店数 (家)	占比	店数 (家)	占比	
生活馆	28	0.78%	28	0.56%	-0.22%
旗舰店	359	10.04%	559	11.23%	1.19%
专卖店	3189	89.18%	4389	88.20%	-0.97%
店铺总计	3576	100.00%	4976	100.00%	-

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 预计定增摊薄业绩 15%左右

我们对未来增发价格做合理假设, 预计本次非公开增发对公司股本和业绩的摊薄在 15% 左右。

表 5: 增发股本摊薄假设

项目	假设 1	假设 2	假设 3
增发价格 (元)	34.27	36	40
募集资金 (亿元)	18	18	18
增发股份 (万元)	5252.41	5000	4500
增发后总股本 (亿股)	3.36	3.33	3.28
股本扩张	18.56%	17.67%	15.90%

数据来源: 安信证券研究中心

表 6: 增发业绩摊薄假设

项目		2011E	2012E	2013E	2014E
增发前	未摊薄 EPS (元)	1.37	1.91	2.56	3.20
	对应 PE (倍)	29.66	21.33	15.93	12.71
增发价=34.27 元	摊薄后 EPS (元)	1.16	1.61	2.16	2.70
增发价=36 元	摊薄后 EPS (元)	1.17	1.62	2.17	2.72
增发价=40 元	摊薄后 EPS (元)	1.18	1.65	2.20	2.76

数据来源: 安信证券研究中心

3. 明年有望实现量价齐升

我们预计明年公司产品提价仍将持续, 募投项目提速渠道扩张, 销量增长提速, 有望实现量价齐升。

3.1. 提价持续

今年终端产品的提价幅度在 15%-20%左右, 是同店快速增长的主要原因, 量的增长相对缓慢。从 2012 年春夏订货会反馈看, 明年在产品结构提升带动下, 平均销售单价依然能保持 10%-15%的增速。

3.2. 渠道扩张提速, 销量增长加速:

从 2010 年 10 月份开始，随着秋冬销售旺季的到来，终端销售量开始出现正增长，而 2012 年春夏订货会预计销量增长在 10%-15% 左右水平。在募投项目支持下，公司渠道扩张将提速，这将有助于 2012 年秋冬装订货量的持续提升。

4. 维持“增持-A”投资评级，上调 12 个月目标价至 47 元

终端销售量回暖让我们对公司秋冬装销售持乐观态度，持续的提价能力和募投项目支持下，明年公司有望实现量价齐升，我们维持 2011 年 EPS（摊薄前）为 1.37 元，上调 2012-2013 年 EPS（摊薄前）分别至 1.91 元和 2.56 元，维持“增持-A”投资评级，上调 12 个月目标价至 47 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-11-8		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,987.2	2,197.8	2,833.5	3,580.5	4,628.4	成长性					
减: 营业成本	1,225.1	1,283.6	1,663.1	2,074.5	2,647.0	营业收入增长率	20.2%	10.6%	28.9%	26.4%	29.3%
营业税费	17.5	21.5	28.3	35.8	46.3	营业利润增长率	25.4%	34.6%	44.3%	40.2%	33.6%
销售费用	302.6	322.9	396.7	501.3	648.0	净利润增长率	33.3%	38.9%	37.2%	39.1%	33.9%
管理费用	146.0	157.3	212.5	268.5	347.1	EBITDA 增长率	28.2%	36.9%	34.5%	38.4%	35.6%
财务费用	-13.5	-4.7	2.2	-17.4	-16.5	EBIT 增长率	28.2%	40.1%	46.9%	36.1%	34.6%
资产减值损失	52.2	82.1	39.4	22.9	25.7	NOPLAT 增长率	36.5%	39.6%	44.4%	35.0%	34.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.5%	103.6%	53.6%	45.8%	39.3%
投资和汇兑收益	0.8	12.3	10.0	8.0	8.0	净资产增长率	15.1%	16.2%	18.5%	113.0%	13.7%
营业利润	258.1	347.3	501.2	702.8	938.9	利润率					
加: 营业外净收支	1.3	-8.1	1.0	-1.0	1.0	毛利率	38.3%	41.6%	41.3%	42.1%	42.8%
利润总额	259.4	339.3	502.2	701.8	939.9	营业利润率	13.0%	15.8%	17.7%	19.6%	20.3%
减: 所得税	42.2	50.2	93.4	133.3	178.6	净利润率	10.3%	12.9%	13.7%	15.1%	15.6%
净利润	203.9	283.2	388.4	540.1	723.2	EBITDA/营业收入	13.9%	17.3%	18.0%	19.7%	20.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.3%	15.6%	17.8%	19.1%	19.9%
货币资金	575.2	144.0	511.3	2,208.2	2,214.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	19	15	12	21	32
应收账款	267.8	331.4	371.7	469.7	607.1	流动营业资本周转天数	27	52	83	99	102
应收票据	56.7	150.0	194.1	245.2	317.0	流动资产周转天数	238	226	220	319	357
预付账款	147.0	353.1	519.4	726.8	991.5	应收账款周转天数	34	50	47	44	44
存货	301.7	395.3	492.1	605.9	801.4	存货周转天数	69	68	70	68	65
其他流动资产	36.7	1.6	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	349	370	348	428	460
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	56	82	108	128	140
持有至到期投资	189.0	362.9	200.0	200.0	200.0	投资回报率					
长期股权投资	2.5	-	-	-	-	ROE	15.2%	17.4%	20.7%	13.5%	15.9%
投资性房地产	336.2	468.0	560.0	600.0	650.0	ROA	10.4%	11.9%	13.4%	10.4%	11.9%
固定资产	87.4	90.9	102.9	309.1	502.8	ROIC	71.2%	86.0%	61.0%	53.6%	49.6%
在建工程	4.8	12.7	4.5	6.9	7.4	费用率					
无形资产	21.8	19.6	18.4	17.3	16.2	销售费用率	15.2%	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%
其他非流动资产	57.5	106.5	70.2	70.2	70.2	管理费用率	7.3%	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%
资产总额	2,084.1	2,435.9	3,044.6	5,459.4	6,377.9	财务费用率	-0.7%	-0.2%	0.1%	-0.5%	-0.4%
短期债务	50.0	-	120.0	41.0	30.0	三费/营业收入	21.9%	21.6%	21.6%	21.0%	21.1%
应付账款	234.3	266.2	337.2	420.6	536.7	偿债能力					
应付票据	68.8	135.5	182.3	227.3	290.1	资产负债率	31.3%	31.7%	35.2%	23.0%	25.1%
其他流动负债	298.8	369.5	481.9	617.9	793.8	负债权益比	45.5%	46.3%	54.3%	29.9%	33.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.12	1.78	1.95	3.39	3.08
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.59	1.16	1.38	2.80	2.49
负债总额	651.9	771.2	1,071.3	1,256.8	1,600.5	利息保障倍数	-18.12	-72.97	225.30	-39.30	-55.75
少数股东权益	60.0	66.0	83.3	107.5	139.9	分红指标					
股本	282.9	282.9	282.9	282.9	282.9	DPS(元)	0.10	0.20	0.27	0.38	0.51
留存收益	1,089.2	1,315.8	1,607.1	3,812.2	4,354.6	分红比率	13.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,432.2	1,664.7	1,973.3	4,202.6	4,777.3	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	217.2	289.1	388.4	540.1	723.2	EPS(元)	0.72	1.00	1.37	1.91	2.56
加: 折旧和摊销	120.1	85.1	7.1	21.5	36.1	BVPS(元)	5.06	5.88	6.98	14.86	16.89
资产减值准备	48.3	60.4	39.4	22.9	25.7	PE(X)	56.5	40.7	29.6	21.3	15.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.0	6.9	5.8	2.7	2.4
财务费用	0.0	1.4	0.0	2.2	-17.4	P/FCF	55.0	-105.2	77.9	-961.5	95.5
投资收益	-0.8	-12.3	-10.0	-8.0	-8.0	P/S	5.8	5.2	4.1	3.2	2.5
少数股东损益	13.3	5.9	20.4	28.4	38.1	EV/EBITDA	37.8	27.9	20.9	12.6	9.4
营运资金的变动	-89.9	-169.7	-114.3	-226.7	-338.4	CAGR(%)	37.8%	38.1%	32.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	301.0	259.1	333.4	360.9	460.0	PEG	1.5	1.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-343.1	-568.9	158.3	-223.1	-223.1	ROIC/WACC	7.2	8.6	6.1	5.4	5.0
融资活动产生现金流量	21.2	-118.8	40.1	1,630.4	-139.1	REP	4.4	1.8	1.7	1.1	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

赵梅玲声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034