

强烈推荐-A (维持)

七匹狼 002029.SZ

目标估值: 43.97-48.86 元

当前股价: 40.70 元

2011年11月8日

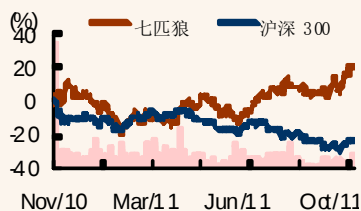
渠道整合持续强化 夯实长期发展根基

基础数据

上证综指	2510
总股本(万股)	28290
已上市流通股(万股)	28289
总市值(亿元)	115
流通市值(亿元)	115
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	21.2
资产负债率	36.8%
主要股东	福建七匹狼集团有限
主要股东持股比例	40.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	24	21
相对表现	9	36	42



相关报告

- 1、《七匹狼—中报业绩超预期增长 提振市场信心》2011/7/12
- 2、《七匹狼—“零售策略”稳步推进 经营保持稳健较快速的增长》2011/8/15
- 3、《七匹狼—终端销售旺盛,以及发货提前,推动业绩再超预期》2011/10/16
- 4、《七匹狼—零售经验提升与提前发货 推动收入和利润增长双提速》2011/10/23

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

研究助理

孙好

0755-83295441
sunyu2@cmschina.com.cn

近年来随着商业地租不断高企,品牌商的开店运营成本骤增,这在某种程度上制约了其规模化扩张的步伐。公司此次融资将有效地推动渠道拓展进程,并缓解开店资金压力,在稳步提升直营占比的同时,加大对加盟商的支持力度。我们认为公司上市后整体融资频率适度,渠道的持续优化将有助于公司的长期发展,强化现有竞争优势,稳定业绩快速增长的可持续性,目前估值看 12 年具备较好的安全边际。

- **定增实施益于渠道持续优化升级。**为配合行业发展,强化渠道建设,公司拟向不超过 10 位特定投资者,非公开发行股票不超过 5300 万股,发行底价 34.27 元/股,募投资金总额不超过 18 亿元。此次再融资主要用于投资建设“营销网络优化项目”,预计将新开门店 1200 家,其中直营旗舰店和专卖店分别为 60 和 300 家,加盟旗舰店和专卖店分别为 140 和 700 家,项目正常运营后,新增营业面积将达到 18 万平方米,贡献年销售收入约 14 亿元,实现年净利润 2.79 亿元,投资收益率为 13.49%。
- **顺应市场发展,积极抢占市场资源。**公司渠道经过近年的持续整合,门店质量持续提高,但面对业内对于店铺资源日益激烈的争夺,公司的拓展步伐略显缓慢,对此,定增募集资金的补充将直接为公司缓解资金压力,加快对新型商圈及薄弱市场的布局。我们认为这不仅进一步巩固并提升了公司的市场份额,同时,还顺应了当今 shopping mall 等新兴商业实体的发展趋势,及早的布局将有效的对优质的渠道资源进行整合,并可以准确的把握住消费者消费习惯的转变,增强消费粘性。
- **直营占比稳步提升,示范性加强益于零售策略深化。**对于消费升级前端的公司,具有一定直营比例的渠道模式更易于单店质量的提升。而公司此次定增,正符合了我们所提出的企业可持续发展的思路,项目实施后,公司直营门店将由 439 家增加至 799 家,所占比例也由 12.28%提升至 16.73%。我们认为公司自有直营体系的壮大,不仅可以稳定对终端渠道的控制力,对加盟起到良好的示范作用,将零售策略进一步深化,同时,可以对渠道的终端成本进行提前锁定,待成本经过一段时间沉淀后,盈利性将出现较为明显的提升。

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	2659	3347	4005
同比增长	20%	11%	21%	26%	20%
营业利润(百万元)	258	347	492	671	858
同比增长	25%	35%	42%	36%	28%
净利润(百万元)	204	283	407	552	670
同比增长	33%	39%	44%	36%	21%
每股收益(元)	0.72	1.00	1.44	1.95	2.37
PE	49.9	36.0	25.0	18.4	15.2
PB	7.4	6.4	5.3	4.2	3.4

资料来源:招商证券研发中心

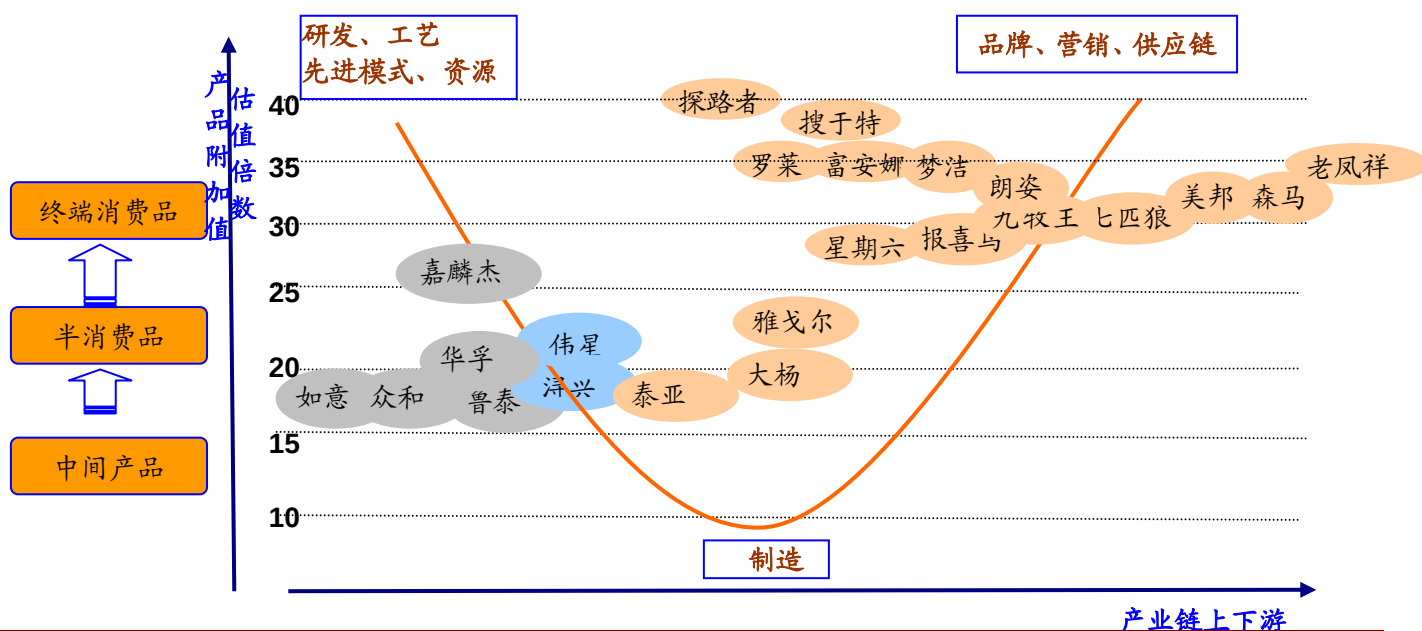
另外，旗舰店数量的增加（28 家增至 228 家）以及主力专卖店面积的提升（由 100-150 平方米扩至 200-400 平方米）也将增强公司的零售实力，提升单店的销售能力。

- **盈利预测与投资评级：**对于消费升级前端的行业，我们推荐单店效率提升具备改善空间和管理能力的公司。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，且随着对加盟商支持加大、渠道扁平化持续推进以及单一品牌多系列推进等的进展，公司未来具备稳定的快速增长的可持续性。同时，配合定增项目的顺利实施，业绩增长有望提速。

处于消费升级前端但具有单店改善能力的公司一直是我们的重点，但鉴于定增意向尚未获批，我们暂维持 11-13 年的 EPS 分别为 1.44、1.95 和 2.37 元/股，目前的估值为 11、12 年的 28.3 和 20.9 倍，估值具备安全边际，维持“强烈推荐”的评级。半年目标价至少可以 12 年 22.5-25 倍估值，目标价格中枢为 43.97-48.86 元。

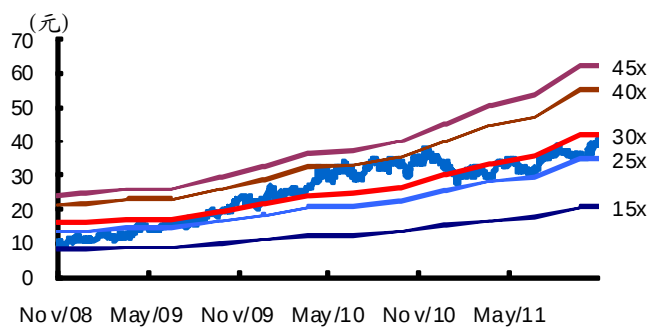
- **风险提示：**1) 售价提升，抑制消费需求的风险；2) 扁平化改革与直营体系建设低于预期的风险；3) 开店进程加快，费用高企的风险。

图1：V式估值法（根据11年EPS）



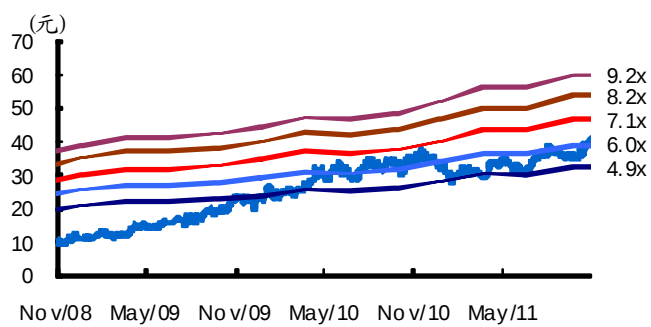
资料来源：招商证券研发中心

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—全年业绩有保证 但修炼内功上升为首要任务》2008/10/28
- 2、《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
- 3、《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。

- 4、《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。

- 5、《七匹狼—渠道策略灵活 毛利持续提升》2010/8/18
- 6、《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,并据此总结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

- 7、《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
- 8、《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。

- 9、《七匹狼—净利润增长略超预期 内生性增长效果显著》2011/1/31
- 10、《七匹狼—加强精耕细作确保业绩持续的快速增长》2010/4/11
- 11、《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
- 12、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略(服饰品牌研究第七卷)-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11:

系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题,在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱,分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴;同时针对消费升级前端的行业,创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

- 13、《七匹狼—中报业绩超预期增长 提振市场信心》2011/7/12
- 14、《七匹狼—“零售策略”稳步推进 经营保持稳健较快速的增长》2011/8/15
- 15、《服装纺织行业近期投资机会与 2011 年三季度报前瞻分析-品牌公司销售总体坚挺 静待估值切换行情》2011/10/10
- 16、《七匹狼—终端销售旺盛、以及发货提前,推动业绩再超预期》2011/10/16
- 17、《七匹狼—零售经验提升与提前发货 推动收入和利润增长双提速》2011/10/23

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	2542	3122	3878
现金	575	144	1082	1357	1816
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	57	150	5	7	8
应收款项	245	318	387	422	466
其它应收款	0	14	16	20	24
存货	302	395	849	1062	1261
其他	206	355	204	255	303
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	2776	3379	4157
流动负债	652	771	778	872	1033
短期借款	50	0	10	10	10
应付账款	193	219	77	97	115
预收账款	245	324	542	581	690
其他	164	228	149	185	218
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	778	872	1033
股本	283	283	283	283	283
资本公积金	558	559	559	559	559
留存收益	531	757	1083	1580	2182
少数股东权益	60	66	75	86	100
母公司所有者权益	1372	1599	1924	2421	3024
负债及权益合计	2084	2436	2776	3379	4157

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	301	259	291	372	567
净利润	204	283	407	552	670
折旧摊销	0	0	18	21	23
财务费用	0	0	(1)	(3)	(4)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(229)	(212)	(138)
其它	97	(24)	97	14	16
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)	(70)	(52)	(63)
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	(81)	(55)	(67)
其他	21	(119)	1	3	4
现金净增加额	(21)	(429)	938	275	459

资料来源：公司报表、招商证券研发中心

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1987	2198	2659	3347	4005
营业成本	1225	1284	1547	1936	2300
营业税金及附加	18	22	27	33	36
营业费用	303	323	364	442	509
管理费用	146	157	190	248	296
财务费用	(13)	(5)	(1)	(3)	(4)
资产减值损失	52	82	40	20	10
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	492	671	858
营业外收入	6	8	7	9	7
营业外支出	5	16	10	1	0
利润总额	259	339	489	679	865
所得税	42	50	73	115	182
净利润	217	289	415	564	683
少数股东损益	13	6	9	11	14
母公司所有者净利润	204	283	407	552	670
EPS (元)	0.72	1.00	1.44	1.95	2.37

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20%	11%	21%	26%	20%
营业利润	25%	35%	42%	36%	28%
净利润	33%	39%	44%	36%	21%
获利能力					
毛利率	38.3%	41.6%	41.8%	42.2%	42.6%
净利率	10.3%	12.9%	15.3%	16.5%	16.7%
ROE	14.9%	17.7%	21.1%	22.8%	22.1%
ROIC	13.8%	17.5%	20.7%	22.0%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	31.3%	31.7%	28.0%	25.8%	24.9%
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	3.6	3.8
速动比率	1.7	1.3	2.2	2.4	2.5
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	7.5	8.3	9.0
应付帐款周转率	6.9	6.2	10.4	22.2	21.7
每股资料(元)					
每股收益	0.72	1.00	1.44	1.95	2.37
每股经营现金	1.06	0.92	1.03	1.31	2.00
每股净资产	4.85	5.65	6.80	8.56	10.69
每股股利	0.20	0.20	0.29	0.20	0.24
估值比率					
PE	49.9	36.0	25.0	18.4	15.2
PB	7.4	6.4	5.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	19.0	13.9	10.4	7.7	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：跳出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级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，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。