

## 非公开增发用于营销网络优化

七匹狼 (002029.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- **今日公司发布非公开增发股票预案。**公司计划面向不超过 10 名特定投资者非公开发行业股票,以 34.27 元为发行底价(根据竞价结果确定最终发行价),发行不超过 5300 万股,筹资额不超过 18 亿元。非公开发行完成后,限售期为十二个月。

根据公告,此次募集资金全部投向“营销网络优化项目”,该项目总投资 206,614 万元,固定资产及相关装修费用投资额为 193,623 万元,铺底流动资金 12,991 万元;除募集资金外,其他资金源于自筹。

项目计划建设销售终端 1,200 家,其中以直营方式增设 60 家旗舰店和 300 家专卖店,通过加盟方式增设 140 家旗舰店及 700 家专卖店,项目建成后新增面积 18 万平米,项目达产后年新增销售规模 14 亿,预计实现净利润 2.79 亿。

- **募集资金有利于优化公司终端渠道。**截至 2011 年 6 月 30 日,七匹狼终端渠道数量 3576 家,直营终端 439 家,占比 12.28%,生活馆 28 家,旗舰店 359 家,直营占比相对较低,能充分展示品牌形象的生活馆与旗舰店相对较少。

从中高端商务男装发展趋势看,直营终端占比提升,旗舰店的增加,有助于提升品牌形象、加强对终端控制,以及提高终端运营经验以把握终端消费者诉求。公司此次营销网络优化项目的完成,有利于提升直营比例,旗舰店数量将达到 559 家,与公司“批发”转“零售”战略相契合。

- **投资建议。**公司经过 2009、2010 年及 2011 年上半年稳健发展,已经将 2008 年加盟商快开店、订货冒进所带来的存货增加等负面影响完全消化,目前加盟商库存处于非常良性的状态,为公司再次相对快速发展奠定了基础,2011 年下半年、2012 年订货会高增长都已经验证这一观点。

除此以外,公司所处的行业—商务男装,属于外资品牌竞争相对较低的行业,依托精细化管理,龙头企业的销售净利润率处于逐步提升过程中。而公司在过去的两年间内部管理方面也有了很大的提升,如品牌营销、渠道建设、供应链管理改进等,均契合公司“批发转零售”战略目标。

考虑增发项目逐步达效,我们预计公司 2011、2012、2013 年收入规模分别为 27.3、34.5、44.4 亿,净利润分别为 4.16、5.97、8.34 亿,摊薄前 EPS 分别为 1.47、2.11、2.95 元,目前股价对应 PE 分别为 27.7、19.3、13.8 倍。我们预计增发对 2012 年 EPS 摊薄幅度约为 16.5%-18%,即考虑摊薄因素,2012 EPS 约在 1.8 元左右,对应 PE22.6 倍,维持“推荐”评级。

### 分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

### 市场数据

时间 2011.11.07

|               |         |
|---------------|---------|
| A 股收盘价(元)     | 40.70   |
| A 股一年内最高价(元)* | 42.00   |
| A 股一年内最低价(元)* | 27.49   |
| 上证指数          | 2509.80 |
| 市净率           | 6.24    |
| 总股本(万股)       | 28290   |
| 实际流通 A 股(万股)  | 28290   |
| 限售 A 股(万股)    | 0       |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 115.14  |

注: \*价格未复权

### 相关研究

表 1: 七匹狼 (002029) 逐季业绩增速

|           | 10Q1     | 10Q2     | 10Q3    | 前三季度    | 10Q4    | 11Q1   | 11Q2     | 11Q3    | 前三季度    |
|-----------|----------|----------|---------|---------|---------|--------|----------|---------|---------|
| 营业总收入     | 58,116   | 39,244   | 60,431  | 157,791 | 61,985  | 74,953 | 44,452   | 90,585  | 209,990 |
| 同比        | 18.29%   | 1.04%    | 4.86%   | 8.37%   | 16.68%  | 28.97% | 13.27%   | 49.90%  | 33.08%  |
| 营业成本      | 34,365   | 22,766   | 36,030  | 93,161  | 35,196  | 44,498 | 27,089   | 52,396  | 123,983 |
| 同比        | 10.84%   | -1.94%   | 4.01%   | 4.84%   | 4.59%   | 29.49% | 18.99%   | 45.42%  | 33.08%  |
| 销售费用      | 5,963    | 7,811    | 7,626   | 21,401  | 10,891  | 7,660  | 8,051    | 9,915   | 25,626  |
| 同比        | -1.58%   | -13.04%  | -11.48% | -9.54%  | 65.00%  | 28.46% | 3.07%    | 30.01%  | 19.74%  |
| 管理费用      | 2,891    | 3,724    | 5,166   | 11,781  | 3,948   | 4,674  | 5,427    | 5,537   | 15,638  |
| 同比        | 2.55%    | 21.31%   | 19.96%  | 15.55%  | -10.38% | 61.65% | 45.75%   | 7.17%   | 32.74%  |
| 财务费用      | -314     | -47      | -85     | -447    | -23     | -47    | 355      | 188     | 496     |
| 资产减值损失    | 2,391    | -163     | 4,685   | 6,914   | 1,299   | 2,785  | -3,722   | 7,603   | 6,666   |
|           | 1171.96% | -156.42% | 22.16%  | 60.33%  | 43.62%  | 16.46% | 2184.99% | 62.29%  | -3.58%  |
| 投资净收益     | 3        | 113      | 388     | 503     | 731     | 182    | 107      | 126     | 415     |
| 营业利润      | 12,052   | 4,881    | 6,618   | 23,551  | 11,183  | 14,816 | 6,981    | 14,068  | 35,865  |
| 同比        | 37.57%   | 49.02%   | 6.43%   | 29.02%  | 48.04%  | 22.93% | 43.02%   | 112.58% | 52.29%  |
| 加: 营业外收入  | 390      | 62       | 216     | 668     | 93      | 86     | 275      | 150     | 511     |
| 减: 营业外支出  | 8        | 222      | 178     | 408     | 1,162   | 12     | 147      | 618     | 777     |
| 利润总额      | 12,434   | 4,721    | 6,656   | 23,811  | 10,114  | 14,890 | 7,109    | 13,601  | 35,599  |
| 同比        | 39.56%   | 28.15%   | 7.24%   | 26.65%  | 41.70%  | 19.75% | 50.57%   | 104.35% | 49.51%  |
| 减: 所得税    | 2,951    | 1,688    | 832     | 5,471   | (456)   | 2,279  | 2,385    | 2,039   | 6,704   |
| 净利润       | 9,483    | 3,033    | 5,824   | 18,339  | 10,571  | 12,610 | 4,723    | 11,561  | 28,895  |
| 同比        | 37.24%   | -0.95%   | 34.09%  | 28.11%  | 42.80%  | 32.98% | 55.75%   | 98.53%  | 57.56%  |
| 母公司所有者净利润 | 9,262    | 3,116    | 5,696   | 18,074  | 10,241  | 12,600 | 4,889    | 11,398  | 28,887  |
| 同比        | 37.29%   | 15.35%   | 47.87%  | 35.90%  | 44.44%  | 36.03% | 56.91%   | 100.11% | 59.82%  |
| 完全摊薄 EPS  | 0.33     | 0.11     | 0.20    | 0.64    | 0.36    | 0.45   | 0.17     | 0.40    | 1.02    |
| 盈利能力      |          |          |         |         |         |        |          |         |         |
| 毛利率       | 40.87%   | 41.99%   | 40.38%  | 40.96%  | 43.22%  | 40.63% | 39.06%   | 42.16%  | 40.96%  |
| 管理费用率     | 4.98%    | 9.49%    | 8.55%   | 7.47%   | 6.37%   | 6.24%  | 12.21%   | 6.11%   | 7.45%   |
| 销售费用率     | 10.26%   | 19.90%   | 12.62%  | 13.56%  | 17.57%  | 10.22% | 18.11%   | 10.95%  | 12.20%  |
| 营业利润率     | 20.74%   | 12.44%   | 10.95%  | 14.93%  | 18.04%  | 19.77% | 15.71%   | 15.53%  | 17.08%  |
| 销售净利润率    | 15.94%   | 7.94%    | 9.43%   | 11.45%  | 16.52%  | 16.81% | 11.00%   | 12.58%  | 13.76%  |
| 所得税率      | 23.73%   | 35.76%   | 12.50%  | 22.98%  | -4.51%  | 15.31% | 33.55%   | 14.99%  | 18.83%  |

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2:七匹狼 (002029) 财务报表预测

| 资产负债表        | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 利润表 (百万元)   | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 575          | 144          | 555          | 894          | 1,384        | 营业收入        | 1,987        | 2,198        | 2,733        | 3,450        | 4,445        |
| 应收票据         | 57           | 150          | 186          | 235          | 303          | 营业成本        | 1,225        | 1,284        | 1,584        | 1,921        | 2,402        |
| 应收账款         | 245          | 318          | 395          | 499          | 643          | 营业税金及附加     | 18           | 22           | 27           | 34           | 44           |
| 预付款项         | 147          | 353          | 369          | 369          | 369          | 销售费用        | 303          | 323          | 374          | 473          | 609          |
| 其他应收款        | 22           | 14           | 17           | 22           | 28           | 管理费用        | 146          | 157          | 197          | 248          | 320          |
| 存货           | 302          | 395          | 347          | 421          | 527          | 财务费用        | -13          | -5           | 7            | 7            | 7            |
| 其他流动资产       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失      | 52           | 82           | 36           | 37           | 46           |
| 长期股权投资       | 2            | 0            | 0            | 0            | 0            | 公允价值变动收益    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产         | 87           | 91           | 96           | 102          | 105          | 投资收益        | 1            | 12           | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程         | 5            | 13           | 16           | 18           | 14           | 汇兑收益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产       | 336          | 468          | 468          | 468          | 468          | 营业利润        | 258          | 347          | 509          | 729          | 1,017        |
| 无形资产         | 22           | 20           | 17           | 15           | 12           | 营业外收支净额     | 1            | -8           | -3           | -3           | -3           |
| 长期待摊费用       | 15           | 15           | 23           | 25           | 20           | 税前利润        | 259          | 339          | 506          | 726          | 1,014        |
| 资产总计         | 2,084        | 2,436        | 2,855        | 3,433        | 4,237        | 减: 所得税      | 42           | 50           | 81           | 116          | 162          |
| 短期借款         | 50           | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润         | 217          | 289          | 425          | 610          | 852          |
| 应付票据         | 69           | 136          | 167          | 203          | 254          | 归属于母公司净利润   | 204          | 283          | 416          | 598          | 834          |
| 应付账款         | 193          | 219          | 266          | 323          | 404          | 少数股东损益      | 13           | 6            | 9            | 13           | 18           |
| 预收款项         | 245          | 324          | 324          | 324          | 324          | 基本每股收益      | 0.72         | 1.00         | 1.47         | 2.11         | 2.95         |
| 应付职工薪酬       | 24           | 36           | 36           | 36           | 36           | 稀释每股收益      | 0.72         | 1.00         | 1.47         | 2.11         | 2.95         |
| 应交税费         | 29           | 9            | 9            | 9            | 9            | <b>财务指标</b> | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 其他应付款        | 41           | 47           | 47           | 47           | 47           | <b>成长性</b>  |              |              |              |              |              |
| 其他流动负债       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 营收增长率       | 20.2%        | 10.6%        | 24.4%        | 26.2%        | 28.8%        |
| 长期借款         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | EBIT 增长率    | 44.2%        | 39.4%        | 33.7%        | 40.3%        | 38.3%        |
| 预计负债         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润增长率      | 33.3%        | 38.9%        | 46.9%        | 43.7%        | 39.6%        |
| 负债合计         | 652          | 771          | 850          | 943          | 1,075        | <b>盈利性</b>  |              |              |              |              |              |
| 股东权益合计       | 1,432        | 1,665        | 2,004        | 2,490        | 3,162        | 销售毛利率       | 38.3%        | 41.6%        | 42.1%        | 44.3%        | 46.0%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 销售净利率       | 10.3%        | 12.9%        | 15.2%        | 17.3%        | 18.8%        |
| 净利润          | 217          | 289          | 425          | 610          | 852          | ROE         | 14.9%        | 17.7%        | 21.6%        | 24.9%        | 27.3%        |
| 折旧与摊销        | 120          | 21           | 25           | 32           | 39           | ROIC        | 16.7%        | 21.1%        | 23.1%        | 26.1%        | 28.4%        |
| 经营活动现金流      | 301          | -43          | 543          | 511          | 706          | <b>估值倍数</b> |              |              |              |              |              |
| 投资活动现金流      | -343         | -256         | -40          | -40          | -30          | PE          | 56.5         | 40.7         | 27.7         | 19.3         | 13.8         |
| 融资活动现金流      | 19           | -102         | -92          | -132         | -186         | P/S         | 5.8          | 5.2          | 4.2          | 3.3          | 2.6          |
| 现金净变动        | -23          | -401         | 411          | 339          | 490          | P/B         | 8.0          | 6.9          | 5.7          | 4.6          | 3.6          |
| 期初现金余额       | 598          | 575          | 144          | 555          | 894          | 股息收益率       | 0.5%         | 0.7%         | 1.1%         | 1.6%         | 2.2%         |
| 期末现金余额       | 575          | 174          | 555          | 894          | 1,384        | EV/EBITDA   | 26.6         | 26.4         | 19.1         | 13.3         | 9.2          |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉，纺织服装行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

|          |               |                                                                                |
|----------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京地区：傅楚雄 | 010-83574171  | <a href="mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn">fuchuxiong@chinastock.com.cn</a> |
| 上海地区：于淼  | 021-20257811  | <a href="mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn">yumiao_jg@chinastock.com.cn</a>   |
| 深广地区：詹璐  | 0755-83453719 | <a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>         |