

# 七匹狼(002029)

研究员: 高国 执业证书编号: S0570210030022

☎ 025-83290912 ✉ gaoguo108@163.com

🌐 http://t.zhangle.com/4033

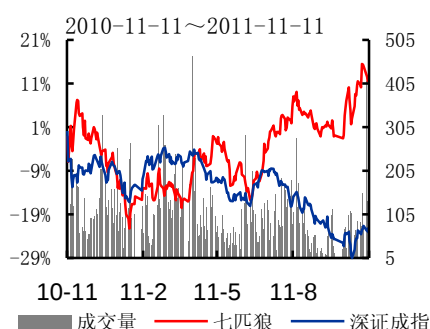
计划重启外延式扩张, 期待业绩实现外延和内生双重驱动

## 投资评级: 推荐

服装 II

|          |       |
|----------|-------|
| 当前价格(元): | 39.46 |
| 目标价格(元): | 44.75 |

## 股价走势图



## 相关研究

- 1《七匹狼(002029):费用管控有效,全年业绩超预期可期》2011.10
- 2《七匹狼(002029):盈利能力持续提升,从“批发”向“零售”转型成效渐显》2011.8
- 3《七匹狼(002029):从“批发”向“零售”转型》2011.4
- 4《七匹狼(002029):内销回暖助推公司业绩提升》2009.10

## 投资要点:

◆ **品牌运营模式逐渐成熟** 公司目前已经形成一套符合当前休闲服市场的发展趋势和自身品牌定位的品牌经营模式。公司为满足不同消费者类型的多元化需求,已形成圣沃斯、黑标、红标、绿标、蓝标、女装、童装等七大品牌系列。目前,“红标”、“绿标”、“黑标”是公司销售主力,2011年1-6月贡献主营业务收入约90%。“黑标”是公司今年重推的品牌系列,较为契合市场,订货会情况良好。未来公司重心将在主打系列红标、绿标、黑标上,未来产品定价较高的黑标和红标比重将会加大,各系列产品结构的调整将提高平均单价,进而提高单店收入。

◆ **渠道策略灵活,内生外延双重驱动** 公司经过前几年经销商加盟模式实现快速扩张后,公司近年开始梳理渠道管理,主要围绕优化经销商管理,稳健推进渠道扁平化建设和加快直营体系建设,提高对零售终端的管控力。经过09-10年的内部供应链的升级后,公司开始重启外延式扩张。今年11月,公司预告将进行非公开发行,募集资金总额约18亿元,全部用于投资建设“营销网络优化项目”。

◆ **稳健战略转型,经营业绩稳定** 09年以来,公司发展重点从外延式快速扩张向内涵式增长转变,但同时兼顾经销商渠道稳定发展,实施稳健转型的战略。尽管销售收入在转型中渐趋缓,但是借助品牌和渠道优势,公司毛利率水平显著上升,期间费用率也呈现下降的趋势,盈利能力持续增长,转型成效渐显。

◆ **给予公司“推荐”评级** 未来三年公司主要增长动力有二:提升内部供应链管理效率,稳步优化经销商体系,不断增强公司内生增长能力;重启外延式扩张,并加快渠道网络建设。从公司今年全年订货会情况和三季报情况来看,今年全年业绩增长已较明确。考虑到年底估值切换和增发效应,给予公司23-25倍市盈率,对应12年EPS1.79元,未来6个月股价区间为41.17-44.75元,给予公司“推荐”评级。

## 公司基本资料

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(万)       | 28555.00   |
| 流通 A 股(万)    | 28289.24   |
| 52 周内股价区间(元) | 27.49-42.0 |
| 总市值(亿)       | 112.68     |
| 总资产(亿)       | 30.26      |
| 每股净资产(元)     | 6.52       |

## 主要经营指标预测

|           | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(亿) | 21.98  | 26.55  | 32.44  | 39.64  |
| +/-%      | 10.59  | 20.8   | 22.2   | 22.2   |
| 净利润(百万)   | 283.16 | 400.33 | 505.56 | 679.41 |
| +/-%      | 33.12  | 41.4   | 26.3   | 34.4   |
| EPS(元)    | 1.00   | 1.42   | 1.79   | 2.40   |
| P/E       | 39.46  | 25.79  | 20.42  | 15.19  |

## 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| 一、公司简介——优质休闲男装品牌 .....                | 4         |
| 1.1 基本情况.....                         | 4         |
| 1.2 行业背景——受益消费升级和服饰休闲化，市场空间很大.....    | 6         |
| 二、品牌脉络清晰，品牌运营模式逐渐成熟..... 错误！未定义书签。    |           |
| 2.1 品牌策略不断优化，传播体系日益完善.....            | 8         |
| 2.2 着重品牌文化营销，品牌内涵不断飞跃.....            | 9         |
| 2.3 多品牌系列格局形成，全方位覆盖多元消费需求.....        | 10        |
| 三、渠道策略灵活，内生外延双重驱动 .....               | 错误！未定义书签。 |
| 3.1 优化经销商加盟渠道，稳步推进扁平化渠道模式.....        | 12        |
| 3.2 加快直营体系建设，优化渠道结构 .....             | 12        |
| 3.3 渠道全国布局，初见雏形.....                  | 14        |
| 3.4 重启外延式扩张并步伐，“抢滩”三四线城市和新兴商业圈.....   | 15        |
| 3.5 积极拓展电子商务新渠道，培育新增长点.....           | 16        |
| 四、内部管控能力逐渐增强，加强零售商战略思维..... 错误！未定义书签。 |           |
| 4.1 加强商品企划，提高产品与市场的契合力.....           | 17        |
| 4.2 改进供应链管理，提高内控管理效率.....             | 17        |
| 五、公司经营业绩分析——稳健转型成效渐显..... 错误！未定义书签。   |           |
| 六、盈利预测和估值 ——给予公司“推荐”评级..... 错误！未定义书签。 |           |
| 6.1 关键假设条件预测.....                     | 20        |
| 6.2 公司估值和投资建议.....                    | 21        |
| 6.3 风险提示.....                         | 22        |

## 图表目录

|                                                |        |
|------------------------------------------------|--------|
| 图表 1 七匹狼股权结构——典型家族式民营企业 .....                  | 4      |
| 图表 2 七匹狼产品结构情况（单位：%）（2011 年 1-6 月） .....       | 5      |
| 图表 3 七匹狼国内外销售结构——典型内销型品牌服装企业 .....             | 5      |
| 图表 4 全国大型百货商场服装零售情况 .....                      | 6      |
| 图表 5 国内主要男装品牌门店总数（单位：家） .....                  | 7      |
| 图表 6 七匹狼品牌传播体系已日益完善 .....                      | 8      |
| 图表 7 七匹狼品牌内涵不断横向拓展和纵向延伸，实现品牌内涵不断飞跃 .....       | 9      |
| 图表 8 公司广告费用占收入比重（2006-2010） .....              | 10     |
| 图表 9 “七匹狼”系列化品牌格局实现 .....                      | 11     |
| 图表 10 七匹狼推进扁平化渠道模式建设 .....                     | 12     |
| 图表 11 加盟店和直营店门店数（03-10 年 6 月） .....            | 13     |
| 图表 12 公司门店和销售收入增速（%） .....                     | 13     |
| 图表 13 公司加快直营体系建设，单店收入同增（2003-2011 年 6 月） ..... | 13     |
| 图表 14 公司主要销售区域门店分布 .....                       | 14     |
| 图表 15 公司主要销售区域销售收入构成（%） .....                  | 14     |
| 图表 16 公司店态分布情况（2010 年） .....                   | 15     |
| 图表 17 公司主要销售区域店态分布情况（2010） .....               | 15     |
| 图表 18 七匹狼渠道门店总数（单位数） .....                     | 16     |
| 图表 19 公司销售收入同比增速 .....                         | 18     |
| 图表 20 公司营业利润和净利润同比增速 .....                     | 18     |
| 图表 21 公司三项期间费用率趋降 .....                        | 19     |
| 图表 22 公司毛利率水平 .....                            | 19     |
| 图表 23 2010 年 6 月各品类毛利率水平（%） .....              | 19     |
| <br>表格 1 七匹狼募集资金情况 .....                       | <br>16 |
| 表格 2 关键假设条件预测 .....                            | 21     |
| 表格 3 DCF 主要假设 .....                            | 21     |
| 表格 4 DCF 敏感性分析 .....                           | 22     |
| 表格 5 行业主要上市公司估值比较 .....                        | 22     |
| 表格 6 财务报表预测和主要财务比率（七匹狼：002029） .....           | 23     |

作为沪深两市首家休闲男装行业上市公司的七匹狼是优质品牌男装代表公司之一。公司二十年以来一直专注于服装行业经营，与整个行业共成长，善于学习，勇于创新，在品牌运营、渠道建设等核心经营环节上与同类公司相比具有显著的优势，已逐渐形成一套符合自身发展的经营模式。公司经营理念在业内具有一定前瞻性，能够在相应的发展阶段采取相适应性的发展战略。

目前，国内男装品牌经过一轮外延式扩张后，未来继续依靠单纯渠道扩张实现业绩增长的压力将越来越大。同时，早期普遍采用的“批发”运营模式让公司对渠道的较弱的掌控力也逐渐凸显。七匹狼由“批发”向“零售”稳健转型战略值得认可。

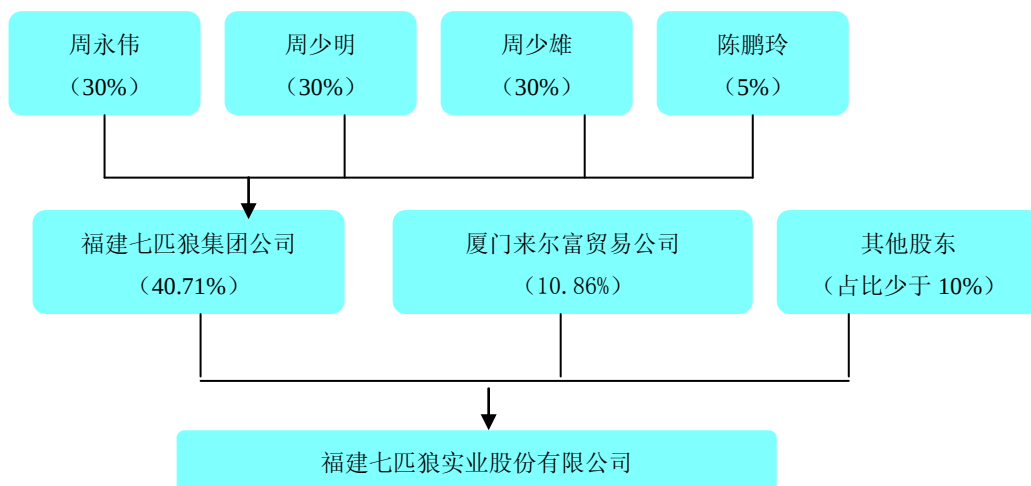
## 一、公司简介——优质休闲男装品牌

### 1.1 基本情况

七匹狼创立于 1990 年，2004 年登陆 A 股市场。目前，公司已从一家福建晋江服装制造小企业成长为休闲男装行业主流品牌服装运营商代表，“七匹狼”是中国驰名商标。公司一直致力于“七匹狼”品牌塑造、渠道建设、商品组织和供应链管理，是中国领先的品牌服装企业之一。公司品牌定位是“男士着装顾问”，打造中国休闲男装领域的强势品牌，成为中国的“POLO”。

公司是典型的家族式民营企业，福建七匹狼集团是公司最大股东，持有公司 40.71% 的股权，周氏持有集团 90% 的股权，周永伟之妻陈鹏玲持有 5% 的股份。七匹狼集团目前业务除七匹狼品牌服装外，还涉足房地产、烟草、酒店、鞋业等行业，实行多元化经营。因此，七匹狼上市公司可以专注于服装业。

图表 1 七匹狼股权结构——典型家族式民营企业

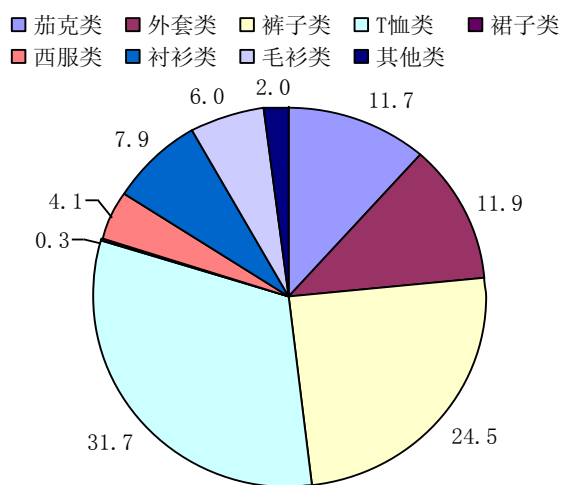


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司主要产品为夹克、外套、休闲裤、T 恤、衬衫、毛衫等，近年来产品范围扩展到童装及女装，公司已经由品牌创立初期的主打产品茄克为主向茄克、衬衣、裤子、毛衣以及皮具、领带等配饰延伸，顺利实现了品牌品类的延伸。

当前产品结构较稳定，茄克、外套等休闲服、休闲裤和 T 恤一直是公司拳头产品。“品类多元化”是公司在产品结构上的追求，这和七匹狼“男士着装顾问”，倡导一种积极生活方式的品牌理念相适应的。根据中华商业信息中心数据，截止 2010 年底，七匹狼茄克销量已连续十一年在休闲男装市场占有率第一，T 恤销量也一直名列全国前十名以内。

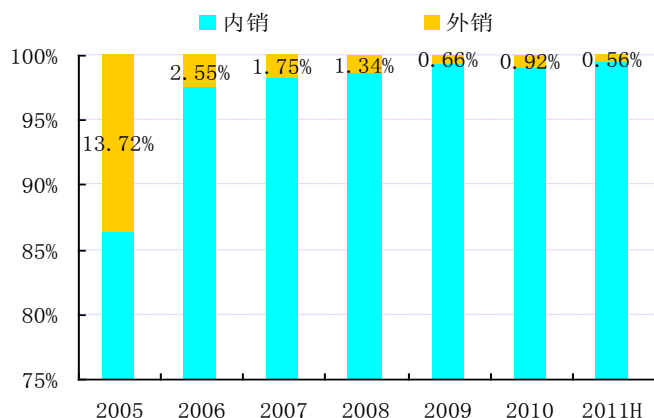
图表 2 七匹狼产品结构情况（单位：%）（2011 年 1-6 月）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司是典型的内销型服装企业，长期致力于国内市场的服装品牌运营。2005 年-2011 年 6 月，公司服装销售收入外销占比从 13.72% 降为 0.56%，因此，国际经济波动对公司影响并不大。我们认为，公司深谙国内市场品牌服装经营之道，具备成为未来中国本土优质服饰品牌的良好潜质，将能够最大程度受益于国内消费升级。

图表 3 七匹狼国内外销售结构——典型内销型品牌服装企业



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

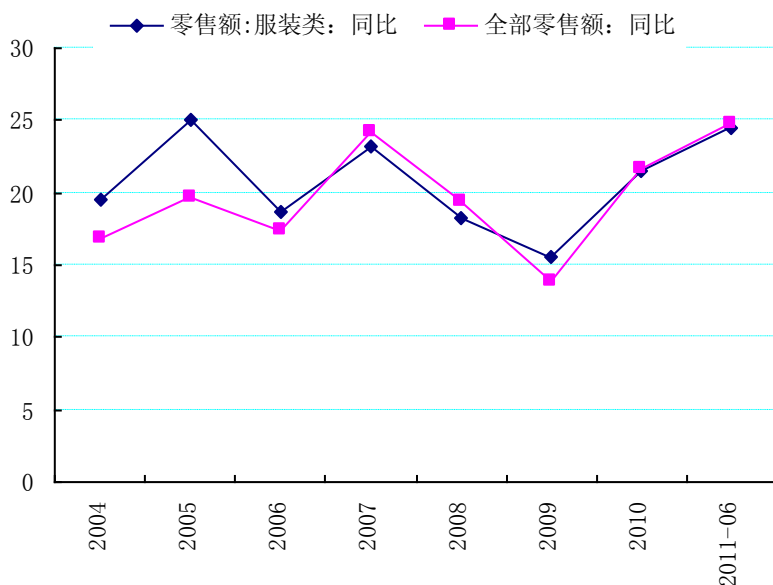
## 1.2 行业背景——受益消费升级和服饰休闲化，市场空间很大

### 消费升级趋势

随着国内经济快速稳定增长、居民收入水平的提高、城镇化进程的加快以及新消费主体的扩大，居民消费能力不断提高、消费观念也在更新，国内服装消费市场未来增长空间巨大。我国城镇居民人均 GDP 早在 2007 年就已步入 3000 美元阶段，金融危机不改国内“消费升级”的趋势，收入的提升将带动居民对于服装消费的提升，中高档服装消费需求处于逐步释放阶段，服装行业特别是品牌服装正处于上升通道中。因此，当前内需消费全面启动的趋势下，休闲服装市场终端需求持续旺盛，品牌服企的发展空间广阔，市场容量巨大。

品牌服装受益于消费升级，近几年销售增长速度较快。2004 年全国大型百货商场服装零售额（主要销售品牌服装）为 1992.5 亿元，2010 年为 5427 亿元，近五年复合增长率为 18.2%，消费升级趋势比较明显。2011 年 1-6 月，全国大型百货商场服装零售额同比增长 24.4%，国内品牌服装消费表现出良好的增长势。

图表 4 全国大型百货商场服装零售情况



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

### 服饰休闲化趋势

随着国内居民收入水平提高，崇尚休闲的理念也不断提升，人们生活日趋多样化、品味化，居民生活方式的改变给服装消费带来了巨大市场空间。从国外服装市场发展也可看出，消费者的消费倾向是逐渐从正装向休闲服装过渡。当前，商务休闲装、运动休闲装、家居休闲装、旅游休闲装等消费量所占比例逐年提高。中国目前休闲服装的销售比例不足 15%，与全球 36% 的比例相比还有很大的增长潜力。

男士服装也逐渐呈休闲化、时尚化的趋势，对夹克衫、牛仔服、T 恤衫等休闲男装需求也不断增加，休闲男装成为最具活力的品牌服装领域之一。全国重点大型百货商场销售额的统计显示，2011 年 1-6 月夹克衫、T 恤衫销量分别比去年同期增长 3.58%、2.12%。

## 行业集中度尚待提高

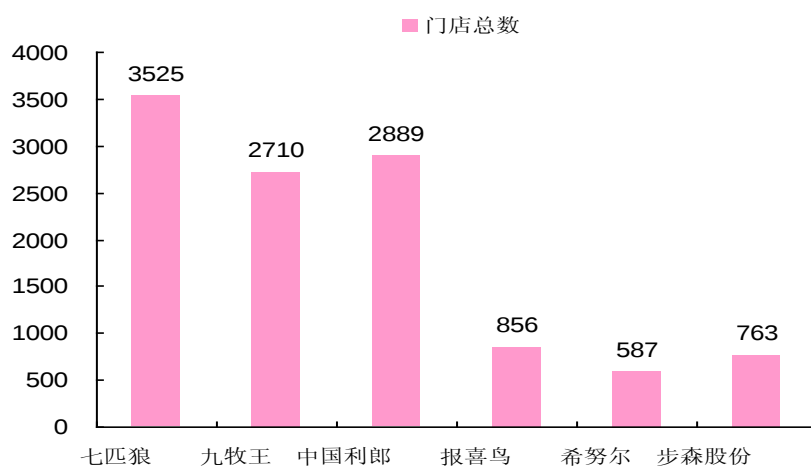
随着品牌服装行业的投资标的不断增加，行业逐渐受到投资者的关注。作为受益于消费升级的主要行业，未来行业前景乐观。品牌男装作为品牌服装中的主要子行业，其在国内各类品牌服装中的竞争地位和市场容量均较有优势。尤其在与中国市场进入的国外品牌竞争中，国内男装凭借适销对路的产品、特有的品牌运营、渠道战略等优势已经形成了较为稳定的竞争格局。

据不完全统计，尽管目前我国专业休闲装生产企业已超过一万家，拥有休闲装系列品牌 2000 多个。但是，七匹狼处于中高档休闲服装梯队。它主要包括九牧王、利郎、劲霸、柒牌等，该梯队龙头企业大体发展进程相当，且龙头企业目前市场规模较小，尚未出现具备压倒性品牌号召力和市场占有率的服装企业，多个品牌呈“平起平坐”的格局，前十家市场占有率不足 10%。

由于各品牌在发展路径、盈利模式上有相似之处，前期依靠代理制进行扩张，通过粗放式经营实现企业规模的迅速扩大。近年来，相关企业不约而同地开始考虑渠道的升级及内部管理的提升，由此带来终端资源抢夺和人力资源的竞争异常激烈。公司所处梯队的龙头企业都在共享消费升级、市场扩容带来销售收入的提升，但未来几年内，随着竞争的升级，将出现上述企业市场份额此消彼长的情况。因此，国内休闲男装市场规模增长前景广阔，高度分散的市场集中度有待提高。

七匹狼与其同梯队的竞争男装品牌的细分市场存在较高的重叠度，如何通过设计和宣传提高“七匹狼”的品牌区分和客户忠诚度，力求在充分竞争的休闲服市场走出品牌差异化，成为公司品牌价值提升的关键因素。七匹狼作为首家上市的休闲男装品牌，在 04 年、07 年借助资本市场的优势，公司在强化品牌及渠道建设、深化产品设计研发、供应链管理等方面均取得的较好成绩。目前，公司的门店总渠道数量达到 3500 多家，销售规模已突破 20 亿元，居于行业前列。随着公司产品丰满度的提高，品牌系列多元化的成熟，我们认为公司是具备未来分享行业集中度提升潜质的龙头企业。

图表 5 国内主要男装品牌门店总数（单位：家）



资料来源：华泰证券

## 二、品牌脉络清晰，品牌运营模式逐渐成熟

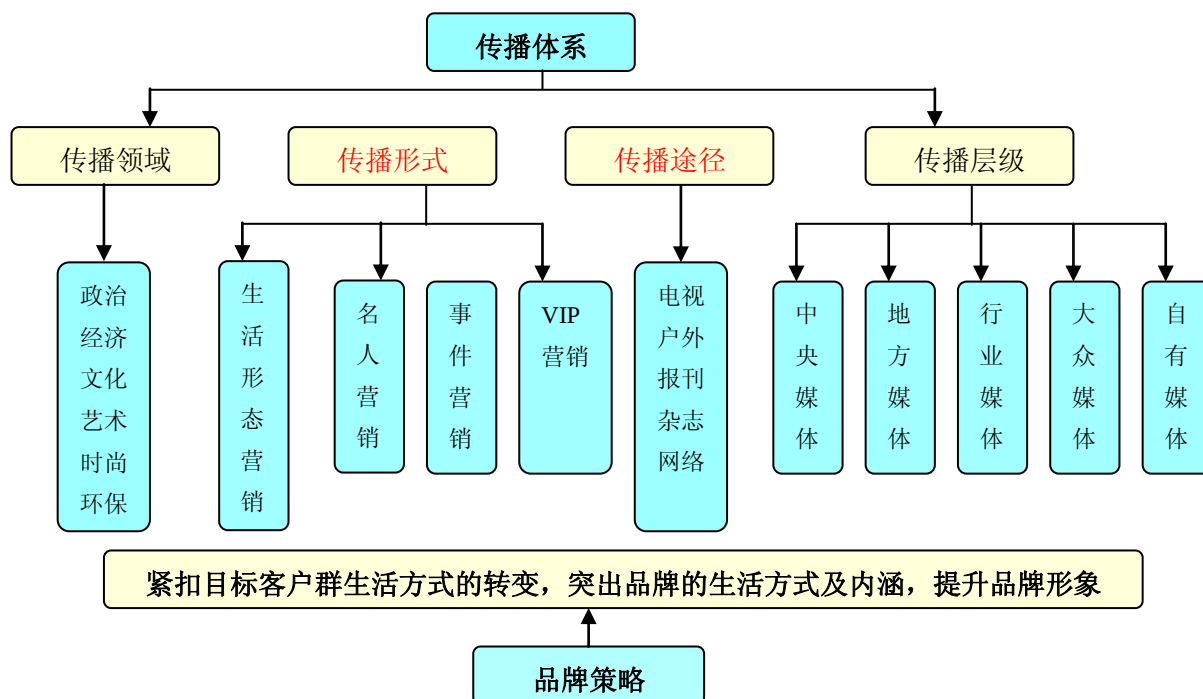
公司在品牌经营上善于学习，逐渐形成一套符合当前休闲服市场的发展趋势和自身品牌定位的经营模式。

### 2.1 品牌策略不断优化，传播体系日益完善

公司对品牌策略和传播结构进行不断优化升级，继续推进贯彻品牌在政治、经济、文化、艺术、时尚、环保等六大传播领域，形成生活形态营销、名人营销、事件营销和 VIP 营销等全方位传播形式的构建与执行。除了电视，还拓展了户外、报刊、杂志、网络等新媒体传播途径，逐渐形成一套完善的品牌传播体系，保持并强化“七匹狼”的品牌影响力。

在品牌宣传上，公司一方面延续旧有成熟的宣传模式，继续通过聘请明星代言和央视广告宣传品牌。另一方面，由于通过多年品牌积累和遍布全国的终端门店，公司的品牌知名度已经很高，将会考虑减少央视广告投放，利用其他多种媒介全方位输出七匹狼品牌价值。如赞助“时尚生活俱乐部”、“名士堂项目”、高峰赛事高尔夫、汽车拉力赛等高端活动，通过意见领袖，聘请企业家、外交官走秀等大新公关活动，强化和拉升公司在目标消费群中的中高端品牌形象。同时，通过增加重点区域市场的推广支持等营销活动投入，更有针对性地提高品牌影响力。

图表 6 七匹狼品牌传播体系已日益完善



资料来源：公司公告、华泰证券

## 2.2 着重品牌文化营销，品牌内涵不断飞跃

七匹狼学习 Ralph Lauren 不断沉淀品牌文化，通过品牌内涵的不断挖掘，以适应不断更迭的时代，实现品牌与文化的完美对接，是业内将服装品牌与文化精神相融合的先行者。“七匹狼”品牌塑造不仅仅赋予品牌外表形式，更注重赋予品牌文化内涵和内在生命力，倡导一种积极的生活方式和价值观。公司广告宣传主要是凸显公司在品牌形象、品牌文化上渗透等，产品不仅仅是工业品。

公司一直极力塑造区别于竞争对手的品牌形象和品牌内涵，不断进行品牌推广创新。七匹狼在广告营销上的品牌塑造更时尚，更有创新性，无疑比其它品牌的更胜一筹，品牌识别度和品牌形象大大提升。当多数竞争对手仍拘泥于塑造男性“狼性”品牌价值时，七匹狼核心品牌内涵已经经过多次飞跃，实现了品牌核心价值与其他品牌的差异化。

早在上世纪 90 年代之初，七匹狼就根据中国当时的社会发展大势，最先在服装行业内确立了“奋斗无止境”的狼文化作为其品牌内涵，并于 2002 年聘请当时炙手可热的“狼”性男人代表齐秦作为品牌形象代言人；2007 年，七匹狼男装又推陈出新，将“男人不只一面”作为自己的标杆，描绘事业上奋斗进取和生活上积极乐观的优质男人形象；2010 年初又对“男人不只一面”的品牌内涵进一步延伸，聘请四大当红明星孙红雷、张震、胡军、张涵予共同演绎“进取的、智慧的、时尚的、品味的、拼搏的等多面男人”。

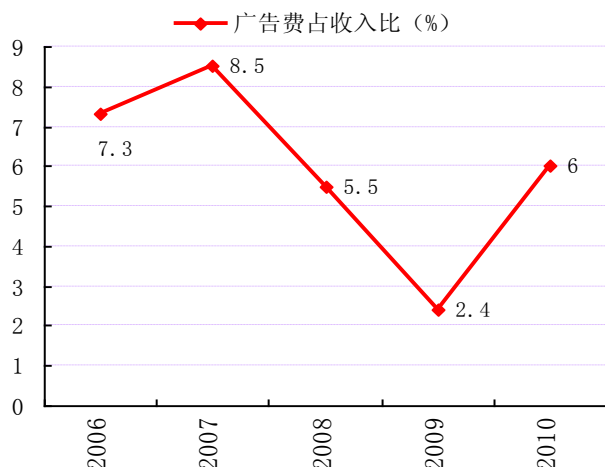
公司在 2007 年和 2010 年分别进行两次品牌重要提升，广告宣传费用也同步增加。2007 年广告费用率达到 8.5%，2010 年，公司广告宣传费用为 1.27 亿元，在当年销售收入中占比为 6%。七匹狼已顺利突围于单一“茄克专家”的品牌形象，公司所塑造“男士着装顾问”形象则具有更大的市场空间，未来品牌价值将不断提高。

图表 7 七匹狼品牌内涵不断横向拓展和纵向延伸，实现品牌内涵不断飞跃



资料来源：公司资料、华泰证券

图表 8 公司广告费用占收入比重（2006-2010）



资料来源：公司资料、华泰证券

### 2.3 多品牌系列格局形成，全方位覆盖多元消费需求

品牌企业为了摆脱单一品牌的增长瓶颈，多数会选择多品牌策略。通过借助不同定位和风格的产品和品牌来满足不同细分市场消费者需求，从而获得更大的市场份额。

品牌企业的多品牌策略一般可分为多品牌零售和主打品牌系列化两种形式，前者是指在主品牌线下设多种独立品牌运作，这种多品牌运作模式对公司品牌经营能力要求非常高，运作风险也很大，后者是通过细分客户群在主打品牌下系列化品牌，各系列共同分享主打品牌效应。

七匹狼在探索多品牌之路中也曾尝试过多品牌零售，如早期的“与狼共舞”、“马克华菲”等，但是出于自身主打品牌“七匹狼”还处于初级品牌阶段，品牌的知名度、影响力还不足以承受多品牌运作而均放弃。公司后来选择更加适合自身发展的主打品牌系列化策略，这也是通过充分学习 Ralph Lauren 的管理经验的结果。

目前，公司已形成圣沃斯（国际设计师系列，高端商场）、黑标（中高端商务休闲系列）、红标（中高端正装系列）、绿标（中高端休闲系列）、蓝标（年轻休闲系列）、女装、童装等七大系列，以满足不同类型消费者的多元化需求。目前，“红标”、“绿标”、“黑标”是公司销售主力，2011 年 1-6 月贡献主营业务收入约 90%。

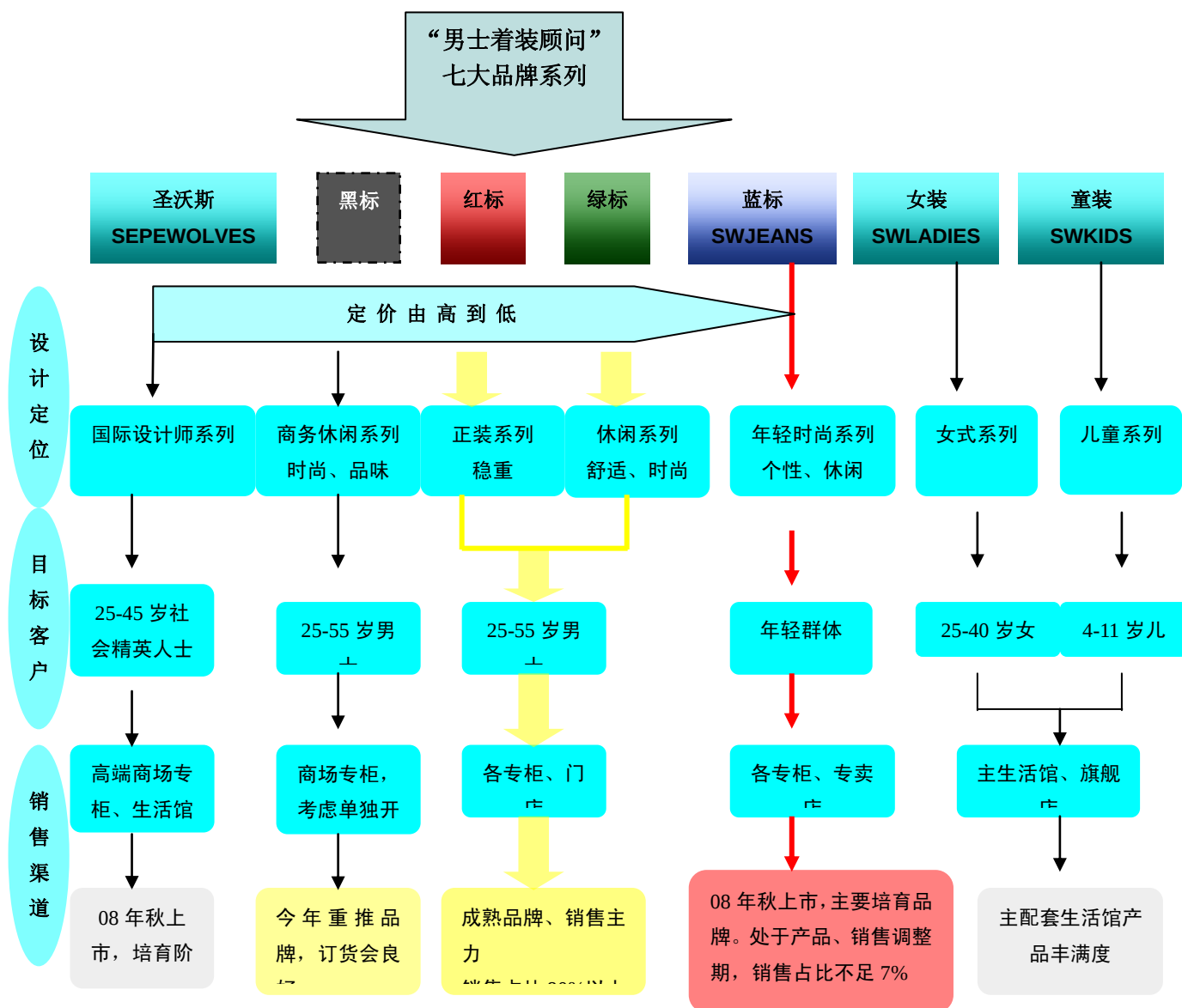
今年开始重推的“黑标”系列，产品更加时尚，追求品位和品质，春夏季节产品标价 450 元左右，与“红标”（商务正装）差不多，但是毛利率更高。目前“黑标”较为契合市场，订货会反映良好。

2008 年秋新推出的定位于年轻消费群体的“蓝标”是公司近年重点培育品牌。随着产品丰满度的逐渐提高，将成为公司新的增长点。作为多品牌策略的一个重要支持部分，蓝标与原有的“绿标”、“红标”延续七匹狼以往的风格与定位完全不同，重点突出了“新锐”、“创新”、“动感”、“休闲”的特性。同时，蓝标主要目标客户主要是锁定“80 后”，以及部分 70 年代末出生的年轻人，在未来将进入 30-40 岁年龄段的潜在客户和目标客户周围的人群中树立品牌形象。公司“蓝标”目前正处于销售、产品品类调整的转型期，今年收入可能下降。

未来公司销售、扩张重心将依然放在主打系列红标、绿标、黑标以及蓝标上，而公司其他系列的主要目的在于提高品牌的知名度，如圣沃斯系列目前推出主要是为提升品牌高端形象，女装和童装主要是为配套生活馆，提高产品丰富度。未来产品定价较高的黑标和红标比重将会加大，各系列产品结构的调整将会提高产品平均单价，进而提高单店收入。

公司多品牌策略能较好地定位不同利益的细分市场，通过强调各品牌系列的特点，满足不同的消费群体需求，从而占有较多的细分市场，同时，一旦新品牌成熟，将成为公司新的增长点。如公司的女装和童装随着未来产品丰富度不断提高，将会独立运作，成为新的增长级。

图表 9 “七匹狼”系列化品牌格局实现



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：虚线框表示尚未上市系列

### 三、渠道策略灵活，内生外延双重驱动

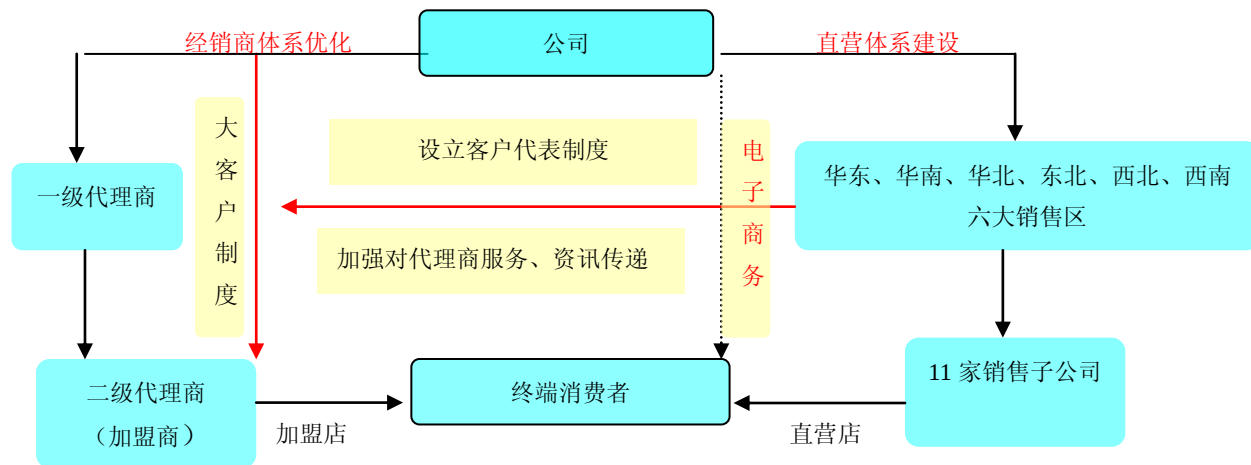
#### 3.1 优化经销商加盟渠道，稳步推进扁平化渠道模式

公司经过前几年经销商加盟模式实现快速扩张后，销售网络已纵深至二三线城市。近两年，公司渠道策略上“跑马圈地”外延式扩张有所趋缓，开始着力于梳理渠道管理。由于休闲男装主要针对的人群较为广大，发展初期跑马圈地式扩张是必然之选，而公司近两年的渠道战略重点转向内涵式增长，主要理由有二：

一是前几年的快速外延式规模扩张已经达到一定规模，公司加强提高渠道掌控能力急待提高，所以，渠道优化升级势在必行。二是近几年的租金高涨，压缩了加盟商的利润空间，二线城市的快速扩张已经达到一定限度，未来消费升级大趋势下，通过渠道优化，增加直营店，生活馆这类带有很强品牌提升和宣传效应的门店是品牌提升的重要举措。

2010 年以来，公司围绕经销商管理优化，稳健推进渠道扁平化建设。目前，公司已设立华东、华南、华北、东北、西南、西北等 6 个大区和 11 个销售子公司，负责对当地区域的管控和直营体系的拓展，同时设立客户代表制度，加强对代理商的服务和资讯的传递，并且设立大客户制度，鼓励具有实力的终端加盟商直接代理公司品牌，缩短代理层级。

图表 10 七匹狼推进扁平化渠道模式建设



资料来源：公司公告、华泰证券

#### 3.2 加快直营体系建设，优化渠道结构

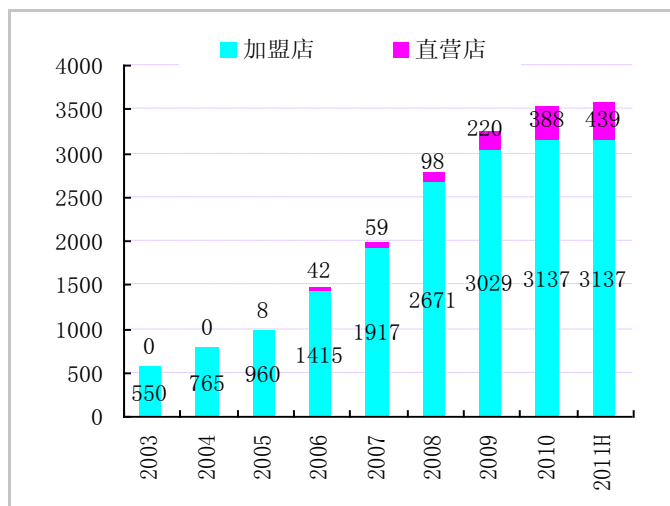
公司品牌自创立之初，坚持代理加盟的销售模式，尤其是 2004 年上市获得资本市场资金支持后，2004-2008 年其渠道数量扩张基本保持 30% 以上的年复合增长率，渠道的快速扩张直接带动了公司销售收入的快速增长，且销售收入增速显著高于渠道扩张速度。尤其是 04 年公司上市和 07 年公司增发融资 6 亿元用于销售网络升级改造后，开店速度在 06 年、08 年分别达到 50.52% 和 40.13%，且销售收入在 08 年达到 88.56% 的峰值。

随着 09 年公司渠道网络升级项目的完成，公司外延扩张速度逐渐趋缓，主要精力在于加强直营渠道建设、提高对经销商服务和管理能力以及供应链管理能力和。我们认为渠道优化带来单店效益的提高是未来公司业绩保持持续增长的主要动力。

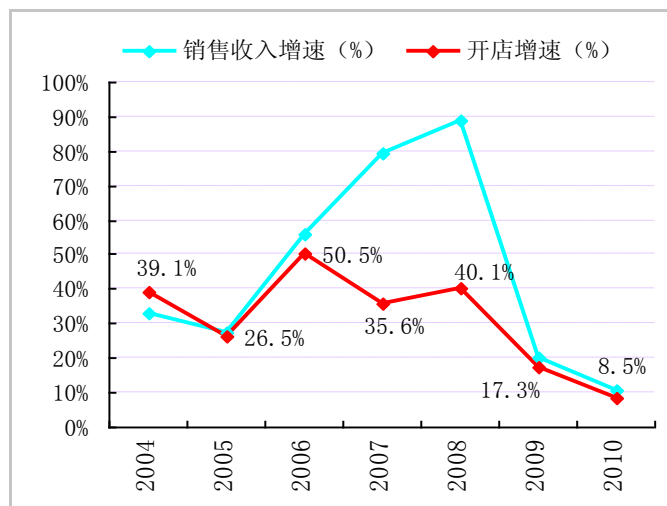
公司积极贯彻“管理及服务下沉”的渠道管理目标，将服务从代理商下沉到经销商。返点直接确认，授信额度授予等年初确立的经销商服务手段都在进一步的执行及跟进。公司着力进行终端店铺的整改，涉及终端装修、店员服务、产品陈设、促销政策等系列的终端营销方案在店铺推行，并取得良好效果。

公司在 07 年开始推进直营体系建设后，直营店从 59 家增加到 439 家，直营店占比从 3% 上升为 12.3%，我们预计到 2012 年直营店比例将达到 20% 左右。随着直营占比的提升，单店效益也快速上升，06-10 年单店销售收入从 33.5 上升至 62.3 万元。

图表 11 加盟店和直营店门店数 (03-10 年 6 月)      图表 12 公司门店和销售收入增速 (%)

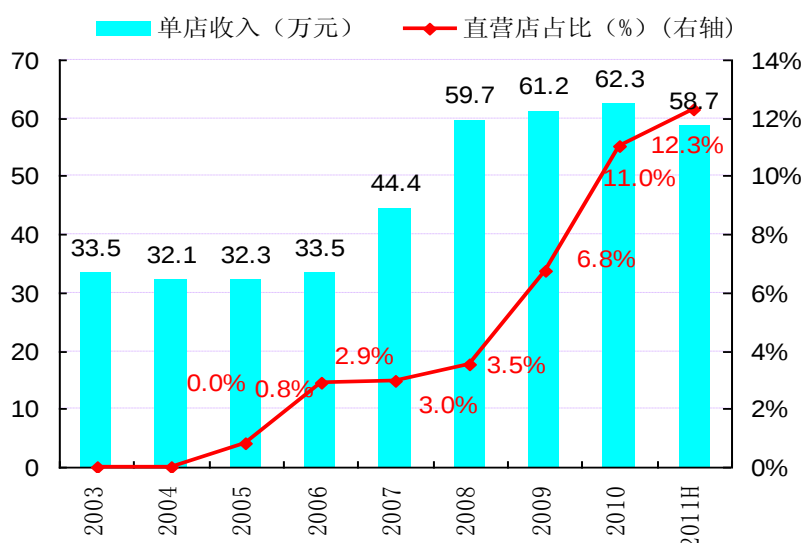


资料来源：华泰证券



资料来源：华泰证券

图表 13 公司加快直营体系建设，单店收入同增 (2003-2011 年 6 月)



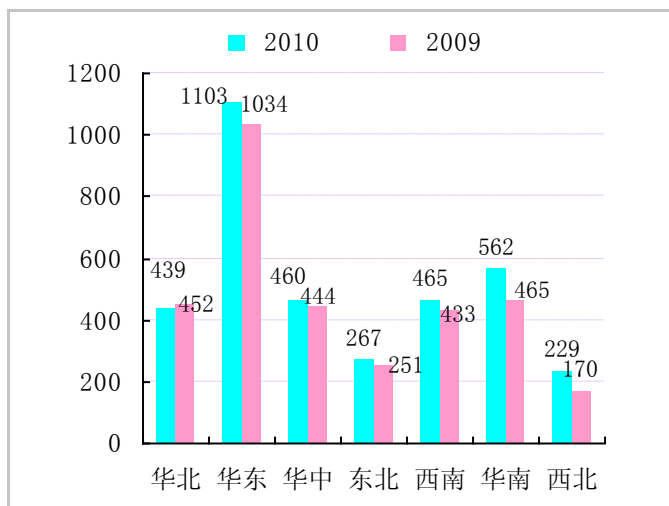
资料来源：Wind 资讯、华泰证券

### 3.3 渠道全国布局，初见雏形

从公司主要销售区域门店分布看，目前，七匹狼全国布局的战略已基本实现。2009-2010 年，华东、华南店铺数最多，其他地区基本在 500 家以下。

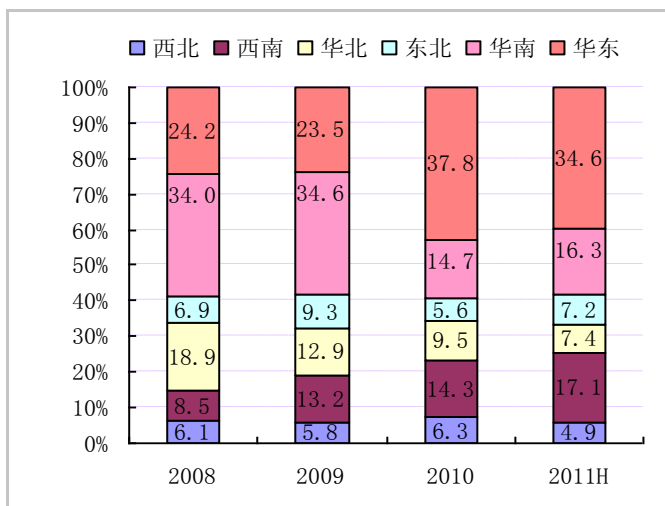
目前，销售收入贡献度最高是华东、华南、西南地区，华南地区收入占比近年下降较大，但华东地区收入和店铺数增长较为匹配，且将并入部分华中地区销售收入。西南地区潜力巨大，目前收入比重已从最初的 08 年的 8.5% 提升至今年中期的 17.1%。其他地区收入比重总体呈现前高后低，尤其是华北地区近年门店数和销售占比逐年下降，主要是前期发展过快，库存压力大，预计未来发展将保持稳定。尽管西北、西南地区租金要低于华东、华北地区，但是华东、华北地区是主要品牌集散地，未来品牌走中高端，还是需要一定比例布局在一线发达城市，这将有助于提升品牌形象。

图表 14 公司主要销售区域门店分布



资料来源：华泰证券

图表 15 公司主要销售区域销售收入构成 (%)

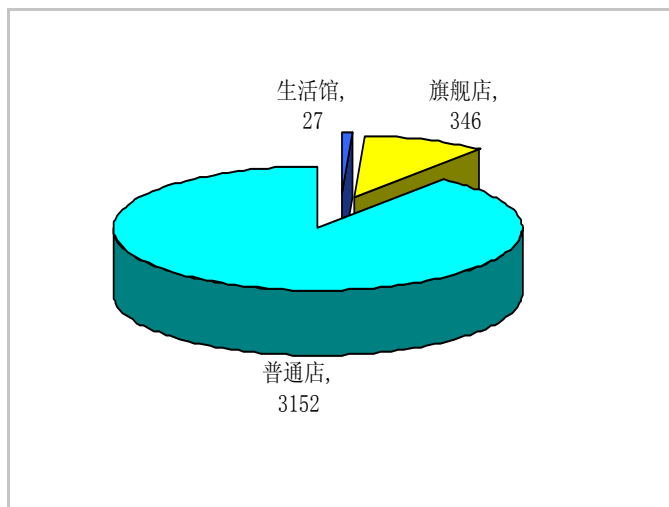


资料来源：华泰证券

当前，公司主要渠道形式是自设门店，以开设普通专卖店、旗舰店、生活馆等店态为主，在 09 年完成销售渠道网络升级项目后，公司在全国范围内已经形成一个有层次、有分工、布局合理的销售网络，绝大部分销售区域内，至少布局了 3 家男士生活馆，承载区域内形象展示、新品发布、服务示范、员工培训等功能；在该区域的若干次核心商圈，布局 30 家以上旗舰店，发挥主力销售以及周边专卖店销售带动功能；在该区域适合七匹狼产品销售的其他商圈，布局专卖店。

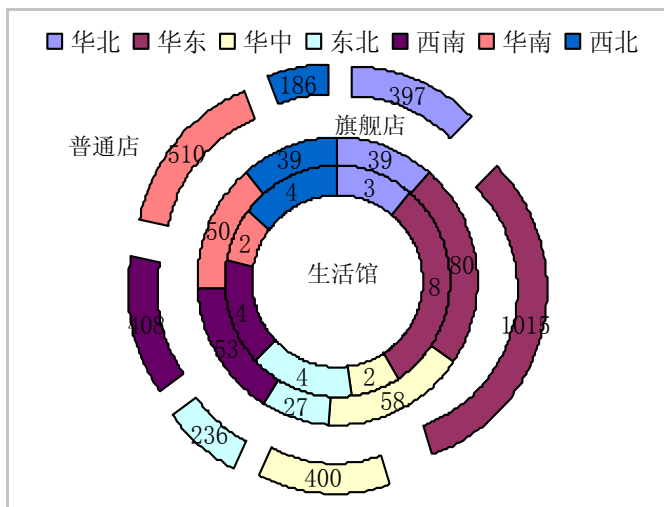
七大销售区域内生活馆、旗舰店和普通店基本结构比例约为 1: 10: 100，这对优化公司销售网络的布局与结构，提升公司产品销售终端的形象，促进公司销售收入的快速增长将产生很好的促进作用。

图表 16 公司店态分布情况（2010 年）



资料来源：华泰证券

图表 17 公司主要销售区域店态分布情况(2010)



资料来源：华泰证券

### 3.4 重启外延式扩张并步伐，“抢滩”三四线城市和新兴商业圈

公司经过 09-10 年的内部供应链的升级梳理后，公司开始重启外延式扩张。今年 11 月，公司预告将进行非公开发行。公司募集资金总额约 18 亿元，全部用于投资建设“营销网络优化项目”。拟增加销售终端 1200 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。公司渠道网络拓展计划重启将迎来新一轮增长，预计 2013 年公司渠道总门店数将达到 4449 家。

公司未来渠道的主要扩张方向之一是渠道向具有巨大消费潜力的三四线城市下沉，主要考虑有三：一是产业区域转移，由东部发达城市向中西部三四线城市转移，带来这些地区经济发展水平。二是劳动力工资在三四线城市涨幅最高，这些地区居民收入水平的整体提升是消费升级的重要支撑。三是三四线城市居民消费观念不断向一二线城市靠拢，未来消费意愿将会提升。

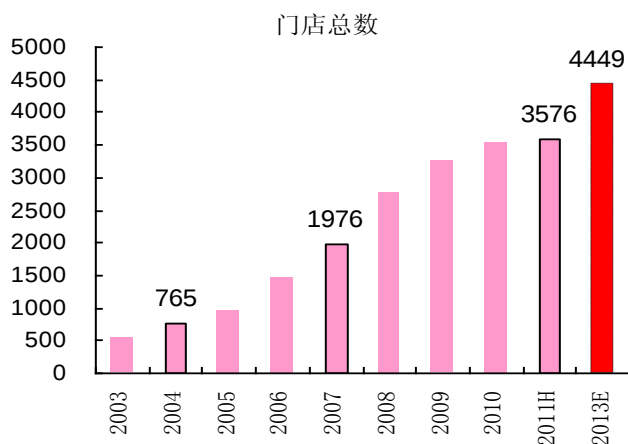
在当前一二、三线城市服装消费趋于饱和、竞争空间逐渐趋于狭小的背景下，公司未来渠道形式方面将重点拓展百货商场、Shopping Mall 和超市等新商业形态是公司渠道扩张方向之二。这些商业形态对短期投入资金要求较少，可以实现快速扩张目的，并且渠道拓展风险较小，可以弥补由于高居不下的门店租金带来的渠道拓展压力。

表格 1 七匹狼募集资金情况

|       | 时间          | 发行额度<br>(万股) | 发行价<br>(元) | 募集资金<br>(亿元) | 募投项目                                                                  | 投入总额<br>(亿元) | 项目计划完成      |
|-------|-------------|--------------|------------|--------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------|-------------|
| 首发    | 2004 年 8 月  | 2500         | 7.45       | 1.86         | 155 万件中高档休闲茄克项目                                                       | 1.072        | 2006 年      |
|       |             |              |            |              | 全国营销网络项目                                                              | 0.711        | 2007 年      |
| 公开增发  | 2007 年 10 月 | 2285         | 26.25      | 6.00         | 销售网络升级项目                                                              | 5.4482       | 2009 年 12 月 |
|       |             |              |            |              | ERP 系统升级项目                                                            | 0.4          | 2011 年 8 月  |
| 非公开增发 | 2011 年 11 月 | 5300         | 34.27      | 18.16        | 营销网络优化项目：拟增加销售终端 1200 家，其中直营 60 家旗舰店和 300 家专卖店，加盟 140 家旗舰店及 700 家专卖店。 | 18.16        | 2014 年 5 月  |

资料来源：华泰证券

图表 18 七匹狼渠道门店总数（单位数）



资料来源：华泰证券

### 3.5 积极拓展电子商务新渠道，培育新增长点

公司是业内较早试水电子商务进行网络销售的品牌服装公司，网络销售的巨大潜力也日益受到公司的重视，未来在这块渠道的投入将不断增加，这是公司探索多元化渠道创新之举。

目前，公司开设的网上商城主要是针对库存滞销过季商品的处理。随着技术平台的顺利完成，集合公司库存销售、新品销售以及网络专属产品销售的全新网销售平台将在下半年正式上线。这一方面将能够提升订单处理能力，另一方面有利于提升客户体验，这将比目前的淘宝平台更能体现出公司的品牌价值及服务价值，更好的展示品牌形象。

2011 年上半年，公司实现网络销售约人民币 3200 万元，比去年同期增长 400%。尽管目前对整体销售收入贡献较低，随着电子商务的普及和公司的投入，网络销售渠道的贡献度将会提高。

## 四、内部管控能力逐渐增强，加强零售商战略思维

公司近年在保持稳健增长的同时实施由“批发”向“零售”进行转型，09 年开始重点进行商品企划为龙头的内部经营模式的不断改进，对供应链上下游进行整合和革新。主要举措有：加强商品企划能力，提高产品与市场的契合度；以代理商及经销商为主的经营模式将持续保持并对渠道进行不断的完善及细化；集中资源进行销售渠道与产业链管理方面的建设，深入公司内部管理，推动产业链管理水平的提高。

### 4.1 加强商品企划，提高产品与市场的契合力

由于长期处于工业品批量设计阶段，设计环节目前是七匹狼等很多国内品牌服装企业的弱势，公司充分意识到休闲服饰对时尚度的要求越来越高，货品的更新速度直接影响品牌的市场占有率。公司不断优化商品企划流程和商品研发模式，提高产品与市场的契合度，强化公司对终端销售的市场反映能力。

商品企划是公司 09 年才开始分出新的部门，商品企划是整个供应链的源头，指导着公司未来产品销售产品的风格和方向。同时根据市场信息，设计产品，挑选产品，并且指导经销商订购货品。目前研发团队一部分为原创设计人员，保证公司独有的设计风格和设计理念。同时，公司近年已经投入部分精力引入在快时尚行业的买手制，保证公司不断吸收市场前沿的设计灵感和时尚元素，在商业品牌基础建设上提升品牌设计能力。

### 4.2 改进供应链管理，提高内控管理效率

公司在经历了产品品类丰富、门店快速扩张、品牌营运后，对高效、快速反应的供应链管理能力提出更高的要求，以获得持续内生性增长能力。

今年 8 月，公司 ERP 系统升级项目完成，升级项目贯穿于订单管理、零售管理、采购管理、仓储管理以及财务管理，系统内部对各模块采用直通式处理，搭建起了公司统一的零售与批发业务管理平台，将大大提高公司对零售终端的管控能力。

但信息系统与零售终端的对接还有待提高，目前，公司直营店占比仅为 12.3%，公司在加盟经销商终端进行推进过程中可能会速度较慢。尽管公司从订货会（品类分配系统），到申管系统到工厂条形码管理的生产系统，数据分析物流货品发送区域等，但是经销商终端库存情况并没有完全连接。目前仅有部分大店实现 POS 机联网，所收集的终端数据也仅供参考，当前考量到终端渠道库存消化的问题，公司更有意放缓了此部分的推进。

根据公司的实际情况，我们认为其 ERP 系统可能还需要配合渠道整合升级、渠道扁平化建设的步伐，至少要至 2013 年后才会真正发挥作用。但是，在 ERP 全面上线后，公司将可以凭借强大的数据库分析做到对零售终端适时反应，大大降低库存压力并提升供应链管理效率，有效配合公司发展战略转型，对未来几年公司业绩增长效应将会逐渐显现。

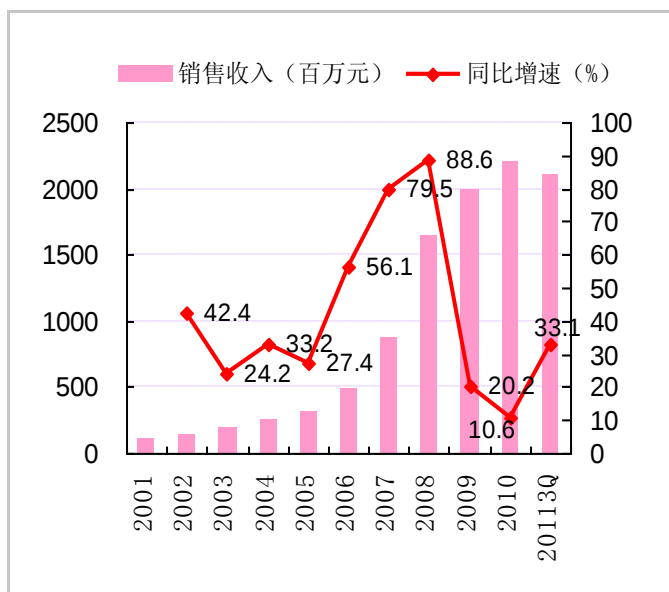
## 五、公司经营业绩分析——稳健转型成效渐显

09 年以来，公司发展重点从外延式快速扩张向内涵式增长转变，但同时兼顾经销商渠道稳定发展，实施稳健转型的战略。尽管销售收入在转型中渐趋缓，但是借助品牌和渠道优势，公司毛利率水平显著上升，期间费用率也呈现下降的趋势，盈利能力持续增长，转型成效渐显。

公司 2011 年 1-9 月实现营业收入 21.0 亿元，同比增长 33.08%；归属于上市公司股东的净利润 2.89 亿元，同比增长 59.82%，销售净利率达到 13.76%。其中，公司 7-9 月实现营业收入 9.06 亿元，同比增长 49.9%，净利润 1.14 亿元，同比增长高达 100.11%，预计公司秋季良好销售情况将延续至冬季。通过优化公司销售渠道，今年前三季度销售收入实现稳步较快增长，同时费用管理控制有效，盈利能力得到持续提升。

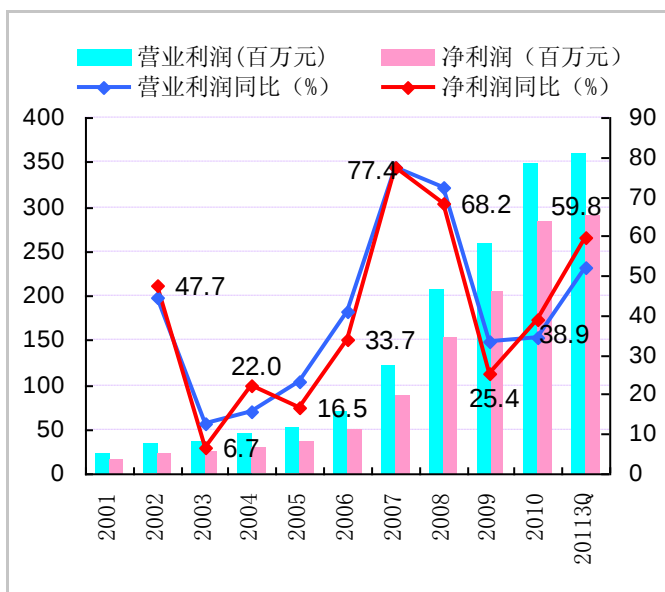
从公司 10 月之前数据看，目前经销商终端情况良好，直营单店可比同比增长达到 20%。公司今年秋冬订货会的产品提价以及去年秋冬存货今年消化很好，全年收入有望继续保持较高增长，全年业绩超预期可期待。同时，公司明年春夏订货会增长 20% 以上，数量和单价均有 10% 左右增长。

图表 19 公司销售收入同比增速



资料来源：华泰证券

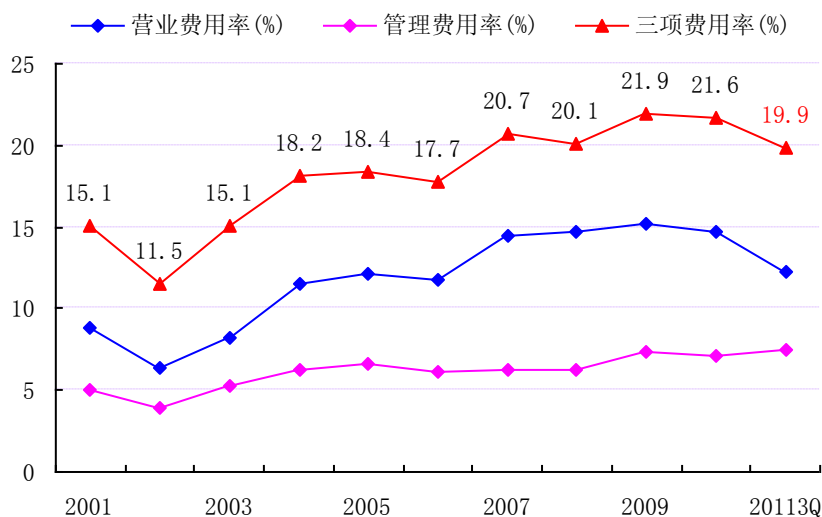
图表 20 公司营业利润和净利润同比增速



资料来源：华泰证券

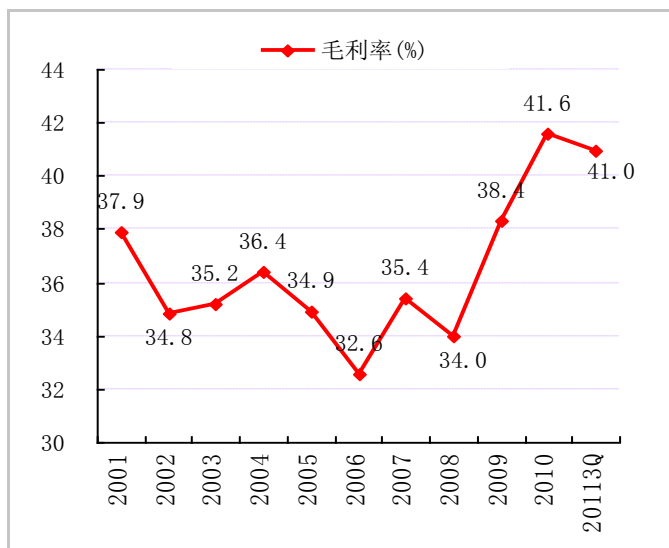
公司前三季度净利润增长 59.82%，大大超出收入增速约 27 个百分点，这是公司在战略转型中着重提升内部经营管理效率的成效体现。1-9 月份，毛利率为 40.96%，基本与去年同期持平。1-9 月，公司三项期间费用率为 19.89%，较去年同期下降约 0.86 个百分点，其中，营业费用率和管理费用率为 12.2%、7.45%，分别较去年同期下降 1.36%、0.02%。

图表 21 公司三项期间费用率趋降



资料来源：公司公告、华泰证券

图表 22 公司毛利率水平



资料来源：华泰证券

图表 23 2010 年 6 月各品类毛利率水平 (%)



资料来源：华泰证券；注：其他类包含占比低于 10% 的配饰等

## 六、盈利预测和估值 ——给予公司“推荐”评级

### 6.1 关键假设条件预测

七匹狼作为休闲男装龙头企业，在品牌运营、渠道建设等核心经营环节管理经验已逐渐趋于成熟，稳健战略转型也将逐步提升了公司内生增长能力。同时，公司近期已公告的增发计划将全部投入渠道营销网络建设，公司将在经过两年内部休整梳理后重启渠道扩张步伐。

我们认为，未来三年公司主要增长动力有二：一方面在于持续提升内部供应链管理效率，渠道上稳步优化经销商体系，着重对原有渠道的“精耕细作”，不断增强公司内生增长能力；另一方面通过重启外延式扩张，并加快直营体系建设，快速扩大公司的销售规模。在外延式扩张和内生性增长双重驱动下，公司未来成长性可期。

#### 门店扩张稳步推进，单店收入稳步提升

由于公司渠道门店总数基数的提高，预计公司门店未来三年扩张速度将维持在 8%，年净增门店数 300 家左右。同时，由于 07-09 年大幅新增门店已进入成熟阶段，内部供应链管理效率的提高，单店效益增速将稳步提升，预计公司未来三年单店销售收入增速分别为 6%、8%和 10%。

#### 直营占比提高，毛利率将保持在 40%以上

随着公司直营渠道建设推进，直营渠道占比将提高，加盟商提货量的减少将会带来提货折扣提升毛利率水平将随之提高；公司产品生产外包占比已达 80%以上，公司议价能力较强；公司主要产品品类包括夹克、外套、T 恤等毛利率较高产品；随着公司品牌美誉度不断提高，产品具有一定提价能力，另外品牌产品提价后具有一定刚性，提价后下调可能性较低。我们预计 2011 年以后毛利率将能够保持 40%以上。

#### 期间费用率有望回落

随着直营店的占比增加，租金居高不下和人力成本的上升趋势下，未来租赁、人力等费用下降可能性较小。但考虑到品牌建设和渠道建设进入新阶段，公司渠道门店已突破 3500 家，销售规模已达 20 亿元以上，规模效应也将显现。同时，随着公司 ERP 系统的模块的上线，供应链管理效率将进一步提高。预计未来三年期间费用率有望回落至 20%以内。

综上假设条件，预计公司 2011-2013 年公司收入增长率分别为 20.79%、22.21%、22.19%，归属于母公司的净利润增长率将为 42.3%、27.4%和 33.4%。

表格 2 关键假设条件预测

| 项目    |            | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售门店  | 总数（家）      | 1976   | 2769   | 3249   | 3525   | 3805   | 4128   | 4449   |
| 其中：   | 直营店        | 59     | 98     | 220    | 388    | 568    | 728    | 878    |
|       | 加盟店        | 1917   | 2671   | 3029   | 3137   | 3237   | 3400   | 3571   |
|       | 新增总数（家）    | 519    | 793    | 480    | 276    | 280    | 323    | 321    |
|       | 扩张增速       | 36%    | 40%    | 17%    | 8%     | 8%     | 8%     | 8%     |
| 单店    | 单店收入（万元/家） | 44.4   | 59.7   | 61.2   | 62.35  | 66.09  | 71.38  | 78.52  |
|       | 增速         | 32.50% | 34.50% | 2.50%  | 2.00%  | 6.00%  | 8.00%  | 10.00% |
| 销售收入  | 销售收入（百万元）  | 876    | 1653   | 1987   | 2198   | 2655   | 3245   | 3965   |
|       | 增速         | 79.50% | 88.60% | 20.20% | 10.59% | 20.79% | 22.21% | 22.19% |
| 毛利率   |            | 35.40% | 33.90% | 38.30% | 41.60% | 41.00% | 41.00% | 42.00% |
| 三项费用率 |            | 20.70% | 20.10% | 21.90% | 21.64% | 20.23% | 19.20% | 18.73% |
| 净利润   | 净利润（百万元）   | 89     | 153    | 204    | 283    | 403    | 513    | 685    |
|       | 增速         | 77.2%  | 72.5%  | 33.3%  | 38.9%  | 42.3%  | 27.4%  | 33.4%  |

资料来源：华泰证券

## 6.2 公司估值和投资建议

### 绝对估值法

我们对公司采用 DCF 模型进行估值，估值主要假设参数和敏感性分析表如下。根据 DCF 估值法，我们以 3% 的永续增长率和加权资本成本 WACC 为 7.34% 进行估值，公司的合理内在价值为 47.78 元。由于我们考虑到 DCF 估值法对各种假设参数的依赖较大，可能不能真实反映公司的实际价值，因此，仅将此价格做为参考值。

表格 3 DCF 主要假设

| 预测项目    | 预测值    |        |
|---------|--------|--------|
|         | 高速增长阶段 | 永续增长阶段 |
| 无风险利率   | 5%     | 5%     |
| BETA    | 0.691  | 0.691  |
| 市场预期收益率 | 9%     | 9%     |
| 股权成本    | 7.76%  | 7.76%  |
| 债务成本    | 6.35%  | 6.35%  |
| 债务比例    | 30%    | 30%    |
| WACC    | 7.34%  | 7.34%  |
| 法定所得税率  | 15%    |        |
| 永续增长率   | 3%     |        |

资料来源：华泰证券

表格 4 DCF 敏感性分析

| 估值   |              | 永续增长率 |       |       |              |        |        |
|------|--------------|-------|-------|-------|--------------|--------|--------|
|      |              | 0.00% | 1.00% | 2.00% | 3.00%        | 4.00%  | 5.00%  |
| WACC | 5.34%        | 41.31 | 49.47 | 62.51 | 86.70        | 147.03 | 563.50 |
|      | 6.34%        | 35.13 | 40.61 | 48.61 | 61.41        | 85.15  | 144.35 |
|      | <b>7.34%</b> | 30.64 | 34.55 | 39.93 | <b>47.78</b> | 60.34  | 83.64  |
|      | 8.34%        | 27.23 | 30.15 | 33.99 | 39.27        | 46.98  | 59.30  |
|      | 9.34%        | 24.55 | 26.81 | 29.67 | 33.44        | 38.62  | 46.19  |

资料来源：华泰证券

### 相对估值法

我们对同处于品牌服装行业 A 股上市的希努尔、报喜鸟和九牧王三家公司进行估值比较。根据以上预测，公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.42 元、1.79 元、2.40 元，对应 11 月 9 日 39.48 元收盘价的 PE 分别为 28 倍、22 倍和 16 倍。2011 年估值要高于报喜鸟和希努尔，但略低于九牧王，但是处于历史平均估值水平以下。在以上三家可比本土品牌男装上市公司中，希努尔和报喜鸟主要是以销售男士正装产品为主，正装行业整体发展较为稳定，成长性要低于休闲男装。

从公司今年全年订货会情况和三季报情况来看，今年全年业绩增长已较明确。考虑到大盘调整风险、年底估值切换以及增发计划的催化剂效应，给予公司 23-25 倍市盈率，对应 2012 年 EPS1.79 元，未来 6 个月股价区间为 41.17-44.75 元，给予公司“推荐”评级。

表格 5 行业主要上市公司估值比较

|     | 收盘价<br>(11 月 9 日) | 总股本<br>(亿股) | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       |       | PE(X) |       |       |       |
|-----|-------------------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|     |                   |             |             | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 七匹狼 | 39.48             | 2.83        | 111.73      | 1.00  | 1.42  | 1.79  | 2.40  | 39    | 28    | 22    | 16    |
| 希努尔 | 22.65             | 2.00        | 45.30       | 0.88  | 0.99  | 1.31  | 1.77  | 26    | 23    | 17    | 13    |
| 报喜鸟 | 14.63             | 5.87        | 85.88       | 0.41  | 0.58  | 0.78  | 0.97  | 36    | 25    | 19    | 15    |
| 九牧王 | 26.57             | 5.73        | 152.25      | 0.63  | 0.89  | 1.13  | 1.40  | 42    | 30    | 24    | 19    |

资料来源：Wind 资讯、华泰证券

### 6.3 风险提示

**宏观经济：**如宏观经济转向下行，经济反复带来消费反转将给终端销售带来冲击，加重渠道零售终端的库存和资金压力，影响渠道的健康发展。

**直营体系建设：**它是公司进行渠道升级转型的重要举措，若直营体系建设迟缓或进展不顺利，渠道扁平化进程的缓慢将影响公司现金流。

表格 6 财务报表预测和主要财务比率（七匹狼：002029）

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 1375 | 1937  | 2671  | 3535  | <b>营业收入</b>     | 2198        | 2655         | 3244         | 3964         |
| 现金             | 144  | 421   | 826   | 1303  | 营业成本            | 1284        | 1566         | 1914         | 2299         |
| 应收账款           | 318  | 392   | 477   | 582   | 营业税金及附加         | 22          | 26           | 32           | 39           |
| 其它应收款          | 14   | 17    | 21    | 25    | 营业费用            | 323         | 356          | 428          | 514          |
| 预付账款           | 353  | 431   | 527   | 632   | 管理费用            | 157         | 197          | 236          | 283          |
| 存货             | 395  | 493   | 598   | 720   | 财务费用            | -5          | -12          | -24          | -40          |
| 其他             | 152  | 183   | 223   | 272   | 资产减值损失          | 82          | 50           | 61           | 64           |
| <b>非流动资产</b>   | 1060 | 1001  | 939   | 876   | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0    | 2     | 2     | 2     | 投资净收益           | 12          | 12           | 12           | 12           |
| 固定资产           | 91   | 84    | 73    | 60    | <b>营业利润</b>     | 347         | 485          | 610          | 817          |
| 无形资产           | 20   | 17    | 14    | 10    | 营业外收入           | 8           | 7            | 7            | 7            |
| 其他             | 950  | 899   | 850   | 804   | 营业外支出           | 16          | 9            | 10           | 11           |
| <b>资产总计</b>    | 2436 | 2938  | 3609  | 4411  | <b>利润总额</b>     | 339         | 483          | 607          | 813          |
| <b>流动负债</b>    | 771  | 918   | 1153  | 1364  | 所得税             | 50          | 71           | 90           | 120          |
| 短期借款           | 0    | 0     | 50    | 50    | <b>净利润</b>      | 289         | 411          | 517          | 693          |
| 应付账款           | 219  | 267   | 326   | 392   | 少数股东损益          | 6           | 8            | 11           | 14           |
| 其他             | 552  | 651   | 776   | 922   | <b>归属母公司净利润</b> | 283         | 402.93       | 506.81       | 678.29       |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 428         | 534          | 648          | 839          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.00        | 1.42         | 1.79         | 2.40         |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 771  | 918   | 1153  | 1364  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 66   | 74    | 85    | 99    | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 283  | 283   | 283   | 283   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 558  | 558   | 558   | 558   | 营业收入            | 10.6%       | 20.8%        | 22.2%        | 22.2%        |
| 留存收益           | 757  | 1104  | 1530  | 2107  | 营业利润            | 34.6%       | 39.5%        | 25.8%        | 34.0%        |
| 归属母公司股东权益      | 1599 | 1945  | 2371  | 2948  | 归属于母公司净利润       | 38.9%       | 42.3%        | 25.8%        | 33.8%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 2436 | 2938  | 3609  | 4411  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 41.6%       | 41.0%        | 41.0%        | 42.0%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 12.9%       | 15.2%        | 15.6%        | 17.1%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 17.7%       | 20.7%        | 21.4%        | 23.0%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 56.0%       | 73.6%        | 86.1%        | 103.7%       |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 31.7%       | 31.3%        | 31.9%        | 30.9%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 0.00%       | 0.02%        | 4.34%        | 3.67%        |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.78        | 2.11         | 2.32         | 2.59         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.16        | 1.47         | 1.69         | 1.96         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.97        | 0.99         | 0.99         | 0.99         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 7           | 7            | 7            | 7            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 6.24        | 6.45         | 6.45         | 6.40         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益 (最新摊薄)     | 1.00        | 1.42         | 1.79         | 2.40         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.92        | 1.26         | 1.57         | 2.02         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产 (最新摊薄)    | 5.65        | 6.88         | 8.38         | 10.42        |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 39.81       | 27.98        | 22.24        | 16.62        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 7.05        | 5.80         | 4.75         | 3.82         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 24          | 19           | 16           | 12           |

资料来源：华泰证券

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

**免责声明:**

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。