

**七匹狼 (002029)**

**费用上升有压力 全年业绩无忧**

**张伟文**                      **李质仙**  
755-82485666-7030        10-82001565  
zhangww@ms.gtjas.com    lizhixian@gtjas.com

**本报告导读:**

➤ 本次报告主要阐述我们对上半年公司费用上升的看法，维持业绩预测和投资评级。

**事件:**

- 上半年公司实现主营业务收入、主营业务利润分别增长 28%和 31%，受广告开支的影响，净利润表现欠佳，同比降 7%，每股收益 0.19 元。
- 事件营销的策略导致公司广告开支波动性较大，世界杯期间公司广告投入达 1360 万元，影响税后每股收益近 0.10 元。下半年无新的事件营销计划，全年广告费用将控制在 7-8%的水平，与过往基本持平。
- 报告期内开店速度和销售规模扩张符合预期，毛利率稳中有升，现金流表现理想，预收账款大增都预示着全年业绩仍将有较好表现。
- 渠道扁平化和自营店建设稳定推进，职业经理人的引进有助于提升管理团队的竞争力。
- 维持公司未来几年 20%的开店速度、10%的内生增长以及 30%销售规模扩张的预期。
- 维持 06、07 年分别为 0.40 元和 0.55 元 EPS 的盈利预测，投资评级不变。

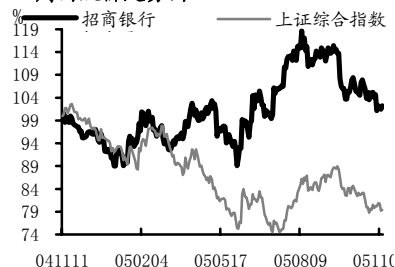
- 上半年公司实现主营业务收入 18486 万元，主营业务利润 7080 万元，净利润 2140 万元，同比分别增长 28%和 31%和-7%，每股收益 0.19 元，较去年同期 0.21 元略减。销售毛利率表现稳定，同比上升 0.7 个百分点达 37%，。现金流表现不俗，经营性现金流劲增 77%，为净利润的 1.7 倍。
- 净利润的波动原因是上半年世界杯期间，公司加大广告投入力度，上半年列支广告费用 2067 万元，同比增 1233 万元，仅世界杯期间公司的直接广告投入就达 1360 万元。期间费用比率从一季度的 16%上升至 23%。公司表示年内没有新的事件营销计划，全年广告费用的比例将控制在 7-8%，期间费用仍将维持在 17%左右的水平。与境内外较成熟的品牌服装运营商相比，公司的毛利率和费用率均处于下端，趋势上均有上升空间。我们认为通过有效的事件营销，不断提升品牌定位的清晰度，有助于强化公司的品牌形象，培养消费者的忠诚度，在渠道供应链中掌握较强的定价权进而创造更高的商业利润。

**评级:**                                      **增持**  
上次评级:                                  增持  
**目标价格:**                                **¥12.00**  
上次预测:                                  ¥12.00  
**当前价格:**                                 **¥10.72**  
2006.08.10

**交易数据**

52 周内股价区间 (元)	5.16 ~ 12.84
总市值 (百万元)	1,185
总股本/流通 A 股 (百万股)	110.50/42.25
流通 B 股/H 股	
流通股比例	38.2%
日均成交量 (百万股)	1.5
日均成交值 (百万元)	11.5

**52 周内股价走势图**



**相关报告**

- 《七匹狼——业绩符合预期，维持评级》2006-4-26
- 《七匹狼——国内休闲服品牌佼佼者》2005-7-15
- 《七匹狼——品牌优势成就核心竞争力》2004-12-29

**表 1: 境内外同类公司部分经营指标对比:**

公司名称	毛利率	净利率	ROE	有效税率	应收帐款周转率	存货周转率
NIKE	44%	9.3%	23.34%	-	6.42	4.30
PoloRalph Lauren	54%	8.2%	16.54%	-	7.97	3.77
Li Ning	47%	7.6%	17.21%	31.12%	8.3	4.26
Esprit Holdings	54%	16.1%	53.6%	22.28%	15.14	7.46
Giordano	50%	9.2%	19.92%	21.35%	18.54	6.2
International ports	65%	19.4%	22.97%	8.93%	8.59	1.27
七匹狼	35%	11.4%	11.05%	27.09%	17.84	3.5

资料来源: BLOOMBERG WIND 资讯

**表 2: 境内外同类公司销售管理费用率比较:**

公司名称	05 年	04 年	03 年
LI NING	37.28%	37.80%	38.12%
PORTS	44.77%	41.68%	38.57%
ESPRIT HOLDING	34.75%	34.56%	35.77%
GIORDANO INTERNATIONAL	41.3%	40.69%	39.56%
NIKE	29.94%	30.72%	30.21%
POLO RALPH	39.66%	41.81%	38.94%
七匹狼	18.72%	17.7%	13.4%

资料来源: BLOOMBERG WIND 资讯

- 未来三至五年内我们对公司持 20-25% 的门店扩张速度、30-35% 的销售规模成长以及 10% 左右的内生增长预期，上半年的情况基本符合预期。公司目前拥有门店约 1100 家，上半年自营店从 8 家上升到 14 家，拥有厦门、晋江和上海三地物流配送中心。上半年渠道扁平化和自营店建设稳步推进，外部职业经理人的积极引入不断提高管理团队的竞争力，包括外聘法国设计师兼任公司色彩总监，以及聘用曾任国际知名直销品牌的区域总代理的专业人才任渠道总监，汲取先进的服装设计和渠道管理理念。
- 对比一季度应收账款和存货周转天数双降的良好表现，二季度的营运效率提升不明显，上半年应收账款周转天数从 35 天降至 22 天，但存货周转天数则从 94 天微升至 101 天。
- 现金流表现仍为理想，预收账款同比劲增 89% 达 8569 万元，主要为经销商新增订货款，则预示着三四季度较好的销售业绩。
- 本次不调整盈利预测并维持前期 12 元的目标，“增持”评级不变。

表3: 七匹狼盈利预测 (单位: 百万元)

损益表	2004A	2005	2006E	2007E
主营业务收入	246	313	406	526
减: 主营业务成本	156	204	260	335
减: 税金及附加	1	0	2	3
主营业务利润	88	109	144	188
加: 其他业务利润	1	2	2	2
减: 营业费用	28	38	49	63
管理费用	15	21	27	32
财务费用	1	-1	1	1
营业利润	44	54	69	94
加: 投资收益	0	0	0	0
加: 营业外收支净额	0	0	0	0
所得税	15	14	24	33
少数股东损益	0	1	0	0
净利润	29	36	45	61
资产负债表	2004A	2005	2006E	2007E
货币资金、短期投资	113	124	135	161
其他流动资产	131	140	183	236
长期投资	0	0	0	0
固定资产合计	95	124	155	181
无形及其他资产	6	17	17	17
资产合计	345	405	489	595
流动负债	45	74	97	125
长期负债	0	0	0	0
股东权益	300	322	383	461
投入资本(IC)	187	206	257	309
现金流量表	2004A	2005	2006E	2007E
EBIT	45	53	70	95
NOPLAT	30	39	46	62
折旧与摊销	6	9	12	12
流动资金增量	52	(20)	20	25
资本支出	(11)	(49)	(42)	(39)
自由现金流	76	(22)	35	61
经营现金流	17	66	38	49
投资现金流	(44)	(49)	(42)	(39)
融资现金流	125	194	15	15
现金流净增加额	98	210	11	26
财务指标	2004A	2005	2006E	2007E
<b>成长性</b>				
收入增长	33.2%	26.4%	30.8%	29.4%
净利润增长	15.0%	24.4%	25.8%	36.6%
<b>利润率</b>				
毛利率	36.4%	34.9%	36.0%	36.3%
净利率	11.6%	11.4%	11.0%	11.6%
EBITDA 利润率	21.1%	19.8%	20.1%	20.4%
息税前利润率	18.5%	16.8%	17.2%	18.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**收益率**

净资产收益率 (ROE)	9.5%	11.1%	11.7%	13.3%
投入资本回报率 (ROIC)	15.9%	18.8%	17.8%	20.1%

**运营能力**

存货周转天数	114	104	101	102
应收账款周转天数	26	29	26	26
总资产周转天数	400	437	401	376

**偿债能力**

资产负债率	12.9%	18.3%	19.8%	21.1%
净利润现金含量	-0.54	1.85	0.84	0.81

**估值比率**

PE	23.8	24.9	19.9	14.5
PB	2.2	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.0	6.9	6.9	5.3

资料来源：国泰君安证券研究所

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;  
**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;  
**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;  
**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;  
**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;  
**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海  
上海市延平路 121 号 17 楼  
邮政编码: 200042  
电话: (021) 62580818

深圳  
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼  
邮政编码: 518029  
电话: (0755) 82485666

北京  
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层  
邮政编码: 100088  
电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)