

七匹狼 (002029)

业绩下滑 39%符合预期，期待公司产品、渠道、服务方面的积极变革

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：2014年10月22日

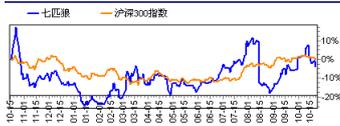
收盘价(元)	10.33
一年内最高/最低(元)	11.75/6.48
上证指数/深证成指	2327/8063
市净率	1.7
息率(分红/股价)	0.97
流通A股市值(百万元)	7803

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	6.27
资产负债率%	29.28
总股本/流通A股(百万)	756/755
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《七匹狼(002029)——业绩下滑41%符合预期，未来将聚焦提高零售能力，推进产品服务改革》

2014/08/24

《七匹狼(002029)2014年一季报点评》 2014/04/22

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

许一帆 A0230114070001
(8621)23297717
xuyz@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

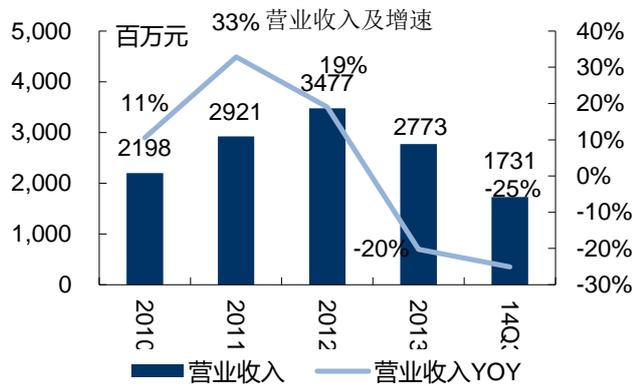
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2,773	-20	379	-32	0.50	47	8.3	21	7
14Q333	1,731	-25	228	-39	0.30	46	4.8		
2014E	2,514	-9.4	307	-19.1	0.41	47	8.2	25	-
2015E	2,588	3.0	370	20.6	0.49	47	8.7	21	-
2016E	2,670	3.1	416	12.6	0.55	47	8.5	19	-

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

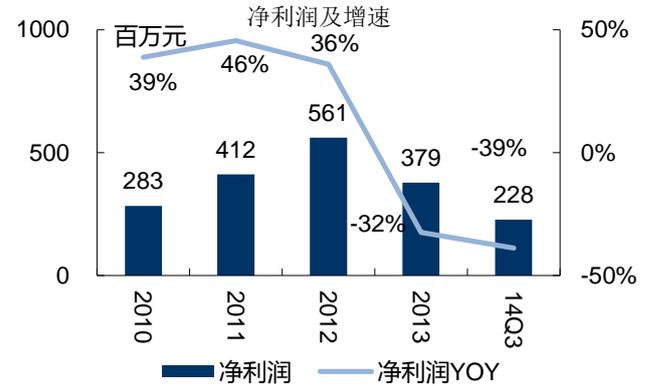
- **2014年三季报EPS为0.3元，业绩同比下滑38.8%，符合预期。**前三季度，公司实现收入17.3亿元，同比下滑25.1%；归属上市公司净利润为2.28亿元，同比下滑38.4%；扣非后净利润为1.5亿元，同比下滑55.6%；利息收入贡献4603万元，政府补贴贡献4274万元，资产减值准备较中报增加计提9621万元；EPS为0.3元。其中2014Q3公司实现收入7.1亿元，同比下滑20.2%，归属上市公司净利润为7713万元，同比下滑33.7%，扣非后净利润为5451万元，同比下滑46%。公司在三季报中预测2014年净利润同比下滑范围为20-40%。
- **毛利率保持稳定，收入下滑带动期间费用率增长较多，资产质量较为稳健。**2014Q3，公司毛利略下滑0.63个百分点至45.6%。期间费用率方面，销售和管理费用绝对额同比下滑2%和7%，但由于收入下滑较多，销售和管理费用率分别同比上升4.1和1.9个百分点至17.6%和9.6%。资产质量方面，存货较期初增加1.7亿至8.3亿元，应收账款较期初减少893万至4.5亿元，经营性现金流较去年同期增加7614亿元至4.9亿元，整体盈利质量较为稳健。
- **渠道仍在调整，聚焦渠道、产品、服务等方面提升变革，可期待明年业绩筑底。**下半年公司终端压力依旧较大，渠道仍在调整，预计门店数仍将持续减少；订货会方面，预计15年春夏订货会仍旧下降但降幅收窄。公司也在积极尝试产品、服务、渠道方面的变革：线上渠道公司考虑突出极致性价比单品，线下渠道公司在多家门店尝试标准化类直营模式以提升零售能力。此外，公司也在积极与微信等社交媒体进行合作，我们认为虽然短期内公司线上仍以清库存为主，但可期待未来公司能够推出融合线上线下的电商业务。我们认为，公司终端仍有较大压力，但降幅在逐渐收窄，资产质量逐渐改善，公司对创新转型态度坚定，可期待明年业绩筑底。
- **零售终端压力依旧较大，预计下半年业绩仍旧负增长，但可期待明年业绩筑底，此外公司积极探索渠道、产品、服务等方面的变革值得关注，维持增持评级。**我们维持14-16年EPS为0.41/0.49/0.55元的预期，对应PE为25.2/21.1/18.8倍，维持增持评级。

图 1：2014Q3 营业收入 17.3 亿，同比下滑 25%



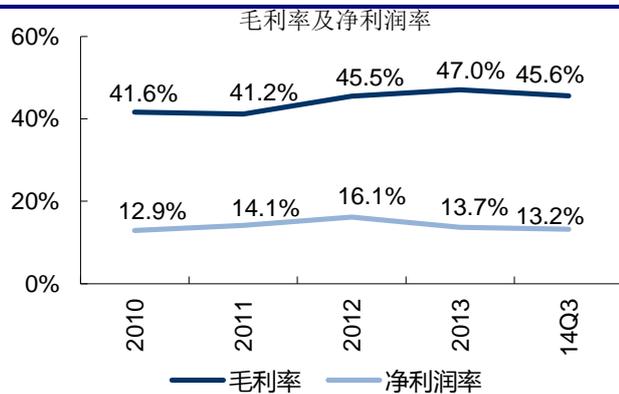
资料来源：Wind,申万研究

图 2：2014Q3 净利润 2.28 亿，同比下滑 39%



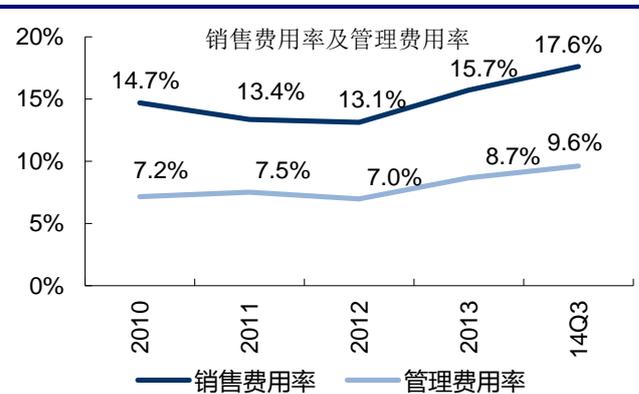
资料来源：Wind,申万研究

图 3：2014Q3 综合毛利率 45.6%，净利润率 13.2%



资料来源：Wind,申万研究

图 4：2014Q3 销售费用率 17.6%，管理费用率 9.6%



资料来源：Wind,申万研究

表 1：利润预测表

单位：百万元，元

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q3	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	488	876	1,653	1,987	2,198	2,921	3,477	2,773	1,731	2,514	2,588	2,670
二、营业总成本	419	753	1,447	1,730	1,863	2,442	2,734	2,352	1,523	2,119	2,111	2,132
其中：营业成本	329	566	1,092	1,225	1,284	1,718	1,896	1,470	942	1,332	1,372	1,415
营业税金及附加	3	3	9	18	22	25	31	26	17	23	23	24
销售费用	57	127	242	303	323	390	456	436	305	427	414	414
管理费用	30	55	104	146	157	220	243	241	166	251	207	214
财务费用	(1)	(1)	(15)	(13)	(5)	15	(16)	(26)	(61)	(15)	(5)	(4)
资产减值损失	1	2	15	52	82	74.48	124	205	154	100	100	70
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	10	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	0	1	12	6	0	42	45	0	0	0
三、营业利润	69	122	206	258	347	484	754	464	253	395	477	537
加：营业外收入	0	3	2	6	8	12	8	9	48	6	6	6
减：营业外支出	3	2	5	5	16	8	10	2	6	4	4	4
四、利润总额	67	123	202	259	339	488	753	471	295	397	479	539
减：所得税	13	22	38	42	50	74	187	94	64	87	105	119
五、净利润	54	101	164	217	289	415	566	377	231	310	374	421
少数股东损益	4	13	11	13	6	2	5	(2)	3	3	4	4
归属于母公司所有者的净利润	50	89	153	204	283	412	561	379	228	307	370	416
六、基本每股收益	0.07	0.12	0.20	0.27	0.37	0.55	0.74	0.50	0.30	0.41	0.49	0.55
全面摊薄每股收益	0.07	0.12	0.20	0.27	0.37	0.55	0.74	0.50	0.30	0.41	0.49	0.55

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。