

七匹狼 (002029)

产品推广重黑淡绿 渠道扩张大刀阔斧

七匹狼
002029

事件: 近期我们对七匹狼进行了调研, 与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

评述

成长性: 内生外延双轮驱动, 持续成长可期。外延: 增发项目贡献10%复合增速。内生: 商品企划、深度分销改革以及产品系列调整都将带动坪销、盈利指标、成本费用指标的持续向好。2012 春夏订购会情况乐观, 我们预计增速在 30%左右, 量价齐升。

渠道扩张积极: 拟增发新建1200家终端, 重点瞄准新兴商圈。拟增加终端1,200家, 直营增设60家旗舰店和300家专卖店, 加盟增设140家旗舰店及700家专卖店。直营占比将提高至16.73%, 进一步提升终端管控能力; 短期内将摊薄EPS15%左右; 长期有助于公司提早布局新兴商圈。

2012产品战略: 黑标重点推广, 蓝标深度分销、绿标逐步淡化。未来产品主轴: 黑标、红标。基于刚成长起来的主流客户群男装消费个性化、时尚化的消费倾向。我们判断未来公司会重点发展黑标、逐渐弱化绿标, 以红标、黑标为产品主轴, 整个品牌继续围绕“追逐人生男人不只是一面”的品牌价值观展开运作。

“批发”转“零售”: 商品企划导向, 深度分销改革。公司“批发”转“零售”战略是以深度营销的理念管理总代理。随着深度分销的进一步落实, 公司授信额度、支持补贴等服务将下沉到一线加盟商; 而总代理则转型专业物流商、资金担保商。我们认为公司间接改造总代理的方式较为温和, 因此开展相对顺利, 收效也比较明显。

电商: 去库存、培育年轻潜在客户层平台, 或将成为公司新增长点。今年上半年公司实现网络销售同比增长400%。如业务发展势头良好, 预计除了销售库存款、当季终端同步款, 公司还会通过商品企划开发面向网络渠道的款式或系列。

估值: 我们测算公司2011-2013年EPS分别为1.41、1.82、2.35元, 复合增速32.8%。公司作为业绩表现持续稳健成长的白马股, 是值得以时间换空间的投资标的。公司作为男装休闲服行业的龙头, 我们给与其20-25倍PE, 认为其未来12个月合理目标价36.4-45.4元。

盈利预测表	2010	2011	2012	2013
营业收入 (万元)	219776	267306	341378	417541
营业收入同比 (%)	10.6%	21.6%	27.7%	22.3%
净利润 (万元)	28316	40009	51429	66389
净利润同比 (%)	38.9%	41.3%	28.5%	29.1%

维持

增持

分析师: 张先萍

投资咨询执业证书编号:

S0630511010020

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人: 沈燕

021-50586660-8639

shyan@longone.com.cn

日期

分析: 2011年12月5日

调研: 2011年10月27日

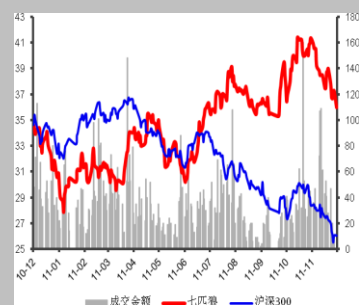
发表: 2011年12月20日

价格

当前市价: 35.0元

12个月目标: 36.4-46.4元

股价表现



公司估值

	10	11	12	13
EPS	1.00	1.41	1.82	2.35
PE	35.0	24.7	19.3	14.9

1、电子商务：去库存、培育年轻潜在客户层平台，或将成为公司新增长点

今年上半年，公司实现网络销售约人民币 3,200万元，比去年同期增长400%。随着与IBM合作开发的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络销售平台在下半年正式上线。网销主要借助淘宝、京东等第三方平台，物流以及客服环节采用外包的形式。预计公司电商这块全年的销售会有8至9千万，除了部分经销商“以旧换新”库存，其余均为公司备货。

作为品牌商，公司目前在电子商务方面的投入并不大，我们判断公司无意在电商业务这块发展成单纯平台商，更多的还是作为渠道拓展的尝试，重点是培育开发逐渐成为消费主力且有网络购物习惯的潜在客户。这部分客户对价格较为敏感且倾向于通过网络搜索货比三家，我们估计电子商务这块目前的盈利贡献还较小。如果电子商务这块势头良好，预计除了销售库存款、当季终端同步款，公司还会通过商品企划开发只面向网络渠道的款式。

2、“批发”转“零售”：商品企划导向，深度分销改革

2.1 深度分销改革，进一步加强终端管控力

公司“批发”转“零售”战略并非要将终端批发渠道改直营，而是要以管理零售商的方式管理批发商。公司目前拥有17-18个总代理，这批总代理规模不一、且普遍缺乏零售营销意识。为进一步提高公司对终端的控制力以及渠道效率，公司将会以深度营销的理念管理总代理。随着深度分销的进一步落实，公司授信额度、订货、支持补贴等服务将下沉到一线加盟商；而总代理则转型专业物流商、资金担保商。

我们认为公司间接改造总代理的方式较为温和，并没有触动其根本利益，因此开展的过程中阻力相对较小，收效也会比较明显。公司服务下沉、深度分销目前在直营店推广比较多，成效比较明显；国庆期间，同店增长达到27%。除了有形的硬件支持手段，公司的深度分销还体现在诸多软件支持：新成立市场部，重点抓终端陈列师、店员培训以及各地样板店的打造等工作，指导终端提升服务水平和效率。

2.2 商品企划导向，有望提升运营效率

以商品企划的形式来规划商品设计、指导产品订货、引导品牌营销，能确保品牌商产品更加适销对路。商品企划强调采集分析销售数据、分析考察市场需求产品，加强设计与终端的互动，使开发产品具有针对性及适应性。

从公司2011秋冬订货会来看，公司商品企划能力已经日益提高。我们认为随着公司商品企划能力进一步提升、产品设计命中率进一步提高，有望为终端平效、存货周转率的提升带来积极影响。

3、产品战略：黑标重点推广，蓝标深度分销、绿标逐步淡化。

3.1 2012 重点推广黑标产品

公司设计团队在今年秋冬季新推出了定价与红标相似、强调品质和品味、具有一定时尚度、设计差异更

容易被识别到的黑标系列产品。今年黑标产品款式还较少，明年春夏会全系列推出。黑标产品会是公司明年的推广重点，预计公司会以黑标产品作为明年产品广告重点、并且会通过加大补贴等手段鼓励经销商开设黑标独立店。

3.2 蓝标以 A&F 为标杆，走深度分销形式

蓝标 (SWJEANS) 是公司 2008 年秋推出的新系列，定位个性、休闲、时尚，面向较年轻客户群。蓝标向下延伸了客户年龄段的覆盖面，逐渐成为公司的一个增长亮点。10 年蓝标的销售额达到 1.1 亿左右，占销售收入 5.37%。随着产品丰满度不断扩张，蓝标逐步扩张单独的销售渠道，2009 年底已开设 115 家蓝标专卖店。未来蓝标将继续以深度分销的形式拓展。

从终端调研的情况看，公司蓝标产品以富有质感的卫衣、休闲裤为主，产品价格 300-500 左右，走“品质休闲”路线，但也存在风格还不够突出的问题。今年蓝标的整体风格仍在调整，预计公司会成立单独事业部运作，未来学习的标杆品牌是美国休闲第一大品牌、定位“休闲奢华”的 A&F。

A&F 品牌介绍：A&F 为美国休闲第一大牌，也是美国大学生最 IN 的品牌之一。他的标识是一只长着巨角的麋鹿，他扭转了运动休闲服装的笨重观感，透过合身的版型，突出胸、腰、臀线条，集休闲、时髦、性感于一体。A&F 在美国有超过三百间店铺，也持续在其他国家设立新据点，其 2007 年销售收入达到 16 亿美元。

3.3 绿标逐步淡化

可以说目前大众休闲市场是服装市场中份额最大但竞争也最激烈的领域，是所有品类中同质化最严重的一块。公司绿标产品定位舒适、时尚，目标客户群 25-55 岁，主攻大众休闲市场。绿标和红标一直以来是公司销售主力，销售占比在 90% 左右。尽管目前绿标销售占比大，但公司绿标产品在大众休闲市场缺少独特风格和竞争力，我们判断公司未来会逐步淡化绿标，将公司资源重点向其他系列倾斜。

3.4 未来产品主轴：黑标、红标

基于刚成长起来的主流客户群男装消费个性化、时尚化的消费倾向、综合公司七大产品系列的现状和发展情况，我们判断未来公司会重点发展黑标、逐渐弱化绿标，以红标、黑标为产品主轴，整个品牌继续围绕“追逐人生男人不只一面”的品牌价值观展开运作，这样整体产品结构将于主流客户收入水平做同步向上调整。

图表1 加入黑标系列后七匹狼七大产品系列

	定位	客户群	渠道
圣沃斯 SEPTWOLVES	公司高端设计师品牌，定位高贵、优雅、时尚、商务	目标客户群为 25-45 岁社会精英人士，	目前在公司大型生活馆及百货商场专柜销售
红标	专注、稳重、商务	目标客户群为 25-55 岁成功男士，提供其商务场合着装选择，	目前为公司销售主力。

绿标	舒适、时尚	目标客户群为 25-55 岁，	目前为公司销售主力，在公司各专柜及街店销售
蓝标	个性、休闲、时尚	目标客户群为较年轻群体，	除公司原有渠道外，还开设有专门的蓝狼专卖店，是公司未来增长的发力点。
女装系列	——	目标定位为 25-40 岁左右的都是白领和职业女性	目前在公司大型生活馆
童装系列	——	目标定位为 4-11 岁儿童	目前在公司大型生活馆
黑标	强调品质和品味、具有一定时尚度、设计差异更容易被识别	目标客户群为 25-45 岁时尚精英人士	2012 年推广重点，鼓励开设单独专卖店

资料来源：东海证券研究所、公司公告

4、渠道扩张积极：拟增发新建1200家终端，重点瞄准新兴商圈

11月8日，公司公布了非公开增发预案，拟发行不超过5,300万股募集资金总额不超过18亿万元，全部用于投资建设“营销网络优化项目”，发行底价为34.27元。该项目拟增加销售终端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；项目建成后新增营业面积18万平方米，项目达产后新增年销售规模约14亿元。

这是公司继2007年公开增发2285万股募集5.8亿元用于销售网络升级项目后再一次大规模渠道扩张战略，我们认为这会给公司带来以下影响：

- (1) **直营占比提高，进一步提升终端管控能力：**截至2011年6月30日，公司直营终端439家，占比12.28%。本项目实施后，公司直营终端将从439家增加至799家，所占比例增加至16.73%。直营比例的扩大是公司营销网络建设的重要方向，有利于“批发”转“零售”的战略转型，有助于增强公司对终端的控制力。
- (2) **短期摊薄业绩：**由于项目建设期30个月，而新店开业后需要一年左右的培育期。因此短期内股本扩大将会摊薄EPS15%左右。

图表 1 增发短期内摊薄业绩 15%左右

原总股本	28290万股
若发行	5300万股
则稀释	15.78%
若募集	18亿元
按发行底价	34.27元

最多发行	5252万股
则稀释	15.66%

资料来源：东海证券研究所、公司公告

- (3) **长期有助于快速抢占新商圈**：近年来各服装企业都将经营重点放在整个销售网络的建设及优化上。一、二线城市中成熟商圈的店铺资源有限，且为各行各业的企业争夺的目标，同时取得的成本也较高。随着城市化进程的不断推进，国内商圈的建设也在不断的调整和规划。公司也是想通过本次募投项目，抓住本轮商业地产快速发展的契机，在新兴商圈成熟稳定前，有效抢占新兴商圈的优质店铺资源，提早布局。

5、公司成长性

5.1 公司历史成长路径

内生外延双轮驱动，2007-2008 年高速增长。2007 年公司斥资 8.4 亿元用于销售网络升级项目，09 年完成；因此 07-08 年表现为销售收入增速快于利润增速。07-08 年除了渠道扩张贡献了一半的收入增长，单店收入增速也在 30%以上；共同推动 07-08 年的高速增长。

批发转零售成功，2009-2010 年平稳上升。09 年以后门店逐步成熟，表现为利润增速快于收入增速；渠道拓展减缓、同店收入增速放缓，业绩增长主要来自于公司“批发转零售”战略的实施带来的各项盈利指标的上升以及成本控制指标的转好。

图 1 七匹狼成长路径

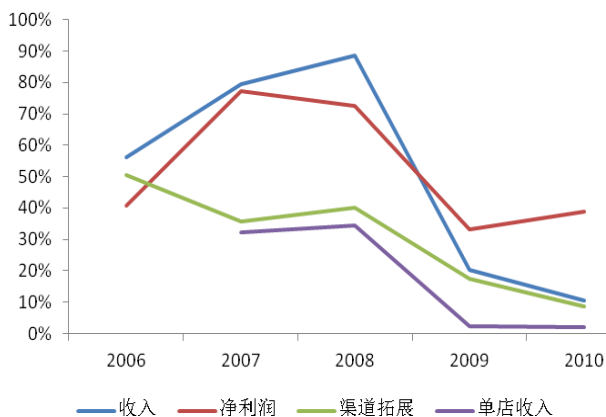


图 2 七匹狼渠道扩张积极

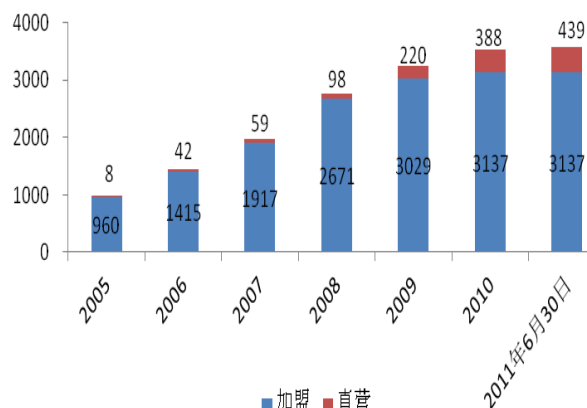


图 3 2006-2008 渠道扩张速度快，直营终端小基数高增长

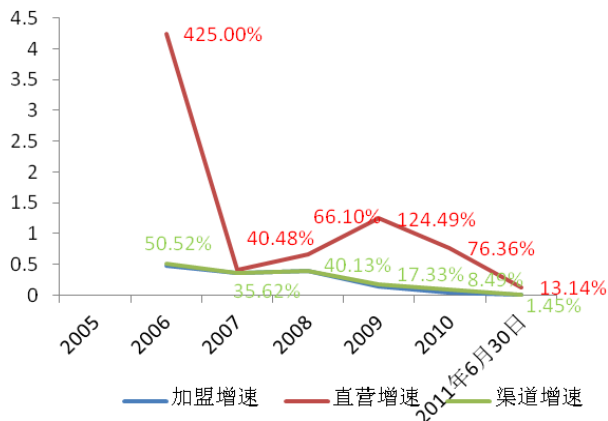


图 4 2009-2010 年毛利率、净利率提升明显

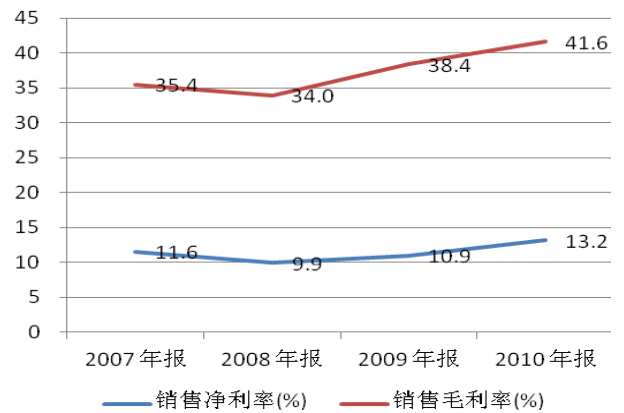
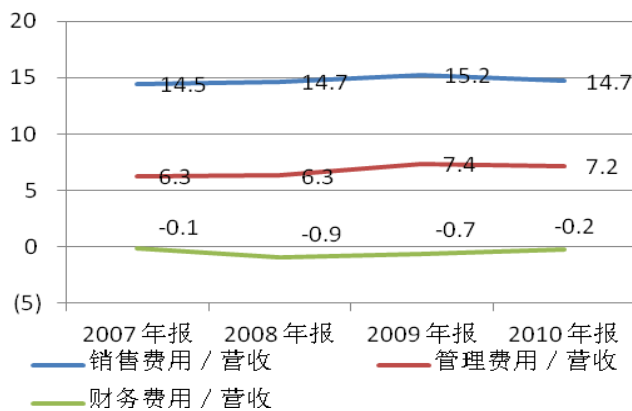


图 5 2010 年各项成本费用指标优化明显



数据来源：东海证券研究所、WIND

5.2 未来成长性：内生外延双轮驱动，持续成长可期

外延：增发项目贡献 10%复合增速。新一轮增发项目拟建设 1200 家终端门店，门店总数将会由目前的 3576 家，增加到 4776 家。项目建设期为 30 个月。初步测算 2012-2014 年 3 年的外延复合增速在 10%。

内生：商品企划改革、深度分销革命、产品系列调整都将带动坪销、盈利指标、成本费用指标的持续向好。

2012 春夏订购会情况乐观，我们预计增速在 30%左右，量价齐升。

6、估值

图表 3 七匹狼估值关键假设

		2011	2012	2013
同店内生	量增	8%	10%	7%
	价增	12%	10%	8%
	内生综合	21%	20%	16%
外延拓展	店铺增	1.00%	10.13%	10.13%
收入	综合增速	21.63%	27.20%	22.31%

资料来源：东海证券研究所

暂不考虑增发对业绩的稀释，我们测算公司2011-2013年营业收入分别为26.7、34.1、41.8亿元，归属于母公司净利润分别为4.0、5.1、6.6亿元，折算EPS分别为1.41、1.82、2.35元，复合增速32.8%。公司作为业绩表现持续稳健成长的白马股，是值得以时间换空间的投资标的。作为男装休闲服行业的龙头，我们给与其20-25倍PE，认为其未来12个月合理目标价36.4-45.4元。

附：七匹狼盈利预测表

资产负债表(万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	14405	47849	90296	146128	营业收入	219776	267306	341378	417541
应收款项	48141	51264	65470	80076	营业成本	128358	160383	201413	242174
存货净额	39529	52301	63018	75829	营业税金及附加	2153	2272	2902	3549
其他流动资产	35308	26731	34138	41754	销售费用	32292	39027	46086	56368
流动资产合计	137540	178145	252921	343788	管理费用	15730	20449	25091	30689
固定资产	10358	20854	20453	19969	财务费用	(470)	(311)	(691)	(1182)
无形资产及其他	1962	1922	1883	1844	投资收益	1234	0	0	0
投资性房地产	93729	93729	93729	93729	资产减值及公允价值变动	8212	5000	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(16424)	0	(0)	0
资产总计	243588	294650	368986	459330	营业利润	34734	50486	66577	85943
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(809)	0	0	0
应付款项	35441	43585	54798	65939	利润总额	33925	50486	66577	85943
其他流动负债	41680	43704	54230	65539	所得税费用	5015	9592	13981	18048
流动负债合计	77120	87288	109029	131477	少数股东损益	594	884	1166	1505
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	28316	40009	51429	66389
其他长期负债	0	0	0	0	增长率	38.9%	41.3%	28.5%	29.1%
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表(万元)	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	77120	87288	109029	131477	净利润	28316	40009	51429	66389
少数股东权益	6596	7481	8647	10153	资产减值准备	1208	(6040)	0	0
股东权益	159872	199881	251310	317700	折旧摊销	3962	1339	1438	1537
负债和股东权益总计	243588	294650	368986	459330	公允价值变动损失	(8212)	(5000)	0	0
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	财务费用	(470)	(311)	(691)	(1182)
每股收益	1.00	1.41	1.82	2.35	营运资本变动	(62989)	(3190)	(10589)	(12586)
每股红利	0.20	0.00	0.00	0.00	其它	(613)	6924	1166	1505
每股净资产	5.65	7.07	8.88	11.23	经营活动现金流	(38329)	34043	43445	56846
ROS	13%	15%	15%	16%	资本开支	(14247)	(756)	(998)	(1014)
ROE	18%	20%	20%	21%	其它投资现金流	3509	158	0	0
毛利率	42%	40%	41%	42%	投资活动现金流	(10490)	(599)	(998)	(1014)
EBIT Margin	23%	19%	19%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	19%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0
收入增长	11%	22%	28%	22%	支付股利、利息	(5658)	0	0	0
净利润增长	39%	41%	29%	29%	其它融资现金流	17024	0	0	0
资产负债率	34%	32%	32%	31%	融资活动现金流	5708	0	0	0
息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(43111)	33444	42446	55833
P/E	33.0	26.0	20.2	15.7	货币资金的期初余额	57516	14405	47849	90296
P/B	5.8	5.2	4.1	3.3	货币资金的期末余额	14405	47849	90296	146128
EV/EBITDA	17.6	21.9	17.1	13.6	企业自由现金流	(24256)	38035	41901	54899
					权益自由现金流	(7232)	38287	42446	55833

作者简介

张先萍: 四年消费品行业工作经验。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897