

东兴证券 2010 年联合调研系列一： 海西大消费品之七匹狼

2010 年 3 月 24 日

推荐/首次

纺织服装行业

调研快报

——七匹狼（002029）调研快报

程远 纺织服装行业分析师

010-6650 7313

事件：

3 月 22 日我们对七匹狼公司进行了调研，就公司的业务发展现状和未来发展战略向公司相关人员做了了解，现将了解到的情况和我们了解后的分析判断介绍如下。

问题 1：公司目前终端营销网络规模、效率如何？未来渠道发展有何计划？

公司目前终端拥有直营店 180 家左右，加盟店近 3000 家，其中 20% 的销售网点是在商场内开设。终端店面平均平销约 1.5 万元，并且每年保持 2-3% 的同比增长水平。由于公司去年下半年改变了与经销商的合作方式，取消了对经销商订货和开店的硬性要求，因此预计今年加盟店开店速度将有所放缓，新增加盟店数可能在 5-10% 的水平。

据了解，公司未来渠道建设的重点将向三线城市下沉。恰当的渠道建设区域选择是公司前期得以快速发展的关键，二线城市作为公司主战场目前覆盖以相对充分，因此公司将部分消费能力较强的三线城市作为未来渠道开拓的重点。我们认为，目前我国的服装消费升级呈现出“二元化”的特征，一线城市和部分较发达的二线城市目前消费升级的方向趋于国际化，而三、四线城市消费升级的方向为国产龙头品牌。七匹狼作为典型的国产龙头服装品牌，品质、价格适应发达三线城市消费升级的需要，而三线城市的竞争对手相对较弱、较少，因此我们认为公司下一步的渠道开拓有将公司发展带入下一高潮的可能。

问题 2：公司服装设计研发水平如何？

公司拥有 80 人组成的设计研发团队，其中主打系列红狼、绿狼的研发人员有 50 人左右。公司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，另一部分是买手，保证公司不断吸收当今市场前沿的设计灵感和时尚元素，每年以原创形式和购买形式可共计推出新产品约 4000 种。

问题 3：品牌系列化战略构想是什么？

公司将品牌分为六个系列：红狼、蓝狼、绿狼、女装、童装、胜沃斯。红狼和蓝狼定位于中高档商务男装，目标客户是 30-40 岁之间的男性，红狼和蓝狼目前贡献了主营业务收入的 90% 左右。绿狼定位于中高档时尚休闲服装，主要目标客户是 30 岁以下的男性。胜沃斯定位于高端系列，公司推出该系列是模仿了 POLO 的拉菲劳伦，其目标客户为消费能力较高的品位男士。公司未来的销售、扩张重心将依然放在主打系列红狼和蓝狼上，主要目标客户依然是 30-40 岁之间的男性，而公司推出其他系列的主要目的在于提高品牌的知名度，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，起到辅助主打系列的建设目的。

问题 4：ERP 系统建设进程及全面上线后对经营效率的提升幅度如何？

公司 ERP 系统目前以有财务、品类规划两个模块上线，另外三个模块预计在明年上线。公司是一家以批发服装起家的服装企业，供应链的反应速度和对终端市场的把握一直是公司的短板，而新的 ERP 系统上线后，公司的反应速度和终端把握无疑将明显改善。ERP 系统上线后，公司将覆盖 500 家左右重点终端店面，并可监测上游定单预计完成时间。因此，公司未来将在第一时间了解各个品类商品在各个区域的动销情况，从而可更加及时地进行各区域之间商品的调配，并更加及时地将终端的消费趋势反馈给设计部门。

纵向比较来看，公司 ERP 系统全面上线后将大大提升供应链管理效率，并有效拉近设计风格与消费潮流的距离，使公司的短板得以增强。而从横向比较的情况来看，我们认为，公司新 ERP 系统上线后，信息获取范围和信息反应速度以及供应链管理能力的均仍有一定差距。

问题 5：渠道经营改革的进程如何？

公司去年下半年以彻底取消对经销商拿货数量的强制要求，取而代之的则是鼓励跨区域开店，淘汰业绩落后的经销商，改革后与渠道商的合作更加融洽、有效。公司目前以将多数原二级代理商开发为大客户的形式，由公司直接供货，一级代理商损失的差价收入公司酌情略做补偿，未来公司将彻底实现扁平化渠道管理模式。

问题 6：股权激励计划影响公司几何？

公司渠道管理改革开展总体顺利，股权激励计划在选择在近期推出表明了公司对下一步发展的决心和信心。从本次激励对象来看，各大区域的负责人与公司核心经营人员是激励的重点，激励范围合理、全面。从本次激励的考核标准来看，公司取消订货强制指标时间尚短，据了解，改革后的第一次订货会同比增长幅度较小，我们认为 10-12 年净利润分别增涨 30%、20%、20%的考核标准适应公司目前的发展态势。

结论：

1. 清晰的品牌定位和恰当的渠道建设区域仍是公司健康发展保障性因素。公司专一、踏实的在主营业务中不断开拓进取，目前具有清晰的品牌定位—中高档商务休闲男装，明确的战略目标—做中国的 POLO，以及对消费者清晰的品牌诉求—男人不只有一面。经过多年积累，公司目前已经具有相当的品牌力优势，未来下沉部分发达三线城市的渠道建设区域适应公司的品牌定位，因此我们认为公司实现股权激励考核要求的概率较大。

2. 经销管理模式改革后对渠道的掌控明显改善。公司渠道经营改革的方向主要有两方面。第一，取消对经销商拿货、开店的硬性指标，以经营业绩自然淘汰落后的经销商。对经销商拿货、开店的数量进行硬性要求从短期来看保证了公司的利益，但终端的销售情况并不能因此得到任何保障，而从长期发展来看则会产生公司与经销商之间的利益冲突。从整体角度看，公司与经销商的共同利益来源是终端消费者。改革后，经销商的经营顾虑将大幅减轻，渠道商与公司合作的热情将大幅提升，尾货的处理将更多的由公司解决，而公司统一调配、处理尾货的效率无疑将高于单个经销商，整体来看增强了经营效率。第二，将原先实行的多层级代理制度转变为扁平化管理制度。多层级代理制度使得部分本应公司获得经营成果留在了一级代理商口袋，改革后，公司鼓励有能力的二级代理转移为大客户的形式直接向公司订货，根据完成业绩不同区别对待，原先一级代理商通过向下级代理商供货赚取的差额利润逐步转移给公司。

3. 盈利预测与投资评级：推荐我们认为，公司从未来还将不断发展壮大，如果下一步的渠道开拓成功进行并且产品开发和供应链管理效率能有超预期的提升，则公司将迎来新一轮高速增长期。我们预计公司 2009-2011 年的业绩分别为 0.71、0.83、1.08 元，目前对应 09-11 年的动态市盈率分别为 27.9、24、18.3 倍，我们认为公司目前已经具有较好的品牌力优势，给与“推荐”的投资评级。

表 1：七匹狼盈利预测

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1653	2033	2338	2922
(+/-)%	88.56%	23.00%	15.00%	25.00%
经营利润 (EBIT)	187	266	358	447
(+/-)%		42.13%	34.28%	25.00%
净利润	153	193	253	309
(+/-)%	72.50%	26.10%	31.22%	22.17%
每股净收益 (元)	0.54	0.68	0.89	1.09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，2008 年开始进入证券行业，2009 年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。