

2010年6月25日

**七匹狼 (002029)**
**“品牌提升+营销拓展” 助推业绩增长**
**评级：增持**
**投资要点：**

■ **09年公司业绩略超预期，经营能力稳步提升：**公司09年实现营业收入19.87亿元，同比增长20.24%；归属上市公司股东净利润2.04亿元，同比增加33.27%；每股收益0.72元。

■ **注重“品牌策略”与“传播模式”双结合，提升公司品牌形象：**09年公司确定了未来几年以“追逐人生，男人不止一面”为品牌沟通基点，并在此基础上策划多形式的品牌表现，注重从精神层面传递品牌价值，提升品牌形象。突破长期沉寂的品牌代言策略，顺利启用孙红雷、胡军、张涵予、张震等四位当红影帝出任代言人，开创品牌代言创新模式的新纪元。

■ **渠道建设稳步推进，营销网络日趋完善：**门店发展逐步呈现“规模化”趋势。在销售渠道建设上，公司坚持围绕优化经销商管理和直营店稳健扩张两方面，推进公司营销网络的整合优化。

■ **股权激励方案有利于持续增长，所得税优惠促业绩再超预期：**公司于2009年3月公布股权激励计划，该计划有利于激发管理层的活力与动力，有利于保障公司业绩持续稳定地增长。此外，高新技术企业认证使得公司将享受15%的优惠所得税率。

■ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司2010年~2012年的EPS分别为0.87元、1.00元、1.27元。按目前最新报价31.66元/股来看，对应市盈率分别为36.39倍、31.66倍、24.93倍，处于较为合理的估值区间，给予增持评级。

■ **风险提示：**提醒投资者关注以下风险：(1)原材料价格上涨和人力资本上升可能挤压公司利润，影响经营业绩；(2)人民币汇率改革可能造成纺织服装出口受阻，销量下滑；(3)出口退税政策的退出加大产品出口压力；(4)大盘波动影响。

分析师	黄海方
执业证书编号	S0600209060100
联系电话	0512-62938651
邮箱	<a href="mailto:huanghf@gsjq.com.cn">huanghf@gsjq.com.cn</a>

分析师	戴颀
联系电话	15952415308
邮箱	<a href="mailto:daiyang19850430@126.com">daiyang19850430@126.com</a>

**七匹狼与深证成指走势比较图**

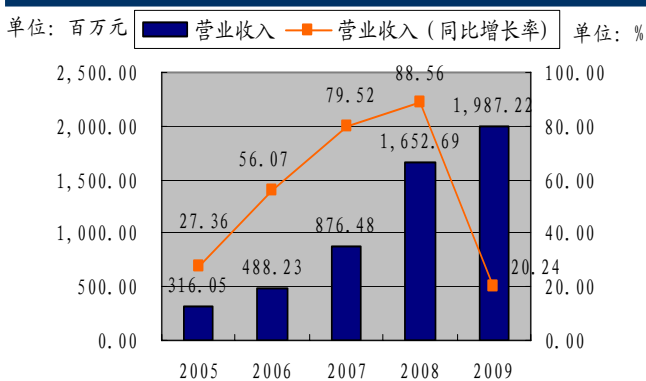

市场数据	2010年6月25日
总股本(万股)	28290.00
流通A股(万股)	28289.24
每股收益(元)	0.33
净资产收益率(%)	6.53

## 1. 09 年公司业绩略超预期，经营能力稳步提升

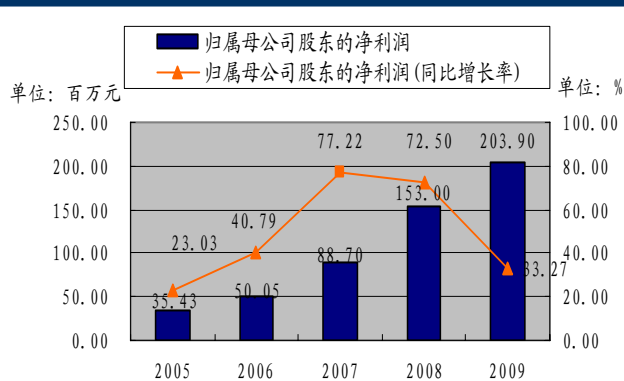
公司是国内著名休闲男装“七匹狼”品牌运营商，致力于“七匹狼”的品牌塑造、渠道建设、商品组织和供应链管理，主要产品为男士休闲服、休闲裤、T 恤、衬衫和毛衫等。2010 年 4 月 17 日，公司公布了 09 年年报，根据年报数据显示，公司 09 年实现营业收入 19.87 亿元，同比增长 20.24%；归属上市公司股东净利润 2.04 亿元，同比增加 33.27%；每股收益 0.72 元。公司 09 年利润分配方案为每 10 股派发现金红利 2 元（含税），不转增股本。

2009 年，在中央一系列经济振兴计划下，国内经济开始呈现触底回升的迹象，进出口逐步恢复，国民经济顺利实现“保八”目标，终端消费也在经历低谷后呈现回暖态势。在此背景下，公司努力强化品牌推广和营销渠道的建设，加强产品的设计研发和供应链管理，使得销售规模不断扩大，09 年营业收入、净利润均大幅增长。消费复苏有利于公司消化库存，预计 2010 年销售收入将有所增长。但与此同时，未来经济形势的不确定性以及商业物业价格居高不下，将可能影响渠道拓展的信心和步伐，给公司的业绩增长带来压力。

图 1：2009 年公司营业收入 19.87 亿元，同比增长 20.24%    图 2：2009 年公司净利润 2.04 亿元，同比增长 33.27%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

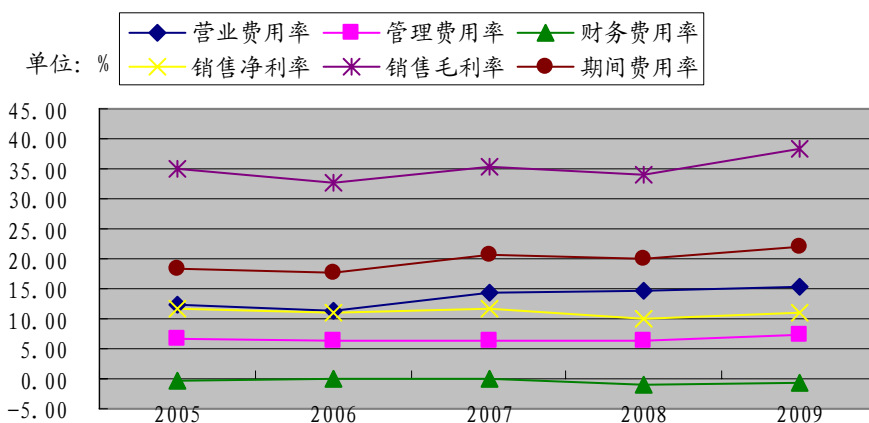


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

近年来，公司销售毛利率稳中有升，09 年综合毛利率达到 38.35%，较 08 年增长了 4.4 个百分点。其主要原因是采购成本下降和公司内部供应链建设降低成本。预计未来毛利率仍有上升空间，2010 年有望维持 40% 左右。三项费用中，营业费用率和管理费用率分别为 15.23% 和 7.35%，同比增长 0.57 和 1.05 个百分点，主要是由于销售网络升级、研发费用增长以及人员编制增加

带来的人力成本增长。此外，由于公司账面资金充裕，借款较少，因此财务费用率为负值。综合毛利率的上升以及产品推广带来的三费增加使得净利率维持在相对平稳的状态，09 年为 10.93%，同比增长 0.99 个百分点，由于三项费用主要用于营销渠道的建设和品牌的推广，预计业绩将在 2010 年以后有效释放。

图 3：2009 年公司毛利率上升至 38.35%，净利率增加到 10.93%

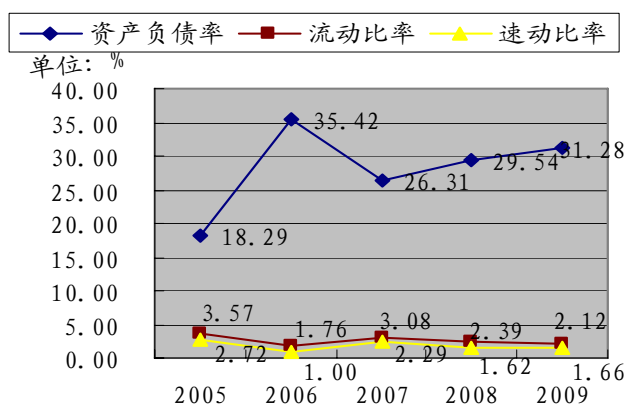


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

由于公司营销渠道逐步扩展，销售规模不断扩大，各项流动性资产均有所增加，并超过流动负债的增长规模，使得 2005 ~ 2009 年公司的流动比率和速动比率均在较小范围内波动，短期偿债能力趋好。而资产负债率则在较低水平波动，09 年资产负债率为 31.28%，同比提高 1.74 个百分点，这主要归功于公司稳健的经营作风，说明公司财务状况稳定，偿债能力较好。

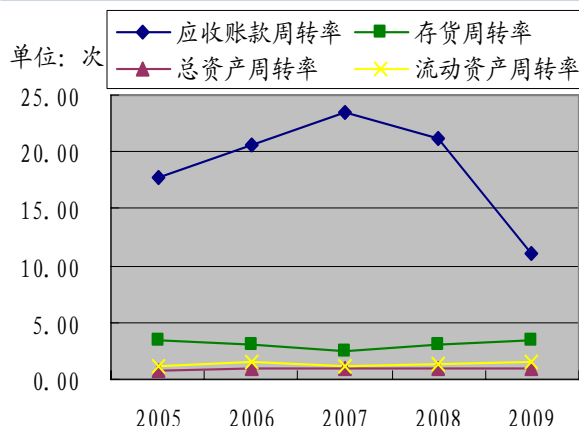
2009 年公司应收账款周转率 11.14%，较 05 ~ 08 年明显下降。这主要是因为公司加大了对加盟商的支持力度，根据信誉不同对信用账款适当延长支付所致。结合存货周转率、总资产周转率以及流动资产周转率等各项指标来看，目前公司的经营绩效尚佳，产生呆坏账的可能性不大，未来经营业绩可期。

图 4：2005～2009 年公司偿债能力变化情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 5：2005～2009 年公司经营绩效情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 2. 注重“品牌策略”与“传播模式”双结合，提升公司品牌形象

### 2.1. 品牌策略

09 年公司确定了未来几年以“追逐人生，男人不止一面”为品牌沟通基点，并在此基础上策划多形式的品牌表现，注重从精神层面传递品牌价值，提升品牌形象。突破长期沉寂的品牌代言策略，顺利启用孙红雷、胡军、张涵予、张震等四位当红影帝出任代言人，开创品牌代言创新模式的新纪元。

创新性提出“名士堂”概念，清晰定义代言人身份及群体概念，广泛吸纳包括孙红雷、胡军、张涵予、张震、陆川、段奕宏、海岩等一大批国内外知名人士共同进驻“名士堂”，共同提升七匹狼的品牌资产；此外，通过赞助 ROC 车王争霸赛、女子高尔夫球赛、BQ 红人榜等一系列活动，让更多的人认知公司品牌，认同注重“强者风尚”的“狼文化”。营销力度的加大将带来销售费用的增长，对品牌的长远发展是有利的。

### 2.2. 传播模式

整合品牌传播推广体系，归纳品牌传播领域及形式，梳理出品牌在政治、经济、文化、艺术、时尚、环保等六大方面的传播途径，形成了生活形态营销、名人营销、事件营销和 VIP 营销等全方位、多角度的传播体系和方式。通过赞助一系列具有影响力的实践活动，输出七匹狼的品牌价值主张和企业文化内涵

扩展品牌传播途径，构建梯级传播层级。改变以往单一依靠央视的传播途径，建立涵盖电视、网络、报刊、杂志、户外等各种媒介在内的全方位、多角度的传播体系，构建由中央媒体到地方媒体，由行业媒体到大众媒体再到自有媒体的梯度纵深传播层

级。

图 6：“四大影帝” 打造 “追逐人生，男人不止一面” 的品牌形象



资料来源：东吴证券研究所

图 7：企业倡导“强者风尚”的“狼文化”，注重品牌价值的推广



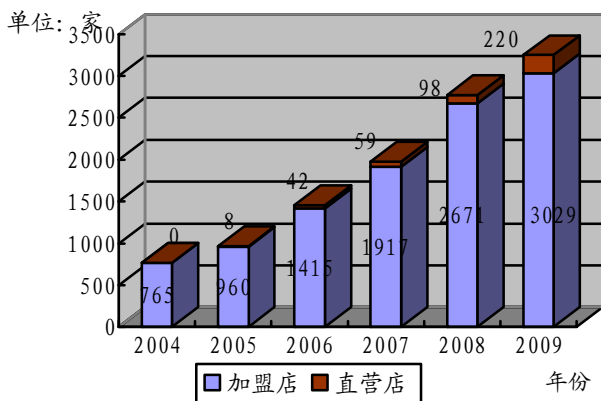
资料来源：东吴证券研究所

### 3. 渠道建设稳步推进，营销网络日趋完善

截至 09 年年底，公司拥有终端门店 3249 家，与 08 年相比门店数量增加了 17.33%。其中，直营及联营终端 220 家，与 08 年同期相比增加了 122 家，增幅为 124.49%；代理终端为 3029 家，比 2008 年净增加 358 家，增幅为 13.4%。

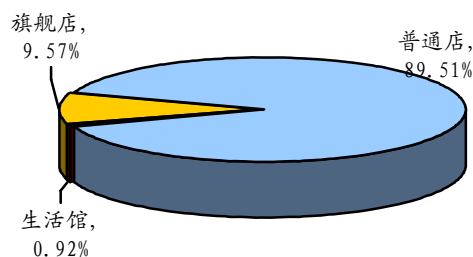
从门店经营形态来看，旗舰店共 311 家，占门店数量的 9.57%；普通店共 2908 家，占门店总数的 89.51%；生活馆共 30 家，仅占门店总量的 0.92%；门店发展开始逐步呈现“规模化”趋势。

图 8：09 年终端门店 3249 家，直营占比显著提高



资料来源：2004~2009 年上市公司年报，东吴证券研究所

图 9：旗舰店 311 家，普通店 2908 家，生活馆 30 家



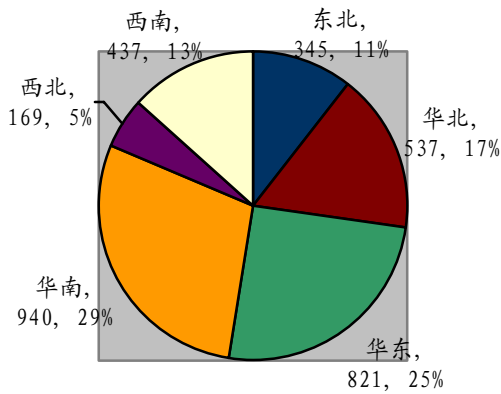
资料来源：2009 年上市公司年报，东吴证券研究所

在销售渠道建设上，公司坚持围绕优化经销商管理和直营店稳健扩张两方面，推进公司营销网络的整合优化。为了精细化管理，公司划分东北、华北、华东、华南、西北、西南等六大区域负责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，加强对经销商的服务和资讯传递，推动公司商品销售计划和推广工作的有序进行。

从公司收入结构来看，华南、华东分别占主营业务收入的 34.56%和 23.52%，对营业收入贡献度最高；西南、华北次之，分别为 13.17%和 12.92%；西北地区在国内所占比重最低，仅为 5.84%；而国外业务收入也大幅缩水，较 08 年同期相比下降了 44.77%，仅占主营业务收入的 0.65%。

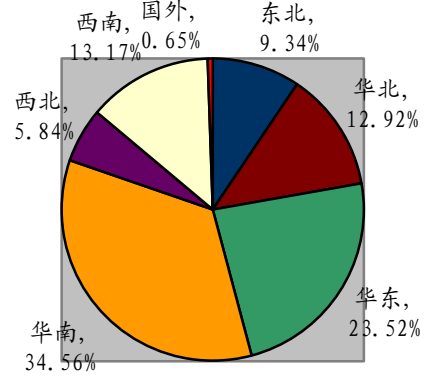
2009 年，公司在西南、东北地区销售业绩增长迅猛，增长率分别达到 71.63%和 49.93%；华南、华东、西北地区营业收入增幅分别 13.01%、8.37%和 6.38%；华北地区由于 08 年订货较多，存在较大的库存压力，09 年以消化库存为主，订货较少，所以销售收入同比下降了 23.99%。

图 10: 各地区门店分布情况



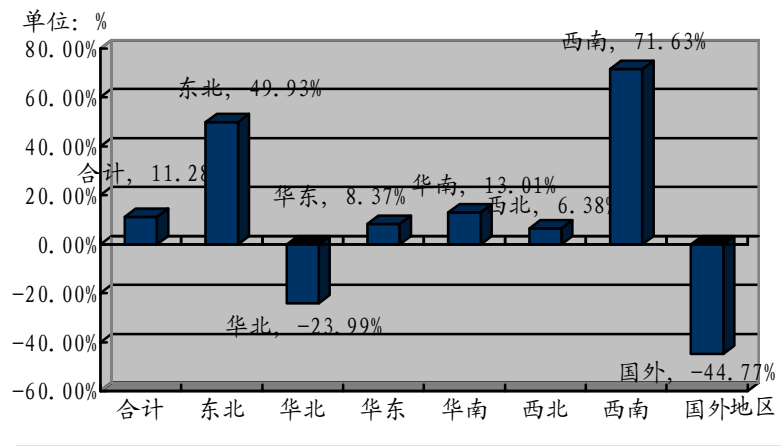
资料来源: 2009 年上市公司年报, 东吴证券研究所

图 11: 分地区主营业务收入所占比重



资料来源: 2009 年上市公司年报, 东吴证券研究所

图 12: 各地区主营业务收入增长情况



资料来源: 2009 年上市公司年报, 东吴证券研究所

#### 4. 股权激励方案有利于持续增长, 所得税优惠促业绩再超预期

公司于 2009 年 3 月公布股权激励计划, 授予激励对象 370 万份股票期权, 股票来源为定向增发, 占公司总股本的 1.31%, 行权价格为 24.83 元。激励对象共 22 人, 包括董事、高管、各大销售地区及营销中心核心部门负责人; 每人授予 5~50 万份不等期权, 预留 30 万份期权给预留激励对象。行权有效期自授予之日起 5 年内, 按期权总量的 20%、40%、40%三期行权。三阶段行权条件分别对应 2010~2012 年公司业绩, 具体为: 2010 年收入同比增速不低于 10%, 净利润增速不低于 30%; 2011~2012 年以 2010 年为基期, 营业收入和净利润复合增长率均达到 20%以上。若某期行权条件未实现, 当期对应期权全部取消。股权激励

计划有利于激发管理层的活力与动力,有利于保障公司业绩持续稳定地增长。

公司于 2010 年 2 月 22 日获得高新技术企业认证,有效期为 2009~2011 年,在此期间公司将享受 15%的优惠所得税率。公司 2010 年上半年发货已经近半,且大部分货物是通过子公司厦门七匹狼服装营销有限公司发出的,该子公司 2010 年采用 20%的所得税率。所以上半年受税收优惠影响较小,下半年所得税优惠的影响将更加凸显。

## 5. 盈利预测及投资评级

2005~2009 年间,公司营业收入和净利润分别保持年均 54.35%和 49.36%的增长速度。展望未来,公司凭借品牌优势和营销渠道,业绩有望稳步提升,经营能力将不断改善;加之股权激励计划和所得税优惠的影响,下半年业绩增长稳定性较为确定,盈利可期。

我们预计公司将保持稳步扩张的经营态势,盈利预测假设如下:

(1) 门店数:截至 2009 年年底,公司终端门店共 3249 家,其中新增门店 480 家;预计 2010~2012 年将分别新增 530、580、680 家,门店扩张率为 15%~16%左右;

(2) 同店增长率:预计同店增长率 3.2%左右。

根据年报情况,我们预计公司 2010 年~2012 年的 EPS 分别为 0.87 元、1.00 元、1.27 元。按目前最新报价 31.66 元/股来看,对应市盈率分别为 36.39 倍、31.66 倍、24.93 倍,处于较为合理的估值区间,给予增持评级。

表 1: 七匹狼 (002029) 盈利预测

单位: 百万元

指标名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313	484	876	1653	1987	2385	2751	3483
增长率 (%)	27.36	56.07	79.52	88.56	20.24	20.03	15.35	26.61
营业成本	263	419	753	1447	1730	2077	2395	3033
增长率 (%)	30.20	59.32	79.71	92.16	19.56	20.06	15.31	26.64
营业利润	52	72	122	206	258	308	356	450
增长率 (%)	16.53	33.69	77.45	68.22	25.37	19.38	15.58	26.40
归母净利润	36	52	89	153	204	245	282	358
增长率 (%)	23.03	40.79	77.22	72.50	33.27	20.10	15.10	26.95
每股收益 (元)	0.32	0.47	0.52	0.54	0.72	0.87	1.00	1.27

资料来源: 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

提醒投资者关注以下风险: (1) 原材料价格上涨和人力资本上升可能挤压公司利润, 影响经营业绩; (2) 人民币汇率改革可能造成纺织服装出口受阻, 销量下滑; (3) 出口退税政策的退出加大产品出口压力; (4) 大盘波动影响。

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区翠园路 181 号  
邮政编码: 215028  
传真: (0512) 62938663  
公司网址: <http://www.gsjq.com.cn>