

## 七匹狼 (002029)

# 稳健经营 以最小代价渡转型

### 增持/ 维持评级

股价: RMB28.75

#### 分析师

汪蓉

SAC 执业证书编号:S1000210040001

+755-82492801 wangrongyjs@lhzq.com

- 近期我们赴福建地区调研,就公司经营近况做了了解。预计全年销售额增速有望超过 10%,主要源于上半年秋冬货品的销售情况较好、库存消化较为顺利,利于提升终端盈利、对未来加盟商订货热情的回升有促进作用,秋冬货品订货额同比增幅可能修正至 10%以上。全年利润增幅达到 30%以上可能性较高,主要在于:1、毛利率有望保持在 40%以上水平;2、期间费用率有望降低。毛利率提升则是产品提价、直营占比提高和加盟商订货量减小带来的提货折扣提升多重作用结果。
- 短期内公司对终端销售情况仍较谨慎、将继续秉持稳健经营风格,不会在制度方面做大的调整,预计渠道整合给公司带来的震动在短期还不会出现。
- 公司早年以批发起家,渠道拓展上实行多级代理,近几年由于门店扩张迅速、渠道线拉得过长,对于终端的掌控力有所削弱,推进渠道扁平化建设成为未来发展的重点。不过渠道整合由于牵扯利益分配,推进难度较大。考虑到多年合作的感情以及近期终端销售困难较多的状况,公司并未制定明确的整合时间表,甚至有意放慢此速度。
- 加盟渠道扩张放缓的同时,公司有意加强直营店建设以作辅助,其拓展力度与代理商订货、开店的热情成反比。目前直营体系的经营管理水平还处于学习阶段,盈利能力有待加强,但其对毛利率的提升作用已有所显现。
- 自 09 年开始,公司充分意识到租金高企、税负增加、终端利润被严重压缩的问题,提出了今年渠道拓展的两大主要方向:鼓励开商场店和渠道下沉至 3、4 线,同时在品牌构成上分出“紫标”和“米标”来配合推进。
- 供应链管理方面,公司保持了批发商定位和订货会形式,快速反应能力较其他迅销品略低;生产 80%以上外包,议价和提价能力较强;ERP 系统前期的框架搭建工作进入尾声,但信息系统与终端的对接相对缓慢,预计信息系统真正发挥作用还需 3 年以上时间。
- 略上调 2009-2011 年 EPS 至: 0.98 元、1.18 元和 1.45 元,对应当前股价 PE 分别为: 29、24 和 20 倍,继续维持增持评级。

#### 相关研究

《股权激励促未来业绩稳健增长》更新报告, 2010/03/09

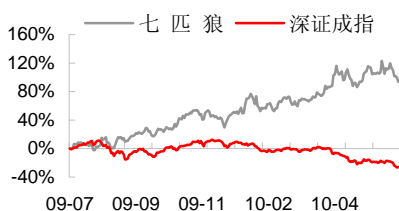
《以谨慎和积极态度应对转型》更新报告, 2010/02/04

《去库存化效果已显现》更新报告, 2009/10/24

#### 基础数据

|               |      |
|---------------|------|
| 总股本(百万股)      | 283  |
| 流通 A 股(百万股)   | 283  |
| 流通 B 股(百万股)   | 0.00 |
| 可转债(百万元)      | N/A  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8133 |

#### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

#### 经营预测与估值

|               | 2009A  | 20101Q | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 1987.2 | 581.2  | 2308.0 | 2769.2 | 3310.4 |
| (+/-%)        | 20.2   | 18.3   | 16.1   | 20.0   | 19.5   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 203.9  | 92.6   | 276.4  | 334.2  | 411.3  |
| (+/-%)        | 33.3   | 37.3   | 36     | 21     | 23     |
| EPS(元)        | 0.72   | 0.33   | 0.98   | 1.18   | 1.45   |
| P/E(倍)        | 39.9   | 87.8   | 29.4   | 24.3   | 19.8   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 近期经营情况和中报展望

近期我们赴福建地区调研，就公司的经营近况做了了解。总体来说，终端库存消化情况良好，尤其是今年因为冷冬时间较长，秋冬季货品消化更为顺利，加盟商订货积极性有所抬升。根据加盟商的补单情况，秋冬货品订货额同比增幅可能修订至 10% 以上。

占收入较少份额的春装货品销售情况则比较一般，终端折扣大约在 7 折左右，终端销售额增幅估计不足 10%，主要还是天气因素影响。

因此，基于对终端销售情况的谨慎，公司今年仍会对优质代理商放出部分信用额度，同时在门店扩张、直营店建设等方面也不会有明确计划，尽量给加盟商充足的时间与空间去消化库存。但基于公司品牌影响力的考量，门店数保持 300-400 间的新增量可能性仍然较大。

预计上半年公司经营仍将维持稳健增长态势，毛利率水平仍有提升，利润增幅在 20-40% 间的概率较高，而且毛利率水平的提升是利润增幅超过收入增幅的重要原因。毛利率提升的主要原因则在于以下三点：1、产品提价；2、直营占比提高；3、加盟商订货量减小带来的提货折扣提升。

## 渠道扁平化的推进有所放缓 直营体系建设辅助

公司早年以批发起家，迄今一直保持了通过订货会、以销定产的经营模式，渠道拓展上实行多级代理，给经销商的折扣稳定在 3.9-4.2 折之间。近几年，由于门店扩张迅速、渠道线拉得过长，公司对于终端的掌控力有所削弱，推进渠道扁平化建设成为未来发展的重点。

渠道扁平化的推进还有另一层考虑。近几年来，由于门店租金、人工成本的持续高涨，终端利润越来越薄，分级代理制度下，每一级所分得的利润更是在缩减，也降低了终端销售热情。减少中间环节是扩大利润空间的手段之一。

渠道整合的前期工作已经展开，具体来说包括设立客户代表设立制度强化对代理商的服务和资讯传递、设立 7 个销售子公司强化直营体系建设等。今年更将 6 大销售区域根据销售情况调整为 4 个主要区域——华东、西北、华南、华北，以更有效进行精细化管理和直营体系拓展。

当然，渠道扁平化的变革由于牵扯利益分配，在更深层次问题，比如与大经销商的谈判上，推进难度较大。考虑到多年合作的感情，以及近期终端销售困难较多的状况，公司并未指定明确的整合时间表，甚至有意放慢此速度。我们预计渠道整合给公司经营带来的震动在短期内尚不会出现。

自 09 年开始，公司充分意识到租金高企、税负增加、终端利润被严重压缩的问题，提出了今年渠道拓展的两大主要方向：鼓励开商场店和渠道下沉至 3、4 线。

目前公司商场店的销售占比仅为 10% 多，对于代理商来说商场店的经营压力实际较大。主要原因在于：1、公司的品牌并非一线、还不够强势，因此商场扣点较高（25% 以上）、谈判能力较弱；2、商场打折活动较多、无形中压缩了代理商的盈利空间。因此商场店的实际建设进度可能不会太快。

但我们认为，上述举措虽存在诸多难处，但顺应了国内居民收入分配结构变化和消费偏好变化的趋势，仍有利于公司进一步挖掘新的市场空间。

在加盟渠道扩张有所放缓的同时，公司也有意加强了直营店的建设以作辅助，主要目的在于：1、增强终端控制力和辐射作用；2、在代理商不愿意开店的空白区域布点。

直营店的建设并没有具体规划，但其力度会与代理商订货、开店的热情成反比，即如果代理商订货形势好、开店数量增加，则直营店的建设会放缓，反之直营店铺数的增幅会加大。可见，直营店的建设是渠道拓展中的重要辅助工具。

目前公司拥有直营店数量在 200 多间，其销售额占比大约为 10%，主要集中于福建、上海等地。与代理渠道的销售情况相比，直营体系的经营管理水平还处于学习阶段，盈利能力还有待加强。但其对毛利率的提升作用已有所显现。

## 品牌运营规划

尽管对外延式扩张显得额外谨慎，但公司在品牌运营方面的作为显得非常积极和活跃。

### 宣传手段多样化

公司在品牌宣传手段上保持了多样化，多角度实现品牌在目标客户中的渗透。

较为明显的是公司自去年重启代言人模式，创设“名士堂”：以名人代替模特、利用名人效应进行产品推广。首批推出了张涵予、胡军、张震、孙红雷的代言组合，未来还将不断有优质男人的代表入驻“名士堂”，以充分体现其“男人不只一面”的品牌内涵，并使七匹狼男装成为优质男士的一种生活象征。

此外，公司还引入了运动服饰的品牌运营经验，赞助一些高端体育运动赛事，如马球、帆船、高尔夫等，同时在店铺中进行同类别产品和终端形象的展示。

广告投入方面，公司保持了每年 7-8% 的投入比例，但投入方式已经更趋多元化和有针对性，比如广告的央视全年频播（2、5、10 套）改为在央视、地方台播出，并配合有户外、平面广告宣传等，广告内容则包括了生活类和产品类两种，择机播出。

### 一品牌多系列的品牌构成

公司在品牌建设上充分学习了 POLO 和 HUGO BOSS 的经验，实行“一品牌多系列”，即在“七匹狼”主品牌下划分出“红标”、“绿标”、“蓝标”、“圣沃斯”、“七匹狼女装”和“七匹狼童装”六大系列。根据公司规划，“红标”、“绿标”和“蓝标”是其培育与发展的重点。

除了“蓝标”系列拥有大约 100 多间专门店外，“红标”、“绿标”和“蓝标”系列并没有明确的单独开店和渠道划分，而是相互融合，既保持了“七匹狼”品牌的统一性、又突出了其多样性。其中“红标”和“绿标”系列占到销售收入的约 90%，“蓝标”系列则表现出后来居上的潜力。

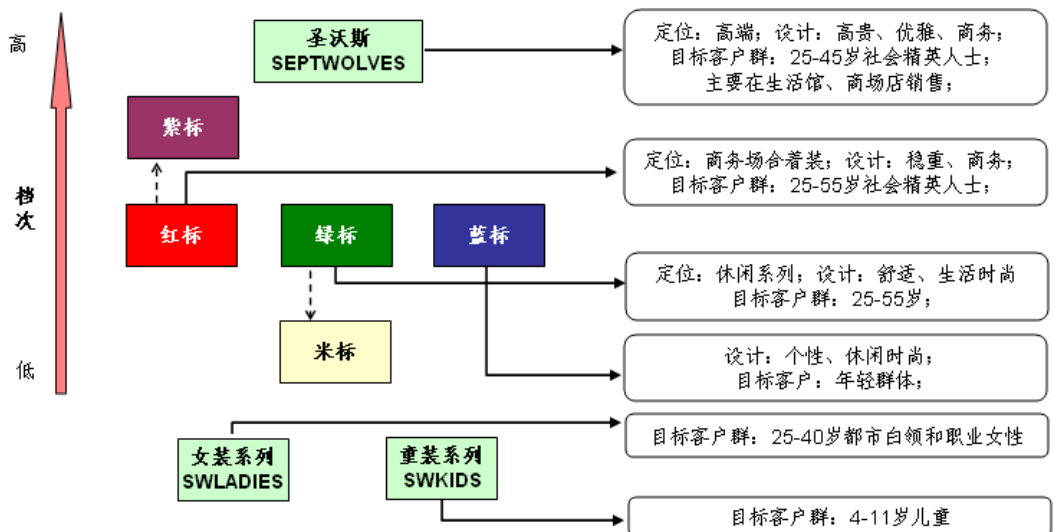
其它三个系列——“圣沃斯”、“女装”和“童装”目前还属于辅助系列，仅在生活馆中进行全面展示，短期不会成为销售主力。

前文提及，为了应对终端渠道建设成本不断提升的不利局面，公司提出了加大商场店比例和渠道下沉的策略。在这一策略指导下，公司不仅在渠道扩张的过程中，对加盟商有所引导，在品牌建设方面，也做了相应调整。包括：

1、为了应对入驻商场店，公司拟在“红标”中分出“紫标”系列，定价略高、档次相对高端，以适合进商场；

2、为了应对渠道下沉，公司拟在“绿标”中分出“米标”系列，定价更便宜，以适合渠道下沉至三线、四线。

图 1 品牌构成及特色



资料来源：华泰联合证券研究

### 谨慎推进的供应链管理和变革

基于男装销售的特点和其实际经营情况，公司继续保持了批发商定位和订货会形式，每年订货额决定了其 80%-90% 的销售收入，其它少量收入则来自直营、团购、库存消化和补单，快速反应能力相较于其他迅销品来说略低。

生产方面，公司则倾向于轻资产经营，除了早期的夹克生产能力被保留外，80%以上的产品已为外包，并在全国各区域寻找具备生产比较优势的供货商。由于更加靠近终端消费者，公司对于劳动力和生产原料成本的上升并不敏感，议价和提价能力较强。

为了提升信息化管理水平、与国际服装市场接轨、提高对终端渠道的控制能力和对终端需求的掌控能力，公司自 08 年开始投入 ERP 建设。截止 09 年末，品类规划、生产管理、生产计划等模块均已上线，仓储模块的上线也将在 2010 年完成，预计 ERP 建设的框架搭建在 2011 年可全部完成。今年这部分的投入估计在 1000 万左右，较 09 年的 1600 多万有所减少。

但信息系统与终端的对接则显得相对缓慢，目前仍然只有约 500 家左右的大店实现 POS 机联网，所收集的终端数据也仅供参考，这与公司多年推行多级代理的渠道扩张制度不无关系。当前考量到终端渠道库存消化的问题，公司更有意放缓了这部分的推进。

众所周知，信息系统建设的根本目的在于数据的收集、处理和反馈，其中终端库存和销售数据的掌控更加重要。而根据公司的实际情况，我们认为其 ERP 系统真正发挥作用还需 3 年以上时间。

## 股权激励费用较高对经营提出更高要求

公司在前期推出了股权激励计划，行权条件拟定为在第一个行权期内，2010 年销售收入较 09 年同比增速达到或超过 10%；基本每股收益较 09 年同比增速达到或超过 30%；后两个行权期内，销售收入和基本每股收益较上年年同比增速达到或超过 20%；行权价格为 24.83 元/股。

考虑到近期公司股价持续居于高位，相关期权费用将随着股价的上涨而不断提高，预计达到千万以上，这对公司达成行权条件提出了更高要求。

## 行业现状：可挖掘市场广阔 集中度仍将提高

从此次福建地区调研的情况来看，福建产业集群内服装纺织行业景气度较高，企业库存处于低值，有持续补库存的要求。尤其是品牌服装企业因为以国内休闲服市场为目标，充分受益于收入水平提升背景下、内需消费全面启动的大背景，终端需求持续旺盛，因此受经济危机影响较小、渠道下沉较其它一线品牌也更顺利和快速。

目前在同区域内，与公司构成竞争的主要对手包括了：利郎、劲霸、九牧王等，其销售规模都差不多在 20 亿左右，且从终端消费者角度来看产品差异并不大，市场竞争可谓激烈。但由于整个休闲服行业集中度仍然偏低、可挖掘市场仍广阔，所以各公司的发展空间依然较大。

## 盈利预测与投资建议

根据调研情况，我们预计公司全年销售额增速有望超过 10%，主要源于：上半年秋冬货品的销售情况较好、库存消化较为顺利，有利于提升终端盈利，对未来加盟商订货热情的回升有促进作用；秋冬货品订货额同比增幅可能修正至 10%以上。

全年利润增幅达到 30%以上可能性较高，主要在于：1、毛利率有望保持在 40%以上水平；2、期间费用率有望降低；

短期内，公司对终端销售情况仍看的比较谨慎、将继续秉持稳健经营的风格，不会在制度方面做大的调整，预计渠道整合给公司带来的震动在短期不会出现。

略上调 2009-2011 年 EPS 至：0.98 元、1.18 元和 1.45 元，对应当前股价 PE 分别为：29、24 和 20 倍，继续维持增持评级。

**盈利预测**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 1385 | 1673  | 2302  | 2879  | <b>营业收入</b>     | 1987        | 2308         | 2769         | 3310         |
| 现金             | 575  | 824   | 1301  | 1681  | 营业成本            | 1225        | 1373         | 1648         | 1953         |
| 应收账款           | 245  | 284   | 341   | 407   | 营业税金及附加         | 18          | 18           | 22           | 26           |
| 其他应收款          | 22   | 19    | 23    | 27    | 营业费用            | 303         | 358          | 429          | 513          |
| 预付账款           | 147  | 137   | 165   | 195   | 管理费用            | 146         | 171          | 210          | 247          |
| 存货             | 302  | 343   | 412   | 488   | 财务费用            | -13         | -15          | -19          | -20          |
| 其他流动资产         | 93   | 65    | 61    | 79    | 资产减值损失          | 52          | 45           | 45           | 45           |
| <b>非流动资产</b>   | 699  | 713   | 551   | 554   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 2    | 3     | 0     | 0     | 投资净收益           | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 87   | 154   | 215   | 253   | <b>营业利润</b>     | 258         | 358          | 433          | 546          |
| 无形资产           | 22   | 25    | 28    | 31    | 营业外收入           | 6           | 6            | 6            | 6            |
| 其他非流动资产        | 587  | 532   | 308   | 270   | 营业外支出           | 5           | 4            | 5            | 4            |
| <b>资产总计</b>    | 2084 | 2385  | 2853  | 3433  | <b>利润总额</b>     | 259         | 360          | 435          | 548          |
| <b>流动负债</b>    | 652  | 711   | 818   | 953   | 所得税             | 42          | 61           | 74           | 104          |
| 短期借款           | 50   | 50    | 50    | 50    | <b>净利润</b>      | 217         | 299          | 361          | 444          |
| 应付账款           | 193  | 220   | 262   | 311   | 少数股东损益          | 13          | 23           | 27           | 32           |
| 其他流动负债         | 409  | 441   | 506   | 592   | <b>归属母公司净利润</b> | 204         | 276          | 334          | 411          |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 365         | 408          | 491          | 606          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.72        | 0.98         | 1.18         | 1.45         |
| 其他非流动负债        | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 652  | 711   | 818   | 953   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 60   | 83    | 109   | 142   | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 283  | 283   | 283   | 283   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 558  | 558   | 558   | 558   | 营业收入            | 20.2%       | 16.1%        | 20.0%        | 19.5%        |
| 留存收益           | 531  | 751   | 1085  | 1496  | 营业利润            | 25.4%       | 38.8%        | 21.0%        | 26.0%        |
| 归属母公司股东权益      | 1372 | 1592  | 1926  | 2337  | 归属于母公司净利润       | 33.3%       | 35.5%        | 20.9%        | 23.1%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 2084 | 2385  | 2853  | 3433  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 38.3%       | 40.5%        | 40.5%        | 41.0%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 10.3%       | 12.0%        | 12.1%        | 12.4%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 14.9%       | 17.4%        | 17.4%        | 17.6%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 65.1%       | 83.6%        | 91.3%        | 105.5%       |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 31.3%       | 29.8%        | 28.7%        | 27.8%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 7.67%       | 7.03%        | 6.11%        | 5.24%        |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 2.12        | 2.35         | 2.81         | 3.02         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.66        | 1.87         | 2.31         | 2.51         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.03        | 1.03         | 1.06         | 1.05         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 11          | 8            | 8            | 8            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 6.90        | 6.66         | 6.84         | 6.81         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.72        | 0.98         | 1.18         | 1.45         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.06        | 1.30         | 1.44         | 1.70         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.85        | 5.63         | 6.81         | 8.26         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 39.89       | 29.43        | 24.33        | 19.77        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 5.93        | 5.11         | 4.22         | 3.48         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 20          | 17           | 15           | 12           |

数据来源：华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com