

纺织服装业

2009 年 06 月 12 日



公司研究

公司投资价值分析

投资评级：推荐 A

七匹狼：进入发展新阶段

——七匹狼（002029）投资价值分析

核心观点

1. 经营分析：男装知名品牌“七匹狼”

公司定位于国内中高端男装市场的品牌运营商。公司以产品研发设计为基础，通过持续不断的品牌及渠道建设，在竞争激烈的男装市场取得积极成果。截至 2008 年底，公司拥有零售终端网点 2769 间。2008 年-2009 年 1 季度公司实现销售收入 16.52 亿元和 4.91 亿元，同比增长达 88.58%和 21.84%；净利润也分别增长 72.5%和 18.34%。具备较强的盈利能力和良好的发展基础。

2. 品牌运营：公司发展进入新阶段

品牌延伸——产品系列由两大类增至六大类：满足消费者多层次、多样化的消费需求；“生活馆”建设——进入推广期：大面积的销售终端不仅是重要的产品销售力量，而且也是公司形象的重要展示平台；管理规范——向现代零售企业迈进。

3. 风险分析

金融危机影响：总体上，由于公司产品以内销为主，金融危机负面影响相对较小。此外，公司也存在行业竞争加剧以及产品设计跟不上时尚等经营风险。

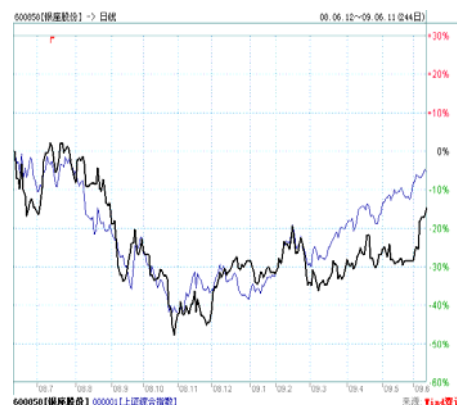
4. 业绩预测

预期 09-10 年公司净利润将实现约 17-35%增长，每股收益 0.64-0.86 元。

5. 估值与投资建议

当前股价对应 09-10 年动态市盈率 23-17.4 倍。基于公司近年来在经营上的重大进展，预料公司未来经营将进入新的较快发展时期。投资建议：推荐 A。

图：市场走势



资料来源：wind 资讯

研究员：夏茂胜

电话：010—84183362

E-mail: xiamasheng@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

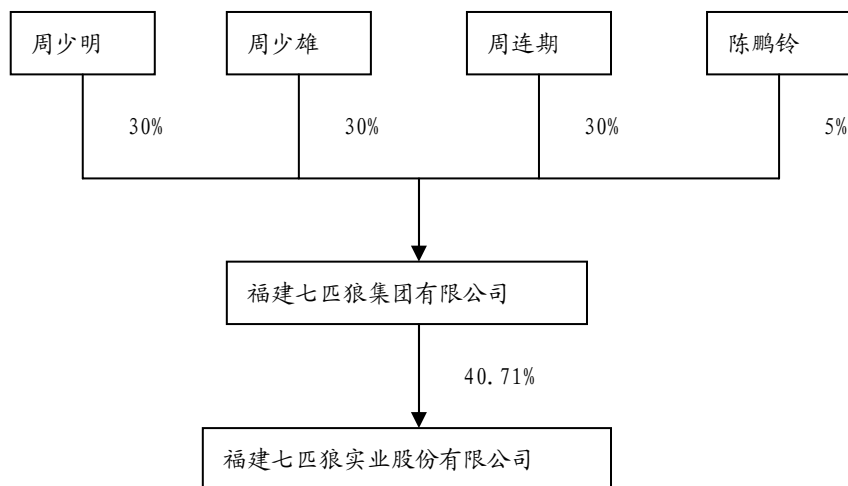
正文目录

1. 股权结构.....	3
2. 经营分析：男装知名品牌“七匹狼”	3
2.1 主营业务	3
2.2 品牌与渠道建设	4
2.3 经营成果	5
3. 品牌运营：公司发展进入新阶段	6
3.1 品牌延伸促发展：产品系列由两大类增至六大类	6
3.2. “生活馆”建设：进入推广期	7
3.3 管理规范化：向现代零售企业迈进	7
4. 风险分析	8
4.1 国际金融危机影响	8
4.2 行业竞争风险	8
4.3 产品设计风险	8
5. 业绩预测	8
5.1 业绩预测分析	8
5.2 业绩预测	9
6. 估值与投资建议	10

1. 股权结构

“周氏家族”是公司主要控制人。“周氏家族”周少明、周少雄、周连期及陈鹏铃通过持有 95%股权的“福建七匹狼集团有限公司”，持有公司 40.71%的股权。

图 1：“七匹狼”股权结构

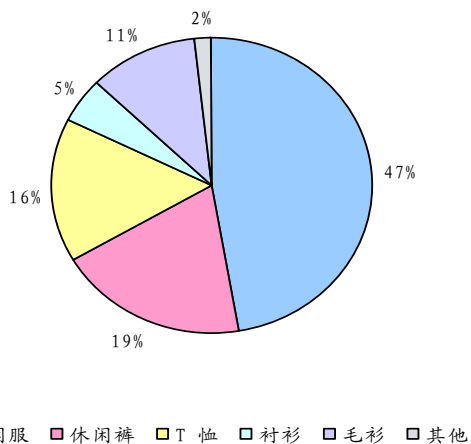


资料来源：公司公告

2. 经营分析：男装知名品牌“七匹狼”

2.1 主营业务

图 2：“七匹狼”2008 年主营收入构成



资料来源：国都证券/公司公告

公司定位于国内中高端男装市场的品牌运营商。致力于“七匹狼”品牌男装的开发、生产及销售。公司主要产品为男士休闲服、休闲裤、T恤、衬衫和毛衫等，近年来产品范围扩展到童装及女装，是国内领先的品牌服装企业之一。目前，休闲服、休闲裤和T恤销售是公司主要收入来源，分别占公司收入比重为47%、19%和16%。

2.2 品牌与渠道建设

2.2.1 品牌建设

“七匹狼”作为中国驰名商标，在市场上有较高知名度和美誉度。2008年公司获“2008中国纺织十大品牌文化”奖项，董事长周少雄荣获“2008中国纺织品牌文化建设杰出人物”称号。同时“七匹狼”茄克已经连续八年蝉联同类产品市场综合占有率第一位。

多年以来，公司非常注重品牌建设与维护，成功实现品牌投入与产出的良好结合。2004年以来，公司广告宣传投入持续增长，虽然在短期增加了公司营运费用，但却对公司销售收入持续增长发挥积极作用。

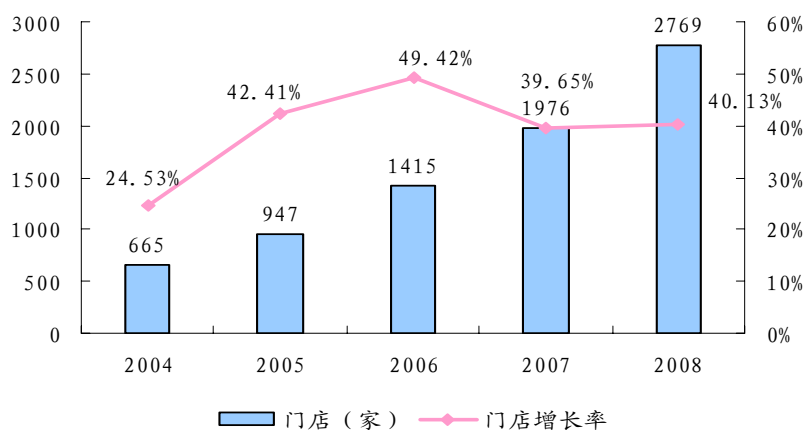
表 1: 2004-2008 年广告费占销售收入的比重

	2004	2005	2006	2007	2008
销售收入（万元）	24563.38	31282.87	48822.91	87600	165200
营业费用（万元）	2816.96	3806.88	5418.03	12679.93	24230.22
广告费用（万元）	1506.86	2351.31	2957.02	7038.54	12000
广告费用/销售收入	6.13%	7.52%	6.06%	8.03%	7.26%
广告费用/营业费用	53.49%	61.76%	54.58%	55.51%	49.52%

资料来源：国都证券/公司公告

2.2.2 零售渠道建设

图 3: “七匹狼”零售终端网点发展



资料来源：国都证券/公司公告

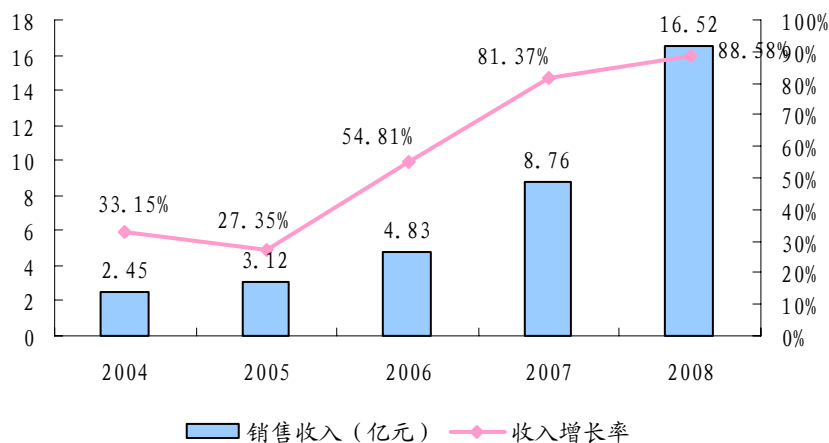
公司产品销售采取特许经营的销售模式。截至 2008 年底，公司合计拥有零售终端网点 2769 家，较上年净增 793 家。其中，公司拥有自营及联营终端 98 家，较上年增加 39 家。同时，公司积极推进销售网络升级，2008 年公司及经销商已开设生活馆 22 家。零售渠道的建设与完善，为“七匹狼”服装销售提供了可靠的保障。

2.3 经营成果

2.3.1 主营收入

公司品牌与渠道建设有力促进了公司销售收入持续高速增长。2008 年公司实现销售收入 16.52 亿元，同比增长达 88.58%。2009 年 1 季度，尽管存在国际金融危机影响，但由于公司以内销为主，以及相对稳定的品牌与渠道保障，公司实现收入 4.91 亿元，同比仍增长 21.84%。

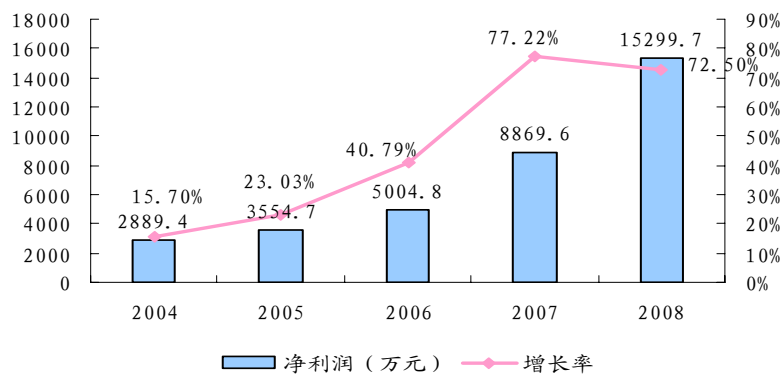
图 4：“七匹狼”销售收入及其增长率



资料来源：国都证券/公司公告

2.3.2 盈利能力

图 5：“七匹狼”近年净利润及其增长率



资料来源：国都证券/公司公告

在销售收入大幅增长的同时，公司盈利能力也相应提升。2008 年公司实现净利润 1.52 亿元，同比增长 72.5%；2009 年 1 季度净利润 0.67 亿元，同比增长 18.34%。与同类公司相比，公司盈利水平较高，但仍有提升空间。

表 2：2008 年可比公司盈利能力比较

	七匹狼	美邦服饰	报喜鸟	雅戈尔	红豆股份
净资产收益率 (ROE) (扣除非经常性损益)	13	22.44	18.72	10.59	3.12
销售净利率	9.26	13.13	13.1	14.69	3.96
销售毛利率	33.95	45.59	48.69	35.86	19.99

资料来源：wind 资讯

2.3.3 偿债能力

公司资产负债率较低，具备较高的抗风险能力。在当前金融危机背景下，将有助于公司抓住时机快速发展。

表 3：可比公司偿债能力比较

	七匹狼	红豆股份	美邦服饰	报喜鸟	雅戈尔
流动比率	2.39	2.33	1.85	1.23	1.14
速动比率	1.62	1.12	1.48	0.7	0.4
资产负债率	29.54	63.3	43.46	45.99	68.68

资料来源：wind 资讯

2.3.4 资产营运效率分析

得益于公司品牌及渠道建设的推进，公司存货及固定资产周转均处同业较高水平。

表 4：可比公司资产营运效率比较

	七匹狼	美邦服饰	报喜鸟	雅戈尔	红豆股份
存货周转率	3.09	4.49	2.39	0.67	0.63
固定资产周转率	12.39	7.61	3.75	2.42	1.97

资料来源：wind 资讯

3. 品牌运营：公司发展进入新阶段

3.1 品牌延伸促发展：产品系列由两大类增至六大类

此前公司销售以“红狼”与“绿狼”系列产品为主，约占整体销售收入的 93.5%。2008 年，公司进一步完善产品品类及定位，最终确定了红狼、绿狼、蓝狼、童装、女装及圣沃斯六大产品系列。以满足消费者多层次、多样化的消费需求。

“圣沃斯”为公司 2008 年与法国设计师合作推出的品牌。定位“高端设计师品牌”，设计定位为高端、优雅、时尚、商务，目标客户群为社会精英人士。

“蓝狼”定位时尚休闲，迎合年轻消费群体需求。加上童装和女装，令公司“七匹狼”品牌服装覆盖了不同年龄客户群在不同生活场所的着装需求，也为公司大型“生活馆”的开设奠定了基础。

表 5: “七匹狼”六大产品系列

		定位	目标客户群	出品时间
1	红狼系列	专注、稳重、商务	25-55 岁成功男士	当前销售主力
2	绿狼系列	舒适、时尚	25-55 岁男士	
3	圣沃斯	高端设计师品牌 定位高贵、优雅、时尚	25-45 社会精英人士	08 年 新品
4	蓝狼系列	个性、休闲、时尚	较年轻群体	
5	女装系列		25-40 岁都市白领和职业女性	
6	童装系列		4-11 岁儿童	

资料来源：公司公告

3.2. “生活馆”建设：进入推广期

大面积的销售终端不仅是重要的产品销售力量，而且也是公司形象的重要展示平台。2007 年公司成功实现股份增发，着力推进销售网络布局与结构升级，联合经销商加大“生活馆”与“旗舰店”建设，促进公司业务快速发展。

2008 年公司及经销商在全国共开设大型生活馆 22 家。目前，涵盖公司全系列产品的“生活馆”，经营情况良好，已从试验阶段进入推广期。今后公司网点建设将侧重发展“生活馆”，并将利用当前金融危机背景下“租金等成本较低”时机，适当加快“生活馆”建设与品牌推广，迎接新的发展机遇。

表 6: “七匹狼”门店分类

	门店类型	单店面积	供能
1	生活馆	800 平米及以上	承载本区域内公司形象展示、新品发布、服务示范、员工培训等功能的综合性销售终端
2	旗舰店	300-800 平米	发挥主力销售及周边专卖店销售带动功能
3	专卖店	300 平米以下	发挥销售功能

资料来源：公司公告

3.3 管理规范：向现代零售企业迈进

2008 年公司与国际知名软件公司 ORACLE 合作，引进“品类规划”、“物流管理”等五大模块，完善供应链流程。相关模块上线后，公司将可以依据系统强大的数据分析功能，准确了解不同地区的市场品味、尺码比例，更有效地进行产品开发和设计，引导经销商订货更加科学合理；同时通过将生产商、公司及经销商终端及时有效连接，缩短供应链反应时间，大大提升供应链效率。此外，公司经过一系列企业内部流程及规范的梳理，理顺了公司发展基础性、原则性的问

题和困惑，公司内部架构更加合理、方向更加明确，将有效促进企业的健康发展。

4. 风险分析

4.1 国际金融危机影响

总体上，由于公司产品以内销为主，金融危机负面影响相对较小。金融危机爆发初期公司产品销售受到较明显影响，目前伴随国家经济刺激计划的落实，产品销售已出现逐步回升迹象。由于公司采用买断制，货物一经发出除非质量问题不能退换，所以公司存在的主要是渠道内存货问题，并影响到本年度订货数量。为此，公司积极调整营销策略，帮助终端消化库存。预期 09 年仍可保持适度增长。此外，金融危机令企业扩张成本降低，可能反而为优势企业的发展带来机遇。公司作为业内品牌企业，伴随产品系列完善与管理提升，伴随募资运用，在金融危机之后将迎来新的发展机遇期。

4.2 行业竞争风险

金融危机令外需大幅萎缩，国内众多以出口为主的外向型服装企业面临较大生存压力，这必然增加国内服装市场的竞争压力。同时，国内服装产业规模日益扩大、产业集中度不断提高，国际品牌服装企业在国内加速扩张，产业竞争将从数量、价格的竞争，转向深加工、新技术、高附加值等方面的竞争。在人力、原材料、能源价格高企，以及金融危机背景之下，公司能否继续保持已有竞争优势，面临着新的考验。

4.3 产品设计风险

多年来，公司注重研发设计，拥有专业的服装设计团队，设计师按照不同产品定位区分，分为红狼、绿狼、蓝狼、童装、女装及圣沃斯六大设计组。2008 年公司设计团队由来自法国、韩国、日本、香港及内地设计师组成。

作为品牌服装企业，所销售产品有一定时尚性要求。消费者对服装款式和面料的偏好变化较快，公司的产品开发能力若不能及时跟上时尚要求，可能面临大量产品滞销风险。

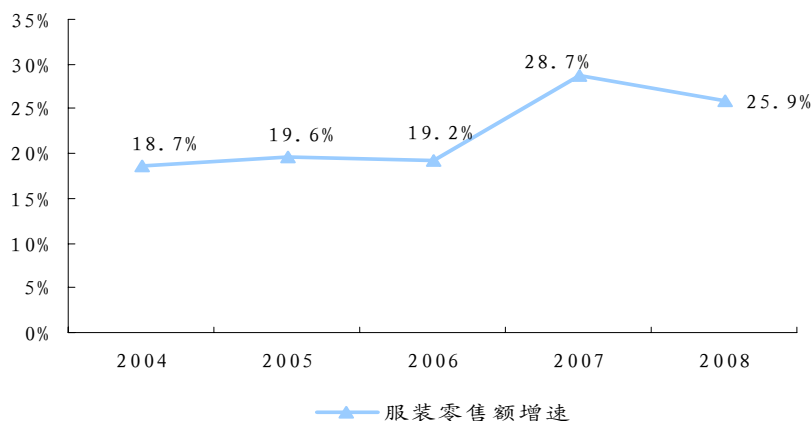
5. 业绩预测

5.1 业绩预测分析

5.1.1 品牌消费品具备广阔市场空间

在消费升级背景之下，市场对品牌服装需求较快增长。2004-2008 年以品牌服装零售为主的限额以上批发零售企业，服装零售额分别增长 18.7%、19.6%、19.2%、28.7%和 25.9%。为“七匹狼”等品牌企业的发展提供良好发展环境。

图 6：限额以上批发零售企业服装零售额增速



资料来源：国家统计局

5.1.2 品牌运营将促进公司较快发展

公司盈利能力强、财务稳健，同时，2008 年以来，公司在品牌延伸、“生活馆”建设以及内部管理等方面的新进展，为公司未来的快速发展奠定良好基础。

5.2 业绩预测

基本假设：2009-2010 年收入增幅 20-25%；09 年毛利率略降至 33.8%，10 年随着经济回暖，以及公司高端产品市场的推广，产品毛利率回升至 35%。

预期 09-10 年公司净利润将实现约 18-35%增长，每股收益 0.64-0.86 元。

表 7：“七匹狼” 2009-2010 年盈利预测

	2008E	2009E	2010E
营业收入(元)	1652686635	1987898333	2480490529
减：营业成本(元)	1091627702	1315988696	1612318844
营业税费及附加(元)	9358038.19	11256113.6	14045327.53
销售费用(元)	242302295.1	286257359.9	357190636.2
管理费用(元)	104193331.9	125237595	156270903.3
财务费用(元)	-15069275.95	-7534637.98	-3767318.988
资产减值损失(元)	14552178.15	11641742.52	12805916.77
投资收益(元)	130149.36	130149.36	130149.36
营业利润(元)	205852514.7	245181612.8	331756369.7
加：营业外收入(元)	2107128.09	2317840.90	2549624.989
减：营业外支出(元)	5487308.65	6036039.52	6639643.467
利润总额(元)	202472334.1	241463414.2	327666351.2
减：所得税(元)	38196480.37	48292682.84	65533270.25
净利润(元)	164275853.8	193170731.3	262133081
归属母公司所有者净利(元)	152997301.7	179908367.4	244136025.8
少数股东损益(元)	11278552.09	13262363.92	17997055.2
每股收益	0.54	0.64	0.86

6. 估值与投资建议

公司当前估值与同类公司基本接近。09-10 年动态市盈率 23-17.4 倍。基于公司近年来在经营上的重大进展，未来公司经营将进入新的较快发展时期。投资建议：推荐 A。

表 8：可比公司估值比较

股票名称	08PE	09PE	08PB	08PS
李宁	26.21	18.44	9.98	2.83
百丽国际	25.53	18.61	3.84	2.88
报喜鸟	26.47	22.29	4.80	3.47
美邦服饰	28.05	23.97	6.45	3.95
七匹狼	27.69	23.36	3.53	2.56

资料来源：国都证券

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。