

湘财证券研究所

纺织服装行业

吴晓宇

Tel: 021-68634518-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

目标价: 34.55 元

基本数据 2010/07/23

总市值(亿元):	88.97
流通A 股市值(亿元):	88.97
总股本(亿股):	2.83
流通A 股股本(亿股):	2.83
PE_TTM:	38.84
PE_10E:	33.05
PB:	6.07

公司相对大盘表现



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

投资要点

□ **核心理念“追逐人生，男人不只一面”**是公司引领男士生活方式而踏出的坚实一步。通过充分学习美国服装巨头 Ralph Lauren 的管理经验，公司目前已形成以红标、绿标为主、蓝标为辅的六大产品系列。今年为了拓展商场店以及三、四线城市渠道，公司还准备设立紫标和米标两个新系列。从聘请新代言人以及学习 Ralph Lauren 不断赞助各类公共活动加上利用各种媒介全方位输出七匹狼品牌价值，这些都极大化地提升了公司的品牌形象。

□ **渠道稳步扩张，发展重心逐步由“外延”转为“内生”**。公司对未来 2-3 年的发展持谨慎经营、稳步扩张的态度，将以提升单店效益为主要目标。目前公司六大销售区域的收入比重正趋于平衡，西南和西北地区潜力巨大。今年和 IBM 合作的电子商务项目上线后，网络销售将成为公司品牌价值全面提升的新渠道。而 ERP 项目对公司的价值主要还是体现在预防库存风险上，预计充分发挥效果需到 2012 年。秋冬订货会（含补强会）销售增幅预计可达 10%-20%。

□ **股权激励彰显管理层信心**。24.83 元的行权价将给公司未来股价提供较强支撑，22 位高管分享 370 万份股票期权较富安娜虽然在覆盖面上有所欠缺，但对核心人员的激励效力却大大增强，有助于保持高管团队的稳定性。对于 10-12 年销售收入复合年均增长率（CAGR）高于 17%，净利润 CAGR 高于 23% 的考核目标，我们认为完成虽有压力，但问题不大。

□ **财务指标增势强劲**。目前休闲服和休闲裤依然是公司拳头产品，毛衫发展迅速，5 年来收入比重已从 3% 提升至 10%。各产品收入构成总体保持稳定，毛利率稳步提升。公司 09 年计提了五千多万资产减值准备，其中 80% 为存货跌价准备，我们认为此次计提已十分充分，未来再次大幅计提的可能性不大。让我们欣喜的是，公司 ROIC 和 ROE 提升更多是由于业绩提升而非杠杆效应。

□ **首次给予“增持”评级**。我们预计公司 10/11/12 年的核心 EPS 分别为 1.13/1.41/1.67 元，对应未来三年 CAGR 为 27.4%，对应 PE 分别为 28/22/19 倍。结合 FCFF、FCFE 以及 PE 估值，我们分别给予三者 33% 的权重，目标价 34.55 元。

□ **风险提示**。直营渠道建设低于预期；宏观经济反复。

盈利预测表

单位: 亿元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_09-12
销售收入	19.87	23.01	27.97	33.61	
YoY		15.8%	21.6%	20.2%	19.2%
核心净利润 ¹	2.28	3.19	3.99	4.72	
YoY		40%	25%	18%	27.4%
核心 EPS(元)		1.13	1.41	1.67	

数据来源: 湘财证券研究所

¹ 核心净利润为扣除非经营性和非经常性损益后的净利润。详细解释请参见文中盈利预测表后的注解。

目录

一、核心理念“追逐人生，男人不只一面”是公司引领男士生活方式而踏出的坚实一步	4
二、渠道稳步扩张，发展重心逐步由“外延”转为“内生”	8
2.1 六大销售区域收入比重趋于平衡	9
2.2 存货水平恢复正常、电子商务模式将成为公司品牌价值全面提升的新渠道	10
2.3 ERP充分发挥效果需到 2012 年	10
2.4 物流外包战略符合公司当前经营模式	11
2.5 秋冬订货会（含补强会）预计增长 10%-20%	11
三、股权激励彰显管理层信心	11
四、财务指标增势强劲	12
4.1 各产品收入构成保持稳定、毛利率稳步提升	12
4.2 盈利水平持续向好	12
4.3 租赁费用持续高企	13
五、估值与投资评级	14
5.1 DCF估值	14
5.2 PE估值	15
5.3 投资评级	16
六、国内服装零售发展稳定，增速放缓	16
七、风险提示	16
湘财证券投资评级体系	17
重要声明	17

图目录

图表 1: Ralph Lauren店铺展示一	
图表 2: Ralph Lauren店铺展示二	5
图表 3: Ralph Lauren产品展示一	
图表 4: Ralph Lauren产品展示二	6
图表 5: Ralph Lauren公司品牌宣传主要方式	6
图表 6: 公司品牌结构	8
图表 7: 七匹狼直营店比重逐步上升	
图表 8: 七匹狼单店效益不断提升	9
图表 13: 七匹狼各产品毛利率稳步提升	
图表 14: 七匹狼收入构成_按产品分类	12
图表 15: 七匹狼收入增速和核心净利润增速比较	
图表 16: 七匹狼三项费用率保持稳定	13
图表 17: 七匹狼盈利水平持续向好	
图表 18: 七匹狼ROIC、ROCE以及ROE.....	13
图表 19: 租金压力持续高企	14
图表 20: FCFF估值.....	15
图表 21: 国内服装零售发展稳定、增速下降	
图表 22: 城镇居民衣着消费支出稳步上升.....	16

表目录

表格 1: Ralph Lauren公司品牌介绍	4
表格 2: 盈利预测表	15

一、核心理念“追逐人生，男人不只一面”是公司引领男士生活方式而踏出的坚实一步

七匹狼立志成为中国的 Polo，因此在品牌经营上也向美国服装巨头拉夫·劳伦（Ralph Lauren）公司借鉴了许多经验。在分析七匹狼品牌结构前，我们先介绍一下 Ralph Lauren 公司。Ralph Lauren 成立于 1967 年，是有着浓浓美国气息的高品味时装品牌。除时装外，Ralph Lauren 品牌还包括香水、童装、家居等产品。截止 2009 年，公司旗下共有 23 个子品牌，总体呈现出品牌系列多样化、产品风格多样化、目标客户群体多样化以及销售渠道多样化。43 年来，在不断推出具有差异化优势的新系列后，公司已成为全球最富盛名的服装巨头之一。Ralph Lauren 品牌所倡导的生活方式是一个美国梦：漫漫草坪、晶莹古董、名马宝驹，其产品无论是服装还是家具，无论是香水还是器皿，都迎合了顾客对上层社会完美生活的向往。正如 Ralph Lauren 先生本人所说：“我设计的目的就是去实现人们心目中的美梦-可以想象到的最好现实。”Ralph Lauren 时装设计融合幻想、浪漫、创新和古典的灵感呈现，所有的细节架构在一种不被时间淘汰的价值观上，其主要消费阶层是中等或以上收入的消费者和社会名流，而舒适、好穿、价格适中的 Ralph Lauren Polo 衫无论在欧美还是亚洲，都已成为人们衣柜中必备的衣着款式。

在品牌宣传方面，Ralph Lauren 的广告通常是描绘其所提倡的追寻美国梦的生活方式，而不是把重心放在产品本身。在品牌推广方式上，Ralph Lauren 将杂志作为主要媒介，此外还在电视、户外广告、网站以及公共关系活动（包括时装 Show、赞助美国网球公开赛以及美国奥委会等）中积极投入以最大化提升其品牌价值。

表格 1：Ralph Lauren 公司品牌介绍

品牌	定位	风格	目标客户群	销售渠道
Ralph Lauren Purpel Label 紫牌	最高端	高贵、典雅	男士	直营店、专业店、最高档百货店、网络销售
Ralph Lauren Collection	最高端	永恒、迷人	女士	专业店、最高档百货店、网络销售
Ralph Lauren Black Label 黑牌	高端	精致、现代	男士、女士	直营店、专业店、高档百货店、网络销售
Lauren for Men	高端	传统、精致	男士	高档百货店
Polo by Ralph Lauren	中高端	经典、可信	男士	直营店、专业店、百货店、网络销售
Ralph by Ralph Lauren	中高端	经典、优质	男士	Dillard's 独家销售
Lauren by Ralph Lauren	中高端	古典、精致	女士	百货店、网络销售

品牌	定位	风格	目标客户群	销售渠道
Ralph Lauren Blue Label 蓝牌	中高端	别致、性感	女士	直营店、网络销售（在女装运动装市场有利基）
Lauren Jeans	中高端	创新、舒适	女士	百货店、网络销售
Pink Pony	中高端	黑粉白三色	女士	直营店、网络销售（为抵抗癌症创立的慈善品牌）
RRL	中高端	经典美国西部风格	男士、女士	直营店、独立专卖店
RLX	中高端	运动品牌	男士、女士	直营店、网络销售
Polo Golf & Ralph Lauren Golf	中高端	高尔夫品牌	男士、女士	私人俱乐部、网络销售
Rugby	中高端	年轻、活力、常春藤风格	大学生	独立专卖店、网络销售
Ralph Lauren Childrenswear	中高端	经典	儿童	直营店、高档百货店、网络销售
Accessories 配件	中高端	经典、永恒	男士、女士	直营店、专卖店、网络销售
Frangance 香水	中高端	经典、传统	男士、女士	百货店、专卖店、免税店、网络销售
Ralph Lauren Home 家居	高端	奢华	家庭	直营店、百货店、家居店、网络销售
Lauren Home 家居	中端	经典	家庭	百货店、家居店、网络销售
Ralph Lauren Paint 油漆	中高端	经典、现代	家庭	专卖店、Home Depot
Club Monaco（国际品牌概念）	中端	简介、现代	男士、女士	独立专卖店
Chaps（国际品牌概念）	大众	经典	所有人群	百货店、专卖店、网络销售
American Living（国际品牌概念）	大众	经典	所有人群	JCPenny 独家销售

数据来源：湘财证券研究所

图表 1：Ralph Lauren 店铺展示一



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图表 2：Ralph Lauren 店铺展示二



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图表 3: Ralph Lauren 产品展示一



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图表 4: Ralph Lauren 产品展示二



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图表 5: Ralph Lauren 公司品牌宣传主要方式



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

七匹狼充分学习了 Ralph Lauren 的管理经验, 08 年最终确立了圣沃斯、红标、绿标、蓝标、女装及童装六大产品系列。目前红标和绿标仍是公司的销售主力, 09 年两者销售占比约为 87%。蓝标较红绿标定位更为年轻化, 其创立旨在进一步扩大公司品牌的客户群体。08 年秋季上市后, 蓝标发展惊人, 09 年占收入比重迅速攀升到 6.5%。蓝标目前销售主要以独立专卖店为主, 09 年店铺数为 115 家, 未来将成为公司新的利润增长点。圣沃斯、女装及童装系列主要在生活馆销售, 目前尚处于培育阶段。

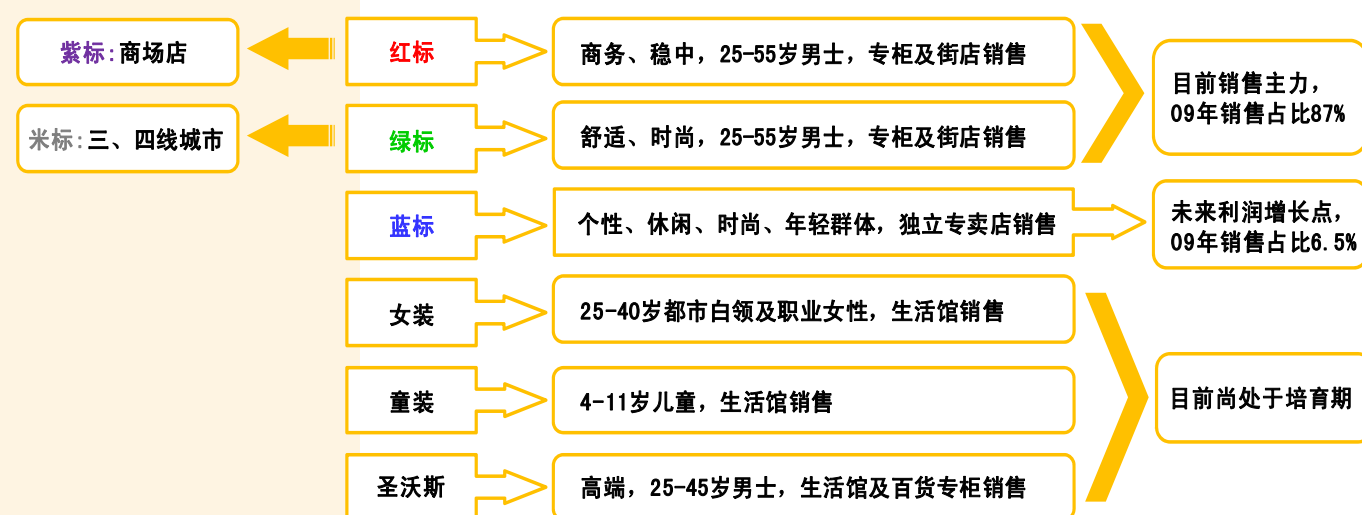
另外，公司今年还准备设立两个新系列：紫标和米标。紫标是红标的延伸，定位及价格都高于红标，因为公司产品属大众休闲，定位于中低端，因此紫标的设立旨在应对商场较高的品牌准入门槛以及较高的扣点数。米标是绿标的延伸，定位和价格较绿标更低，其设立旨在为公司发展三、四线城市的销售渠道做准备。对于投资者担忧的紫标和米标会不会稀释红标和绿标品牌价值的问题，我们认为，和蓝标不同的是，紫标和米标并非在产品设计与风格定位上和红标和绿标有所不同，只是公司在发展各种潜在销售渠道时所采用的一种营销策略。公司目前发展最好的区域为二线城市，对于三、四线城市是否具有足够消费潜力的问题。公司做了详细解释：随着城镇化进程的加速推动以及人民收入水平的不断提高，三、四线城市居民的消费水平其实并不低，他们所缺乏的恰恰就是“有钱没地方消费”的问题。作为大众休闲品牌，七匹狼品牌在一线城市属于低端，在二线城市属于中低端，到了三、四线城市可能就属于中高端。因此在公司品牌价值不断提升以及渠道建设积极稳妥地推进下，三、四线城市的发展潜力还是非常巨大的。

想到美国有 Ralph Lauren，英国有 Burberry，法国有 Louis Vuitton，意大利有 Dolce & Gabbana，目前为止，我们还不认为中国有值得骄傲的本土服饰品牌。不过很多公司正在朝着这个方向努力前进，七匹狼就是其中的一员。2010 年，公司提出了“追逐人生，男人不只一面”的核心品牌理念，是真正意义上向着引领生活方式的思考走出了坚实的一步。从公司聘请新代言人-孙红雷、张震、胡军、张涵予以及学习 Ralph Lauren 不断赞助各类公共活动，包括 KOC 车王争霸赛、帆船赛、马球赛、高尔夫球赛、财经风云榜名仕之夜以及名士堂等（都围绕男人的多面性展开）加上利用各种媒介全方位地输出七匹狼品牌价值，这些都极大化地提升了七匹狼的品牌形象，并最终将为消费者带来文化价值。七匹狼最为出名的夹克已连续 9 年蝉联同类产品市场综合占有率第一名。另外，公司每年的广告费用占营业收入比重已从 07 年高点的 8.6% 下降到 09 年的 2.4%，和 Ralph Lauren 基本持平，从这一点也可以看出公司已从原来花费颇高的较为单一的央视传播途径，拓展为性价比更优综合效果更好的电视、户外、报刊、杂志、网络相结合的传播体系。

为了实现七匹狼品牌价值的可持续发展，达到深入消费者内心的目的。我们认为公司在以下方面还有进一步提升的空间：**1，产品设计体现更多品牌内涵。**公司目前有超过百人的设计师团队，也有掌握各地流行资讯的买手，从近期推出的新品中我们也看到了七匹狼设计能力的不断提升。虽然公司产品对流行度要求不高，大多为基本款，但我们认为产品设计风格的差异化优势和公司品牌价值是紧密相连的。围绕“男人的多面性”，我们认为公司在产品设计上可以进行更多精细

化探索。**2, 加强店铺设计。**店铺是展示公司形象的最好媒介, 西班牙服装巨头 Zara 几乎不做广告, 其唯一的宣传手段就是店铺。七匹狼以批发起家, 目前直营渠道占比较低, 然而在旗舰店及生活馆的设计上都请国外知名专家进行指导, 也都获得了消费者不错的反馈。我们认为在店铺风格上, 公司可以加入更多情感因素和文化因素, 在橱窗展示方面加入更多更鲜明的七匹狼情怀, 最终使消费者在购物中真正体会到“男人不只一面”的品牌内涵。**3, 女装及童装业务和七匹狼口号有点相悖。**虽然女装及童装目前尚处于培育期, 主要在生活馆销售, 如果公司未来要使其成为新的利润增长点的话, 我们认为在品牌口号上需做相应改进。否则消费者会认为七匹狼只做男装, 其女装或童装无法给消费者带来心理层面的附加值。

图表 6: 公司品牌结构

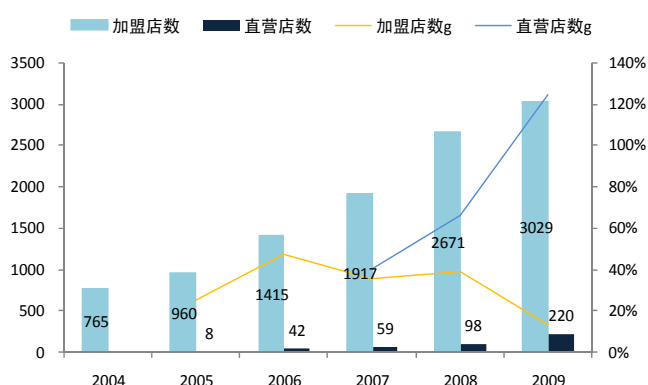


数据来源: 湘财证券研究所

二、渠道稳步扩张, 发展重心逐步由“外延”转为“内生”

虽以加盟起家, 公司近几年也开始重视直营渠道的拓展, 这和公司以品牌价值引领生活方式是密不可分的。截止 09 年末, 公司拥有大型生活馆 30 家, 主要以提升公司形象为主要目标; 拥有加盟店 3029 家, 直营店 220 家, 5 年来直营店比重已升至 7%。公司对未来 2-3 年的发展持谨慎经营、稳步扩张的态度, 没有明确的开店计划, 主要系公司认为未来服装内销市场已不太可能实现 06、07 年爆发式增长的局面, 因此发展重心将由“外延增长”逐步向“内生增长”转变, 以提升单店效益为主要目标。目前 Zara 的平效已超 4 万元, 国内男装行业的平效仅为 6-8 千元, 七匹狼平效约为 1.2 万元, 从内生增长角度来看还有很大的提升空间。

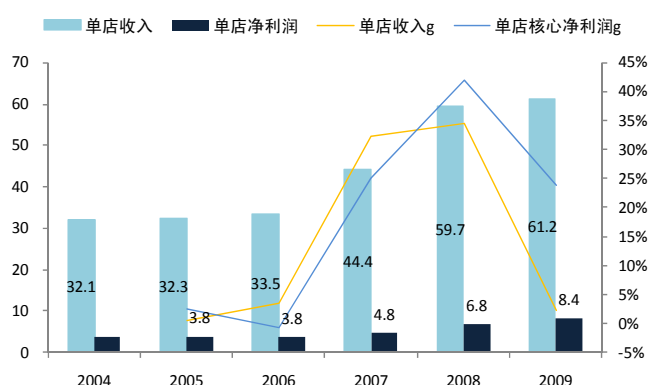
图表 7：七匹狼直营店比重逐步上升



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图表 8：七匹狼单店效益不断提升

单位：万元



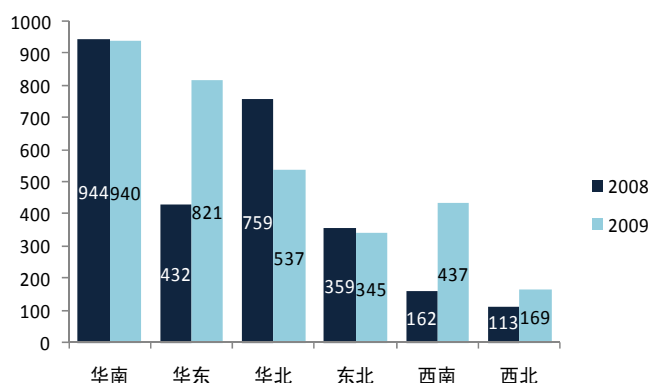
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

2.1 六大销售区域收入比重趋于平衡

从各销售区域的发展来看，08-09年，华东、西南地区店铺数大幅增加；西北地区店铺数小幅上升；华南、东北地区店铺数小幅下降；华北地区店铺数大幅下降，主要原因系08年奥运会期间经销商情绪高涨，订货较多，到了08年底又遇到金融危机，国内消费下滑迅速，因此在消化库存上投入了更多精力。我们认为华北地区出现此现象属特殊情况，未来将逐步恢复到正常状态。

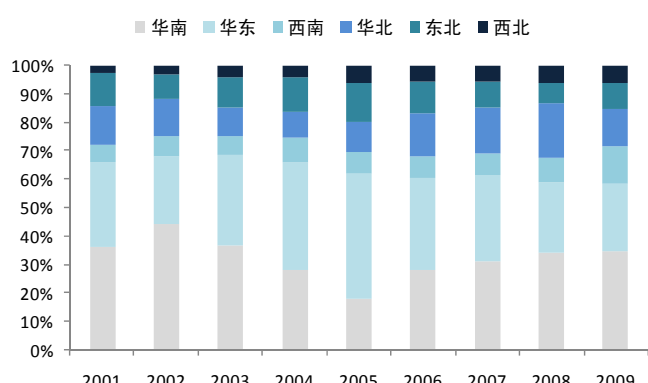
从各地区的收入构成来看，公司六大销售区域（剔除国际业务因其收入占比很低）的收入比重正趋于平衡。目前贡献度最高的华东、华南两者的收入比已从01年最初的66%稳步下降到09年的58%；西南和西北地区潜力巨大，目前两者收入比重已从最初的8%提升至19%；华北和华东地区收入比重总体呈现前高后低，主要系前期发展过快，库存压力大，预计未来发展将保持稳定。

图表 9：七匹狼六大销售区域店铺数比较（剔除国际业务）



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图表 10：七匹狼六大销售区域收入构成（剔除国际业务）



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

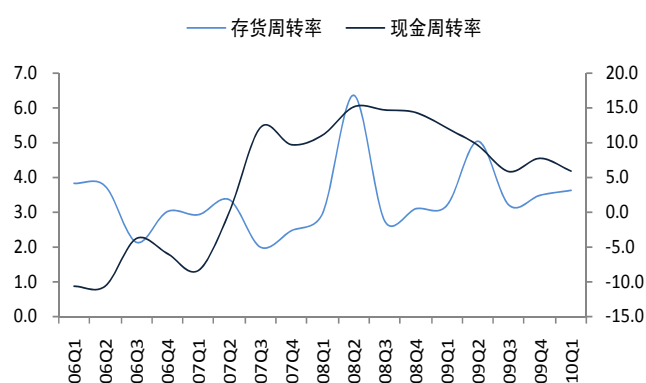
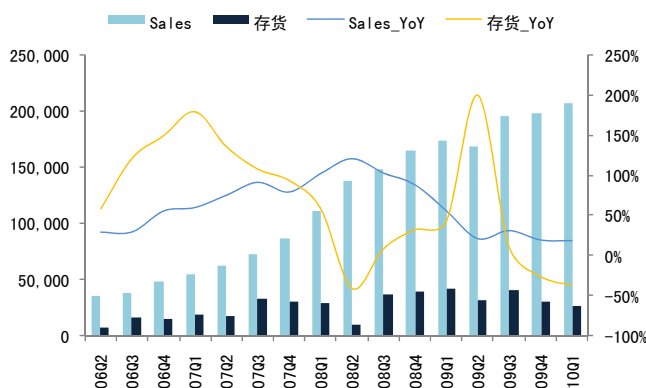
2.2 存货水平恢复正常、电子商务模式将成为公司品牌价值全面提升的新渠道

从收入增速和存货增速比较来看,我们发现 08 年的金融危机确实在 09 年给公司带来很大存货压力。为了加快经销商资金回笼速度,公司适当放宽了对经销商的授信额度,加强渠道支持,本来对产品打折的下限要求在危机时期也暂时取消。随着经济逐步回暖存货水平已恢复正常,和经销商“共度难关”使公司现金周转率有一定程度的下滑,不过总体来说还保持在正常水平。另外,公司目前开设的网上商城主要是针对库存商品的处理,今年和 IBM 合作的电子商务项目上线后,一方面能够提升订单处理能力,另一方面有利于提升客户体验。后期,公司将建立自有电子商务平台,这比目前的淘宝平台更能体现出公司的品牌价值及服务价值。

图表 11: 七匹狼收入增速和存货增速比较

单位: 万元

图表 12: 七匹狼存货周转率及现金周转率



数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所

以上为 TTM 数据

数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所

以上为 TTM 数据

2.3 ERP 充分发挥效果需到 2012 年

公司 ERP 系统中部分模块已经上线, 其余模块也在按计划推行中, 预计整个系统充分发挥效果需到 2012 年。公司目前 POS 机联网的店铺有 500 家左右, 乐观估计未来能增加到 1000 家。鉴于经销商资金压力以及经营理念等原因, 要实现 POS 机联网全覆盖是不太现实的。我们认为 ERP 建设对公司的价值主要体现在预防库存风险上。目前经销商订货大都根据经验数据和主观判断为主, 稍有不慎就会出现订货过于乐观和过于悲观的情况。在 ERP 全面上线后, 公司可以凭借强大的数据库分析做到在合适的时间合适的地点给客户提供适合当地市场品位的商品, 大大降低库存压力并提升供应链效率。

2.4 物流外包战略符合公司当前经营模式

公司目前产品配送及周转主要靠第三方物流来实现，这符合公司目前的经营模式。像 Zara, H&M, 美邦服饰这类“快时尚”服装企业，因为其产品大都是现货，紧跟当下时尚，因此对前导时间（从产品设计、到生产、物流、销售的过程）要求很高。而自建配送中心能大大提升产品的供应速度，因而就显得十分必要。而七匹狼主要以批发为主，目前直营渠道建设还在不断学习和探索中，因此对现货要求很低。公司通常提前 9 个月设计，提前 6 个月生产，对配送速度要求不高，所以主要还是同国内优秀的第三方物流公司合作为主，同时也能降低供应成本。

2.5 秋冬订货会（含补强会）预计增长 10%-20%

公司去年春夏订货会增长仅为个位数，今年在下游消费复苏以及冬季时间较长的情况下，秋冬订货会（含补强会）预计增幅可达 10%-20%。由于公司盈利模式为成本加成型，外包比例达到 80%左右，所以原材料价格波动对其影响并不大。从公司近两年的财务数据也可以看到，虽然销售增速呈递减趋势，但盈利水平却持续提升。前几年公司产品年均提价幅度均高于 10%，09 年由于金融危机的滞后效应，提价仅为 5%。我们认为，虽然公司通过一系列引领生活方式的活动可以使消费者在心理层面上有一种向上的提升，但公司不会以此作为基础在产品提价上大做文章，因为大众休闲品不同于奢侈品，可以人为造成商品的稀缺性，从而形成“物以稀为贵”的效应。大众休闲品的替代品威胁很强，在大部分企业提供的产品同质化较强的前提下，公司要脱颖而出，最好的办法就是给消费者创造一种心理层面的差异化（即独特的生活方式），并不断对其进行强化从而吸引更大范围的潜在消费群体。从这一点来看，公司目前的经营理念还是值得称道的。

三、股权激励彰显管理层信心

今年三月公司公布的股权激励方案彰显出管理层对未来发展的信心。24.83 元的行权价将给公司未来股价走势提供较强支撑，而 22 位高管分享 370 万份股票期权较富安娜虽然在覆盖面上有所欠缺，但对核心人员的激励效力却大大增强，有助于保持高管团队的稳定性。对于未来三年的考核目标“2010 年收入同比增速 $\geq 10\%$ ，净利润同比增速 $\geq 30\%$ ；2011 年收入和净利润同比增速 $\geq 20\%$ ；2012 年较 2010 年收入和净利润复合年均增长率 $\geq 20\%$ （即 2010-2012 年收入复合年均增长率高于 16.57%，净利润复合年均增长率高于 23.24%）”，我们认为完成虽有压力，但问题不大。同时，从这一目标我们也可以看出公司未来的增长更注重业绩的可持续性，

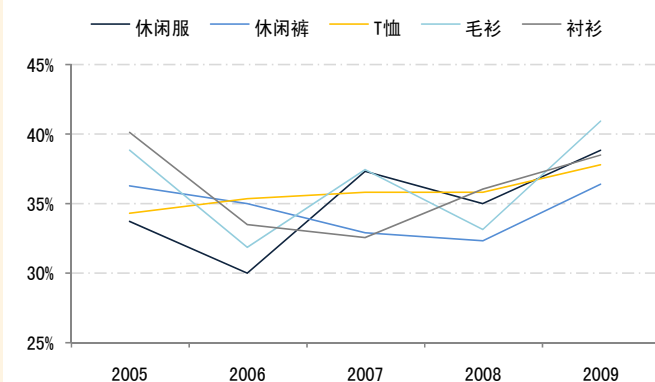
而非爆发式的增长。

四、财务指标增势强劲

4.1 各产品收入构成保持稳定、毛利率稳步提升

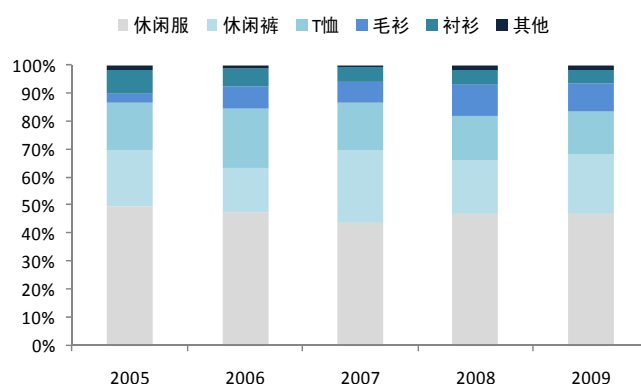
从各产品收入比重来看，休闲服和休闲裤依然是公司拳头产品，两者近 5 年占总收入比重一直维持在 66%-70%。毛衫发展迅速，5 年来收入比重从 3%提升到 10%。从各产品的毛利率走势来看，总体来说都呈稳步向上的态势。

图表 13：七匹狼各产品毛利率稳步提升



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图表 14：七匹狼收入构成_按产品分类



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

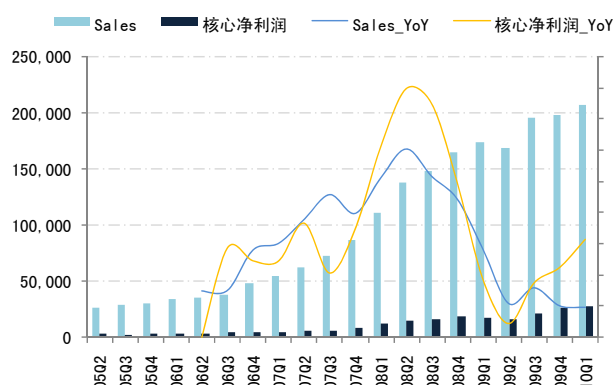
4.2 盈利水平持续向好

从各项盈利指标来看，公司盈利能力一直十分强劲。近几年销售费用在租金高企、人力增加、直营店比例提高以及宣传模式多样化的情况下增长迅速，但销售费用率却保持稳定，反映出公司优秀的成本管理能力。而管理费用率在 ERP 项目推进以及股权激励实施下，我们预计未来将会小幅提升。公司 09 年计提了五千多万资产减值准备，其中 80%为存货跌价准备，主要是因为随着直营体系扩张，销售终端价格竞争加剧，年末过季商品可变现净值低于成本较大。我们认为公司此次计提已十分充分，未来 2-3 年再次大幅计提的可能性不大。09 年以来，公司毛利率增速明显，EBIT 比率和核心净利润率也小幅上升，体现了公司优秀的成本管理能力。在公司稳健经营的模式不断贯彻下，其资本利用率也大大提高。让我们欣喜的是，公司 ROIC 和 ROE 的提升更多还是由于业绩提升而非杠杆效应。

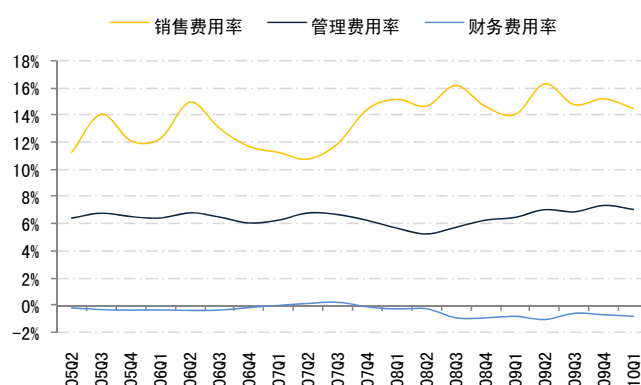
图表 15: 七匹狼收入增速和核心净利润增速比较

单位: 万元

图表 16: 七匹狼三项费用率保持稳定



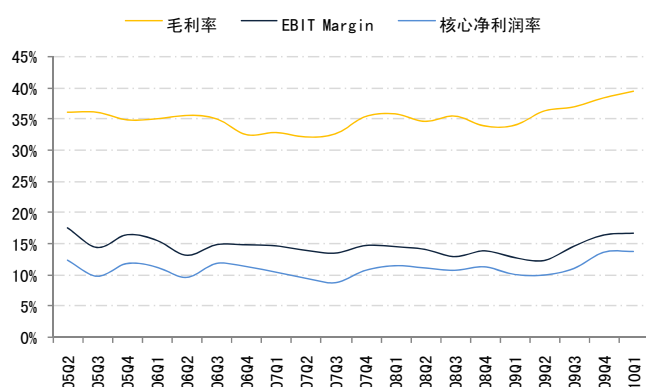
数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所



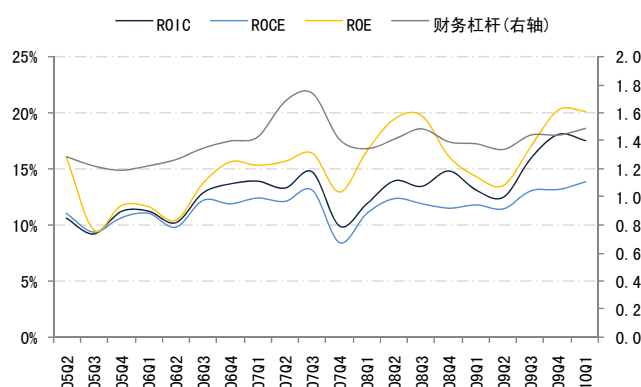
数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所

图表 17: 七匹狼盈利水平持续向好

图表 18: 七匹狼 ROIC、ROCE 以及 ROE



数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所

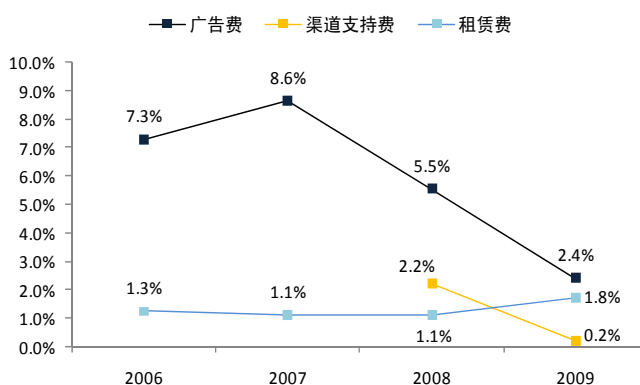


数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所

4.3 租赁费用持续高企

广告费我们在前文已作了分析。公司 09 年对经销商的渠道支持费大幅下滑, 说明经销商层面的销售压力已基本释放。针对目前不断攀升的租金, 公司判断未来 2-3 年租赁费用都将处于高位, 这也是其未来渠道拓展略显谨慎的原因之一。面对竞争的不断升级, 公司未来将重点加强渠道整合以及内部管理提升, 以此扩大销售收入以及市场占有率。

图表 19：租金压力持续高企



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

五、估值与投资评级

5.1 DCF 估值

由于公司经营稳健，自由现金流充裕，因此我们认为使用现金流贴现模型对其进行估值是可行的。根据 FCFF 模型，我们认为公司内在价值为 **33.07 元**。这是基于 9.21% 的 WACC 和 4% 的永续增长率。根据 FCFE 模型，我们认为公司内在价值为 34.43 元。

关键假设：

销售收入：营收增速是基于公司订货会已经股权激励考核目标预测所得。我们预计 2010-2021 年公司销售收入总体将呈现增速递减的趋势，从 2022 年开始，公司进入营收增速为 4% 的稳定增长期。

EBIT 比率：我们预计公司稳定期的 EBIT 比率为 20%。

边际税率（25%）：我们此使用边际税率而非有效税率，主要基于长期评估。

资本支出：公司平均追加非现金营运资本占收入比重为 0.77%。平均净资本支出占收入比重为 9.86%，不过自 08 年开始由于金融危机有所下降。我们预计稳定增长期的再投资率为 32%。

图表 20: FCFF 估值

	过渡期												稳定期				
单位:万元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E				
销售收入	230,080	279,685	336,098	398,454	465,936	537,313	610,936	684,768	756,449	823,402	882,967	932,564	969,866				
EBIT	38,476	47,536	58,042	69,898	83,008	97,192	112,177	127,604	143,027	157,935	171,771	183,966	193,973				
EBIT(1-t)	28,857	35,652	43,531	52,424	62,256	72,894	84,133	95,703	107,270	118,451	128,828	137,975	145,480				
追加非现金营运资本+净资本支出	24,780	28,724	32,837	36,937	40,863	44,436	47,470	49,783	51,212	51,627	50,947	49,146	46,263				
FCFF	4,078	6,928	10,694	15,487	21,394	28,458	36,663	45,920	56,059	66,824	77,881	88,828	99,217				
关键假设																	
销售收入(YoY)	15.8%	21.6%	20.2%	18.6%	16.9%	15.3%	13.7%	12.1%	10.5%	8.9%	7.2%	5.6%	4.0%				
EBIT Margin	16.7%	17.0%	17.3%	17.5%	17.8%	18.1%	18.4%	18.6%	18.9%	19.2%	19.5%	19.7%	20.0%				
边际税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%				
再投资率	85.9%	80.6%	75.4%	70.5%	65.6%	61.0%	56.4%	52.0%	47.7%	43.6%	39.5%	35.6%	31.8%				
估值		WACC				敏感性分析											
稳定增长率	4%	过渡期				稳定期				WACC							
稳定期现值	667,677	无风险收益率				3.73%	无风险收益率				3.82%						
公司价值总计	888,438	Beta				0.83	Beta				1.000	3.0%	7.2%	8.2%	9.2%	10.2%	11.2%
债务总计	5,000	股权风险溢价				5.37%	股权风险溢价				5.50%	3.5%	52.91	39.77	31.74	25.64	21.46
现金及现金等价物	51,988	Ke				8.20%	Ke				9.32%	4.0%	58.12	42.31	33.07	26.36	21.85
股权价值	935,426	Kd(1-tax)				2.56%	Kd(1-tax)				2.56%	4.5%	65.26	45.52	34.67	27.20	22.29
总股本(万股)	28,290	资本结构				资本结构					5.0%	75.63	49.72	36.66	28.21	22.81	
每股内在价值(元)	33.07	股权				98.43%	股权				98.43%						
		债权				1.57%	债权				1.57%						
		WACC				8.11%	WACC				9.21%						

数据来源: Wind, Bloomberg, 湘财证券研究所

5.2 PE 估值

我们预计公司 10/11/12 年销售收入分别为 23.01/27.97/33.61 亿元, 未来三年复合年均增长率 (CAGR) 为 19.2%; 核心 EPS 分别为 1.13/1.41/1.67 元, 未来三年 CAGR 为 27.4%, 对应 PE 分别为 28/22/19 倍。公司目前 2010 年一致 PE 预计为 33 倍。考虑到公司作为品牌服饰企业, 掌握了行业本质, 即以倡导独特的生活方式来吸引消费者, 经营稳健, 负债率低, 应当享受一定的估值溢价。我们给予公司 10 年 32 倍 PE, 合理价值 36.16 元。

表格 2: 盈利预测表

单位: 亿元	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_09-12
销售收入	19.87	23.01	27.97	33.61	
YoY		15.8%	21.6%	20.2%	19.2%
毛利率	38.3%	39.0%	40.0%	41.0%	
销售费用率	15.2%	15.0%	15.5%	16.0%	
管理费用率	7.3%	7.5%	7.5%	7.0%	
财务费用率	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
所得税率	16%	16%	16%	22%	
核心净利润	2.28	3.19	3.99	4.72	
YoY		39.8%	25.2%	18.2%	27.4%
核心 EPS(元)		1.13	1.41	1.67	

数据来源: 湘财证券研究所

注：核心净利润为扣除非经营性和非经常性损益后的净利润。09 年核心净利润计算包括了 5,216 万资产减值损失。因此减值准备中有 80% 为存货跌价损失，公司作为服装企业，其产品跌价损失在未来确认的概率较大，因此在此作为确定性损失处理，不过在 DCF 估值法中不予体现。

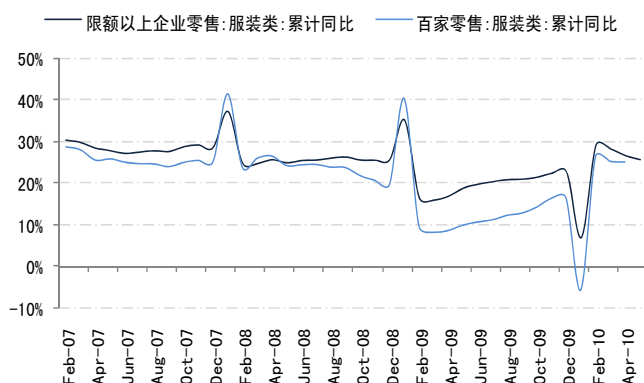
5.3 投资评级

结合 FCFF、FCFE 和 PE 估值，我们分别给予三者 33% 的权重，所得目标价为 34.55 元。给予“增持”评级。

六、国内服装零售发展稳定，增速放缓

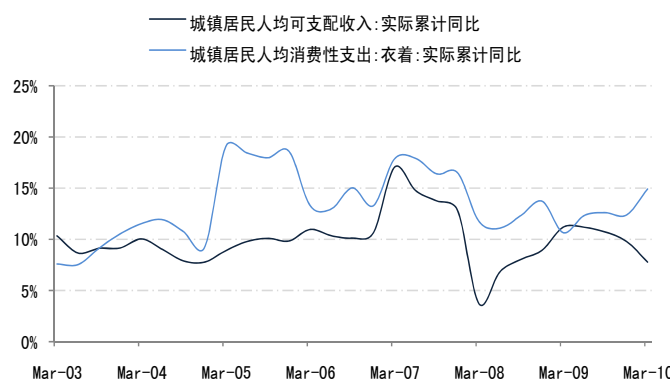
从国内服装零售数据来看，无论是限额以上企业还是百家企业零售增速都已恢复到 25% 左右，不过今年数据的强劲反弹更多还是由于低基数效应以及居民消费的延迟释放所致。我们认为消费提升的关键因素还得看居民收入水平能否有效提升。从城镇居民人均可支配收入实际增速来看，目前只有 10% 不到，而其衣着消费的实际增速为 15% 左右，预计未来国内服装零售将继续保持稳定增长，不过增速会有所放缓。另外，因为限额以上企业的服装零售增速高于百家企业，说明渠道下沉（由二、三线城市向三、四线城市拓展）的市场空间还是十分巨大的，这也符合公司目前的经营思路。

图表 21：国内服装零售发展稳定、增速下降



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

图表 22：城镇居民衣着消费支出稳步上升



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

七、风险提示

- 1, 直营渠道建设低于预期
- 2, 宏观经济反复

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。