

美国梦的诠释者和中国梦的追随者

—— POLO 和七匹狼的比较研究

研究结论

- 40 年, 拉尔夫·劳伦, 从一个小小领带商摇身变成美国经典时尚品牌化身, 从不名一文的穷小子摇身变成上市公司总裁。以他名字命名的品牌跻身国际一线大牌行列, 以他名字命名的公司创造了上市后十年间收入增长 317% 的骄人业绩。而公司的股价, 也随着品牌价值的提升走出了一波跨度近十年的牛股行情。
- 通过对公司上市后超过十年的发展历程研究, 我们发现公司的品牌塑造和股价走势显示出惊人的相关性。从不甘于市场冷落的股市新兵, 到业务重组后逆市上涨的资本新秀, 再到伴随向国际一线品牌完美转型带来的 5 年涨 5 倍的股市传奇, 以及经受住金融危机考验业绩和股价均稳步发展的国际大牌公司, 公司的发展壮大就是一个美国本部品牌服饰成长的时代缩影。
- 我们认为拉尔夫·劳伦公司由一家普通的服饰企业成长为国际一线大牌的关键主要得益于持续深入的品牌建设、丰富有效的渠道拓展和不断突破自我的业务创新。品牌方面, 公司始终定位于“美式生活方式”的代言人, 通过多样化的高调宣传和推出高端奢侈品系列不断提升其品牌形象。渠道方面, 公司通过兼并和新设加快零售业务扩张, 同时积极探索电子商务渠道的运用。业务创新方面, 公司勇于挑战自我, 将高端品牌的发布和超大型旗舰店放在拥有众多国际一线品牌的欧洲并获得了成功, 同时通过艺术地使用品牌授权和授权收回满足了品牌不同成长阶段的需求。而供应链的重组和财务报表优化又进一步提升了品牌的生命力和扩张空间。
- 如果说 POLO (拉尔夫·劳伦公司) 是美国梦的诠释者, 那么七匹狼就是就是中国梦的追随者了。从 1985 年福建晋江一家名不见经传的小企业起家, 到七个充满斗志和创业热情的年轻人在 1990 年创立自己的品牌、再到 2004 年在 A 股上市直至目前已经成为国内本土品牌服饰的主流代表, 七匹狼的成长经历基本反映了国内优秀品牌服饰企业学习国外品牌、同时结合国内消费环境和潮流趋势不断创新的时代缩影。
- 数据显示, 2003—2009 年七匹狼渠道外延式扩张的年复合增长率为 35.11%, 营业收入和净利润的年复合增长率分别为 48.61% 和 41.61%。从 2004 年上市后的六年间, 公司的股价翻了 10 倍, 年复合增长率高达 49%, 堪称中国资本市场的一大牛股。股价和业绩高速增长的背后是公司向 POLO 学习紧紧围绕品牌推广、渠道拓展、商品开发与建设和供应链管理的战略思想与策略执行。
- 我们对七匹狼维持 2010—2012 年每股收益分别为 1.00 元、1.29 元和 1.66 元的盈利预测, 维持“买入”评级。我们认为公司未来能否真正成长为中国的 POLO, 关键还在于品牌形象的进一步提升、产品系列丰富度的有效突破和新渠道的贡献以及其他外延式扩张方式的引进等。而公司的投资风险就在于先发优势下的惯性成长期过后以上关键未能有效突破。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010014

糜韩杰

纺织、旅游行业助理分析师

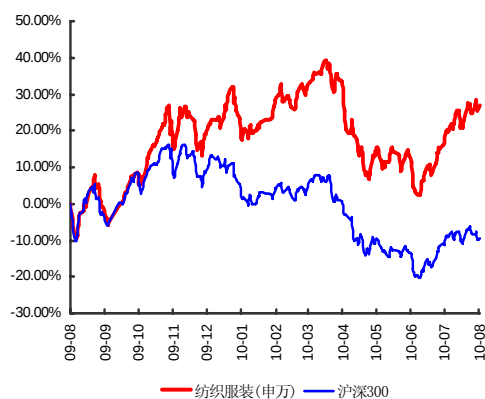
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860110050019

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	纺织服装
报告日期	2010 年 9 月 6 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.35	10.03	26.88
相对表现 (%)	6.1	10.08	36.31

资料来源: WIND

相关研究报告

《优衣库之优——迅销公司成功探秘》	2010 年 8 月 17 日
《牛股是怎样炼成的——GAP 成长启示录》	2010 年 8 月 2 日
《本土品牌服饰面临最好的时代》	2010 年 7 月 2 日
《看好消费升级下的品牌服饰企业》	2010 年 4 月 6 日
《看好内销增长态势 关注成本上升压力》	2010 年 3 月 11 日
《冬去春来》	2010 年 2 月 5 日

目 录

一、拉尔夫·劳伦公司前传	5
二、拉尔夫·劳伦公司上市正传：5 年涨 5 倍的传奇	6
2.1 第一阶段（1997 年—1999 年）：不甘于平凡的股市新兵	7
2.2 第二阶段（2000 年—2001 年）：小荷才露尖尖角的资本新秀	8
2.3 第三阶段：5 年涨 5 倍的完美蜕变（2002 年—2007 年）	8
2.4 第四阶段（2008 年—）：稳步发展的大牌公司	11
三、公司品牌提升的秘密	11
3.1 品牌建设方面	11
3.1.1 完美演绎“美式生活方式”推动品牌成长	11
3.1.2 高调宣传深化国际大牌形象	13
3.1.3 推出高端奢侈系列产品提升品牌形象	13
3.2 渠道拓展方面	14
3.2.1 专卖店扩张推动品牌有效提升	14
3.2.2 电子商务为品牌注入新动力	15
3.3 业务创新方面	15
3.3.1 重点开拓欧洲业务奠定大牌地位	15
3.3.2 品牌授权和收回的完美切换助推品牌不断壮大	16
3.3.3 供应链重组提升品牌生命力	17
3.3.4 优化财务报表为品牌扩张提供更大空间	18
四、七匹狼：六年涨十倍的中国 POLO 成长史	18
4.1 七匹狼：中国 POLO 的简介	18
4.2 七匹狼：中国 POLO 的成长历程	20
4.3 七匹狼：中国 POLO 的未来	29

图表目录

图 1 拉尔夫·劳伦和他创立的经典品牌 Polo	5
图 2 1997 年拉尔夫·劳伦公司在纽交所上市	6
图 3 上市后十年公司收入快速上涨 单位：百万美元	
图 4 1997 年后公司股价走势和标普 500 指数走势	6
图 5 公司上市后 PE 和 PS 走势	
图 6 公司上市后 PB 走势	7
图 7 1997 年公司分业务收入占比	7
图 8 2000 年收购前后公司专卖店数量对比	8
图 9 2002 年在米兰发布的紫标男装展示会	9
图 10 米兰旗舰店	9
图 11 2004 年公司推出 Rugby 品牌	
图 12 2005 年签订四年的美国网球公开赛官方服装赞助商	10
图 13 东京旗舰店	
图 14 莫斯科旗舰店	10
图 15 拉尔夫·劳伦浓郁的美国风服装	12
图 16 拉尔夫·劳伦专卖店产品陈列一景	12
图 17 2008 奥运会美国代表团开幕式着装赞助商	13
图 18 拉尔夫·劳伦第一款手表	14
图 19 公司零售店数量稳步扩张	
图 20 公司零售业务快速增长 单位：百万美元	14
图 21 公司开通移动商务	15
图 22 由欧莱雅出品的拉尔夫·劳伦品牌女士香水和西点家纺出品的劳伦拉尔夫·劳伦棉被	16
图 23 2000 年后品牌收入业务占比逐年下降 单位%	17
图 24 由于一次性计提重组费用，公司净利润大幅波动 单位：百万美元	17
图 25 负债占比从 2002 年开始快速下降 单位%	18
图 26 国内休闲服零售额统计与预测	19
图 27 七匹狼 2003 年以来渠道扩张和营业收入、盈利增长情况	19
图 28 七匹狼上市以来股价走势与大盘指数对比	20
图 29 七匹狼 TVC 广告之《都市森林篇》	21
图 30 2003 年公司首次赞助西班牙皇家马德里队中国行	22
图 31 2006 年公司精心打造“多面男人”形象广告	233
图 32 “伦敦·七匹狼·时尚之夜”活动	23
图 33 胡军、张涵予、孙红雷、张震四位实力派男星代言七匹狼男装	24
图 34 公司赞助中国女子职业高尔夫巡回赛和 ROC 世界车王争霸赛	255

图 35 七匹狼传统的专卖店（霍山县专卖店）	25
图 36 七匹狼南京生活馆	26
表 1 全球服装专卖零售商排名	11
表 2 公司主要产品系列	28

40 多年前，在美国波士顿地区，有一个领带销售员，偶然的争取到了一个设计领带的机会。当时的领带花色，都是千篇一律的深黑，了无新意，他大刀阔斧的为领带的外型做革新，不仅在宽度上加大了两倍，色泽也更为鲜艳多彩，虽然他把价格也提升了两倍，但结果却出乎意料的大卖，并引导起当时的流行风潮，此宽领带系列的命名便是后来让人耳熟能详的 Polo，而那个小领带销售员就是 Polo 的创始人拉尔夫·劳伦。

一、拉尔夫·劳伦公司前传

1939 年 10 月 14 日拉尔夫·劳伦出生于一个美国平凡的劳工家庭，父亲是一位油漆匠，母亲则是家庭妇女，虽然家庭背景和服装沾不上边，但拉尔夫·劳伦从小就表现出对服装的极大兴趣，以期日后能在服装界发展。高中毕业后，拉尔夫·劳伦进入纽约城市大学攻读商业专业，由于大学不能满足他的愿望，无法实现他的理想，两年后，他便中途辍学。在服完兵役后，拉尔夫·劳伦的第一份工作就是领带销售，之后就是上文所说的，因偶然的机会劳伦进入 A.Rivet&Co.公司，专门负责设计领带，在他设计的宽领带大卖后，**1968 年，拉尔夫·劳伦筹到 5 万美元贷款，开始自己创业，成立拉夫劳伦 (Ralph Lauren) 男装公司。**

图 1 拉尔夫·劳伦和他创立的经典品牌 Polo



资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

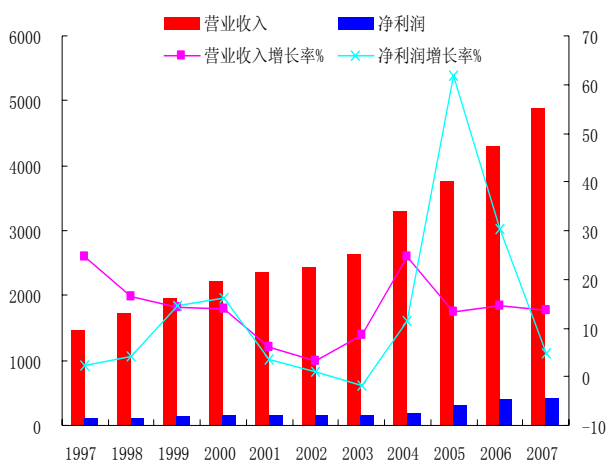
公司成立当年即推出第一个男装品牌“POLO RALPH LAUREN”，之后又相继推出女装品牌“Ralph Lauren”，牛仔系列“POLO JEANS COMPANY”、年轻休闲系列“POLO Sport”等，品牌发展顺风顺水，一路飙升，拉尔夫·劳伦的时尚帝国雏形初现，**1997 年公司成功在纽交所上市。**

图 2 1997 年拉尔夫·劳伦公司在纽交所上市


资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

二、拉尔夫·劳伦公司上市正传：5 年涨 5 倍的传奇

为了与国内的服饰上市公司进行更有针对性的比较，我们把目光聚焦在 1997 年公司上市后。通过对公司在其后十年间成功发展壮大为国际知名时尚帝国的历程研究，同时结合公司的股价表现，我们把公司的发展归结为四个阶段：

图 3 上市后十年公司收入快速上涨 单位：百万美元


注：我们对公司 1998 和 2000 年的净利润进行了调整，取不考虑重组费用的值

资料来源：彭博，东方证券研究所整理

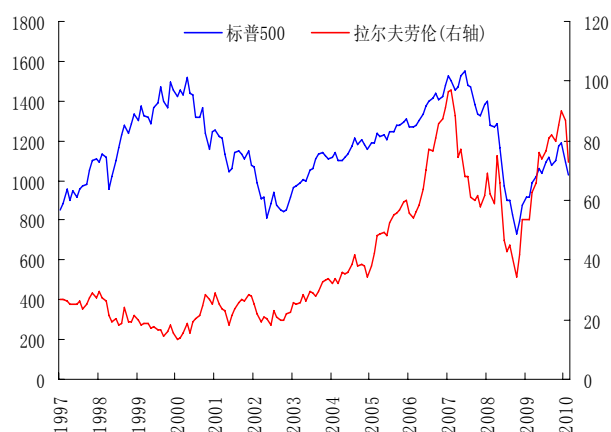
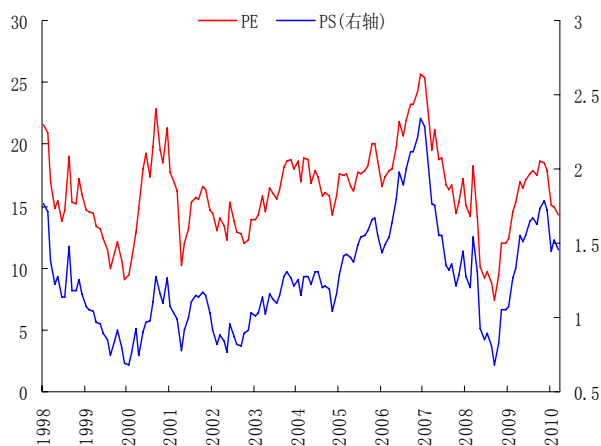
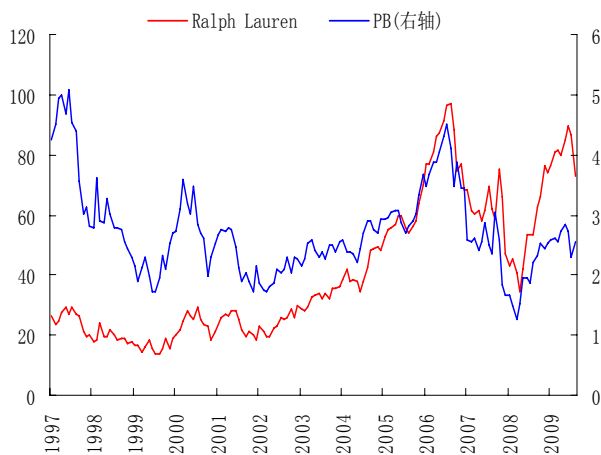
图 4 1997 年后公司股价走势和标普 500 指数走势


图 5 公司上市后 PE 和 PS 走势



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 6 公司上市后 PB 走势



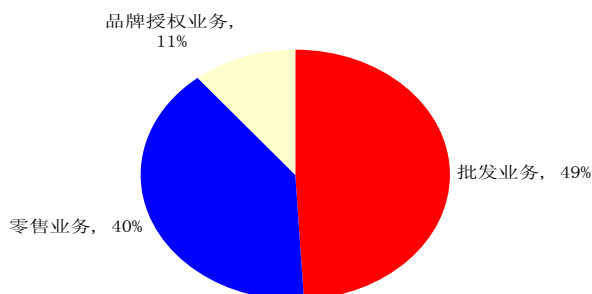
资料来源：彭博，东方证券研究所整理

2.1 第一阶段（1997 年—1999 年）：不甘于平凡的股市新兵

公司 1997 年上市，**1998 年对进行了第一次大规模的业务重组和供应链整合**，主要表现为：把批发业务分成两个运营单位，polo 品牌和 collection 品牌，重新组织销售力量和布局零售区域（关闭了一部分效益不佳的零售店）；流程化设计和研发过程，减少从设计到上架的时间；整合客服部门。

1999 年底公司在伦敦开设了首家旗舰店，开始了全球扩展战略。**虽然该时期公司业绩稳步增长（不考虑 1998 年的重组费用），但由于品牌给人以中档形象，难以吸引市场的投资兴趣，公司股价表现疲弱。**这其中很重要的原因是，公司最主要的业务——批发业务中以百货商店为主的渠道，和零售业务中以 outlet 为主的渠道占比过大（截止 1998 年公司零售业务中专卖店 33 家，outlet 店 99 家），而这些渠道恰恰缺乏能够全方位展示品牌的所需要的必备条件，如风格化的装修、全系列的产品和专业化的服务等等。

图 7 1997 年公司分业务收入占比

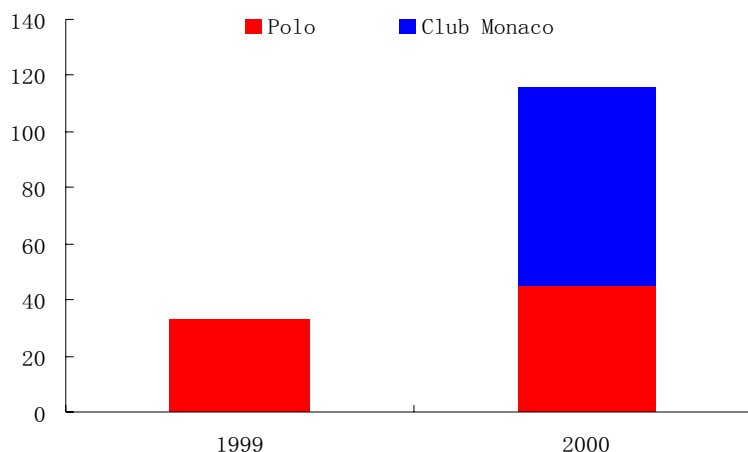


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

2.2 第二阶段（2000 年—2001 年）：小荷才露尖尖角的资本新秀

2000 年伊始，公司开始强化对零售业务的发展，任命 Roger Farah 为公司的 COO，Roger 有着丰富的零售经验，和优良的销售业绩记录。1 月 6 日公司收购了一家公司品牌的代理商 Poloco S.A.S.，该公司持有在欧洲销售 Polo 服装，Polo JeansCo 服装（牛仔服）和 Polo 配饰的品牌授权，随同收购的还有该代理商在巴黎的一家旗舰店，在法国、英国和奥地利的 6 家 outlets 店。同年，公司再次对公司业务进行重组，和 1998 年那次稍有区别的是，本次更加突出了对零售业务的重组：增加新店租约，关闭经营不善的零售店，同时对部分店铺进行重新装修。另外为了更好的支持零售业务，公司还在当年对供应链进行了重塑。也是在 2000 年，公司收购了 Club Monaco 公司，Club Monaco 是加拿大的一家销售休闲服和其他配饰的品牌公司，在加拿大有 57 家独立店，在美国有 13 家。通过该笔收购，公司的专卖店数量显著增加。

图 8 2000 年收购前后公司专卖店数量对比



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

2000 年，公司还对新渠道进行了探索，Polo.com 在 11 月上线，为客户提供网上购物的途径。2001 年，公司相继推出高端品牌蓝标和黑标。同年 10 月，公司收购了代理商 PRL 公司，该代理商持有在欧洲销售拉尔夫·劳伦女装，在意大利销售 Polo 男装、童装和 Polo Jeans Co 服装的授权。随着零售业务的强化，专卖店的数量的增加，网络新渠道的拓展，高端品牌的推出，公司的品牌形象在国内得到提升，加之公司整体收入和利润稳健，该时期公司的股价一改之前的颓势，在标普 500 指数大幅下跌的背景下顽强的逆市小幅上涨。

2.3 第三阶段：5 年涨 5 倍的完美蜕变（2002 年—2007 年）

2002 年 1 月，公司在时尚之都，又是男装之都的米兰发布了紫标男装展示会。

图 9 2002 年在米兰发布的紫标男装展示会



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

同年公司开始对财务报表的弹性进行改善，减少负债，增加经营性现金流。**2003 年，公司开始对欧洲业务进行整合**，主要包括三方面，第一，把在三个国家的五个国际总部整合为一个集中的欧洲总部，设立在日内瓦，第二，整合欧洲的后勤和分配（包括在五个城市的 10 家仓库）系统，集中到一个分配中心，设在意大利的 Parma，第三，整合信息中心（包括所有的管理系统，计划，下单，采购，财务等等）。同年 12 月，伦敦的拉尔夫·劳伦店首次推出一个楼面的家纺产品。2004 年 5 月，公司收购代理商 RL Childrenswear 公司，该代理商拥有美国、加拿大和墨西哥童装业务的品牌授权。**2004 年 9 月，公司米兰旗舰店开张，在全球时尚界最有威望的购物区从此诞生了以 Polo 为代表的拉尔夫·劳伦全系产品的零售体验。**该店不但陈列拉尔夫·劳伦奢侈服装和配饰的全系列（从男士紫标和 Polo 品牌,到女士 Collection 和黑标、蓝标品牌），还展示了家纺用品，包括家具，家纺，灯，和其他家居饰品。

图 10 米兰旗舰店



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2004 年 10 月，公司推出适合青年男女的学院风格品牌 Rugby。同年为了提升品牌，公司对旗下男装品牌进行了有选择的提价，同时积极开发更时尚价格也更高的产品。2005 年公司和美国网球公开赛组委会签署协议成为未来四年美网的官方服装赞助商。2006 年 2 月公司收购 Polo Jeans Co 的品牌授权。

图 11 2004 年公司推出 Rugby 品牌



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

图 12 2005 年签订四年的美国网球公开赛官方服装赞助商



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

同年公司东京旗舰店开张，把美国的生活方式和优雅带到了日本。2007 年 1 月公司与世界级的眼镜公司 Lusottica 合作，发展拉尔夫·劳伦品牌的眼镜。2007 年，公司和代理人在莫斯科开设了两家旗舰店。通过米兰旗舰店的成功开业，品牌的授权和收回，对顶级赛事的赞助，旗舰店相继在世界各重要城市开张，拉尔夫·劳伦品牌成功由国内知名品牌晋升国际一线名牌，公司股价在该期间也经历了五年增长五倍的惊人收益。

图 13 东京旗舰店



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

图 14 莫斯科旗舰店



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2.4 第四阶段（2008 年—）：稳步发展的大牌公司

该时期公司的发展继续遵循推出新品、发展零售业务、拓展全球业务等三个方面，比如 2008 年夏季推出 Rugby.com，2008 年 8 月 1 日收购日本 Polo 品牌的童装和高尔夫装的授权使其转变为完全自有业务，2009 年 2 月，收回在东南亚 Polo 品牌服装业务的品牌授权，同年旗下手表和珠宝子公司又与历峰集团建立合资公司，推出了拉尔夫·劳伦品牌的第一款手表，在该期间虽然经历金融危机，但凭借品牌已建立起的良好的声誉和价值，公司截止 2009 年的收入和净利润基本和危机前持平，而股价的走势也和市场大致保持同步。

表 1 全球服装专卖零售商排名

排名	公司	财年结束	销售收入 (十亿美元)	增长率% (按当 地货币计算)	市值 (十亿 美元)
1	Inditex, S.A. (ZARA)	2009 年 1 月	14.95	10.30	35.81
2	Gap Inc.	2009 年 1 月	14.14	-7.80	14.50
3	Hennes & Mauritz (H&M)	2008 年 11 月	12.22	13.00	41.13
4	Limited Brands, Inc.	2009 年 1 月	8.80	-10.80	5.51
5	Fast Retailing (UNIQLO)	2009 年 8 月	7.37	16.80	17.25
6	NEXT PLC	2009 年 1 月	5.25	-1.70	5.68
7	Polo Ralph Lauren Corporation	2009 年 3 月	4.89	2.80	4.12
8	Esprit Holdings Limited	2009 年 6 月	4.33	7.00	8.23
9	Liz Claiborne Inc.	2008 年 12 月	3.88	-10.30	0.53
10	Abercrombie & Fitch Co.	2009 年 1 月	3.45	-5.60	2.81

资料来源：东方证券研究所整理

三、公司品牌提升的秘密

从公司的发展和股价的表现，我们可以看到一条清晰的轨迹，即随着公司品牌认知度和品牌形象的不断提升，公司的股价走势也从之前的疲弱进而转为抗跌和强势，那么公司是如何由一家普通的服饰企业成长为国际一线大牌公司的呢？这或许是国内大多数服饰公司包括资本市场研究者关心的问题，我们试图通过下面的分析为大家揭示这一问题的部分答案。

3.1 品牌建设方面

3.1.1 完美演绎“美式生活方式”推动品牌成长

POLO 品牌及其系列产品作为美国本土的服饰品牌，自诞生之日起就打了上鲜明的美式风格烙印，尽管后续品牌系列不断丰富，自创和收购品牌同时发展，但品牌整体的美式风格依然保持如初，经过时间的积淀，公司俨然已经成为“美式生活方式”的代言人。

对“美式生活方式”的持续传播和完美演绎几乎表现在拉尔夫·劳伦品牌的所有层面，从设计、成品、到店面无不统一在这种强烈的观念之下。恰恰是这种看似违背时尚多变的风格，却在美国国内

和世界各地大受欢迎，这其中固然有公司创始人拉尔夫·劳伦天才般的设计能力，和对消费者喜好的敏锐嗅觉，但也离不开随着美国经济和文化力量在全球范围的高度认同。随着美国崛起为超级强国，其通过迪斯尼卡通、好莱坞电影和热门电视剧不断向全世界输出的美式价值观和生活理念，不断为世界人民所接受和向往，由此带来的美式服装风格大行其道——强调个性的张扬、强调功能性与舒适性、突出休闲和简约风格的服饰在全球范围获得了热烈追捧。

图 15 拉尔夫·劳伦浓郁的美式风服装



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

更为关键的是，拉尔夫·劳伦不但牢牢地抓住了这一社会大背景，在产品中始终如一的贯彻美国风，同时把它创造性的运用在了营销中，所有拉尔夫·劳伦的店铺、广告和产品陈列，都经过严谨的设计，让人们看起来就像走进美国新英格兰地区某上流家庭的书房或客厅，极大地激发了消费者通过购买拉尔夫·劳伦的产品体验美式生活的欲望。

图 16 拉尔夫·劳伦专卖店产品陈列一景



资料来源：中华服装网，东方证券研究所整理

3.1.2 高调宣传深化国际大牌形象

在通过传统的品牌宣传模式——印刷广告、电视、直接邮件投递和借助新媒体 Polo.com 网站等打广告宣传公司的品牌和美式生活方式之外，公司还通过在米兰召开时装发布会、在伦敦、米兰、巴黎、东京、纽约、莫斯科等国际大都市先后开设大型旗舰店；赞助美国网球公开赛和奥运会等国际顶级赛事等一系列有影响力的事件和形式来宣传提升品牌知名度和形象。特别值得一提的是，为了电视观众能看清跑动的球童身上的 Polo 标志，劳伦不惜“冒险”在 2005 年成为美国网球公开赛的官方指定服装赞助商后，对 Polo 的“小马”标志进行改头换面，推出“大马”标志——一个 Polo 传统马球手标志的超大号版本。

图 17 2008 奥运会美国代表团开幕式着装赞助商



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

3.1.3 推出高端奢侈系列产品提升品牌形象

除了上文谈到的走国际品牌宣传路线，公司出于高端品牌定位的考虑，特别于 2001 年相继推出高端品牌蓝标和黑标。之后又在波士顿专门为公司旗下的奢侈品牌开设单独的零售店，并以此作为日后公司在全世界范围内开设零售店的模式之一。同时为了进一步提升品牌，公司还对部分男装品牌进行了有选择的提价，同时致力于开发更加时尚、价格更高的产品和配饰。比如上文谈到的，2009 年公司下属子公司和历峰集团合作推出了拉尔夫·劳伦品牌的第一款手表。另外，公司采用高端品牌通常的做法，在 outlets 销售来自零售专卖店的滞销和过季的产品，有效的隔离了过季和滞销产品直接在专卖店打折对品牌价值造成的不利影响。

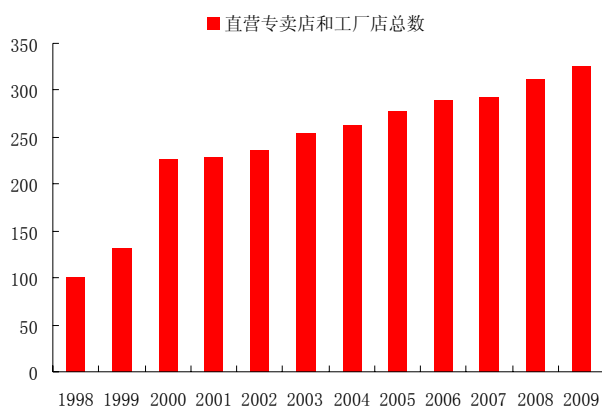
图 18 拉尔夫·劳伦第一款手表


资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

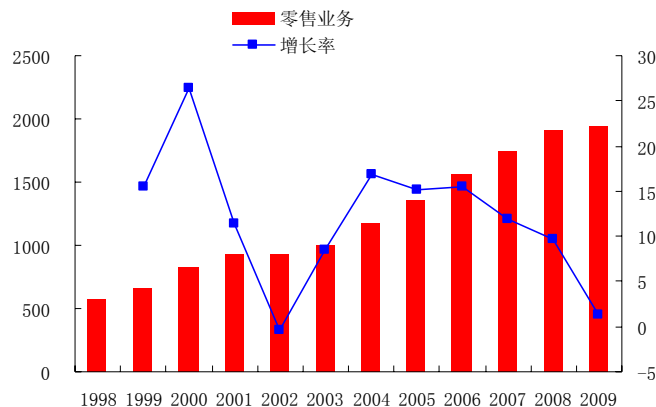
3.2 渠道拓展方面

3.2.1 专卖店扩张推动品牌有效提升

从 90 年代开始美国百货业逐渐式微，专卖店兴起，专卖店较之百货店内的专柜，有着面积大、产品系列全、装修风格化、产品独特（通常专卖店的产品不供应百货店专柜）、货物周转快，产品出新率高的优势（公司通过直营专卖店直接收现，且专卖店通常有强大的供应链支持）、店员服务更专业（二十世纪九十年代的成本消减运动使很多百货商店消减了销售人员，商店里只有零星的缺少培训的销售人员）等优势，而这些恰恰是全方位展现一个品牌价值所必须的。公司从 2000 年开始通过收购兼并和新开店着力增加公司的专卖店，从最初上市前 1996 年的 5 家，到 2009 年已达到 167 家。整体看，公司这些店铺面积在 80-3750 平米之间，一般坐落在主要街道的高档商场和高档区域，物业通常采用租赁方式，租期为 5-10 年。专卖店的扩张有力地提升了公司的品牌，也带来了公司零售业务的快速增长。

图 19 公司零售店数量稳步扩张


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

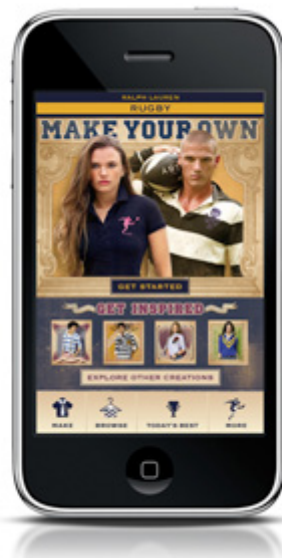
图 20 公司零售业务快速增长（单位：百万美元）


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

3.2.2 电子商务为品牌注入新动力

除了传统的零售渠道外，公司还注重新渠道的探索 and 开发，2000 年 11 月 Polo.com 上线，为客户提供网上购物的途径；2004 年 RLHome.polo.com 上线，销售家居用品，同时于 2005 年开设了 8 家国际网站，全部使用当地语言；在 2008 年夏季推出 Rugby.com，同时在美国地区开通移动商务，为客户提供新的有趣的购物方式。从公司财报披露的情况看，网络销售增长强劲，仅 2006 年 Polo.com 就实现了销售收入同比增长 47% 的佳绩，2009 年继续保持远高于行业平均的两位数增长。电子商务渠道不但成为了公司业务新的增长点，同时也被作为宣传公司品牌，提供客户最新公司产品信息的有效途径。

图 21 公司开通移动商务



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

3.3 业务创新方面

3.3.1 重点开拓欧洲业务奠定大牌地位

公司把海外拓展的第一站放在欧洲（1999 年底在伦敦开设首家旗舰店），并于 2000 年开始逐步通过购买的方法收回公司在欧洲的品牌授权业务，交由公司统一管理，同时为了支持欧洲业务的发展，使其成为本土以外又一大业务增长动力，公司在 2003 年对欧洲业务进行了大规模的整合，范围涉及管理总部、配送中心和信息中心。紧接着 2004 年又在欧洲知名的时尚之都米兰开设公司的旗舰店。这一系列举措的背后固然有欧洲和美国在面积和人口上相似，便于海外业务拓展的原因，但更深层的背景是，欧洲顶级品牌云集，既然公司把拉尔夫·劳伦定位为高端的奢侈业务，因此就必须在欧洲竞争，而有强大的后台支持（包括基础设施和品牌宣传）是必须的。

3.3.2 品牌授权和收回的完美切换助推品牌不断壮大

品牌授权业务是拉尔夫·劳伦公司三大业务之一，在上市时曾占到总收入的近 10%，是公司前上市时期收入增长的总动力之一。所谓品牌授权，又称品牌许可，是指授权者将自己所拥有或代理的商标或品牌等以合同的形式授予被授权者使用；被授权者按合同规定从事经营活动（通常是生产、销售某种产品或者提供某种服务），并向授权者支付相应的费用——权利金；同时授权者给予人员培训、组织设计、经营管理等方面的指导与协助。

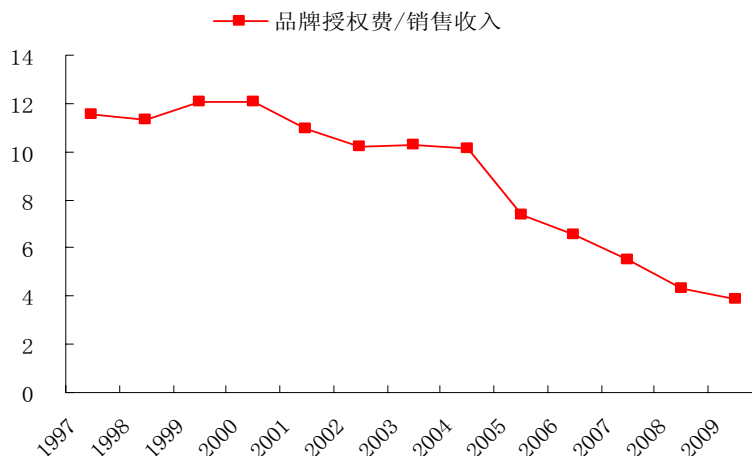
公司对代理商有严格的要求，因为对于公司来说，需要通过品牌授权，使自身的设计和营销能力可以和代理商的市场拓展、相关领域的经验和生产能力结合，快速在相关领域和市场推广拉尔夫·劳伦品牌，当然，同时也可以收取一笔不菲的授权费。比如，公司 Polo 品牌的化妆品、香水和家纺等的代理商有欧莱雅、SA 香水公司、西点家纺和太古百货等在相关领域的知名公司；另外公司在美国之外的业务也基本由当地有实力的公司代理，充分借助了这些公司的生产和市场拓展能力。对代理商来说，凭借该品牌的知名度和良好的品牌形象、经营理念，能够以较低的成本，较快的速度，较低的风险，使自身产品进入市场并被市场接受。因此品牌授权可以说是一个双赢的业务。

图 22 由欧莱雅出品的拉尔夫·劳伦品牌女士香水和西点家纺出品的劳伦拉尔夫·劳伦棉被



资料来源：欧莱雅网站；西点家纺网站；东方证券研究所整理

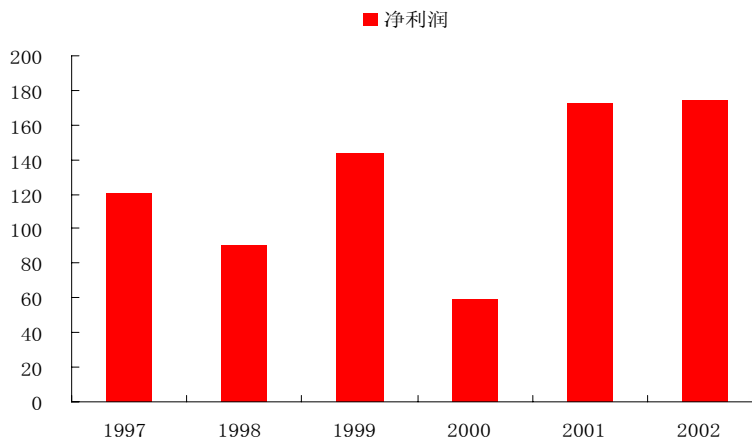
随着进入 2000 年，公司发展到了特定阶段，拥有了业务扩张的基础，需要寻求直接控制更多的自有品牌，同时也出于提升品牌价值的考虑（主要是通过提高产品的质量和配送效率），于是已有的品牌授权逐步被收回。比如上文曾提及的 2000 年 1 月 6 日公司收购 Poloco S.A.S. 和 2001 年 10 月，收购 PRL；2003 年收购日本代理商 50% 的股权和二级代理商 18% 的股权；2004 年 5 月 25 日，收购 Ralph Lauren Childrenswear 公司，该代理商拥有美国、加拿大和墨西哥童装业务的品牌授权等。从收回方式上，我们可以看到公司基本采用的都是收购方式，这样一方面延续了市场的稳定，另外代理商也获得了足够的资本回报，可谓“好聚好散”。

图 23 2000 年后品牌收入业务占比逐年下降 单位%


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

3.3.3 供应链重组提升品牌生命力

公司在稳步发展的同时，主动地于 1998 年和 2000 年两次对业务进行大规模重组，虽然造成了净利润较大幅度的波动（当年计提所有的重组产生的费用，主要是遣散费、中止部分业务对收益造成的损失和租约中止的成本），但为公司的长远发展打好坚实基础，比如上文谈到的 2000 年后零售业务的发展和品牌价值的提升。

图 24 由于一次性计提重组费用，公司净利润大幅波动 单位：百万美元


资料来源：彭博，东方证券研究所整理

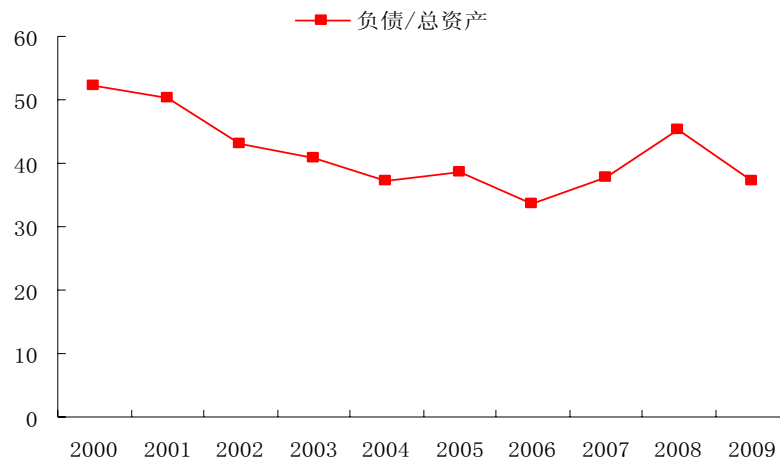
重组的着眼点主要在于供应链的整合和效率的提升。具体表现为对公司的批发业务进行重新调整和运营整合，主要涉及销售力量的重组、设计和研发流程的精简和客服部门的整合；对公司零售业务

的运营和选址进行重新评估，关闭经营业绩不达标的店（以 ROE 为考核指标），对部分店进行重新装修；对公司整体的战略业务功能和内部流程进行调整和整合。另外通过建立新的中央配送系统，加快存货周转率等。供应链的重组和效率的提升为公司品牌提升注入了新的生命力。

3.3.4 优化财务报表为品牌扩张提供更大空间

公司从 2002 年便开始不断改善财务报表的弹性，减少负债，增加运营现金流，以支持未来的扩张计划和可能出现的投资机会。公司在 2002 年后通过新开专卖店和收购代理商进行全球扩张皆得益于良好的财务弹性。

图 25 负债占比从 2002 年开始快速下降 单位%



注：2007 年负债占比的上升主要由于当年收到 1.8 亿的眼镜品牌授权费预付款所致

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

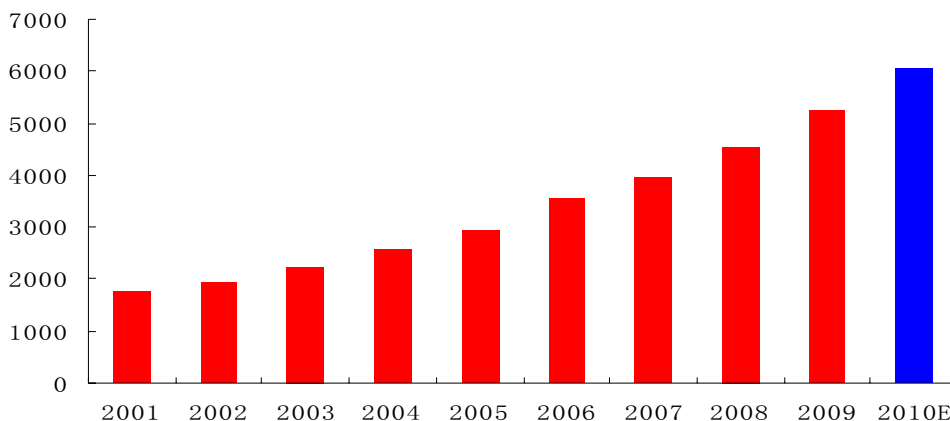
四、七匹狼：六年涨十倍的中国 POLO 成长史

4.1 七匹狼：中国 POLO 的简介

目前国内本土品牌服饰中与拉尔夫·劳伦公司（以下简称为 POLO）最为类似的企业就数七匹狼了，从 1985 年一家名不见经传的小企业——福建晋江金井劳务侨乡服装工艺厂起家，到七个充满斗志和创业热情的年轻人在 1990 年创立自己的品牌、2001 年成为国内茄克销量之王，再到 2004 年在 A 股上市直至目前已经成为国内本土品牌服饰的主流代表，七匹狼的成长经历基本反映了国内优秀品牌服饰企业学习国外品牌、同时结合国内消费环境和潮流趋势不断创新的时代缩影，也实现了由制造型企业向品牌零售型企业的华丽转身。

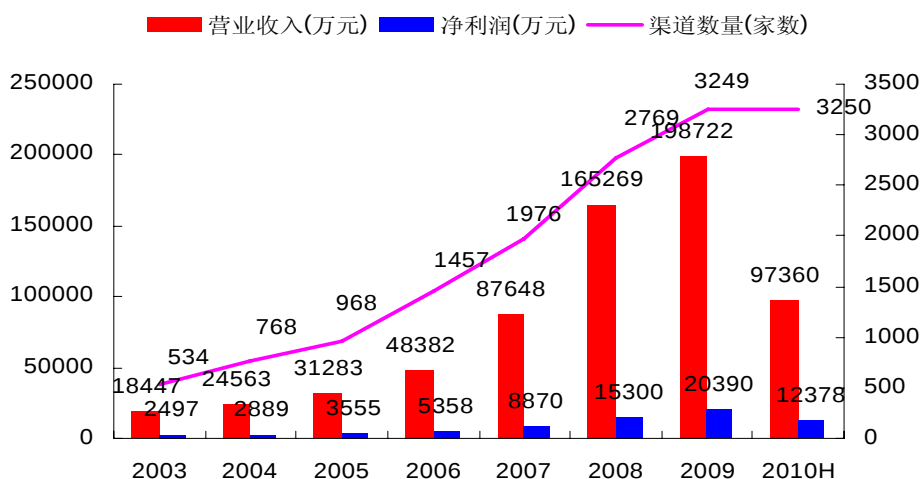
图 26 国内休闲服零售额统计与预测 单位：亿元

历年国内休闲服零售额统计与预测

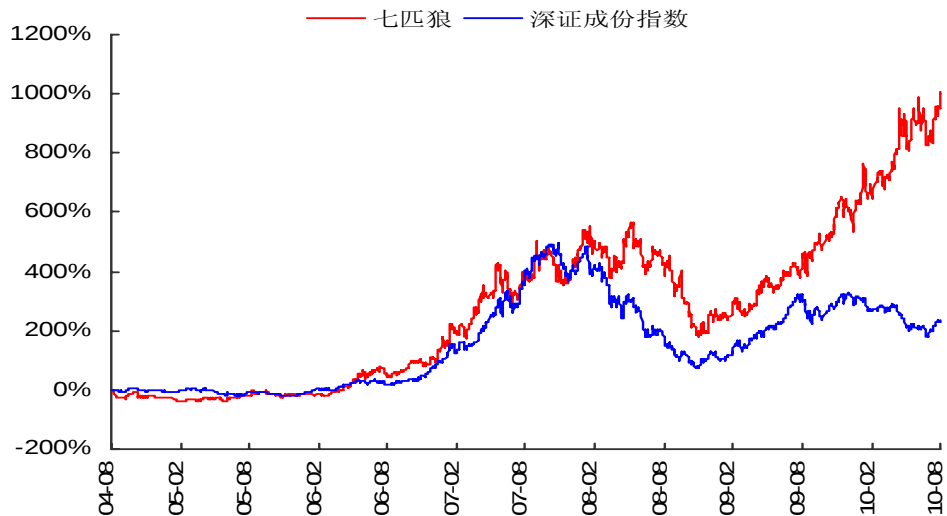


资料来源：Euromonitor；东方证券研究所整理

在上世纪 90 年代中期开始国内休闲服整体快速增长的大背景下，公司较早地摆脱了生产型企业的约束，牢牢依托品牌建设和加盟渠道扩张，完成了跑马圈地的快速扩张。**数据显示，2003——2009 年公司渠道外延式扩张的年复合增长率为 35.11%，营业收入和净利润的年复合增长率分别为 48.61%和 41.61%。**从 2004 年 8 月 6 日上市到 2010 年 8 月 6 日的六年间，公司的股价翻了 10 倍，年复合增长率高达 49%，堪称中国资本市场的一大牛股。

图 27 七匹狼 2003 年以来渠道扩张和营业收入、盈利增长情况


资料来源：东方证券研究所

图 28 七匹狼上市以来股价走势与大盘指数对比


资料来源：wind 资讯

4.2 七匹狼：中国 POLO 的成长历程

从七匹狼的发展历史看，我们认为主要可以划分为以下几个阶段：

(1) 1985——1993 年的初创期：从一群富有理想的年轻人创立一家名为晋江县金井劳务侨乡服装工艺厂的小企业（主要做一些简单的服装生产）开始，到 1990 年创立自己的品牌，对七匹狼来说迈出了成功的第一步，也是领先于其他大多数同行认识到品牌的魅力及其带给企业的附加值。我们认为七匹狼最初创立品牌的切入点是较为成功的，选择了更容易规模化的男装茄克入手明确为自己的主导产品，同时从销售渠道上选择了国内时尚中心之一的上海作为主要区域，通过当时服装企业流行的商场代销模式，公司的产品在当时上海第一百货商场一炮打响，公司品牌在国内市场获得了一定的知名度。值得一提的是，在公司品牌刚刚在市场上小有名气并带来产品旺销的时候，又引来了新的问题——大量假冒产品的出现。在这样的危机面前，公司显示出了过人的营销天赋——收集了一些证据，并进行了公开的新闻发布会，运用媒体的力量，将假冒产品大量曝光，此举的结果是把危机变成了机会，七匹狼品牌在上海乃至国内整个市场进一步声名鹊起。公司也乘胜追击，以茄克为主导产品，进一步丰富产品系列，覆盖不同种类的男装产品。1993 年公司在国内品牌服装企业中首家导入 CIS 系统，同时在世界三十多个国家和地区注册商标，从此一个独具个性、形象鲜明的七匹狼品牌牢牢屹立于中国服饰市场。

(2) 1993——1995 年的停滞期：在经历品牌初创期的成功后，公司在 1993 年以后陷入了短暂的停滞期，主要的原因是服装主业快速扩张后，公司投资了大量的房地产业务，但又遭遇国家宏观调控，银行的贷款要收回，公司经营陷入绝困境，这个阶段是公司历史上最困难的时期，也为公司后来牢牢立足主业不放松的经营理念埋下了伏笔。

(3) 1995——2009 的外延扩张高速增长期：在遭遇地产投资带来的短暂停滞之后，公司审时度势，重新回归服装主业，并且又在渠道拓展和品牌推广方面做出了创新之举。**渠道拓展方面**，1995 年公司在业内率先引入代理制，依托具有实力和当地资源的代理商为合作伙伴，共同打造和推广七匹狼的服装事业，并取得了快速增长，也拉开了公司后续长达十多年的跑马圈地外延式高速扩张的序幕。**品牌推广方面**，公司独辟蹊径制定出一套以“狼”文化为核心的品牌推广战略，从“卖产品”提升到“卖文化”再到近年来学习 POLO 依托生活方式和价值观的推广宣扬品牌，为公司品牌内涵的丰富和影响力的提升提供了巨大的动力。2004 年 8 月公司顺利上市，成为首家在国内上市的服装企业，上市为公司品牌影响力的提升、渠道扩张步伐的加快和公司治理的进一步完善等提供了更好的平台。从上市之初半制造半品牌的企业到如今完全以品牌和渠道为主的零售型企业，公司在高速成长期的所有一切战略都紧紧围绕了品牌推广、渠道拓展、商品开发与建设和供应链管理展开，同时伴随行业发展环境和公司成长阶段的不同有所侧重，并前瞻性地为公司每一步的发展奠定了良好的基础。这也是成就公司后来业绩的快速增长和股价 6 年翻 10 倍的神话的主要原因。

（一）品牌推广：从卖产品到卖文化再到生活方式推广的不断提升

1990 年公司建立自己的品牌，1993 年公司导入 CIS 系统，并确立以狼文化为立足点，将狼身上的拼搏、顽强、奋斗等特质提炼出来，赋予品牌“奋斗永无止境”的内涵，以鲜明的男性特质在男装领域确立了自己的初步影响力。2002 年邀请当时当红的歌星齐秦为形象代言人，配合进一步宣传品牌内含的坚毅、顽强、奋斗等精神，进一步扩大了在全国的影响力。

图 29 七匹狼 TVC 广告之《都市森林篇》



资料来源：广告人案例库网，东方证券研究所整理

2003 年公司在品牌营销上的步伐明显加大，以体育营销为突破口（从前文可以发现 POLO 的发展史上体育营销也占有很重要的地位）开展了一系列的活动，除了赞助厦门国际马拉松赛和中国警察汽车拉力赛外，公司首次赞助西班牙皇家马德里队中国行，成为皇马中国行第一场“龙马之战”的唯

一指定服装赞助品牌，以较小的费用拥有了皇马球队集体形象使用权、“2003 皇家马德里中国之旅”标识使用权和指定产品权，以及球星登长城独家冠名权。七匹狼休闲男装的主流顾客是 25~40 岁、月收入 2000 元以上的年轻男性，正好是“皇马中国行”的主要观众，另外七匹狼“拼搏奋斗、永做强者”的品牌形象正好又与“皇马精神”存在高度的一致性，配合皇马中国行的广告活动，公司又推出了“七匹狼男装，相信自己，相信伙伴”的品牌口号，首次赞助皇马中国行成为公司品牌营销史上的历史性世界，也因为当时国内所有媒体的跟踪报道，公司品牌在国人心目中的知名度迅速提升。

图 30 2003 年公司首次赞助西班牙皇家马德里队中国行



资料来源：体商网，东方证券研究所整理

2004 年公司作为首家服装行业企业登陆 A 股市场，品牌影响力在无形之中又得到了提升。

2005 年公司与西班牙皇家马德里队二度携手合作，公司再次成为皇马第二次中国之行的唯一指定服装，以“烽烟再起”为主题，继续演绎“相信自己、相信伙伴”的品牌理念。同年公司成立七匹狼越野车队，并参加首届中石油杯越野锦标赛，再次以体育赛事演绎品牌的强调的拼搏、自由和冒险精神。

2006 年，公司在品牌宣传上又有了新的转变和提升。在前期通过多年的“明星代言+体育营销+央视广告”的共同带动已经牢牢树立了品牌“拼搏、奋斗、自强”等男性特质的基础上，公司对品牌内涵进行了新的注解和丰富，新推出的广告语“男人，不止一面，今天你要秀哪一面？”，精心打造出“多面男人”的形象广告——强调男性不仅有刚强拼搏的一面，也有生活化、休闲、柔情浪漫等多个方面，新品牌口号的推出，一方面淡化了品牌过于阳刚的特性，另一方面也为提升品牌的广度、深度和立体性打开了新的空间，配合产品开发，在当年的市场上取得了良好的效果。

图 31 2006 年公司精心打造“多面男人”形象广告



资料来源：体商网，东方证券研究所整理

2007 年，公司在品牌推广上进一步强化和深化“多面男人”的形象广告，同时提出“男士着装顾问”的品牌定位，取得了良好的市场反馈。另外公司还通过举办和赞助各种社会活动彰显其知性、时尚、成功及负责任的企业形象，进一步提升品牌内涵。同年，公司开始注重从渠道本身在品牌传播中的地位（这一点在 POLO 的品牌推广中也是大加利用的），通过精致、统一的终端形象和在终端提供服装搭配、色彩搭配等增值服务来推进与贯彻其“男士着装顾问”的品牌定位。

2008 年，公司在品牌塑造和推广方面的技艺日益娴熟和丰富。公司逐步强调与国内外文化机构的合作，致力于推动中西文化的交流和品牌的国际化。公司与 2012 年奥运会的举办城市伦敦合作举办了“伦敦·七匹狼·时尚之夜”活动，同年与北京大学合作，成立北大七匹狼文化发展基金，致力于中国传统文化与时尚文化的融合研究。至此，公司的品牌形象日益丰满和提升，在品牌的国际化、时尚化和文化内涵的积淀方面迈出了新的步伐。

图 32 “伦敦·七匹狼·时尚之夜”活动



资料来源：招生伴侣网，东方证券研究所整理（注：十位外交官接受邀请走上 T 台，演绎七匹狼圣沃斯服饰）

2009 年，公司在品牌建设中明确提出要成为中国的 POLO，为消费者提供合适价格的高品质产品，倡导消费者积极的生活方式和价值观。在品牌代言沉寂多年之后，公司重磅出击，启用孙红雷、胡军、张涵予和张震四位当红实力派男星的全新组合，共同演绎品牌“追逐人生 男人不止一面”的品牌价值观，四位新形象代言人各自不同的风格以及奋斗、自信和成功等相同特质充分契合了品牌的精神内涵，新形象代言广告一经推出，就获得了市场的热烈好评，也带动了公司产品的销售。

图 33 胡军、张涵予、孙红雷、张震四位实力派男星代言七匹狼男装



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

除了启用新的形象代言人，公司还创新性地提出了“名士堂”概念，通过赞助各种活动，将各行各业的精英人士纳入“名士堂”，传播七匹狼的品牌理念。七匹狼“名士堂”与一般的名人品牌营销不容，是整合跨界集群营销的创新营销模式，携手不同领域的成功名士营造的是一种精神共振系，其旨在打造以“男人不只一面”为核心的当代男人价值理念，树立走向成功、品味人生的精神标杆。而这正是公司学习 POLO，从最初的卖产品、卖文化上升到推广一种生活方式和价值观的品牌宣传方式和理念。除了品牌宣传模式创新，公司在 2009 年也紧锣密鼓开展了一系列公关活动——通过举办全国 VIP 家庭的海狼（游艇）中国行、赞助 ROC 世界车王争霸赛、中国女子职业高尔夫巡回赛等一系列丰富多样和高品位的体育文化活动，公司开始逐步强化品牌的中高档定位。

2010 年，公司继续推进“名士堂”项目，吸引更多的知名人士进入“名士堂”，同时成立时尚生活运动俱乐部，通过参与马球、帆船、高尔夫、赛车等各项时尚、高品位的运动，并在终端店铺辅以开发相应的产品，将目标客户心目中向往的生活方式与七匹狼品牌积极、进取、追逐人生的价值观充分结合，进一步贯彻品牌对积极、向上、成功的生活方式的表达和传播。另外，公司在品牌宣传上更加注重产品前端设计及终端销售的整合，强调与终端消费者互动，推行生活方式与产品形象的双线传播。

图 34 公司赞助中国女子职业高尔夫巡回赛和 ROC 世界车王争霸赛

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

（二）渠道拓展：快速扩张 量质并举

公司从 1990 年初创品牌阶段依托商场批发和代销模式一炮而红，到 1995 年在业内率先启动代理制和特许专卖制，渠道模式方面的创新为公司跑马圈地快速抢占市场份额打下了坚实的基础。2004 年公司上市后除了部分募集资金用于产能扩张外，其余部分都用在了全国营销网络的建设上，用于打造自己的直营店铺和物流中心等建设。

2005 年公司在直营店铺的拓展方面取得了有效突破，年内开设了 8 家直营店铺，直营店铺的开拓为公司提高对渠道的控制力、品牌的影响力和品牌的市场反馈度搭建起更好的业务平台。同年在加盟渠道数量保持快速扩张的情况下，公司对原有的加盟店铺进行了整改扩，进一步提升了销售终端的形象，在优化硬件环境的同时又通过密集专业的培训提高终端服务管理水平，从硬件和软件上都提升了渠道的质量，推动产品的销售。

图 35 七匹狼传统的专卖店（霍山县专卖店）

资料来源：安徽省消协网站，东方证券研究所整理

2006 年，公司在继续加盟渠道快速扩张的同时，稳步推行直营渠道的建设。随着国内服饰消费的不断升级，公司也通过各种措施不断提升终端店铺的形象和服务水平。公司在重点销售区域派驻服务团队，协助当地店铺进行硬件和软件水平的提高。公司还积极督促面积过小的渠道扩容改造，同时鼓励有条件的加盟商在核心商圈开设形象好、面积大的旗舰店和专卖店，既推动了单店销售收入的增长，也提升了品牌形象。

2007 年，公司仍沿用加盟为主，直营为辅的渠道拓展模式，并根据市场终端激烈的竞争环境，提出“开好店、开大店”的渠道建设指导方针，积极推动销售链的优化。在开店模式方面，公司也是不断推陈创新，除了原先的直营销售和代理商销售，公司开始尝试推广联营销售，鼓励和支持代理商覆盖有潜力的相结合的复合型销售模式，同时不断提升这些区域的管理水平并带动产品销售的增長。直营和联营的推广，提高了公司对渠道的控制能力，也提高了公司对市场的反馈能力和公司的盈利能力。

2008 年，公司借助 07 年增发募集资金积极推动销售网络的升级，除了渠道数量的快速扩张，渠道结构的优化和渠道整体的运营效率成为公司日益关注的重点。日益增多的大型生活馆和旗舰店的开设不仅提高了公司单店的面积，也提升了公司品牌的影响力。而为了解决多级代理制下的效率问题和拓展进取度等问题，公司开始着手推动营销渠道的扁平化。公司在经销商内部引入优胜劣汰的机制，鼓励经销商跨区域经营，同时通过设立当地子公司的形式加强对当地渠道的管理，在没有设立子公司的地域，通过派驻常住市场人员，协助经销商进行渠道扩张及管理。

图 36 七匹狼南京生活馆



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2009 年，公司继续围绕经销商管理优化和直营稳健扩张推进整合公司的营销渠道。年内公司成立了华东、华南、华北、华中、西南和西北六大管理中心，负责对当地区域加盟渠道的管理。同时公司设立客户代表制度，加强对代理商之间更好的信息沟通，同时推动公司的商品销售计划和推广。公司在报告期内又成立了武汉、西安、深圳子公司，同时在厦门增加尚盈直营公司，逐步对直营体系进行单独的考核，提高直营渠道的运营效率。另外，除了传统的营销渠道，公司也在积极尝试新的电子商务模式，依托一些成熟的网上商城开展新业态的摸索。

2010 年，为了应对国内终端店铺租金日益上涨的压力和日益增多的网点基数（2009 年底已经达到 3249 家），公司及时调整渠道政策，鼓励渠道进入初期投入较小的商场、shopping mall 等，同时在一些经济发达地区，尝试渠道的适当下沉，以获得新的空白市场。中报披露与万达广场的合作也显示出公司在渠道形式方面的新创新。

（三）商品开发与建设：单品牌多系列 日益立体丰富

公司从 1990 年创立品牌，在商品开发方面就选择了一个很好的切入点，以更容易规模化的男装茄克为突破口，很快获得了初步销售的成功。2001 年公司茄克产品成为国内销量第一的品牌，依托茄克产品，公司从上世纪 90 年代后期就开始开发全系列的男装产品。

2005 年公司在产品研发方面，不仅注重品质的提升（开发了三防茄克和双面茄克等功能性产品），更通过品类的丰富满足不同市场消费者的需求。从 2005 年春夏产品开始，公司在保持主体风格的前提下，针对南北方不同市场的需求，开发设计不同的系列产品以进一步贴近消费者。**本年度公司在原有品牌基础上提升设计研发出红标系列产品，拉开了如 POLO 般的单品牌多系列产品开发的序幕。**

2006 年，公司按照“更国际化、更贴近客户需求”的原则进一步加强产品的开发能力，通过与法国等欧洲设计师的合作，在产品开发上更加注重国际流行时尚元素的吸收，开发的“多彩”系列、悍冬风衣等系列赢得了市场的良好反馈。公司更通过与英威达、3M 等国际优秀供应商的战略合作，开发更多的高科技功能性服装产品。公司产品设计的丰富度、系列性和多样性的程度不断提高，充分满足了渠道数量扩张和陈列的需求，也带动了销售收入的增长。

2007 年，公司在产品开发上进一步加强与法国、日本、韩国等设计团队的合作，同时强化与香港等地优秀服装设计室的合作，不断充实自己的设计团队，提升设计能力。**公司产品系列不断延伸和丰富，除了原有的红标、绿标产品外，公司又尝试推出女装和童装产品，品牌的覆盖度进一步提升。**公司继续与优秀的供应商合作，将新材料不断引入公司的新产品中，同时为了防止行业内的跟风仿冒，公司与部分原料供应商签定了“买断布料”的合作模式，对部分产品的设计也申请了“版型专利”。

2008 年，经过市场层面的反复尝试和经验积累之后，**公司首次明确单品牌多系列产品结构和定位，最终确立在七匹狼单品牌下开发设计红狼、绿狼、蓝狼、童装、女装和圣沃斯六大系列产品。**尤其值得一提的 08 年秋季新推出的圣沃斯系列和蓝狼系列。**圣沃斯系列是与法国设计师合作共同推出的设计师品牌（相当于 POLO 中的黑标和紫标），定位高贵、优雅、时尚、商务，目标客户人群主要是 25—45 岁的社会精英人士，该系列产品主要在大型生活馆和百货公司销售。而蓝狼系列的推出是为了适应年轻时尚的消费人群对个性化、休闲化着装的需求，也是拓宽目标客户群（年轻化）和丰富产品风格（更休闲、个性化）的新尝试。**为配合六大系列产品的开发，公司在立足自主设计的基础上，也与外部优秀的设计师工作室开展更紧密的合作与采购，反过来产品系列的丰富也与公司大型生活馆、旗舰店的推广形成了良好的互动，推动了单店销售的提升。

2009 年，随着品牌的日益成熟与完善，公司在商品开发上也更加注重前端的企划与设计，强调终端销售数据对产品开发的指导作用，使产品开发设计更具针对性和适应性。同时随着产品系列的丰富与完善，公司每年开发的产品款式达到 4000 款左右。定位个性、休闲、时尚的蓝标系列在 2009 年获得了快速发展，并开始开拓单独的销售渠道。

2010 年，红标和绿标系列依然是公司的主打产品，占销售收入的 90% 左右，蓝标系列尽管占比较小，但增速较快。圣沃斯系列收入占比不多，但更多地通过参加时装周、新品发布会和秀场等活动提升公司品牌的高端形象。同时为了配合不同渠道的拓展，公司开始对产品系列进行进一步的分化，尝试在红狼和绿狼中选择部分基本款产品推一个针对商超和网上销售的米标系列，同时为了开拓商场和 shopping mall 等新渠道，公司在红标系列中选择部分高档产品推出紫标系列。随着公司发展的日益成熟，在产品系列开发方面也进一步丰富、细化与精化。

表 2 公司主要产品系列

主要产品系列	定位	目标客户群	其他
圣沃斯	高端设计师品牌，设计定位为高贵、优雅、时尚、商务	25—45 岁社会精英人士	目前在公司大型生活馆及百货商场专柜销售
红狼系列	设计定位为专注、稳重、商务，提供商务场合着装选择	25—55 岁成功男士	在公司各专柜及专卖店，公司销售主力
	紫标，定位及价格高于红标		满足商场销售的需要
绿狼系列	设计定位为舒适、时尚	25—55 岁成功男士	在公司各专柜及街店销售，公司销售主力
	米标，定位和价格较绿标更低		超市和网店，主要进驻二三线城市
蓝狼系列	设计定位为个性、休闲、时尚	较年轻群体	将开始专门的蓝狼专卖店，未来增长的发力点
女装系列	设计定位为职业	25—40 岁左右的都市白领和职业女性	配套生活馆
童装系列		4—11 岁儿童	配套生活馆

资料来源：东方证券研究所整理

（四）供应链管理：起步未晚 任重道远

公司从 1990 年成立之初主要通过商场批发或代销形式销售产品，从 1995 年开始在业内率先引入代理制和特许专卖制，**公司产品销售主要通过一年两次的大型订货会（春夏和秋冬）实现（占年度实际销售收入的 70% 以上），包括部分补货。**

2004 年公司 IPO 募集资金的投向之一就是新建全国营销管理总部和电子商务平台（包括总部分销信息系统 DMS 和门店专柜销售节点系统 POS），目的就是为了提高整个供应链的运行效率和反馈速度，以适应服饰行业流行性、多样性和多变性的特点。另外，为了提高订货效率，公司除了一年两次的订货会外，还不定期通过召开全国的巡展会和补强会推广公司的潮品和新品销售以适应服

饰行业消费更快速、更时尚的潮流趋势。从 2005 年开始公司在两次大型订货会之外，每年至少在全国二十几个省举办了服装巡展会和补强会。

随着公司发展的日益成熟，公司对代理商和加盟商和上游供应商逐步建立了一套完整的评级体系，通过优胜劣汰保证供应链的效率。2007 年开始公司针对原有的多级代理制推行的渠道逐步扁平化也是提升供应链效率的重要手段。

从 2008 年开始，公司利用 07 年增发募集资金对供应链建设进行了重点投入，主要表现为与国际知名软件公司 ORACLE 合作开展企业 ERP 系统建设，引进“品类规划”“物流管理”等五大模块，最终将供应商、公司和经销商终端及时连接，有效缩短供应链反馈时间，提高供应链的运营效率。截止 09 年底，公司“品类规划”、“生产管理”和“生产计划”等模块已经上线，“仓储模块”预计在 2010 年内完成，全部 ERP 的框架预计 2011 年完成。但由于多年推行的多级代理制，整个信息系统中与终端的对接目前只有 500 家左右的大店能够实现，因此所有收集的信息只能反映采集到的样本，公司从 07 年开始已经着手渠道的扁平化，减少代理商的层级，但考虑到长期的历史合作、终端层面的存货等问题，估计全部实现扁平化和所有终端数据的对接需要一段时间。但 ERP 系统建设和渠道扁平化的推进对提高公司整个供应链的效率具有十分深远的影响。

4.3 七匹狼：中国 POLO 的未来

综上，回顾公司二十年的快速成长历史，我们可以看到品牌较早的创立及后续良好的维护、丰富与提升和依托代理加盟获得的渠道快速扩张是最关键的因素。依托二十年积累的品牌基础和渠道资源、在国内二/三线城市的先发优势，以及规模效应和供应链效率提升带来的成本和期间费用控制能力，我们对公司未来实现股权激励的行权条件（2010 年盈利增长不低于 30%，2011 年和 2012 年盈利增长不低于 20%）基本没有担心。

站在 2010 年的新时点，展望公司的未来，**公司未来能否真正成长为 POLO 一样的具有几百亿销售规模的中高档品牌服饰企业，关键还在于品牌形象的进一步提升（圣沃斯系列作为高端系列的知名度和影响力的明显提高）、产品系列丰富度的有效拓展（单品牌多系列产品中有新的拳头品种的涌现直接带动销售收入和盈利的增长，比如说蓝狼，或者更远的女装、童装等）和新渠道的贡献（商场、超市、网店等）以及其他外延式扩张方式的引进等（比如像 POLO 一样的对外购并、开拓海外市场等）。**未来公司能否在品牌延伸丰富和渠道渠道方面获得新的突破是公司进入新一轮成长的关键。鉴于公司目前的业务基础，我们对公司成长为具有更高品牌影响力和更大销售和盈利规模的公司持谨慎乐观态度，我们目前对公司维持 2010——2012 年每股收益分别为 1.00 元、1.29 元和 1.66 元的盈利预测，维持“买入”评级。

公司的投资风险在于先发优势下的惯性成长期过后新系列产品、新渠道拓展或新外延扩张未能获得有效突破。

附表：财务报表预测与比率分析（七匹狼（002029））

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1385	1589	2092	2806	营业收入	1987	2285	2858	3559
现金	575	654	933	1378	营业成本	1225	1348	1686	2096
应收账款	245	281	349	431	营业税金及附加	18	25	31	39
其它应收款	22	33	41	49	营业费用	303	343	426	527
预付账款	147	157	192	237	管理费用	146	162	197	238
存货	302	424	519	636	财务费用	-13	-9	-14	-20
其他	93	41	58	74	资产减值损失	52	45	50	54
非流动资产	699	736	763	735	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	87	99	132	125	营业利润	258	371	481	624
无形资产	22	21	21	21	营业外收入	6	7	7	7
其他	587	613	608	587	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	2084	2325	2855	3540	利润总额	259	373	483	626
流动负债	652	647	788	973	所得税	42	71	94	125
短期借款	50	0	0	0	净利润	217	302	389	501
应付账款	193	209	261	325	少数股东损益	13	19	24	31
其他	409	438	527	648	归属于母公司净利润	204	284	365	469
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	365	501	646	832
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	1.00	1.29	1.66
其他	0	0	0	0					
负债合计	652	647	788	973	主要财务比率				
少数股东权益	60	79	103	134	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	283	283	283	283	成长能力				
资本公积	558	558	558	558	营业收入	20.2%	15.0%	25.1%	24.5%
留存收益	531	758	1123	1592	营业利润	25.4%	43.8%	29.7%	29.5%
归属母公司股东权益合计	1372	1599	1964	2433	归属于母公司净利润	33.3%	39.1%	28.7%	28.6%
负债和股东权益	2084	2325	2855	3540	获利能力				
					毛利率	38.3%	41.0%	41.0%	41.1%
					净利率	10.3%	12.4%	12.8%	13.2%
					ROE	14.9%	17.7%	18.6%	19.3%
现金流量表									
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	31.3%	27.8%	27.6%	27.5%
经营活动现金流	301	395	546	696	净负债比率				
净利润	217	302	389	501	流动比率	2.12	2.45	2.65	2.88
折旧摊销	120	139	178	228	速动比率	1.59	1.71	1.91	2.14
财务费用	-13	-9	-14	-20	营运能力				
投资损失	-1	0	0	0	总资产周转率	1.03	1.04	1.10	1.11
营运资金变动	-65	-46	-17	-20	应收账款周转率	11	8	9	9
其它	42	9	9	8	应付账款周转率	6.90	6.71	7.17	7.15
投资活动现金流	-343	-219	-280	-271	每股指标 (元)				
资本支出	157	55	105	105	每股收益	0.72	1.00	1.29	1.66
长期投资	-189	105	70	50	每股经营现金流	1.06	1.40	1.93	2.46
其他	-375	-59	-105	-116	每股净资产	4.85	5.65	6.94	8.60
筹资活动现金流	21	-97	14	20	估值比率				
短期借款	50	-50	0	0	P/E	44.33	31.88	24.76	19.26
长期借款	0	0	0	0	P/B	6.59	5.65	4.60	3.71
普通股增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	22	16	12	10
资本公积增加	0	0	0	0					
其他	-29	-47	14	20					
现金净增加额	-21	79	279	445					

资料来源：东方证券研究所整理

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn