

投资品牌服装分享行业景气

纺织服装行业深度报告

核心观点

1、国内服装消费依然处于景气通道。庞大的消费需求刺激服装消费快速增长，服装类零售额年均增速为 19%。行业景气度已经从 09 年初的谷底重新回升至正常水平。城镇居民消费结构也发生深刻变化，城镇居民恩格尔系数由 1995 年的 50.1 下降至 2008 年的 37.9。我们预测中国居民消费结构中可选消费品，尤其是品牌消费的比例将继续提升。

2、大型百货商场与服装连锁销售快速提高。大型百货商场作为中高档品牌销售的主要渠道，近 6 年来保持 20% 左右的销售增速，尤其是在一二线城市，百货商场的销售增速远远快于批发市场。近年来通过连锁零售销售额增幅明显，2008 年已经达到 267.3 亿元，营业面积达到 102.3 万平米，反映了居民对品牌服装需求持续提高。

3、迎接高成本时代，衣着价格面临上涨。2015 年中国劳动人口达到峰值后新增劳动力供给开始下降，劳动力短缺情况开始浮现，将导致劳动者收入提高。今年以来原料价格大幅上涨，上游成本压力将逐步传导至终端产品，衣着类 CPI 指数与 PPI 指数经历了 08 年的调整阶段，目前已经走出谷底。我们认为，随着生产要素价格的提高，衣着类价格指数未来将出现上涨机会，

3、内需确定性增长是支撑服装消费的长期利好。城镇化进程加速将逐步缩小城乡居民衣着消费差距，农村人口在城镇落户及就业直接带动服装内销的增长，服装销售将获得更大增长空间。各地政府上调最低工资标准，使得劳动者收入大幅提升，尤其是工薪阶层收入增速加快，居民收入水平的快速提高是消费升级的重要基础。

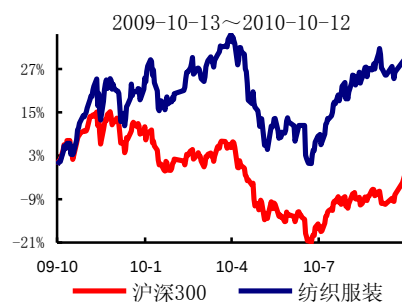
4、投资品牌服装公司，分享行业景气。服装消费日益品牌化，行业新进入者难以在短时间内树立稳固的品牌形象。因此，经历时间沉淀下的品牌服装彰显其品牌优势与地位。渠道管理掌握品牌服装企业利润来源，渠道资源目前仍是企业成长的主要驱动力，国内服装品牌经过 10 多年的耕耘，从数量和密度上，销售网络已初具规模。

5、我们认为具有品牌和渠道优势的企业具备长期投资价值。生产能力已不再是约束企业销售规模的因素，取而代之是品牌管理、渠道管理和供应链管理等软实力的竞争，能够开创优秀、持久的品牌，将有机会走向“蓝海”新的市场空间。基于管理能力、品牌运营和成长潜力的综合考虑，我们选择的投资标的为“美邦服饰”和“七匹狼”，给予推荐_A 的投资评级。

重点公司盈利预测：

简称	股价	EPS(元)			P/E			评级
		10E	11E	12E	10E	11E	12E	
美邦服饰	28.30	0.66	0.90	1.21	43	31	23	推荐_A
七匹狼	31.7	1.07	1.41	1.76	30	22	18	推荐 A

行业表现对比图



相关报告

研究员：李韵

电话：010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号：S0940210090002

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: 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.国内服装消费依然处于景气通道	4
1.1 服装消费高速增长，超过社会消费品零售增速	4
1.2 行业已走出低谷	4
1.3 消费结构变化，品牌服装消费旺盛	5
1.4 高成本时代到来，品牌服装转嫁能力较强	5
2.内需增长确定——支撑服装消费的长期利好	7
2.2 城市化进程加快推动服装消费	7
2.3 居民收入持续提升是消费升级的重要基础	8
3.投资品牌服装公司，分享行业景气	8
3.1 时间积淀，彰显品牌优势	8
3.2 渠道资源是本土品牌的优势	10
3.3 品牌服装公司盈利能力、成长性均超过行业平均水平	11
4.知名度高，渠道丰富，管理水平高的公司具有长期投资价值	11
4.1 美邦服饰投资要点	12
4.1.1 品牌影响力提高收入增速	12
4.1.2 供应链优势有效降低成本	13
4.1.3 门店盈利能力不断改善	13
4.2 七匹狼投资要点	14
4.1.1 主品牌基础牢固，率先走向多样化	14
4.1.2 自营门店增长是未来业绩增长点	15
4.1.3 经销商优势显著，内部管理优势突出	15

图表目录

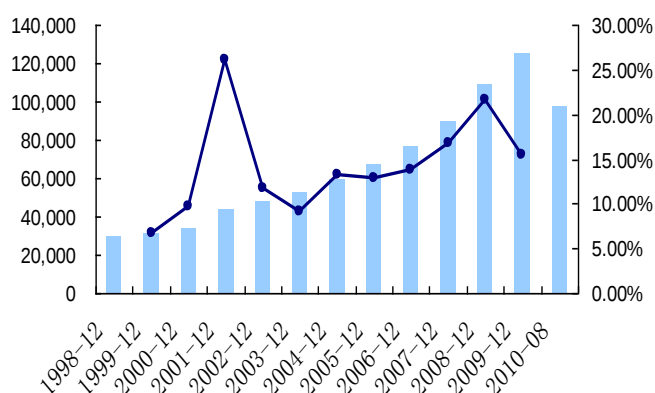
图 1: 社会消费品零售总额 (亿元)	4
图 2: 限额以上服装类零售额 (亿元)	4
图 3: 纺织服装、鞋、帽制造业行业景气指数	4
图 4: 消费者信心指数	4
图 5: 城镇家庭、农村家庭恩格尔系数变化	5
图 6: 城镇居民支出分布 (%)	5
图 7: 全国重点大型百货商场服装销售额 (亿元)	5
图 8: 批发与连锁零售渠道服装销售对比 (亿元)	5
图 9: 未来我国总人口、劳动年龄人口及人口抚养比	6
图 10: 中国人口年龄结构变化	6
图 11: 高等教育毛入学率	6
图 12: 纺织服装业劳动力价格对比	7
图 13: 衣着类 CPI、PPI 价格指数同比变动	7
图 14: 城镇化率及增速	7
图 15: 城镇化加速阶段消费品需求大幅增加	7
图 16: 人均可支配收入水平及衣着支出增速	8
图 17: 人均家庭消费支出、衣着类消费支出 (元)	8
图 18: 个人所得税 (亿元) 及增速	8
图 19: 主要省市最低工资标准	8
图 20: 服装购买理由影响力比较	9
图 21: 国内休闲服品牌调研结果	9
图 22: 服装品牌知名度调查结果	9
图 23: 品牌服装公司与行业毛利率比较 (%)	11
图 24: ROE 比较 (%)	11
图 25: 净利润增速 (%)	11
图 26: 应收账款周转率比较	11
图 27: 品牌公司将走向“蓝海”	12
图 28: 休闲服市场规模 (亿元)	12
图 29: 各类服饰消费增速	12
图 30: “七匹狼”渠道数量	15
图 31: “七匹狼”单店盈利水平 (万元)	15
表 1: 主要品牌服装门店规模	10
表 2: 渠道模式分析	10
表 3: 美邦服饰 2010 - 2012 盈利预测 (单位: 百万元)	14
表 4: “七匹狼”的品牌结构	14
表 5: “七匹狼”门店分类	15
表 6: 七匹狼 2010 - 2012 盈利预测 (单位: 百万元)	16

1.国内服装消费依然处于景气通道

1.1 服装消费高速增长，超过社会消费品零售增速

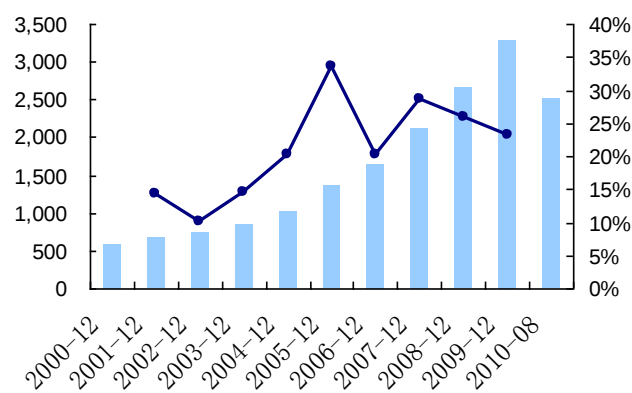
中国经济已连续十年保持 8% 以上的增长态势，经济总量已跃居世界第二位。在经济快速增长带动下，国内消费需求持续走强，社会消费品零售总额 2009 年达到 12.5 万亿元，较十年前增长近 4 倍，年均增速达到 14%。庞大的消费需求刺激了服装消费的快速增长，限额以上服装类零售额 2009 年达到 3274.80 亿元，十年增长近 6 倍，年均增速为 19%。

图 1：社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图 2：限额以上服装类零售额（亿元）

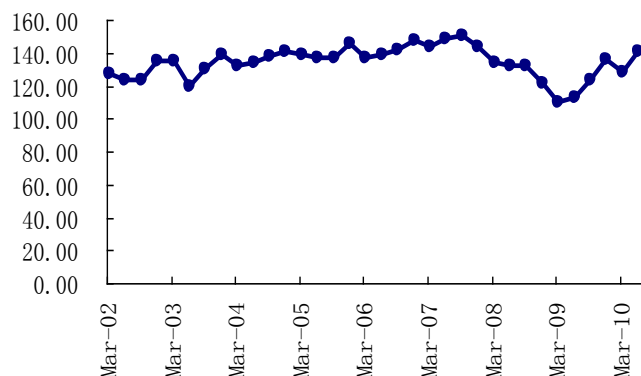


资料来源：国家统计局、国都证券研究所

1.2 行业已走出低谷

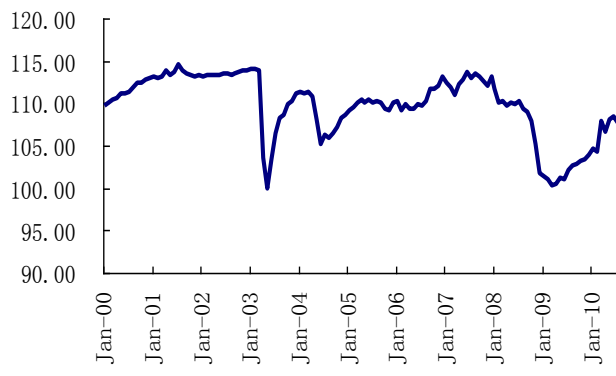
除受 2008 年爆发的金融危机影响外，纺织服装行业景气度长期维持在较高水平，随着经济逐步复苏，行业景气度已经从 09 初的谷底重新回升至正常水平。国内消费者信心指数则同样反弹至 100 以上，反映了消费者对家庭经济收入与总体经济前景总体乐观的态度。

图 3：纺织服装、鞋、帽制造业行业景气指数



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图 4：消费者信心指数

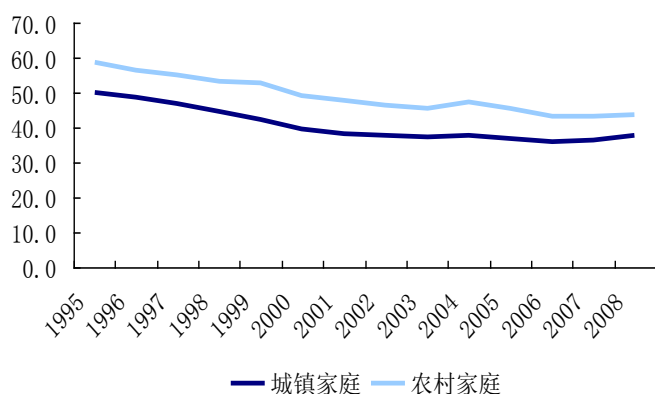


资料来源：国家统计局、国都证券研究所

1.3 消费结构变化，品牌服装消费旺盛

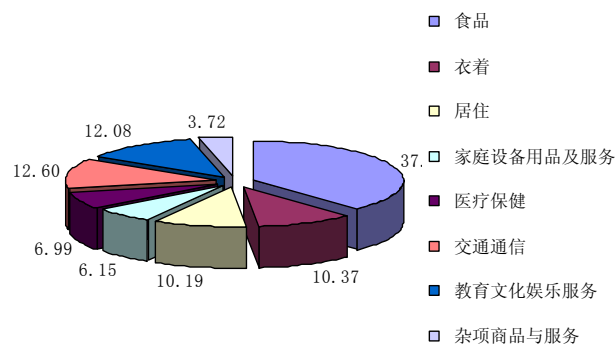
随着城镇居民收入增长，消费结构也发生深刻变化，食品等生活必需品消费占比持续下降。城镇居民恩格尔系数由 1995 年的 50.1 下降至 2008 年的 37.9，医疗、外出就餐、文化教育及交通通讯等可选消费支出比例持续提高。我们预测中国居民消费机构中可选消费品，尤其是品牌消费的比例将继续提升。

图 5：城镇家庭、农村家庭恩格尔系数变化



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

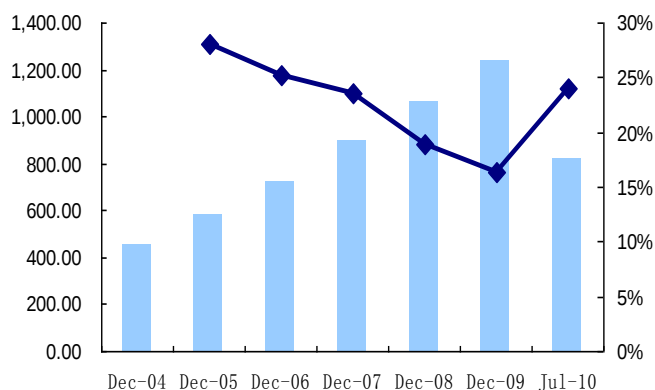
图 6：城镇居民支出分布（%）



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

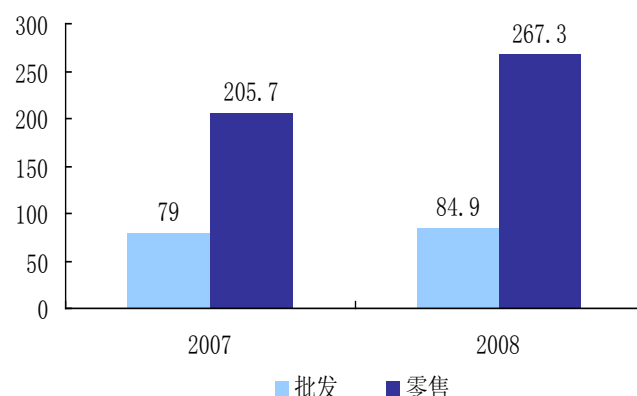
大型百货商场作为中高档品牌销售的主要渠道，近 6 年来保持 20% 左右的销售增速，尤其是在一二线城市，百货商场的销售增速远远快于批发市场，近年来通过连锁零售销售额增幅明显，2008 年已经达到 267.3 亿元，营业面积达到 102.3 万平米，反映了居民的服装消费对品牌需求明显提高。

图 7：全国重点大型百货商场服装销售额（亿元）



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图 8：批发与连锁零售渠道服装销售对比（亿元）



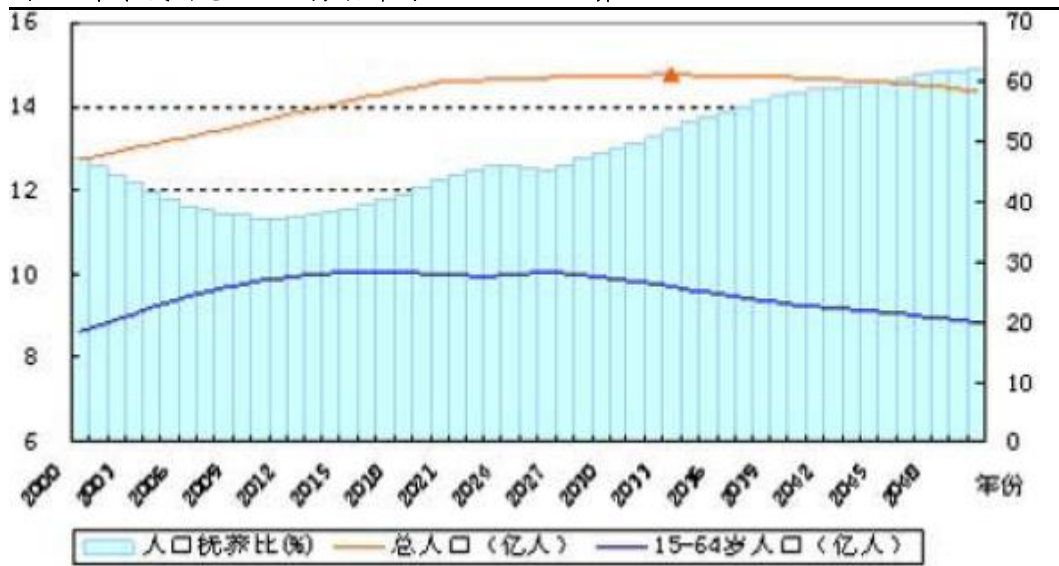
资料来源：国家统计局、国都证券研究所

1.4 高成本时代到来，品牌服装转嫁能力较强

根据国家人口发展战略研究，2000 年 15 - 64 岁年龄区间的劳动人口为 8.6 亿人，预计 2016 年将达到阶段性高点 10.1 亿人，年均净增劳动力 938 万人，2010 年后劳动力增速将呈现持续下降趋势。根据联合国预计，2015 年中国 18 - 59 岁劳动人口将达到 8.76 亿的峰值，之后新增劳动力供给将开始下降。中国人口结构这一深层次变化意

意味着，经济如继续维持高速发展，新增就业人口赶不上增加的用工需求，就业形势开始向供不应求转变，中国也将迎来路易斯拐点，在这一过程中工人在劳资博弈中开始处于优势地位，工资待遇开始提升。

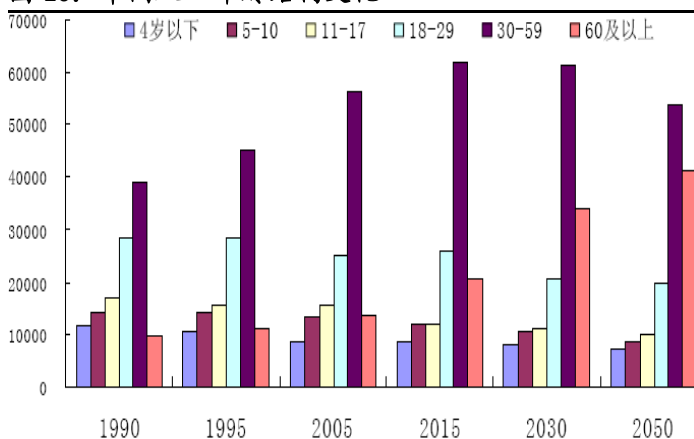
图 9：未来我国总人口、劳动年龄人口及人口抚养比



资料来源：国都证券研究所

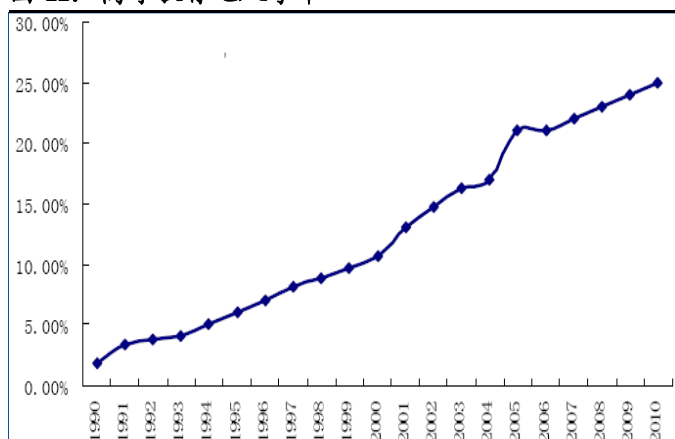
中国劳动力素质持续提高，每年有新增 600 万大学毕业生，规模超过净增劳动人口一半；大学毛入学率由 1995 年的 6%，提升至 2010 年的 25%，这一比例到 2020 年将提升至 40% 的水平；新增劳动力平均受教育年限 2010 年已达到 12.4 年，接受高等教育的比例将超过 20%。中国新增劳动者素质的提升带来生产效率的提高，这将是收入水平持续提高的重要基础。

图 10：中国人口年龄结构变化



数据来源：国都证券研究所

图 11：高等教育毛入学率



数据来源：国都证券研究所

纺织服装行业劳动力价格也将这一轮周期中逐步提高，制造业向东南亚廉价劳动力市场转移的趋势已经出现。我们认为，随着生产要素价格的提高，衣着类价格指数未来将出现上涨机会。衣着类 CPI 指数与 PPI 指数经历了 08 年的调整阶段，目前已经走出谷底。今年以来棉花价格涨幅超过 50%，纱线、坯布等原料价格也大幅上涨，上游

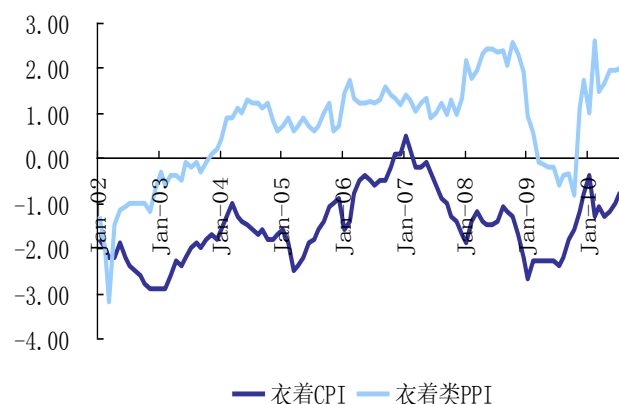
成本压力将逐步传导至终端产品，我们已看到，随着秋冬消费旺季的到来，服装企业纷纷采取提价措施应对，这在品牌服装上体现尤为明显。

图 12：纺织服装业劳动力价格对比

	小时工资(美元)	与美国相比%
美国	17.41	100
中国（沿海）	1.88	11
中国（内地）	1.44	8
墨西哥	2.17	12
西班牙	18.36	106
土耳其	4.27	25
印度	0.85	5
韩国	6.31	36

资料来源：Werner International、国都证券研究所

图 13：衣着类 CPI、PPI 价格指数同比变动



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

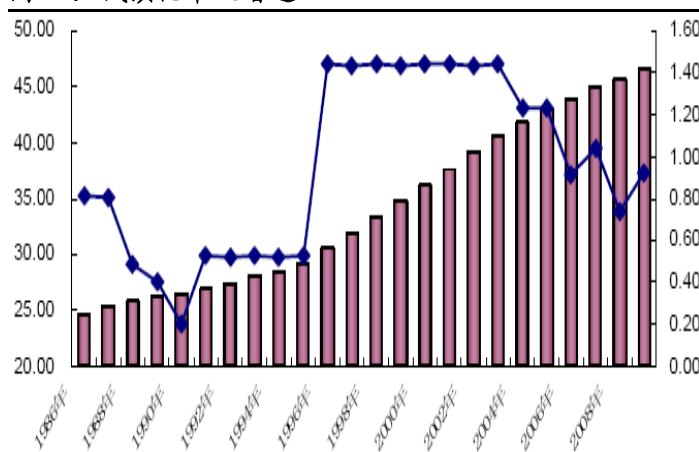
2. 内需增长确定——支撑服装消费的长期利好

2.2 城市化进程加快推动服装消费

城镇化过程中居民消费结构和水平受到深刻影响，居民消费能力将持续改善，衣食住行等消费支出将明显提高。居民衣着需求愈发重视品牌、时尚和个性化，成衣化倾向成为衣着消费的主流。农村居民人均购买成衣数量由 2002 年的人均 1.4 件增加到 2008 年的 2.7 件，而城镇居民 2008 年人均购买成衣为 7.7 件，城镇化的推进，将逐步缩小城乡居民的衣着消费差距。

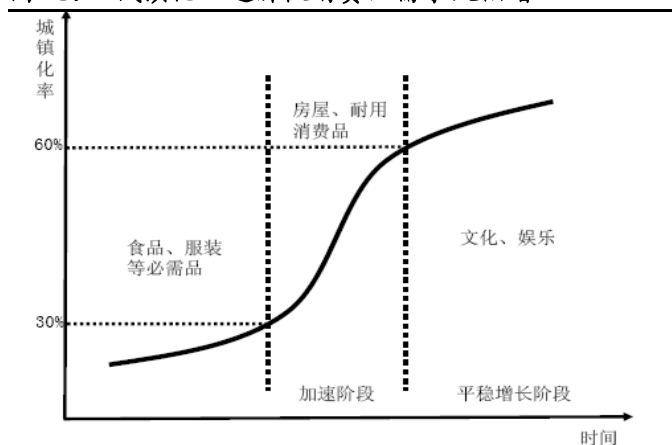
最近十年城市化呈现加速态势，平均每年提高 1.23%，2009 年中国城镇化率已经超过 45%。从趋势上说，中国城镇化进程开始进入加速阶段，有望在 2020 年前后达到 60% 的比例。以往数据显示，当每年城镇化增速约为 1.5% 时，城市化带来的服装销售约为 120 亿元/年，由此带来的服装销售增长率为 4%，农村人口在城镇落户及就业直接带动服装内销的成倍增长，服装销售也获得更大增长空间。

图 14：城镇化率及增速



数据来源：国家统计局、国都证券研究所

图 15：城镇化加速阶段消费品需求大幅增加

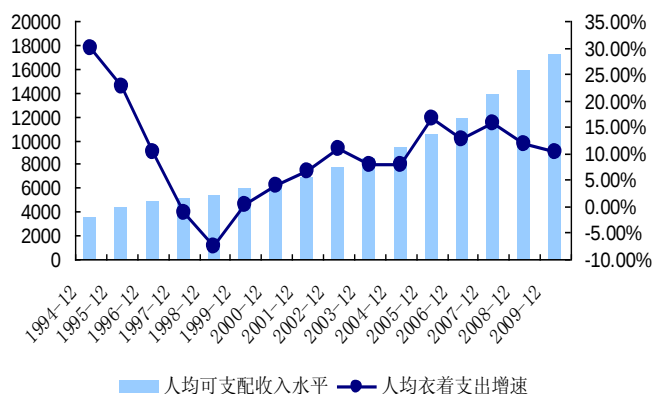


数据来源：国都证券研究所

2.3 居民收入持续提升是消费升级的重要基础

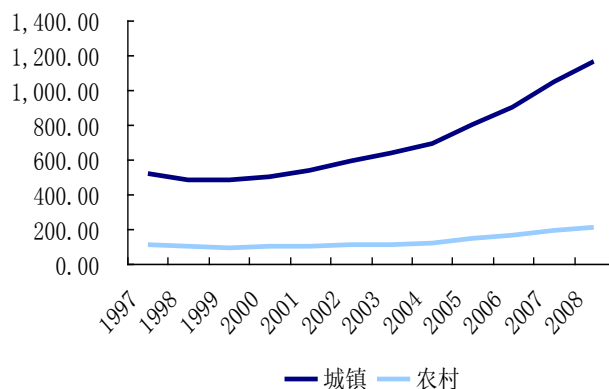
2003-2008年，城镇居民可支配收入与农村居民现金收入保持10%以上的增长，农村居民人均购买各种服装支出由2002年的61.1元增加到2008年的142元，增长1.32倍；2008年城镇居民人均衣着消费支出1166元，比2000年的500.5元增长1.33倍。

图 16：人均可支配收入水平及衣着支出增速



数据来源：国家统计局、国都证券研究所

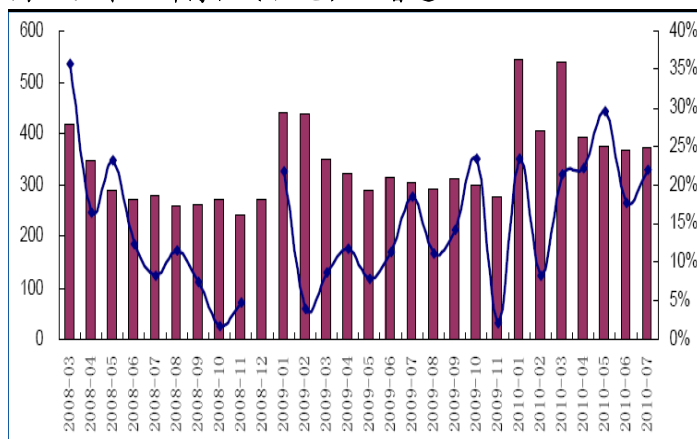
图 17：人均家庭消费支出、衣着类消费支出（元）



数据来源：国家统计局、国都证券研究所

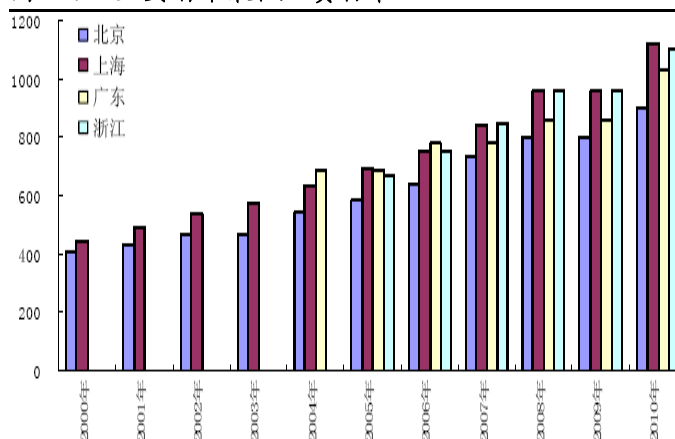
劳动力缺口问题日益严重，各地政府大幅上调最低工资标准，普遍上调20%左右，使得劳动力价格大幅提升。2010年前7个月，个人所得税同比增长22%，且呈现加速趋势，反映了城镇居民收入，尤其是工薪阶层收入增速加快，居民收入水平的快速提高为消费升级打下了基础。

图 18：个人所得税（亿元）及增速



数据来源：国家统计局、国都证券研究所

图 19：主要省市最低工资标准



数据来源：国家统计局、国都证券研究所

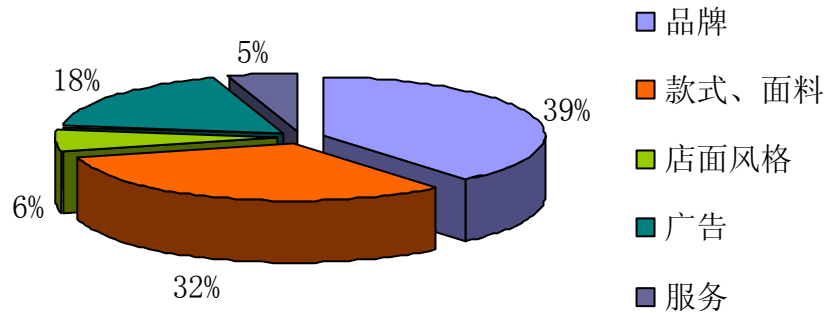
3.投资品牌服装公司，分享行业景气

3.1 时间积淀，彰显品牌优势

品牌是服装产品的重要组成部分，服装产品已经不再局限于物质形态和具体用途，而被归结为人们通过交换而获得的价值满足。通过对消费者调研结果显示，购买服装的

目的是为了让自己更自信更满足，因此在选择对自己最具影响力的购买理由时 39%的调查对象选择了品牌，而以面料、款式作为选择理由的仅占 32%。

图 20：服装购买理由影响力比较

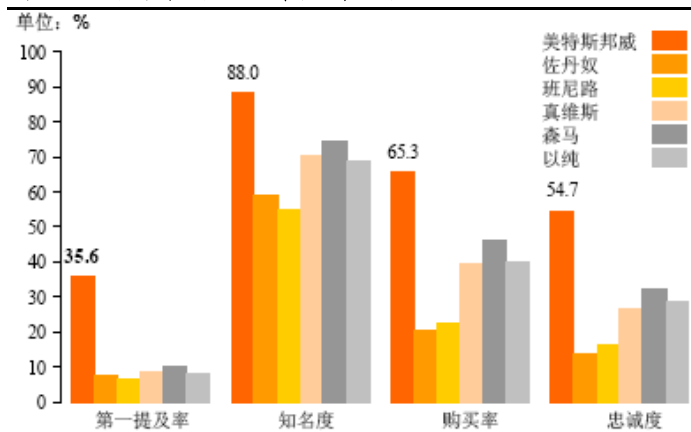


资料来源：国都证券研究所

国内服装企业最初经历了品牌模仿阶段，通过单纯广告轰炸、明星效应吸引消费群体，忽视了对品牌文化的吸纳，和对品牌内涵的挖掘，导致品牌间同质化现象严重，每年近万个品牌从市场上被淘汰也说明了竞争之激烈。通过近 20 年的摸索与建设，自主品牌逐步开始重视品牌运营，通过提供个性化服务、缔造时尚生活方式、努力为消费者提供价值，这些尊重消费者的做法在日益激烈的竞争中彰显理性特征。

服装消费日益品牌化，而一个知名品牌的树立是一家企业在产品质量、产品设计、品牌定位和营销网络等诸多方面，投入大量人力、物力长期耕耘的结果。本行业的新进入者难以在短时间内树立稳固的品牌形象。因此，已经历市场洗礼的品牌服装逐渐体现出品牌优势和市场地位。

图 21：国内休闲服品牌调研结果



数据来源：CTR、国都证券研究所

图 22：服装品牌知名度调查结果

男性网民			女性网民		
名次	品牌名称	品牌提及率	名次	品牌名称	品牌提及率
1	耐克	78.5%	1	耐克	90.0%
2	阿迪达斯	76.6%	2	阿迪达斯	89.5%
3	李宁	76.2%	3	李宁	88.5%
4	七匹狼	71.6%	4	美特斯邦威	85.7%
5	安踏	71.2%	5	真维斯	85.6%
6	美特斯邦威	68.9%	6	ONLY	85.5%
7	背靠背	67.3%	7	以纯	85.1%
8	真维斯	66.2%	8	背靠背	84.5%
9	柒牌	65.1%	9	安踏	84.0%
10	佐丹奴	64.5%	10	波司登	83.2%
11	波司登	64.2%	11	艾格	83.2%

数据来源：正望咨询、国都证券研究所

3.2 渠道资源是本土品牌的优势

渠道管理掌握了品牌服装企业利润来源，服装产业正从制造加工向零售流通转变，服装企业转型成为品牌零售商的趋势愈发明显。对国内品牌服装而言，因历史较短，尚不具备深厚的品牌文化，渠道扩张目前仍是企业成长的主要驱动力。服装作为消费品，同质化现象严重，产品、价格等策略极易在短时间内被对手模仿，但牢固的销售渠道则不是短期内能够建立起来的，这也是企业能够维持长期优势的核心竞争力，国际品牌所觊觎的正是本土品牌业已建立起来的渠道网络。国内服装品牌经过 10 多年的耕耘，从数量和密度上，销售网络已初具规模。

表 1：主要品牌服装门店规模

品牌	直营店	加盟店	合计	覆盖面
美邦服饰	523	2340	2863	以 21 个城市为核心，一线城市 100%，二线城市 66%，三线城市 33% 的网点覆盖率
七匹狼	299	2951	3250	遍布全国，以华南、华东、华北市场为主
报喜鸟	98	690	788	遍布 30 个省，370 个城市
凯撒	22	231	253	30 个省市、自治区，100 个城市
希努尔	18	569	587	以鲁、冀、豫、晋、苏、陕为主，覆盖 16 个省

资料来源：公司公告、国都证券研究所

表 2：渠道模式分析

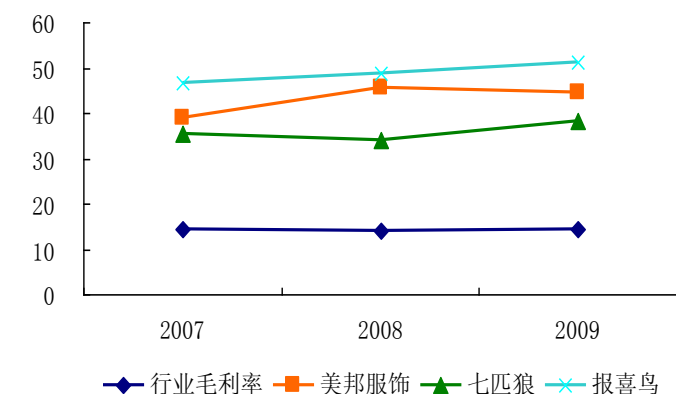
定义		优势	劣势
直营模式	由生产商或品牌商通过自有资金投入，直接在目标区域开设销售网点。	➢ 产品能迅速到达消费者手中 ➢ 对渠道控制力强 ➢ 可以对品牌进行充分展示 ➢ 有利于售后服务和搜集消费者信息 ➢ 有利提升品牌形象 ➢ 上下利益一致有利于策略贯彻	➢ 品牌商要承担较多商业职能 ➢ 市场覆盖面较窄 ➢ 分散了企业资金和精力
加盟模式	选择合适的、有实力的中间商代为销售产品。	➢ 分销能力强，市场覆盖面广 ➢ 降低品牌商开拓成本 ➢ 降低产品积压风险	➢ 不利于品牌商与消费者的沟通 ➢ 产品对市场反应速度慢 ➢ 渠道控制力降低 ➢ 服务水平易出现差异 ➢ 上下容易出现利益冲突导致开拓市场不积极

资料来源：国都证券研究所

3.3 品牌服装公司盈利能力、成长性均超过行业平均水平

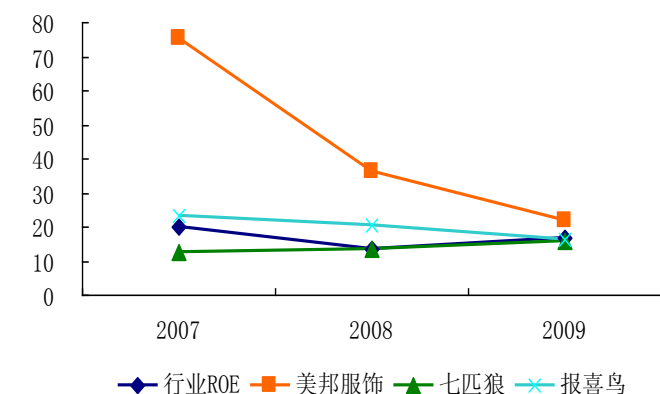
品牌服装上市公司毛利率远远高于服装行业平均 14% 的水平，以及与行业上市公司近三年 ROE 的比较，体现了品牌服装较强的盈利能力。

图 23: 品牌服装公司与行业毛利率比较 (%)



数据来源：国都证券研究所

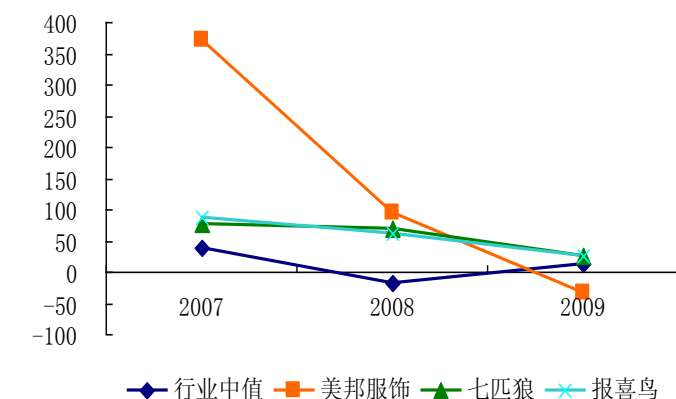
图 24: ROE 比较 (%)



数据来源：国都证券研究所

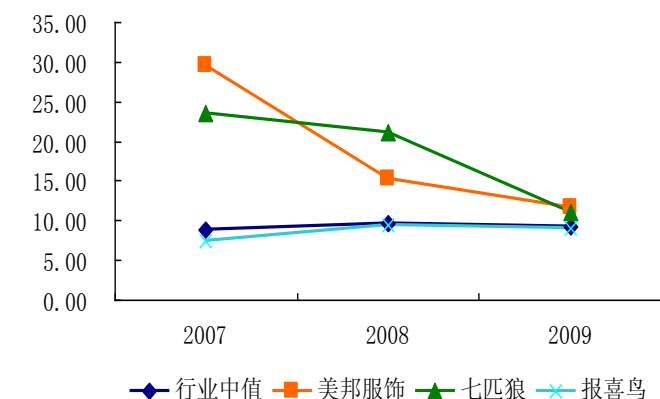
品牌服装上市公司营业利润增速、以及应收账款周转率等指标均高于行业上市公司水平，体现了较好的成长性和较强的营运能力。

图 25: 净利润增速 (%)



数据来源：国都证券研究所

图 26: 应收账款周转率比较

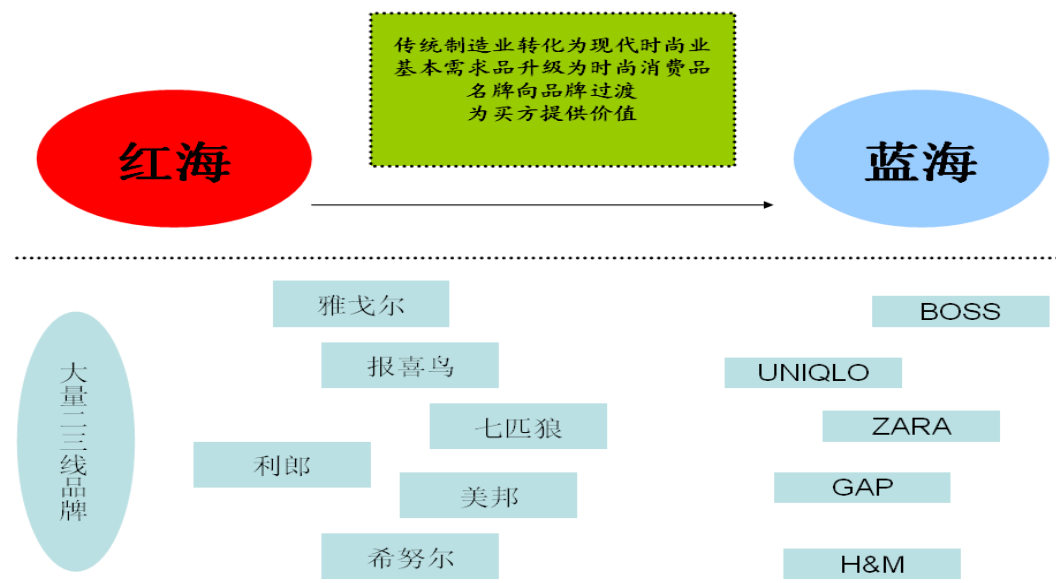


数据来源：国都证券研究所

4. 知名度高，渠道丰富，管理水平高的公司具有长期投资价值

生产能力已不再是约束企业销售规模的因素，取而代之是品牌管理、渠道管理和供应链管理 etc 软实力的竞争，行业价值链呈现从上游原料供应和中游加工快速向后端的流通环节集中，渠道为王、终端制胜成为法则，那些能够开创优秀、持久的品牌，将有机会走向“蓝海”新的市场空间。综合以上分析，我们认为具有品牌和渠道优势的企业具有长期投资价值。

图 27：品牌公司将走向“蓝海”



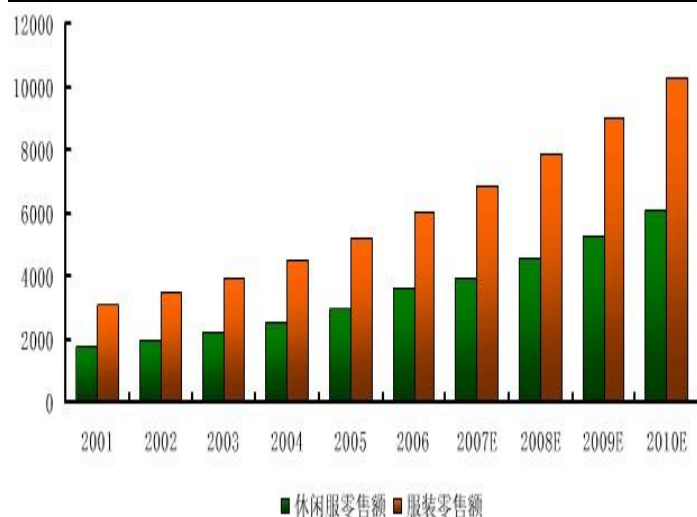
资料来源：国都证券研究所

4.1 美邦服饰投资要点

4.1.1 品牌影响力提高收入增速

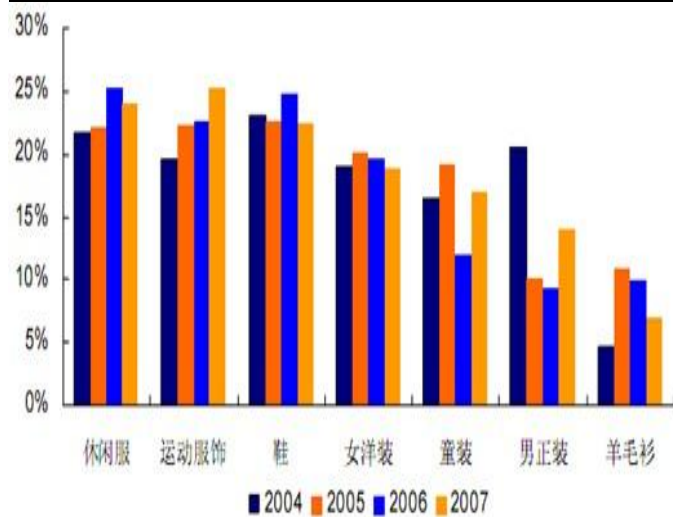
休闲服是服装市场中份额最大子行业，据 Euromonitor 统计，2006 年休闲服市场销售额为 3271 亿元，占国内服装市场总量的 59.7%，年复合增长率达到 15.3%。预计未来我国休闲服零售额的年增长率为 14.1%，行业成长空间广阔。

图 28：休闲服市场规模（亿元）



数据来源：国都证券研究所

图 29：各类服饰消费增速



数据来源：国都证券研究所

与欧美成熟休闲服品牌三四十年的发展里程相比，美邦品牌历史尚短，正处于品牌生命周期中快速发展阶段。随着“Me&City”品牌的推出，这一步骤对偏重“校园”的“美特斯·邦威”品牌构成强有力的互补与支撑，从单一品牌向更具消费实力的细分市场

场开拓，这标志公司打开了提升品牌价值的大门，向成熟品牌迈进了一步。虽然新品牌运作初期，由于操作经验不足导致开店进程延误、销售收入未及时实现及费用率攀升，拖累了公司业绩。但是我们看到公司通过及时调整营销策略及扩张策略，使公司运营逐步回到正常轨道上。

上半年“Me&City”的收入达到了 2.43 亿元，同比实现了 112% 的增长。在总收入中的占比也由上期的 6% 提升至目前的 10%。随着“Me&City”品牌逐步被市场认可，这一块销售收入有望迎来快速增长，并于 2010 年实现收支平衡。

4.1.2 供应链优势有效降低成本

美邦所选择的虚拟生产经营模式让公司抓住了产业链价值最高的部分，将财力投入到品牌策划、宣传与渠道建设上，以较低的代价创造出更大的价值。

美特斯邦威将面料、辅料和成衣生产全部外包，通过与 96 家面料供应商、84 家辅料供应商和 310 家成衣厂建立合作关系，聚集了年产系列休闲服 1000 多万件的强大产能为自己定牌生产。

强大高效的信息系统，对于采用生产外包、引入加盟模式企业来说意义重大。美特斯邦威一体化信息系统由供应制造商企业资源管理系统、美特斯邦威内部企业资源管理系统和代理商专卖店企业资源管理系统构成，这三套系统既独立又相互高度集成，形成了一个完整的“虚拟企业”供应链管理平台。这个系统高度集成了美特斯邦威内部的生产采购、物流配送、分销零售、财务等管理，还将上游 300 多家供应商与下游数千家代理商、专卖店的内部业务管理，与企业内部系统进行了高度集成，使企业获得了高效供应链绩效。公司 09 年全面引入德国 SAP 系统，并签订了相对于国内竞争对手的排他性合作协议，项目总投入在 1.5 亿元左右。初步预计在 2010 年底上线。该系统的建成将进一步提高供应链效率，构成公司维持长期竞争优势的软实力。

4.1.3 门店盈利能力不断改善

公司上半年通过丰富品类产品、升华门店布局与陈列、细致周计划推广等一系列措施，有效推动了门店平效提升。上半年直营业务实现了 13.21 亿的收入，较去年同期增长了 53%，其中门店的扩张预计在几十家的规模，体现出收入高速增长主要是门店效率的提升所带来的。公司在单店效率提升上所做的创新的领先的举措，体现出公司的强大竞争力。

公司计划将缩短对终端店面的管理周期至以周为单位，考核的标准逐步向盈利结果倾斜，施行单店周损益表的管理方式。根据 ZARA、H&M 等国际知名品牌的经验来看，店面面积在 3000 平方米左右通常来讲效率较高，公司计划对经营效率低下的大型店面进行整改，将超大型店面面积缩小至 3000 平左右。这些举措将有助于提升门店经营效率，进一步提高毛利率水平。

我们看好公司未来在休闲服领域的领跑地位，对 10、11 和 12 年的业绩预测 EPS 分别为 0.66 元、0.90 元和 1.21 元，给予“推荐-A”的投资评级。

表 3: 美邦服饰 2010 - 2012 盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5218	7044	9157	11904
营业成本	2895	3944	5082	6547
营业税金及附加	28	42	55	71
营业费用	1451	1831	2381	3095
管理费用	217	296	385	536
财务费用	53	50	52	39
资产减值损失	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	562	880	1203	1616
营业外收入	83	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	633	880	1203	1616
所得税	29	220	301	404
净利润	604	660	902	1212
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	604	660	902	1212
EBITDA	805	981	1317	1723
EPS (元)	0.60	0.66	0.90	1.21

数据来源: 国都证券研究所

4.2 七匹狼投资要点

4.1.1 主品牌基础牢固, 率先走向多样化

公司完善了产品品类和定位, 确定了红/绿/蓝狼、女装、童装、圣沃斯 6 大类不同风格和定位的产品, 令“七匹狼”品牌服装覆盖了不同年龄客户群, 满足了客户多层次多样化的消费需求。

表 4: “七匹狼”的品牌结构

品牌结构	定位	地位
红标	商务、稳重, 25 - 55 岁男士	主力产品, 销售占比 87%
绿标	舒适、时尚, 25 - 55 岁男士	
蓝标	个性、时尚年轻群体	
女装	25 - 40 岁白领都市女性	着力打造的增长点, 占收入 6.5%
童装	4 - 11 岁儿童	尚处于培育期
圣沃斯	高端, 25 - 45 岁男士	

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

我们认为公司通过长期培育, 在男装领域已奠定其领先地位基础, 目前着力推崇的“男人不止一面”的品牌形象, 进一步强化了男性品牌内涵, 但是如果未来不对品牌形象及宣传口号进行适当调整, 将影响女装、童装等新业务的推广, 无法与消费者之间建立品牌联想。

4.1.2 自营门店增长是未来业绩增长点

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，为了健康的渠道升级，公司在稳步推进直营体系发展的同时，为配合品牌线路精细化，加强女装、童装及圣沃斯的培育，重视大型门店的建设，涵盖全系产品的生活馆，已从试验阶段进入推广期，09 年末，公司已拥有大型生活馆 30 家。

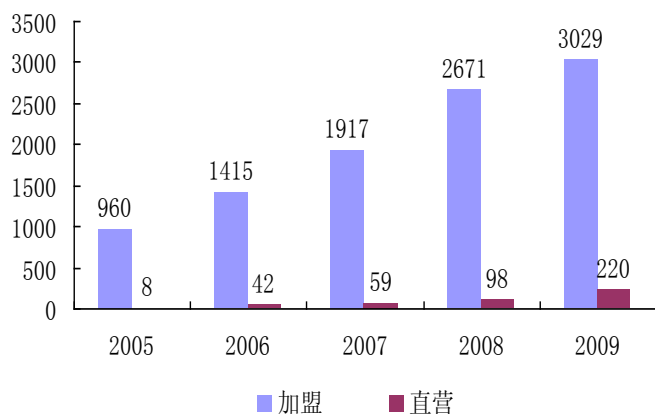
表 5：“七匹狼”门店分类

门店类型	单店面积	功能
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、培训等功能的综合性销售终端
旗舰店	300 - 800 平米	发挥主力销售及周边周边专门店销售带动功能
专卖店	300 平米以下	发挥销售功能

资料来源：公司公告、国都证券研究所

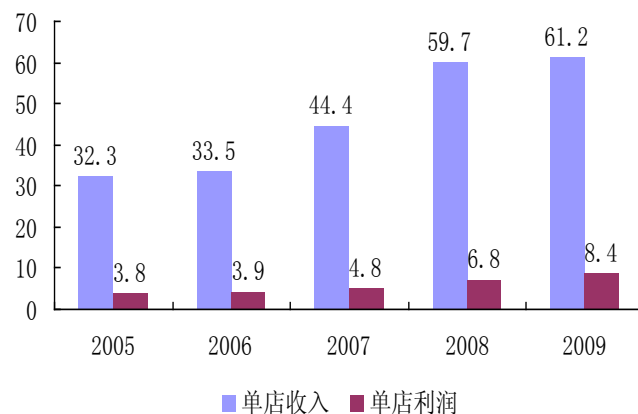
公司对未来 2 - 3 年的发展持相对稳健的态度，采取有保有压的策略，没有设定明确的开店计划，未来发展将更依赖以提升单店效益带来内生增长。公司 2010 年上半年净增店铺仅 1 家，但是结构调整明显，新增 79 家直营店，关闭加盟店 78 家，5 年来直营店比重已升至 7%，整体提升了渠道盈利能力。公司渠道开始向三线城市下称，享受三线城市的消费升级。国际成熟品牌的平效已超 4 万元，七匹狼平效约为 1.2 万元，从内生增长角度来看还有很大的提升空间。

图 30：“七匹狼”渠道数量



数据来源：公司公告、国都证券研究所

图 31：“七匹狼”单店盈利水平（万元）



数据来源：公司公告、国都证券研究所

4.1.3 经销商优势显著，内部管理优势突出

七匹狼选择了实力较为雄厚的省级代理，依靠省代对当地市场的深刻理解和地方资源的利用能力，使其抗风险能力强于其他企业，在危机之年取得不俗成绩，我们认为，公司大多数省级代理商和公司关系稳固，他们能为公司发展提供建议，同时，省代模式下强大的现金流和较快的存货周转率，为公司业绩长期稳健增长起重要作用。

公司 2010 年计划设立六个大区细化管理，负责对当地区域的管控和直营体系的拓展，设立客户代表设立制度，加强对代理商的服务和资讯的传递，推动商品销售计划和推广工作有序进行。

公司与国际知名软件公司 oracle 合作，计划引进“品类规划”、“物流管理”等五大模块，完善供应链流程。到目前公司 ORACLE RETAIL 系统已有三个模块上线，其余模块也在按计划推进中，预计在 2011-2012 年发挥效能。相关模块上线后，公司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需求、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、公司及销售终端及时有效联接，进一步提升供应链反应速度。

随着公司物流信息、渠道升级的稳步推进，以及强大的后台支持，公司未来仍将处于快速增长期，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.07 元、1.41 元和 1.76 元，给予“推荐-A”的投资评级。

表 6：七匹狼 2010 - 2012 盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1987	2285	2742	3428
营业成本	1225	1394	1645	2057
营业税金及附加	18	18	22	27
营业费用	303	354	411	514
管理费用	146	160	192	240
财务费用	-13	-15	-25	-33
资产减值损失	52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	258	374	497	623
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	259	374	497	623
所得税	42	71	99	125
净利润	217	303	398	498
少数股东损益	13	0	0	0
归属母公司净利润	204	303	398	498
EBITDA	365	368	481	599
EPS（元）	0.72	1.07	1.41	1.76

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

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

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 $\pm 5\%$ 之间
	回避	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

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvai bing@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com