

星期六 (002291)

女性消费品市场空间广阔

——星期六新股询价定价分析

✉ 李质仙 张威
 010-59312812 010-59312817
 lizhixian@gtjas.com zhangwei7452@gtjas.com

本报告导读：

➤ 上市后合理股价区间16-19元，询价区间12-14.4元，在此价格区间建议参与申购。

投资要点：

- 公司是国内知名的女鞋制造及零售商之一，旗下拥有五个自有品牌，还代理两个国际品牌。公司产品以内销为主，拥有 1300 余家分布在全国各地的品牌连锁店，其中大多数为各大百货商场中的“店中店”。
- 08 年公司完成销售收入 7.69 亿元，实现营业利润 1.18 亿元；近两年公司收入及利润总额的复合增长率分别为 42.18% 和 50.92%。08 年公司综合毛利率达到 44.87%，比 05 年提高了 9.33 个百分点。
- 公司采用集中采购原材料、外购半成品与自产成型的生产模式，以实现少量多样化的规模化生产，满足旗下各品牌的产品需求。08 年公司产量 468.59 万双，其中 432.47 万双为公司自行生产，外包 36.12 万双。
- 公司实施多品牌的运营策略，按照消费者年龄、收入、消费特点进行市场细分，以兼顾广泛的客户面，提高产品的覆盖范围。根据 CHIC 对全国 270 家大型百货商场品牌女皮鞋销售情况的统计，公司主打品牌“ST&SAT”08 年按销售量和销售额计算的市场占有率分别为 3.50% 和 3.77%，排在所有品牌的第四和第三位。
- 近年来公司的销售渠道高速增长，06-08 年连锁店的复合增长率为 44.53%。截至 08 年 3 月底，公司的连锁店达到 1,311 家，其中自营店 945 家。其中，公司自营的百货商场店中店比例最高，达到 82%。
- 公司此次拟发行 5,500 万股 A 股，募集资金 5.6 亿元用于女鞋销售连锁店扩建、女鞋生产线扩建、物流配送系统以及研发中心扩建四个项目的建设。
- 预计公司 09、10 年每股收益 0.56 元、0.72 元。上市后合理股价区间 16-19 元，询价区间 12.0-14.4 元，在此价格区间建议参与申购。

建议询价区间：

12-14.4 元

上市首日定价区间：

16-19 元

2009.08.21

发行上市资料

总股本（万股）	21500
发行量（万股）	5500
发行日期	2009.08.26
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	招商证券
预计上市日期	2009.09

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.39
净资产收益率（%）	29.91%
资产负债率（%）	51.42%

主要股东和持股比例

星期六控股	40.34%
Lyone Group	25.52%
Sure Joyce Limited	5.21%

财务摘要（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	606	769	938	1316	1813
(+/-)%	59	27	22	40	38
经营利润（EBIT）	105	125	151	227	306
(+/-)%	95	20	20	51	35
净利润	86	103	120	156	209
(+/-)%	80	20	17	29	35
每股净收益（元）	0.54	0.64	0.56	0.72	0.97
每股股利（元）					

注：每股净收益按发行后的总股本计算

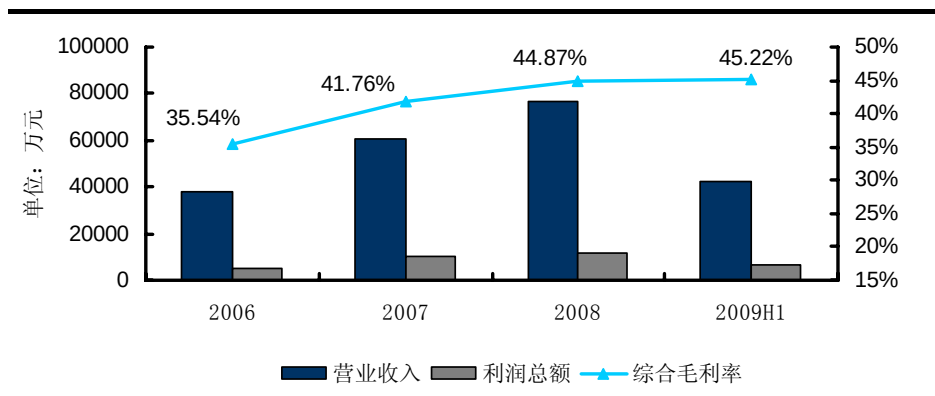
1. 公司基本情况

1.1. 公司业务概况

公司是国内知名的女鞋制造及零售商之一，旗下拥有“ST&SAT”（星期六）、“SAFIYA”（索菲娅）、“FONDBERYL”（菲伯利尔）、“MOOFFY”及“RIZZO”五个自有品牌。公司还是意大利“Baldinini”、“Killah”品牌女皮鞋在中国地区的总代理。公司产品以内销为主，拥有 1300 余家分布在全国各地的品牌连锁店，其中大多数为各大百货商场中的“店中店”。

08 年公司完成销售收入 7.69 亿元，实现营业利润 1.18 亿元；09 年上半年的销售收入和营业利润分别为 4.26 亿和 6237 万元。近两年公司收入及营业利润的复合增长率分别为 42.18% 和 50.92%。公司的盈利能力也大幅提升，08 年公司综合毛利率达到 44.87%，比 06 年提高了 9.33 个百分点。

图 1 公司近年收入及利润增长情况

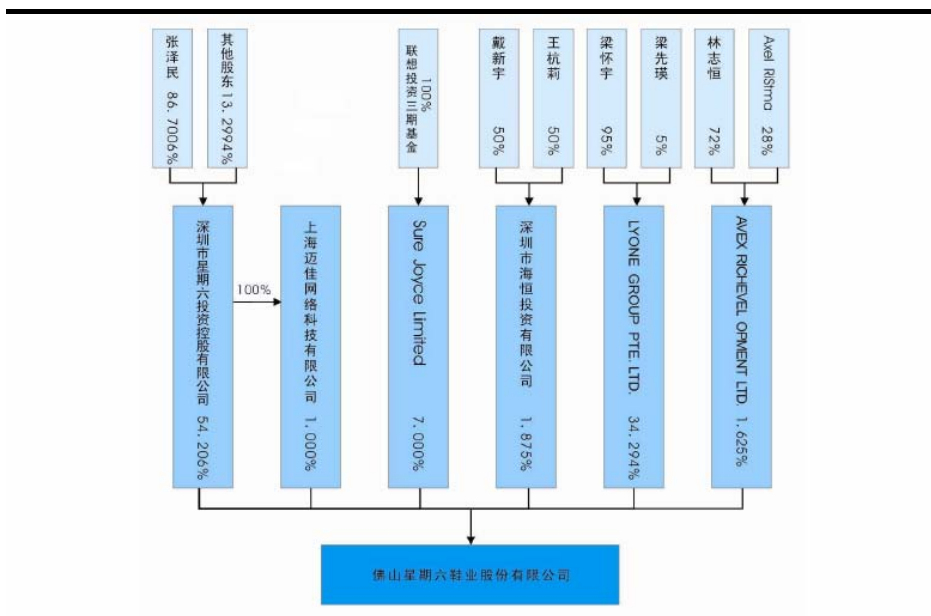


数据来源：公司招股书、国泰君安证券

1.2. 公司股权结构

发行前公司总股本 1.6 亿股，其中大股东星期六控股持股比例为 54.21%，外资背景的 Lyone Group（新加坡力元）和 Sure Joyce Limited 分别持股 34.29% 和 7.00%。公司董事长张泽民及妻子梁怀宇分别通过星期六控股和新加坡力元间接持有公司 80.44% 的股份，为公司的实际控制人。公司此次上市拟发行 5,500 万股，发行后公司的总股本增加至 2.15 亿股，流通股占比为 25.58%。

图 2 公司股权结构



数据来源：公司招股书

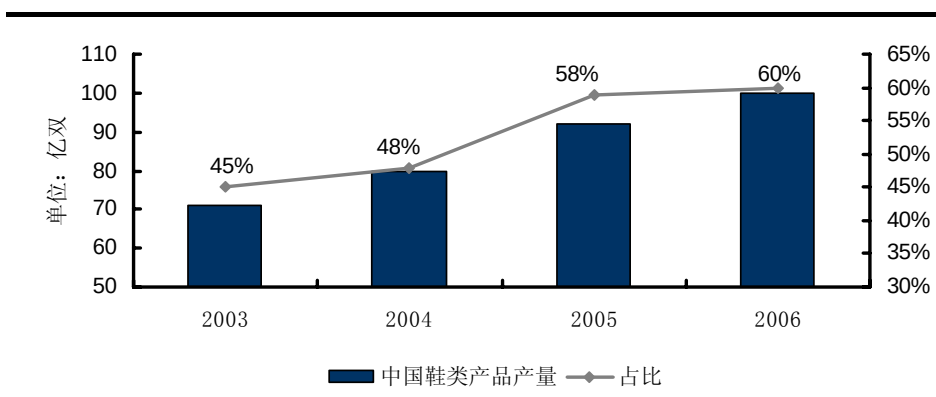
2. 公司所处行业分析

2.1. 中国是全球最大的鞋类产品制造基地和消费市场

鞋业生产具有典型的劳动密集型特点。从历史上看，世界制鞋业的重心从意大利、西班牙转移到日本、台湾、韩国，再转移到生产成本更低的中国大陆。目前国际鞋业分工的基本格局是以欧美为代表的发达国家鞋业企业主要进行品牌营运，东南亚国家以及中国的鞋业企业主要进行生产加工。

我国已经成为全球最大的鞋类产品制造基地和消费市场。06 年中国鞋总产量 100 亿双，占当年全球总产量的 60% 以上；07 年中国鞋类出口总量达到 81 亿双，约占全球鞋类贸易总量的 60%；国内消费量 25 亿双，占全球消费总量的 14.2%。近年来国内鞋类消费量稳步增长，03-07 年复合增长率为 4.33%。

图 3 中国鞋类产品产量及占比变化



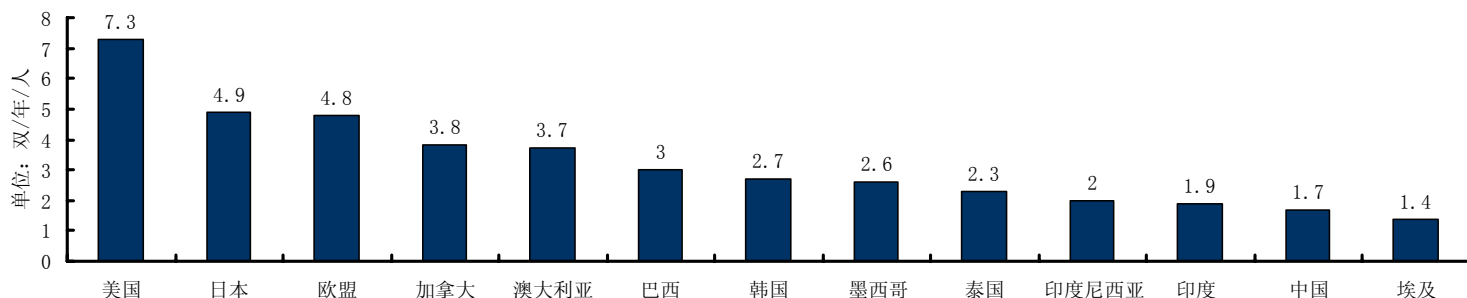
数据来源：公司招股书、国泰君安证券

2.2. 鞋类产品消费增长空间巨大

2007 年全球平均每人年消费 2.5 双鞋，但因为贫富差距，各国人均鞋消费量的差异很大。据统计，美国人均鞋类年平均消费量达到 7.3 双，日本、欧盟、加拿

大、澳大利亚等发达国家和地区的人均年消费量也分别达到 4.9 双、4.8 双、3.8 双和 3.7 双。发展中国家的鞋类人均年消费量相对较低，泰国的人均消费量为 2.3 双，印度和埃及分别只有 1.9 双和 1.4 双。

图 4 全球主要市场鞋类产品消费量



数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

中国 04 年人均鞋消费量仅为 1.68 双，远远低于欧美等发达国家的消费水平，也低于大多数发展中国家。但随着经济的高速增长，居民可支配收入的增加，国内鞋类消费增长迅速，07 年时人均鞋消费量为 1.89 双，比 04 年增长 12.5%。另一方面，国内城乡间的鞋类消费仍存在着明显的差距，07 年城镇居民人均鞋消费量 2.74 双，而乡村居民的人均消费量仅为 1.2 双。我国正处在快速的城市化进程中，2001~2007 年间，城镇人口由 4.59 亿增加至 4.95 亿，年复合增长率为 3.75%，城镇人口占比由 36.21%提升至 44.94%。随着未来城镇人口比重进一步增加，以及农村居民收入水平的提高，国内的鞋类消费上升空间巨大。

表 1: 国内鞋类产品消费情况

单位: 万人、亿双

年度	总人口	城镇		乡村		城镇消费量	乡村消费量	消费总量	人均消费量 (双)
		人口	比例 (%)	人口	比例 (%)				
2007	132,129	59,379	44.90	72,750	55.10	16.27	8.73	25.0	1.89
2006	131,448	57,706	43.90	73,742	56.10	15.00	8.85	23.9	1.81
2005	130,756	56,157	42.95	74,471	56.95	14.49	8.94	23.4	1.79
2004	129,988	54,283	41.76	75,705	58.24	13.5	8.3	21.8	1.68
2003	129,227	52,376	40.53	76,851	59.47	13.4	7.7	21.1	1.63

数据来源: 公司招股书

鞋类产品中，女鞋由于具有消费时尚性、个性化的特点，消费量远大于男鞋消费量。据中国皮革协会估计，国内市场上，每销售 10 双鞋中女鞋占 6 双、男鞋占 3 双、童鞋占 1 双。据 CIHC 对全国 270 家百货商场销售情况调查显示，品牌女皮鞋 03~08 年销售量和销售额年均增长分别为 15.54%和 39.19%，显示出女皮鞋消费呈高速增长态势。销售额增速高于销售量增速，也反映出女鞋售价的不断提高。

表 2: 全国 270 家百货商场品牌女皮鞋销售情况

请务必阅读正文之后的免责条款部分

年度	销售量(万双)	同比增长率(%)	销售额(万元)	同比增长率(%)
2003	2,022.39		394,401.90	
2004	2,122.04	4.93%	448,090.20	13.61%
2005	3,816.30	79.84%	950,294.10	112.08%
2006	7,222.22	89.24%	2,028,790.20	113.49%
2007	7,265.04	0.6%	2,207,811.00	8.8%
2008	3,593.75	-50.53%	1,167,307.50	-47.13%

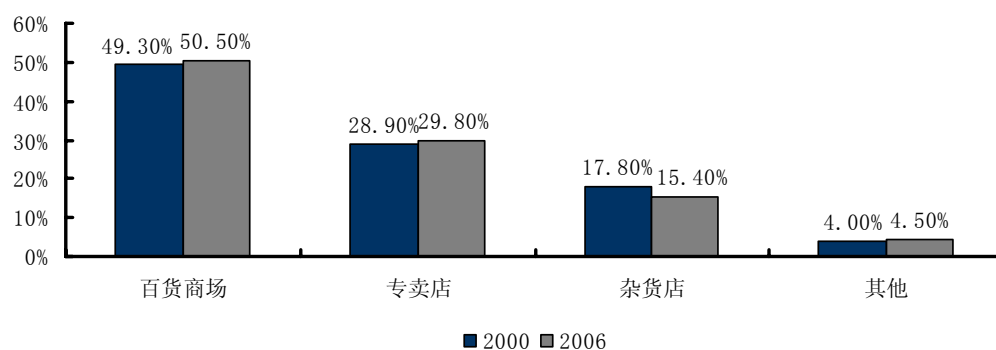
数据来源：公司招股书、国泰君安证券

2.3. 渠道竞争日益激烈、百货商场专柜成为零售主渠道

在经历了厂家直销、商场代销、厂商联营、代理经销和连锁专卖等系列销售渠道的变革后，随着上世纪九十年代鞋业市场竞争秩序的逐步建立和规范，中国鞋业也经历了一场以渠道变革为中心的重新洗牌，销售渠道日益扁平化，销售渠道越来越短，营销网点则越来越多。销售渠道短，增加了鞋企对渠道及终端的控制力；营销网点多，则增加了产品的销售量和知名度。越来越多的鞋企倾向于通过扩张并控制终端营销网络，来掌握销售的主动权。大型鞋企营销能力强和营销网络完善的竞争优势日益凸显出来，其中拥有 1000 家以上营销网点的部分大型品牌鞋企迅速发展成为中国鞋业的领头企业。

常见的鞋业零售渠道包括百货商场专柜、专卖店、批发市场、超市等，由于百货商场把握高档商品的主导权，因此百货商场专柜成为鞋企最主要的零售渠道。根据 SATRA Technology Centre 对中国各类鞋类产品零售渠道比例进行调查的结果，百货商场专柜的销售比例在 2000 年为 49.3%，到 06 年进一步上升至 50.5%，远高于其它销售渠道。

图 5 鞋类产品零售渠道销售比例



数据来源：公司招股书、国泰君安证券

随着大量的港台、日本、新加坡、欧美零售企业在国内兴办大型零售综合商场和大型超市，原来国内一级市场国有商场企业占主导地位的格局迅速被打破。目前全国已有约 80 多家外资或合资百货商场，而且大多是所在城市零售行业的排头兵。在新的格局下，外资或合资百货商场与国有百货商场一起成为中高档鞋类产品的主要销售渠道。

2.4. 女鞋产品国内品牌主导，品牌集中度不断提高

根据 SATRA Technology Centre 分析资料，国内女鞋消费市场中低档鞋约占总量的 85%，其中 50-300 元/双的鞋占 40%，300-500 元/双的鞋约占 35%，500-1000

元/双的占 20%，1000 元/双以上的鞋仅占 5%；品牌方面则以本土品牌为主导，进口皮鞋虽然在用料、做工方面优于本土产品，但由于价格昂贵，市场占有率并不高。

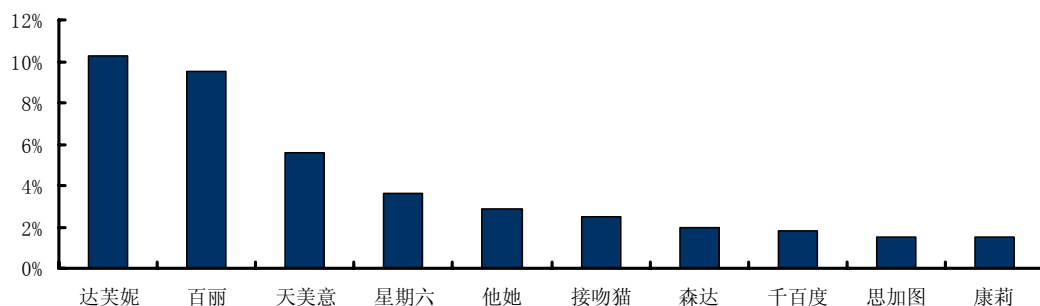
表 3：国内各价位女鞋消费情况

售价（元）	50-300	300-500	500-1000	1000 以上
占比（%）	40	35	20	5

数据来源：公司招股书

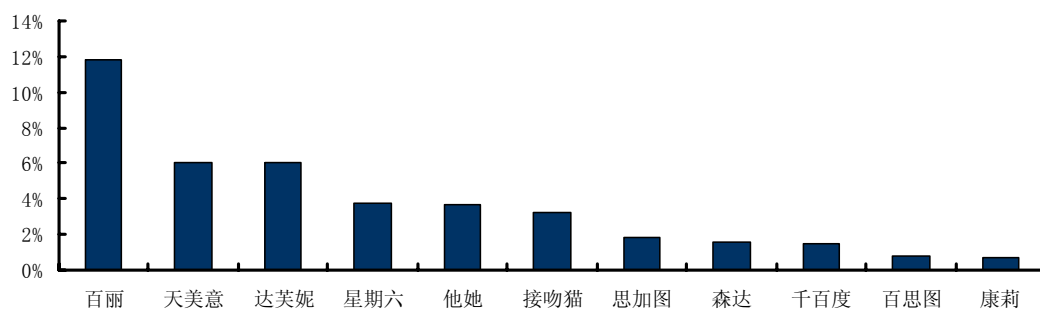
2000 年-2008 年前十大女鞋品牌按消费量和消费额计算的市场份额分别由 30%、35.3%增加至 42.15%、38.44%。反映出女鞋消费市场的品牌集中度日益提高，知名品牌的占有率不断扩大，较低档品牌则难以生存。

图 6 女鞋前十大品牌销售量市场份额



数据来源：公司招股书

图 7 女鞋前十大品牌销售额市场份额



数据来源：公司招股书

3. 公司经营模式分析

3.1. 以销定产、外购半成品与自产成型相结合的生产模式

星期六鞋业此前的生产模式主要是由公司提供设计样式、样品及加工需求，由 OEM 厂家组织具体鞋款设计，采购原材料并组织生产。生产的产品使用公司产品商标，由公司独家采购后销售。吸收合并力元鞋业后，公司开始采用集中采购原材料、外购半成品与自产成型的生产模式，以实现少量多样化的规模化生产，满足旗下各品牌的产品需求。08 年公司产量 468.59 万双，其中 432.47 万双为公司自行生产，外包 36.12 万双。

公司每年召开两次大型内部产品发布和订货会，分别于前一年年底发布第二年春夏季产品款式，年中发布当年秋冬季产品款式，产品发布会期间各区域营销中心、各分销商根据需要下达订货需求量，生产部门按订单安排生产。两次订货会期间，公司滚动推出新款式，各区域营销中心，分销商根据销售情况，增加订货量。公司接到订单后，一般会在二十天内完成生产并交货，急需的订单和市场热销产品订单将在一周至半月内完成生产并交货。采用这种以销定产的模式，可以在很大程度上减少库存和滞销风险，充分利用产能并满足市场需要。08 年公司的产销率为 87.78%。

表 4: 公司近年产销量变化情况

项目	2009H1	2008	2007	2006
产量（万双）	263.81	468.59	381.66	222.23
其中：自产产量	234.60	432.47	381.24	147.75
OEM 和委托加工	29.21	36.12	0.42	74.48
销量（万双）	176.67	380.81	314.78	198.40
产销率	87.14%	87.78%	82.48%	89.28%

数据来源：公司招股书

3.2. 以“ST&SAT”品牌为中心的多品牌运营策略

公司实施多品牌的运营策略，按照消费者年龄、收入、消费特点进行市场细分，以兼顾广泛的客户面，提高产品的覆盖范围。公司旗下拥有“ST&SAT”、“SAFIYA”、“FONDBERYL”、“MOOFFY”、“RIZZO”五个自有品牌，并代理“Killah”、“Baldinini”两个国际品牌。根据 CIIC 对全国 270 家大型百货商场品牌女皮鞋销售情况的统计，公司主打品牌“ST&SAT”08 年按销售量和销售额计算的市场占有率分别为 3.50%和 3.77%，排在所有品牌的第四和第三位。

表 5: 公司品牌定位

品牌	ST&SAT	SAFIYA	FONDBERYL	MOOFFY	RIZZO	Killah	Baldinini
品牌风格	时尚流行 自我个性	青春时尚 休闲运动	优雅时尚	尊贵时尚	休闲舒适 年轻时尚	前卫个性 性感时尚	奢侈时尚
主要消费群	20-35 岁年轻 时尚女性	18-35 岁休闲 时尚女性	25-40 岁时尚 白领女性	25-40 岁时尚 成功女性	18-35 岁年轻 时尚女性	18-35 岁前卫 时尚女性	25-40 岁成功 富裕时尚女性
一般价位	400-600 元	300-500 元	500-800 元	1000-2000 元	400-600 元	700-900 元	3000-5000 元

数据来源：公司招股书

公司大部分收入来自“ST&SAT”和“SAFIYA”两个品牌，其中“ST&SAT”品牌 08 年收入 4.66 亿元，占比达 62.72%；“SAFIYA”品牌收入 1.06 亿元，占比 14.27%。从 06 年开始，其它品牌销售增长较快，06 年收入 352.06 万元，08 年达到 1.71 亿元。

表 6: 公司收入的品牌结构

品牌	2009H1		2008		2007		2006	
	金额(万元)	数量(万双)	金额(万元)	数量(万双)	金额(万元)	数量(万双)	金额(万元)	数量(万双)
ST&SAT	22,442.24	105.74	46,622.56	248.74	43,445.17	217.71	30,708.10	158.37
SAFIYA	5,978.29	28.75	10,577.78	54.23	9,546.92	66.15	5,080.40	32.36
RIZZO	2,474.77	12.13	5,587.84	25.26	3,292.22	15.22	127.09	0.50
FONDBERYL	4,384.04	19.04	7,364.02	30.75	1,763.05	8.71	180.66	0.94
MOOFFY	1,221.45	4.3	2,595.23	9.23	976.31	2.84	-	-
Baldinini	254.08	0.42	520.66	0.91	170.36	0.07	44.31	0.02
Killah	582.89	2.89	1,010.35	4.86	432.29	3.18	-	-
合计	37,337.76	173.27	74,278.44	373.98	59,626.32	313.88	36,140.56	192.19

数据来源：公司招股书

3.3. 自营百货店为主的销售模式

公司营销网络主要由各连锁店组成，按所有权分为自营店和分销店两种形式，按终端渠道分为百货商场店中店及独立店两种形式。其中，公司自营的百货商场店中店比例最高，达到 82%。近年来公司的销售渠道高速增长，06-08 年连锁店的复合增长率为 44.53%。截至 09 年 6 月底，公司的连锁店达到 1,311 家，其中自营店 945 家。

图 8 公司各销售渠道所占比例

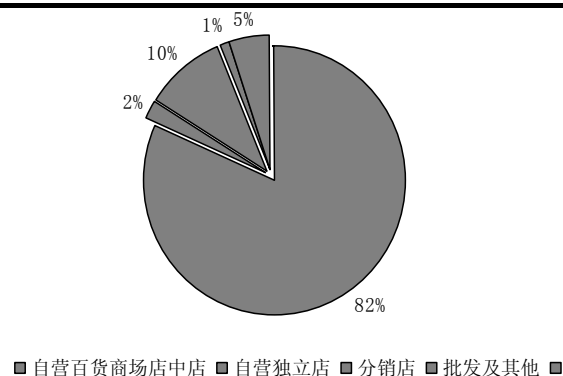
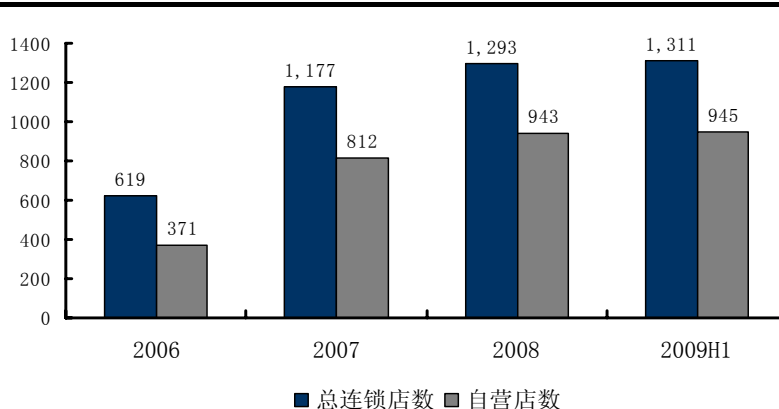


图 9 公司销售渠道增长情况

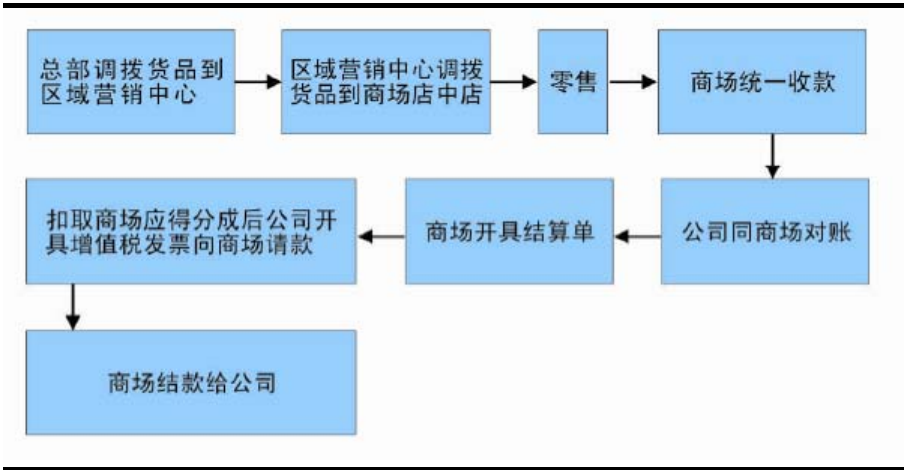


数据来源：公司招股书、国泰君安证券

自营百货店中店的运作是指公司与百货商场签订经营合同，由百货商场提供场地和收款服务，公司提供产品和销售管理，每个月百货商场对上月销售情况进行结算，按零售额的一定比例扣取应得部分后的销售款净额划给公司。自营百货店中店的优点在于，公司不需为经营场地支付租金，从而减少了大量的资金占用；而通过进驻档次较高的百货商场，公司的品牌影响力也将有所提升。这种模式的缺点在于：从产品售出到收到百货商场支付的货款之间的间隔过长，导致公司经营效率偏低；此外，公司可能在店铺面积大小、位置、价格折扣、各类促销活动费用分摊等方面受制于百货商场，与商场所签租约的长短还将影响到经营的稳定性。

图 10 公司百货自营店销售业务流程

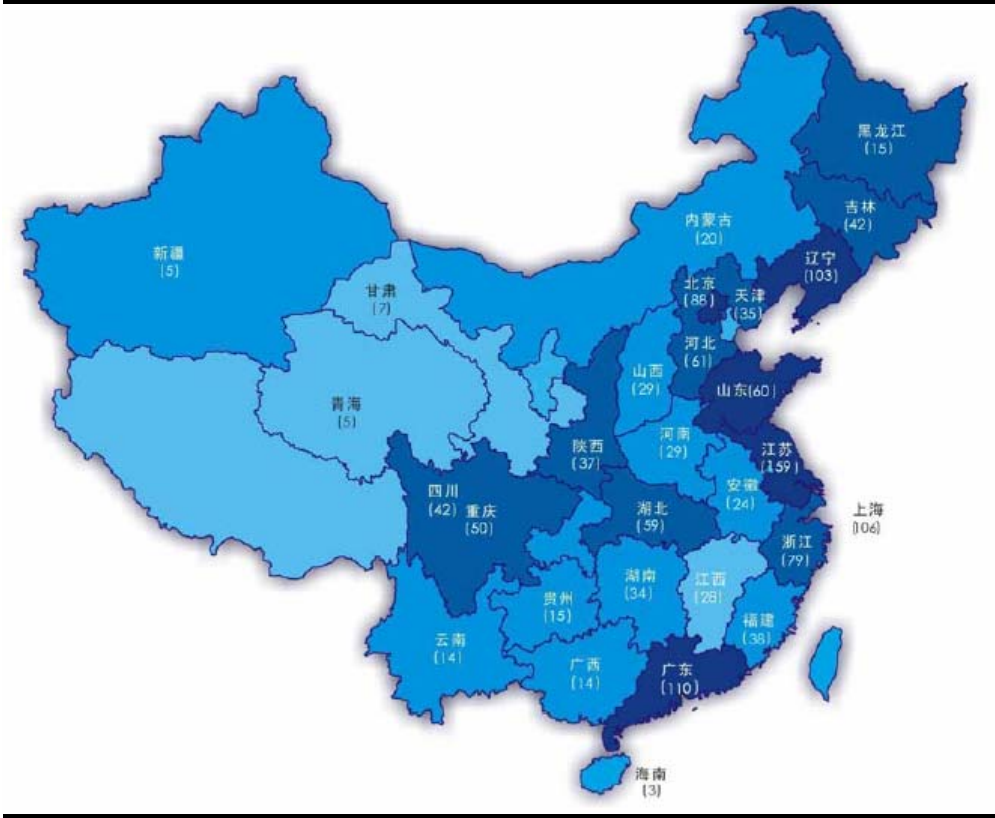
请务必阅读正文之后的免责条款部分



数据来源：公司招股书

公司产品以国内销售为主，出口比重约为 5%，因此本币升值、外需下降等因素对公司业绩影响不大。华东是公司销售的核心区域，收入占比接近 40%，华北、东北地区收入占比也在 10%以上，西北地区占比相对较低。

图 11 公司营销网络分布



数据来源：公司招股书

表 7: 公司收入按销售区域分类构成

请务必阅读正文之后的免责条款部分

	2009H1		2008		2007		2006	
	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例	金额(万元)	比例
东北地区	4,976.95	11.67%	8,310.44	10.81%	6,583.08	10.85%	4,205.39	11.06%
华北地区	6,563.58	15.39%	13,309.86	17.31%	9,906.70	16.33%	5,300.78	13.94%
华东地区	16,530.04	38.77%	30,512.16	39.68%	24,410.48	40.25%	16,038.04	42.16%
华中地区	2,821.70	6.62%	4,690.64	6.10%	3,760.72	6.20%	2,278.52	5.99%
华南地区	5,588.63	13.11%	7,656.98	9.96%	7,168.93	11.82%	5,883.73	15.47%
西南地区	3,192.69	7.49%	6,006.59	7.81%	4,646.04	7.66%	2,567.57	6.75%
西北地区	1,625.24	3.81%	2,544.81	3.31%	1,439.06	2.37%	1,080.24	2.84%
出口	1,338.28	3.14%	3,857.62	5.02%	2,733.85	4.51%	683.43	1.80%
合计	42,637.11	100%	76,889.10	100%	60,648.86	100%	38,037.70	100%

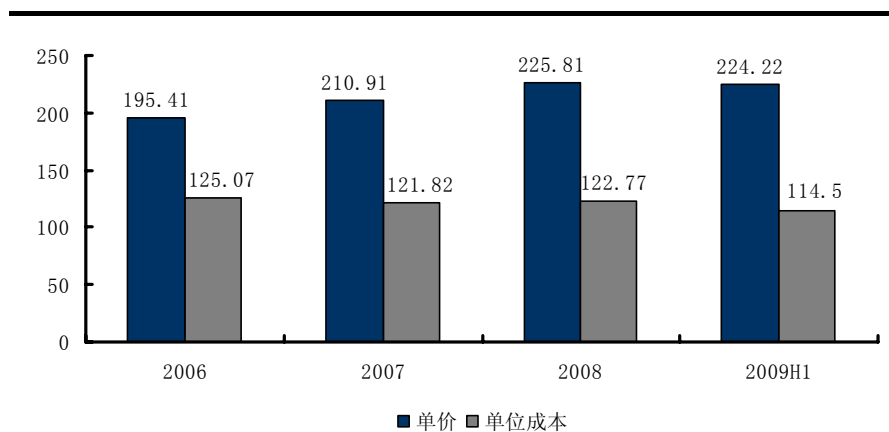
数据来源: 公司招股书

4. 公司主要财务指标分析

由于 A 股没有可比公司, 我们选取在香港或新加坡上市, 业务模式与公司相近的鞋业生产和零售企业与公司进行比较, 包括百丽国际、达芙妮国际、鸿国国际、盈进集团和利信达集团。

盈利能力: 公司 08 年销售毛利率 44.87%, 比 06 年提高了 9.33 个百分点。盈利能力提升的原因, 一是产品售价的提高; 二是自产比重提高和大规模集中采购带来的单位成本下降。公司的产品单价由 06 年的 195.41 元提至 08 年的 225.81 元, 增幅达 15.56%, 而同期单位成本由 125.07 元降至 122.77 元, 降幅 8%。与行业内其他上市公司相比, 公司的盈利能力仍处于较低水平, 未来应有一定的提升空间。

图 12 公司产品单价及单位成本变化



数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

公司 08 年期间费用率 27.96%, 较 06 年增加 6.71 个百分点。其中销售费用率上升较快, 06-08 年分别为 16.15%、19.13%和 21.20%, 主要是销售人员工资提高, 及自营店增长较快, 装修费相应增加所致。

经营效率: 08 年应收账款周转率 5.07, 较 07 年下降 0.13, 在行业中处于较低水平。存货周转率也由 07 年的 2.77 降至 1.73, 主要原因是近年公司新设店面数量较多, 大量店面开设当年经营不足 12 个月, 但仍需按正常水平备货, 导致存货

周转率下降。

可比公司间的应收帐款周转率差异较大，主要原因在于销售渠道模式上的差异。公司采用自营百货店中店为主的销售模式，收入由商场代为统一收取，扣除应得分成部分后再将余款结算支付，由于百货商场与厂商结算和支付需要一定时间，因此会产生一定数额的应收帐款，导致公司应收帐款周转率偏低。百丽国际由于自营独立店的比例高于公司，应收帐款周转率也相应较高，

偿债能力：公司 08 年流动比率 1.76、速动比率 0.95，资产负债率 53.47%，与可比公司相比，偿债能力较差。主要原因是公司的融资渠道单一，运营规模的扩大和资本性支出的增加均通过借款支持。IPO 融资后公司的偿债能力将有所改善。

表 8：公司主要财务指标

	2006	2007	2008	2009H1
毛利率	35.54%	41.76%	44.87%	45.22%
期间费用率	21.25%	24.27%	27.96%	29.31%
净利率	12.55%	14.13%	13.39%	12.55%
应收帐款周转率	3.98	5.20	5.07	2.36
存货周转率	4.01	2.77	1.73	0.69
流动比率	1.18	1.98	1.76	1.84
速动比率	0.83	1.18	0.95	0.93
资产负债率	65.60%	49.54%	53.47%	51.39%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券

表 9：可比公司财务指标（2008）

	百丽国际	达芙妮国际	鸿国国际	盈进集团	利信达集团	公司
毛利率	51.68%	52.70%	39.39%	54.36%	52.56%	44.87%
净利率	11.22%	9.40%	12.04%	-8.63%	7.92%	13.39%
应收帐款周转率	10.95	33.26	6.50	10.10	9.21	5.07
存货周转率	2.65	2.13	1.83	1.79	2.55	1.73
流动比率	2.98	2.04	3.20	3.42	4.27	1.76
速动比率	1.67	0.75	1.52	1.86	2.72	0.95
资产负债率	21.10%	36.16%	26.34%	22.82%	13.42%	53.47%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券

5. 募集资金投向分析

公司此次拟发行 5,500 万股 A 股，募集资金 5.6 亿元用于女鞋销售连锁店扩建、女鞋生产线扩建、物流配送系统以及研发中心技术改造四个项目的建设。其中，女鞋销售连锁店项目预计投入募集资金 4.3 亿元，其余三个项目拟投入募集资金金额分别为 7,000 万元、4,000 万元和 2,000 万元。

5.1. 女鞋销售连锁店扩建项目

该项目计划两年内在东北、津京、长三角、珠三角、西南等地区的百货商场增开设 900 个女鞋销售自营店，新增营业面积 3.6 万平方米，进一步扩大和完善

公司营销网络。项目总投资 4.32 亿元，建设期自 09 年 7 月至 11 年 6 月。预计 09、10、11 年的达产进度分别为 2.7%、32% 和 82%，2012 年全部达产。项目达产后每年可完成销售收入 9.36 亿元，实现净利润 1.23 亿元。

表 10: 销售网络项目各营销区域实施进度计划

区域	管辖区域营销 中心城市	扩建数量		合计
		2009.7-2010.6	2010.7-2011.6	
东北	沈阳	64	96	160
华北	北京	77	116	193
	天津	12	19	31
华中	武汉	32	47	79
	南京	40	59	99
华东	上海	60	90	150
	福州	19	29	48
华南	深圳	7	11	18
	广州	17	25	42
西南	重庆	5	8	13
	成都	16	24	40
	昆明	11	16	27
合计		360	540	900

数据来源：公司招股书

表 11: 募投项目新增自营店与现有自营店盈利情况对比

项目	2007 年已 有自营店	募投新增自营店			
		2009	2010	2011	2012 后
年末自营店数量 (个)	812	162	600	900	900
全年加权平均自营店数量 (个)	518	40	370	825	900
自营店销售量 (万双)	228.09	20	185	412	450
自营店销售额 (万元)	48951.99	4160	38480	85800	93600
自营店销售毛利额 (万元)	22227.94	1749	16176	36069	39438
自营店销售毛利率 (%)	45.41	42.04	42.04	42.04	42.04
加权平均自营店年销售量 (双)	4404	5000	5000	5000	5000
加权平均自营店年销售额 (万元)	94.5	104	104	104	104
加权平均自营店年销售毛利额 (万元/年)	42.91	43.72	43.72	43.72	43.72

数据来源：公司招股书

5.2. 女鞋生产线扩建项目

项目新增扩建 8 条女鞋生产线，并配套 8 条底部流水线、11 条面部流水线。项目关键技术采用进口高端设备，可有效解决切割、开料的准确性、节约原料以及清洁生产等行业共性难题，提升生产自动化水平，提高生产效率，节省人力资源。项目新增人员 1,000 人，其中管理人员 12 人，技术人员 100 人，其它工作人员 888 人。项目总投资 7,247 万元，完全达产后将增加产能 600 万双，年新增销售收入 7.69 亿元，实现净利润 4,801 万元。

5.3. 物流配送系统项目

项目拟通过对物流配送系统进行重新规划、整合和扩建，加快存货周转；配合全国各地连锁店面，扩大完善营销网络。项目建设过程中将逐步取消分散于各城市的小型仓库。项目建成后，所有仓库年货物吞吐量 3,200 万双，年货物平均储量 216 万双，仓库总占地面积 29,433 平方米，有效堆放面积 16,000 平方米，能够有效、及时满足东北地区、华北地区、华东地区、华中地区、华南地区、西南地区各连锁店面产品配送需求；配套的物流信息管理系统，能有机地整合供应商、生产、运输、配送、销售等各个环节的信息，降低物流成本。项目投资总额 4,415 万元，建设期 09 年 7 月至 11 年 6 月。

5.4. 研发中心技术改造项目

该项目拟在原有研发场地的基础上，通过增拨场地、添置设备、增加人员和整合研发资源扩大研发规模。主要内容包括：添置 Imagine ELF3D 鞋样设计系统（软体硬件全套），进口鞋楦扫描仪等研发设备；引进中高级研发设计人才；向研发中心增拨 1,410 平米场地并对研发场地重新改造装修。项目计划投资 2,236 万元，11 年 6 月建成。

6. 业绩预测

根据公司招股说明书披露的内容，我们对公司未来三年的业绩进行预测。测算方法以及假设条件如下：

- 当年有效经营的门店数量=上年门店数量+当年新增门店数量×1/2；
- 总销售收入=直营收入+分销收入+其他收入；
- 直营收入=直营有效门店数量×直营单店销售量×平均单价；分销收入以此类推；
- 09、10、11 年直营门店数分别为 1120 家、1580 家和 2050 家；
- 09、10、11 年分销门店数分别为 400 家、520 家和 650 家；
- 09 年公司适用所得税率为 15%，2010 年开始适用所得税率为 25%。

我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.56 元、0.72 元和 0.97 元，年复合增长率 31.6%。

表 12: 星期六收入测算

		2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
自营	单店销售量 (万双)	0.36	0.38	0.31	0.15	0.32	0.34	0.35
	平均单价 (元)	203	213	227	229	235	240	242
	单店销售额 (万元)	73	82	71	33	75	82	85
	门店数量	371	812	943	945	1120	1580	2050
	有效门店数量	371	592	878	944	1032	1350	1815
	销售收入 (万元)	27152	48433	62400	31453	77569	110160	153731
	毛利率	38.44%	42.85%	45.98%	49.96%	48.94%	49.17%	48.35%
分销	单店销售量 (万双)	0.12	0.12	0.09	0.05	0.11	0.13	0.14
	平均单价 (元)	184	211	223	201	205	214	221
	单店销售额 (万元)	23	25	21	11	23	28	31
	门店数量	248	365	350	366	400	520	650
	有效门店数量	248	307	358	358	375	460	585
	销售收入	5669	7530	7388	3950	8456	12797	18100
	毛利率	23.00%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	销售收入 (万元)	5217	4686	7102	7234	7812	8593	9452
	毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	销售收入 (万元)	38038	60649	76889	42637	93837	131550	181283
	门店数量	619	1177	1293	1311	1520	2100	2700
	毛利率	35.54%	41.76%	44.87%	45.22%	43.95%	44.58%	44.28%

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券

表 13: 星期六利润表预测

	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入	60649	76889	42637	93837	131550	181283
营业成本	35323	42387	23359	52592	72900	101015
毛利润	25326	34502	19278	41245	58650	80267
营业税金及附加	3	2	1	0	0	0
销售费用	11600	16297	9581	20832	28678	39520
管理费用	2785	4502	2319	5161	7104	9971
财务费用	335	702	598	938	1973	2719
资产减值损失	440	1154	542	200	200	200
投资收益	0	(0)	0	0	0	0
营业利润	10162	11846	6237	14114	20695	27858
营业外收入	6	126	60	100	100	100
营业外支出	63	32	0	50	50	50
利润总额	10105	11941	6297	14164	20745	27908
所得税	1533	1647	945	2125	5186	6977
净利润	8572	10294	5352	12039	15559	20931
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
母公司所有者净利润	8571	10294	5351	12039	15559	20931
总股本 (万股)	16000	16000	16000	21500	21500	21500
每股收益 (元)	0.54	0.64	0.33	0.56	0.72	0.97

数据来源: 国泰君安证券

7. 询价建议

由于 A 股尚没有品牌鞋类上市公司，我们选用经营模式相近的品牌服装公司进行类比分析。我们预测 2009 年七匹狼、报喜鸟、美邦服饰的市盈率分别为 24 倍、20 倍和 23 倍。考虑到公司是 A 股市场唯一的女性消费品公司，未来两年的成长性较好，我们认为给予公司 09 年 28-32 倍 PE 是合理的。对应上市后股价区间约 **16-19 元**。

二级市场合理价格较发行价应有一定溢价，我们判断发行价区间为 **12.0-14.4 元**，对应 08 年 25-29 倍 PE，09 年 21-25 倍动态 PE。在此价格区间**建议参与申购**。

表 14: 可比公司估值比较

	2008 年 PE	2009 年 PE	2010 年 PE
七匹狼	30.06	23.52	17.00
报喜鸟	27.71	19.68	13.43
美邦服饰	29.61	22.99	16.35

数据来源：国泰君安证券

作者简介:

李质仙: 中国人民大学研究生院金融学专业。经济师。国泰君安证券研究所首席研究员。兼中国家用纺织品行业协会常务理事、中国纺织企业家联合会常务理事、中国纺织规划研究会理事、中纺投资、申达股份独立董事。2003—2008 获《新财富》组织评选的纺织行业“最佳分析师”。1984 年起任大型纺织企业营销负责人，1989 年起任纺织工业部干部、副处长，1998 年起就职于国泰君安证券公司。

张威: 清华大学工学学士，中央财经大学经济学硕士，国泰君安证券研究所纺织服装行业助理研究员，08 年新财富纺织服装行业最佳分析师第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com