

王薇
 0755-82960477
 wang_w@cmschina.com.cn

2009年10月22日

星期六(002291.SZ)/22.21元

业绩符合预期 内生增长为主要发展动力

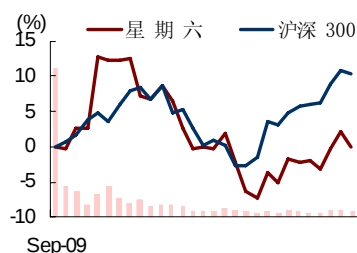
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3071
总股本(万股)	21500
已上市流通股(万股)	4400
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	10
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	41.0
资产负债率	51.4%
主要股东	星期六投资控股
主要股东持股比例	40.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	23	23
相对表现	-13	-1	-55



相关报告

- 1、《服饰品牌研究第一卷—模式为王》2008/02/14
- 2、《服饰品牌研究第二卷：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 3、《美邦服饰—中国最成功的“麦时尚”品牌 快反应的领先者》2008/09/01
- 4、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12
- 5、《服饰品牌研究第三卷（下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15
- 6、《星期六—领先的时尚女鞋品牌 日益成熟的多品牌序列》2009/9/3
- 7、《星期六—推新品牌丰富多品牌序列 拓低端市场扩大发展空间》2009/9/25

公司三季度业绩基本符合预期，由于目前销售状况逐渐回暖，门店拓展也随着募集资金到位开始加快，且去年四季度的基数较低，预计四季度业绩增速将较快。若估值有所调整可积极关注。

- **业绩基本符合预期，淡季消费增幅较平稳。**09年1-9月，公司实现营业收入、营业利润和净利润分别为5.92亿、7932万和6816万元，同比分别增长了11.26%、14%和12.23%。每股收益0.32元/股。单季度看，公司营业收入和净利润分别同比分别增长了5.62%和10.66%。由于第三季度是女鞋全年消费最淡的季节，而去年同期还未明显受到危机影响，因此单季的收入增幅较小，尤其是7、8月。而9月开始逐渐有所回暖，预计单月增幅可达20%以上。
- **内生增长是业绩增长的主因。**由于经济危机以及发行上市比预期晚等原因，前三季度新增连锁店数量仅为35家，原有店铺的内生性增长是推动增长的主因。目前公司已开始加快开店步伐，预计四季度新开店数量将会较多。
- **毛利逐季提升，单季费用率较高，现金流仍受制于存货。**三季度毛利率达到47.41%，比上半年提升了2.34个百分点。主要是秋冬产品毛利较高所致；营业费用和管理费用率分别比上半年高出5.57和1.96个百分点，主要是三季度属于每年门店集中调整时间，费用率较高；存货周转率约1次，仍然较低，主要是此前由于08年上市搁浅而储备的商品多为秋冬产品，仍有待今年四季度大量消化；经营现金流仍为负，主要是存货增长较快所致。
- **盈利预测与投资建议：**公司近期门店扩张开始加速，且进入消费旺季的销售比前期有所回升，在去年四季度低基数的背景下，预计四季度的增长将较为快速。将09-11年的EPS分别由0.58、0.79和1.13元/股略微调整为0.57、0.78和1.10元/股。SAFIYA继ST&SAT主品牌之后于近年培育成熟，有望在今年跨入百货前十大销售品牌行列。公司目前估值分别对应09、10年EPS的39、28倍PE，由于新股上市估值偏高，维持“审慎推荐-A”的评级。公司是A股品牌中最优质的公司之一，未来成长性显著，若估值调整到位可积极关注。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	606	769	904	1236	1731
同比增长	59%	27%	18%	37%	40%
营业利润(百万元)	102	118	143	223	315
同比增长	95%	17%	20%	56%	41%
净利润(百万元)	86	103	122	167	236
同比增长	80%	20%	19%	36%	41%
每股收益(元)	0.54	0.64	0.57	0.78	1.10
PE	41.5	34.5	39.0	28.6	20.2
PB	13.8	10.3	4.8	4.3	3.8

资料来源：招商证券

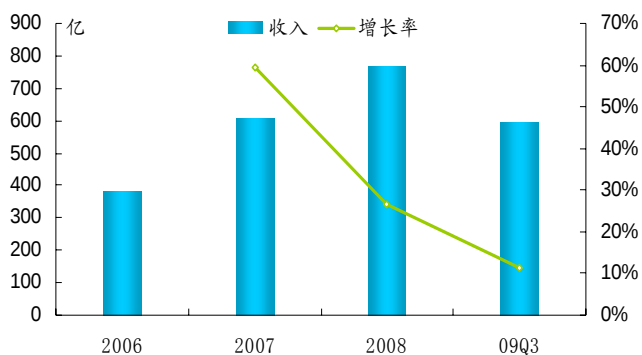
1、业绩基本符合预期，淡季消费增幅较平稳

2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 5.92 亿元，较上年同期增长了 11.26%，实现营业利润和净利润分别为 7932 万和 6816 万元，同比分别增长了 14%和 12.23%。每股收益 0.32 元/股。收入与利润增速基本符合市场预期。

单季度看，公司第三季度实现营业收入 1.65 亿元，比去年同期增长了 5.62%，实现净利润 1465 万元，同比增长了 10.66%。由于第三季度是女鞋全年消费最淡的季节，而去年三季度的消费还未明显受到经济危机的影响，因此今年三季度单季的收入增幅较小，尤其是 7、8 月。而 9 月开始，消费逐渐有回暖的迹象，销售同比增幅开始加大，预计平均增幅可达到 20%以上的水平。

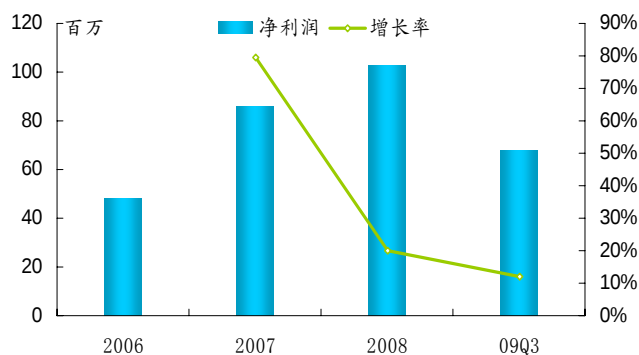
分品牌看，第二主品牌 SAFIYA 销售状况比较理想，预计平均增幅可达到 30%左右。而 ST&SAT 主品牌由于进行事业部改革后，运营需要一段磨合期，整体增长较为平稳。

图1：公司近年来收入情况



资料来源：公司公告，招商证券

图2：公司近年来利润情况



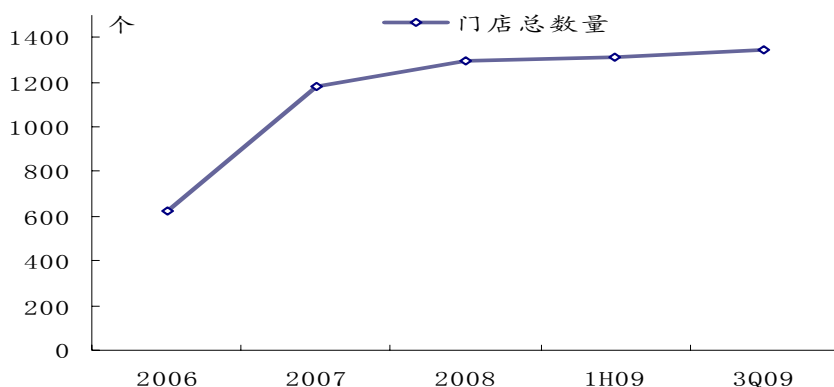
资料来源：公司公告，招商证券

2、内生增长是业绩增长的主因

由于经济危机以及发行上市比预期晚等原因，公司从 08 年开始放慢了门店扩张的速度。截至 09 年三季度末，公司新增门店数量仍然不多。前三季度业绩增长的主要原因是原有店铺的内生性增长。

前三季度新增连锁店数量仅为 35 家，由于公司于 9 月份获得募集资金后，开始加快了开店的步伐，预计四季度新开店数量将会较多，预计全年新开店数量将超过 100 家。

图3: 公司近年来门店情况



数据来源: TRI, 2008

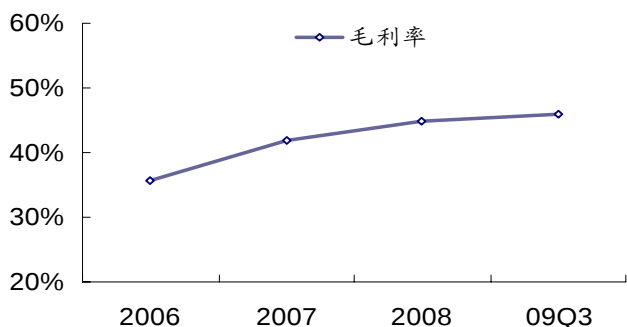
3、毛利逐季提升，单季费用率较高，现金流仍受制于存货

公司前三季度的综合毛利率达到 45.95%，毛利率逐季上升，三季度单季毛利率达到 47.41%，比上半年的 45.07% 提升了 2.34 个百分点。我们认为这主要是由于秋冬产品毛利较高，三季度已有部分秋冬产品上市所致。

三季度单季的费用率较高，营业费用和管理费用率分别为 28.1% 和 7.35%，分别比上半年高出 5.57 和 1.96 个百分点。主要原因是三季度属于每年门店集中调整时间，由此带来的费用率较其他季度要高。

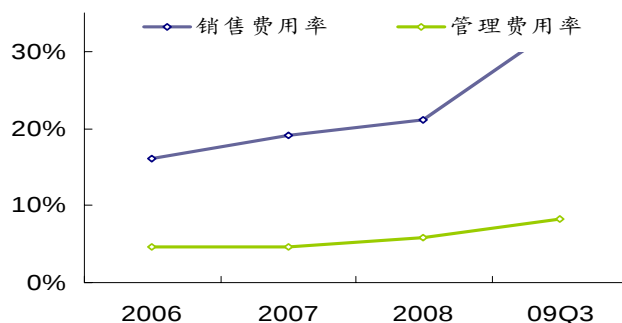
财务费用比上年同期增加 54.64%，是由于借款增加所致。

图4: 公司近年来毛利率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图5: 公司近年来费用率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

存货周转率约达到 1 次，还没有实现较明显的提高。主要原因是 08 年上市计划意外拖后，而公司已制定了生产计划，为部分原计划开设的自营店生产储备了部分库存商品。此部分商品多为秋冬产品，有待今年四季度大量消化。公司也为此计提了大量的资产减值损失，比上年同期增加 236.94%。

经营现金流相对净利润较低，09 年 1-9 月公司经营活动现金流仍为负，主要因为部分自营店未能按计划开设，导致存货增长较快所致。

4、盈利预测与投资建议

由于公司募集资金到位后，门店扩张速度开始加速，且进入消费旺季的销售状况比前期

有所回升，在去年四季度低基数的背景下，预计四季度的增长将较为快速。我们根据公司三季度的运营状况，略微调整我们的盈利预测，将 09-11 年的 EPS 分别由 0.58、0.79 和 1.13 元/股调整为 0.57、0.78 和 1.10 元/股。

女鞋行业属于国内所有服饰领域品牌运作最成熟的行业，公司作为中高端女鞋的领先品牌，运作模式成熟到位，SAFIYA 继 ST&SAT 主品牌之后于近年培育成熟，公司有望在今年跨入百货前十大销售品牌中，除百丽外，同时拥有第二品牌打入前十大的公司。近期又开始拓展中低端市场，未来发展空间更广大。

公司目前估值分别对应 09、10 年 EPS 的 39、28 倍 PE，由于新股上市估值偏高，维持“审慎推荐-A”的评级。公司是 A 股品牌中最优质的公司之一，未来成长性显著，若估值调整到位可积极关注。

表 1：销售收入预测假设表

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
销售收入：						
ST&SAT	307	434	466	496	648	830
增长率	46.1%	41.5%	7.3%	6.3%	30.7%	28.1%
门店数量	513	799	824	894	1074	1274
增长率	66.0%	55.8%	3.1%	8.5%	20.1%	18.6%
单店销量（双）	3087	2725	3019	2898	2927	2985
增长率	-18.3%	-11.7%	10.8%	-4.0%	1.0%	2.0%
平均售价（元）	194	200	187	195	197	201
增长率	7.7%	2.9%	-6.1%	4.0%	1.0%	2.0%
SAFIYA	51	95	106	154	243	367
增长率	73.8%	87.9%	10.8%	46.0%	57.3%	51.0%
门店数量	101	270	288	378	578	828
增长率	129.5%	167.3%	6.7%	31.3%	52.9%	43.3%
单店销量（双）	3204	2450	1883	1977	2017	2077
增长率	-30.7%	-23.5%	-23.1%	5.0%	2.0%	3.0%
平均售价（元）	157	144	195	209	213	219
增长率	9.3%	-8.1%	35.2%	7.0%	2.0%	3.0%
其它品牌	37680	60119	76317	89799	122670	171940
增长率	51.3%	59.6%	26.9%	17.7%	36.6%	40.2%
门店数量	5	108	181	206	263	408
增长率	400.0%	2060.0%	67.6%	13.8%	27.7%	55.13%
单店销量（双）	2920	2780	3923	4339	5524	5136
增长率		-4.8%	41.1%	10.6%	27.3%	-7.0%
平均售价（元）	2580809	200263	107474	100455	84437	82060
增长率		-92.2%	-46.3%	-6.5%	-16.0%	-2.8%
合计收入	38038	60649	76889	90449	123561	173137
增长率	51.2%	59.4%	26.8%	17.6%	36.6%	40.1%
门店总数量	619	1177	1293	1478	1915	2510
增长率	74.9%	90.2%	9.9%	14.3%	29.6%	31.1%
单店销量（双）	3105	2667	2892	2830	2815	2869
增长率	-19.8%	-14.1%	8.5%	-2.2%	-0.5%	1.9%
平均售价（元）	198	193	206	216	229	240
增长率	7.9%	-2.4%	6.4%	5.2%	6.0%	4.9%

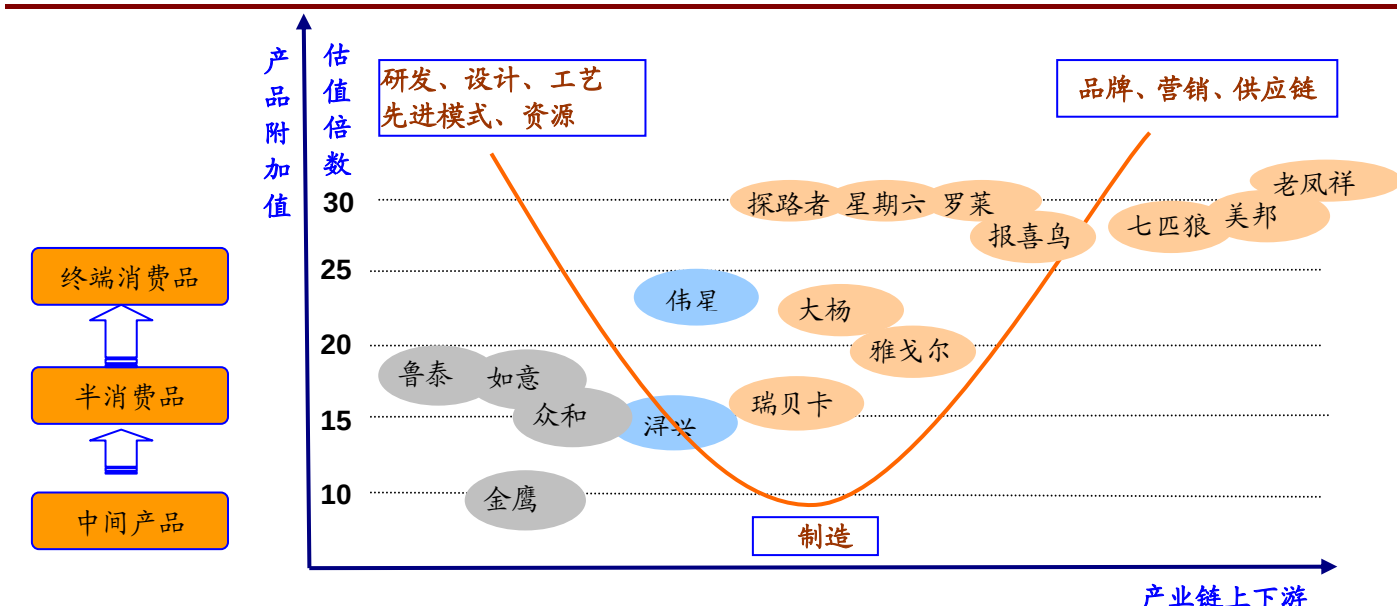
资料来源：招商证券

表 2: 毛利率预测假设表

单位: 百万元	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
ST&SAT	26.0%	35.1%	43.5%	46.0%	48.7%	50.9%
SAFIYA	34.5%	36.9%	36.3%	42.1%	46.9%	47.5%
其它品牌合计		50.5%	39.9%	43.8%	44.6%	44.9%
总合计	27.4%	35.5%	41.8%	44.9%	45.2%	46.5%

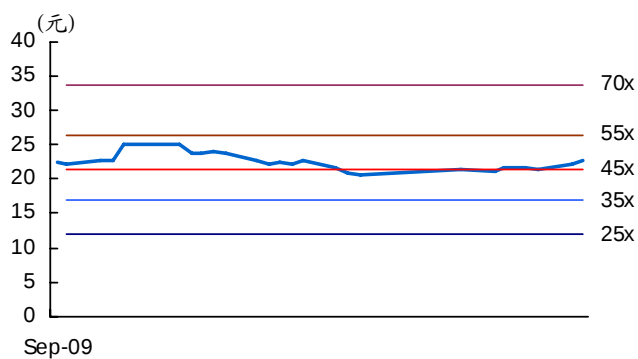
资料来源: 招商证券

图 6: V式估值法 (根据09年EPS)



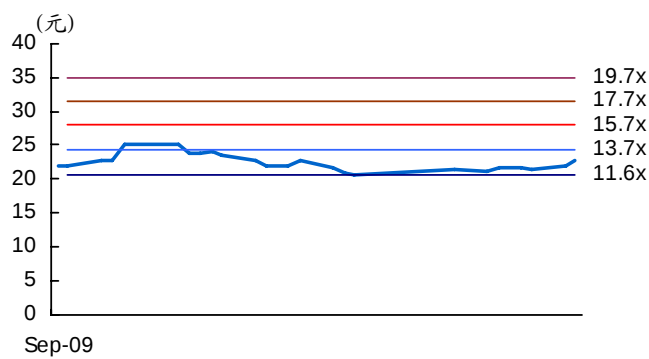
资料来源: 招商证券

图 7: 星期六历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 8: 星期六历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

公司主要风险包括: 宏观经济放缓对消费的影响; 主打品牌与前十大品牌的竞争风险; 非主打品牌是否能成功培育的风险。

表 3: 香港与新加坡品牌服饰公司盈利与估值表

领域	股票名称	收盘价	市值	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
女装	思捷环球	54.9	68345	5.1	46.0	4.16	4.18	4.34	13	13	13	4%
	宝姿	19.9	11197	8.9	41.3	0.71	0.96	1.12	28	21	18	17%
	安莉芳	3.3	1326	1.5	8.2	0.31	0.26	0.40	11	13	8	54%
休闲装	利丰	24.8	93312	6.7	20.8	0.81	0.98	1.24	30	25	20	26%
	波斯登	1.3	10026	1.3	10.9	0.08	0.11	0.11	16	12	12	5%
	班尼路	6.1	8096	2.0	21.6	0.47	0.71	0.80	13	9	8	13%
	真维斯	2.3	2405	1.3	4.3	0.49	0.28	0.29	5	8	8	5%
	佐丹奴	2.6	3878	2.1	16.5	0.20	0.12	0.16	13	21	16	35%
运动装	李宁	24.2	25222	11.6	39.6	0.45	0.95	1.17	53	25	21	23%
	中国动向	5.6	31845	4.2	21.7	0.13	0.29	0.35	43	20	16	21%
	安踏体育	11.3	28098	5.5	20.7	0.22	0.49	0.61	52	23	19	23%
	特步	4.2	9216	3.1	34.8	0.10	0.32	0.38	42	13	11	19%
	鸿星尔克	0.2	532	0.6	12.1	0.15	0.02	0.03	1	8	6	24%
	宝胜国际	1.4	6135	1.0	17.9	0.01	0.03	0.09	192	46	17	175%
女鞋	百丽国际	8.0	67136	4.4	15.9	0.23	0.32	0.38	34	25	21	22%
	永恩国际	4.9	8026	4.3	30.5	0.23	0.31	0.38	21	16	13	23%
	盈进集团	0.6	374	0.5	-11.9	0.13	0.03	0.05	4	21	12	79%
	Walker Group	0.6	374	0.5	-11.9	0.13	0.03	0.05	4	21	12	79%
	九兴控股	13.0	10295	1.8	16.8	0.14	1.06	1.16	90	12	11	9%
	鸿国国际	0.3	107	0.9	19.9	0.28	0.04	0.05	1	6	5	17%
配饰/化妆品	周生生	6.7	4039	1.3	13.8	0.86	0.72	0.78	8	9	9	8%
	霸王	3.2	9267	-	115.3	0.06	0.14	0.19	51	23	17	32%
	莎莎	3.4	4726	4.2	28.3	0.16	0.23	0.28	21	15	12	20%
	新宇亨得利	3.2	8681	3.3	23.7	0.15	0.19	0.21	21	17	15	12%
生产	魏桥	5.5	6533	0.4	4.5	4.52	0.58	0.64	1	9	9	10%
	裕元	23.7	38997	1.8	18.0	0.22	1.82	1.98	108	13	12	9%

资料来源: Bloomberg、招商证券

表 4: 国际品牌服饰公司盈利与估值表

领域	公司	收盘价	市值 (百万)	PB	ROE (%)	07 EPS	08 EPS	09 EPS	07 PE	08 PE	09 PE	08-09 增长率
运动	NIKE	56.8	27596	3.2	18.0	3.82	3.52	3.89	15	16	15	-2.30%
	ADS	32.0	6187	1.9	20.0	2.85	1.42	2.36	11	23	14	8.30%
	Puma	178.6	2863	2.3	20.1	16.7	11.1	15.6	11	16	11	6.30%
奢侈品/ 高档品	LVMH	62.2	30474	2.3	16.6	4.13	3.72	3.98	15	17	16	6.60%
	HERMES	101.3	10689	6.7	19.0	2.73	2.77	2.99	37	37	34	7.60%
	COACH	29.9	9480	5.6	38.8	2.09	1.89	2.03	14	16	15	-9.30%
	POLO	68.7	6847	2.4	15.8	7.06	3.69	4.07	10	19	17	-12.50%
	TOD'S	40.3	1228	2.0	14.4	2.54	2.56	2.75	16	16	15	8.80%
	BOSS	20.0	1552	9.8	30.0	4.30	1.58	1.78	5	13	11	4.90%
	BURBERRY	458.0	1984	3.7	-1.2	-	28.4	30.7	-	16	15	-2.90%
	Perry Ellis	9.0	121	0.6	-4.9	1.66	0.73	0.92	5	12	10	35.00%
	Phillips-Van	34.5	1781	1.7	9.4	3.01	2.30	2.54	11	15	14	8.50%
	PPR	77.8	9840	1.1	9.9	7.29	5.61	6.19	11	14	13	9.20%
	UNIQLO	11720	1243183	4.6	17.3	299	-	-	39	-	-	-
	H&M	410.0	339290	10.7	44.3	18.6	19.1	21.7	22	21	19	12.00%
大众品	INDITEX	37.8	23531	5.1	28.1	1.61	1.88	2.07	23	20	18	5.30%
	GAP	18.1	12605	2.8	22.3	1.12	1.30	1.38	16	14	13	11.10%
	VF	66.5	7413	2.0	16.9	5.31	4.91	5.48	13	14	12	8.70%
	LTD US	14.4	4624	2.5	10.8	2.10	0.81	0.99	7	18	14	32.00%
	NEXT	1653.0	3258	20.8	-	-	145	151	-	11	11	4.70%
	GUESS	28.8	2646	3.3	29.8	-	1.92	2.23	-	15	13	15.70%
	Benetton	6.4	1175	0.8	11.3	0.80	0.59	0.65	8	11	10	8.00%
	Abercrombie& American	31.7	2784	1.6	15.7	4.80	0.85	1.52	7	37	21	23.60%
	Eagle	15.2	3141	2.2	13.0	1.87	0.78	1.01	8	20	15	28.30%
	Aeropostale	36.2	2443	6.2	54.1	1.58	2.98	3.23	23	12	11	5.40%
	Bulgari	4.7	1417	1.8	10.4	0.50	0.06	0.16	9	77	29	17.10%
	RICHEMONT	26.7	15354	1.9	17.3	2.54	1.56	1.69	11	17	16	-32.00%
配饰/ 化妆品	Fossil	25.1	1670	2.1	17.6	1.16	1.64	1.79	22	15	14	12.00%
	Tiffany	30.2	3743	2.3	13.3	2.05	1.58	1.76	15	19	17	6.90%
	Estee Lauder	52.5	16036	2.3	13.8	3.63	2.78	3.13	14	19	17	
	Swatch	205.4	11451	2.0	15.5	32.7	11.6	12.7	6	18	16	5.00%

资料来源: Bloomberg、招商证券

参考报告:

1、《七匹狼——“麦时尚”时代大众休闲盛行 修内功求差异化突破》2007/12/24:

在行业内首位提出“麦时尚”的概念，并将其与国内中低档休闲品牌相联系，阐述我国以二、三线市场为主战场的中低档休闲品牌面临广阔的市场空间；系统地分析国内中低档休闲品牌市场的竞争情况，据此对福建可与七匹狼竞争的主要休闲品牌进行阐述与对比分析，并就七匹狼将如何修炼内功，为未来差异化突破铺路进行了详细阐述。

2、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告——模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

3、《服饰品牌研究第一卷系列之渠道模式探讨——通胀助推品牌服饰 渠道模式各竞风流》2008/5/7:

在 08 年年度策略报告中提出的品牌竞争阶段论和所处领域模式的分析基础上，提出了品牌评价系统的初步模型，以进一步完善我们的品牌逻辑分析框架。并在此文中对品牌评价系统中的渠道模式进行了详细分析，结合国内品牌公司进行阐述。

4、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

5、《纺织服饰行业 09 年投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

6、《美邦服饰——江山代有才人出 内功筑就扩张之美的首选》2009/2/2

公司最主要的目标是与国内品牌拉开差距，与国际品牌缩小差距。通过详细分析其与国际快速反应最领先品牌的差距，剖析公司未来发展思路。通过这些提升和改进，有望成为国内品牌中真正占据领导地位的一代“才人”。

7、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

8、《星期六——领先的时尚女鞋品牌 日益成熟的多品牌序列》2009/9/3:

对女鞋行业发展以及竞争格局进行了详细的分析，并依托公司的品牌评价体系对其模式进行剖析，清晰阐述公司的优劣势与发展轨迹。

9、《星期六——推新品牌丰富多品牌序列 拓低端市场扩大发展空间》2009/9/25

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	435	660	1423	1549	1822
现金	120	142	777	798	905
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	123	170	217	209	289
其它应收款	5	11	8	10	14
存货	176	304	401	522	601
其他	10	33	20	10	14
非流动资产	75	80	83	104	114
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	53	57	63	84	95
无形资产	20	20	20	20	19
其他	2	2	0	0	0
资产总计	510	740	1506	1652	1936
流动负债	220	376	508	540	660
短期借款	20	87	127	95	92
应付账款	27	29	32	53	75
预收账款	8	20	13	20	28
其他	165	240	335	372	466
长期负债	33	20	8	6	4
长期借款	33	20	8	6	4
其他	0	0	0	0	0
负债合计	253	396	516	546	664
股本	0	0	0	0	0
资本公积金	160	160	215	215	215
留存收益	16	16	521	521	521
少数股东权益	81	168	253	370	536
母公司所有者权益	257	344	990	1107	1272
负债及权益合计	510	740	1506	1652	1936

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	12	(12)	111	145	203
净利润		103	122	167	236
折旧摊销		0	6	7	8
财务费用		0	8	1	0
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(47)	(49)	(69)
其它		(115)	21	19	28
投资活动现金流	(16)	(13)	(11)	(30)	(20)
资本支出		0	(11)	(30)	(20)
其他投资		(13)	0	0	0
筹资活动现金流	49	28	536	(95)	(76)
借款变动		0	21	(44)	(5)
普通股增加		0	55	0	0
资本公积增加		0	505	0	0
股利分配		0	(37)	(50)	(71)
其他		28	(8)	(1)	(0)
现金净增加额	45	3	635	20	107

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	606	769	904	1236	1731
营业成本	353	424	496	661	933
营业税金及附加	0	0	1	1	2
营业费用	116	163	204	278	386
管理费用	28	45	53	72	95
财务费用	3	7	8	1	0
资产减值损失	4	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	102	118	143	223	315
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	1	0
利润总额	101	119	142	223	315
所得税	15	16	20	56	79
净利润	86	103	122	167	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	86	103	122	167	236
EPS (元)	0.54	0.64	0.57	0.78	1.10

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	59%	27%	18%	37%	40%
营业利润	95%	17%	20%	56%	41%
净利润	80%	20%	19%	36%	41%
获利能力					
毛利率	41.8%	44.9%	45.2%	46.5%	46.1%
净利率	14.1%	13.4%	13.5%	13.5%	13.6%
ROE	33.3%	29.9%	12.4%	15.1%	18.6%
ROIC	28.7%	23.0%	11.4%	13.9%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	49.5%	53.5%	34.3%	33.0%	34.3%
净负债比率	10.4%	17.1%	9.8%	6.2%	5.1%
流动比率	2.0	1.8	2.8	2.9	2.8
速动比率	1.2	0.9	2.0	1.9	1.8
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	0.6	0.7	0.9
存货周转率	2.8	1.8	1.4	1.4	1.7
应收帐款周转率	5.3	5.2	4.7	5.8	7.0
应付帐款周转率	9.0	15.3	16.2	15.5	14.6
每股资料(元)					
每股收益	0.54	0.64	0.57	0.78	1.10
每股经营现金	0.08	-0.08	0.51	0.68	0.94
每股净资产	1.61	2.15	4.60	5.15	5.92
每股股利	0.10	1.10	0.17	0.23	0.33
估值比率					
PE	41.5	34.5	39.0	28.6	20.2
PB	13.8	10.3	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	25.8	21.5	17.9	12.1	8.6

分析师简介

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，4 年证券研究经验，3 年服饰纺织行业研究经验。2008 年度《新财富》最佳分析师服装纺织行业第一名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，领先的对国际服饰行业与优秀公司进行实证研究，在此基础上将时尚产业图谱提升为财务量化版，深化了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。并结合时势，形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架，根据弹性框架清晰把握公司的投资主线与发展路径。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。