

评级：审慎推荐（维持）

纺织服装行业

公司调研报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：瞿佳

电话：0755-82485040

邮件：qujia@fcsc.cn

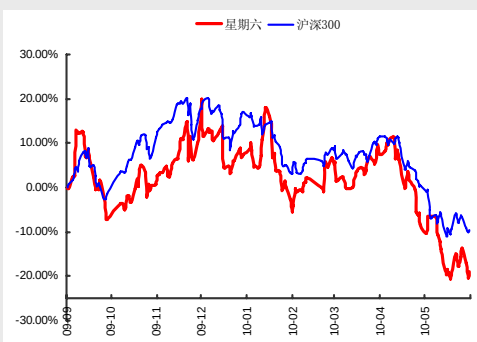
交易数据

52周内股价区间（元）	13.08-26.90
总市值（百万元）	3,859.90
流通股本（百万股）	71.50
流通股比率（%）	25.6%

资产负债表摘要(31/10)

股东权益（百万元）	1,321.67
每股净资产（元）	4.73
市净率	2.93
资产负债率	26.64%

公司与沪深300指数比较



相关报告

《星期六 09 年报点评》

《星期六新股定价报告》

星期六（002291）

——消化存货、加快开店 值得期待

投资要点：

- **已着手加快解决存货问题** 目前公司已意识到存货管理的重要性和紧迫性，一方面将加大销售力度，另一方面已开始对销售人员加入存货控制考核。但存货基数很大，措施见效可能要到今年年底，底线是要做到存货增速低于销售收入增速，最终将存货周转率从目前的 1.2 恢复到 2。
- **SAFIYA 和 FONDBERYL 将成为下一阶段重点发力的品牌** 公司下一阶段将重点推广 SAFIYA 和 FONDBERYL，今年起开始对 SAFIYA 业绩进行考核，预计未来三年复合增长率达到 30%。FONDBERYL 今年调整了思路，定位为渠道品牌，首要的是出量，更多尝试百货的中导位置。
- **着力打造 69 品牌 进军中低档女鞋** 69 品牌定位为中低收入人群的时尚女鞋，主力价位 100-200 元，多采用 PU 材质。目前约有 100 家门店，多为自营，长期计划是培养成熟后以加盟店为主。渠道选择上将主要采用街铺、超市内门店和社区百货店等符合消费群定位的形式。
- **未来两年加快门店建设** 公司 09 年末门店数量共计 1,409 家，同比增长 8.97%，其中直营店 985 家，加盟店 424 家。未来公司仍将以百货直营店为主，新开的直营店主要选择现有的一、二线城市进行深度覆盖。一季度已新开直营店 60 家，计划今年全年新增直营店 300 家，2011 年再新增直营店 500 家，门店总量达到 2400 家左右。
- **投资建议：** 预计 11 上半年新开门店才开始集中贡献利润，再考虑到公司今年将加大广告推广和所得税优惠到期，预计 10-12 年营收分别增长 24.8/28/23.4%，净利润增长 16.8/32.1/32.6%，摊薄后每股收益分别 0.48/0.63/0.83 元，对应 PE 分别为 29.1/22.0/16.6，目前估值不便宜，考虑到公司在渠道的扩张空间和新品牌的贡献，维持“审慎推荐”评级。

主要财务指标

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	76,889	87,987	109,805	140,576	173,537
同比（%）	26.8%	14.4%	24.8%	28.0%	23.4%
营业毛利	34,502	41,355	52,056	65,946	81,444
同比（%）	36.2%	19.9%	25.9%	26.7%	23.5%
归属母公司净利润	10,294	11,382	13,289	17,560	23,277
同比（%）	20.1%	10.6%	16.8%	32.1%	32.6%
每股收益（元）	0.64	0.53	0.48	0.63	0.83
ROE	29.91%	8.31%	9.29%	10.94%	0.00%
PE（倍）	21.5	26.1	29.0	22.0	16.6



1、已着手加快解决存货问题

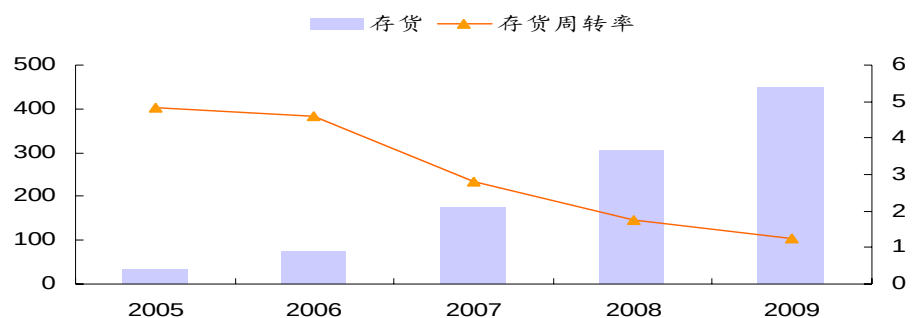
公司 09 年收入和净利润增长速度分别为 14.43% 和 10.57%，低于市场预期，10 年一季度收入增速提高到 31.31%，但 16.89% 净利润增速仍未达到预期，困扰公司发展的高存货问题并未得到改善，截至 09 年末公司存货达到 4.48 亿元，存货周转率仅 1.24，而今年一季度的存货余额已经达到 5.21 亿元。

高企的库存一方面是公司 08、09 年实际开店速度低于预期，而为此准备的大量产品变为存货，另一方面公司销售团队过往以加大备货带动销售的做法比较普遍，因此对存货的管理并未严格执行，此外今年一季度天气的异常，冬夏直接的转换使得新品春鞋销售不顺，也导致库存的增加。

目前公司已意识到存货管理的重要性和紧迫性，在解决措施上，一方面将加大销售力度，对于部分滞销品通过特卖方式尽早变现（特卖不会选在百货商场，而会选择 mall 等卖场，以减少对品牌的冲击），另一方面公司销售团队从今年开始对一线销售人员的考核已经加入存货控制指标，控制备货量。

公司的存货基数很大，措施见效的时间可能要在今年年底，底线是要做到存货的增速低于销售收入的增速，最终要将存货周转率从目前的 1.2 恢复到 2 的正常水平。

图 1、2005-2009 年公司存货和存货周转率情况



资料来源：公司资料、第一创业证券

2、以时尚为主线的多品牌构建成型

多品牌结构逐步成型

公司采用单纯一致性的多品牌发展策略，即是把时尚做为旗下所有品牌的一致基调，根据消费者年龄、收入、消费特点等进行市场细分，通过多个子品牌来满足不同层面的客户需求。

目前公司旗下拥有六个自有品牌——“ST&SAT”（星期六）、“FONDBERYL”（菲伯丽尔）、“SAFIYA”（索菲娅）、“MOOFFY”、“RIZZO”和“69”，以及两个代理的意大利女鞋品牌 Baldinini、Killah，形成了以 ST&SAT 品牌为主，以 SAFIYA、MOOFFY 等品牌为辅的多品牌体系。

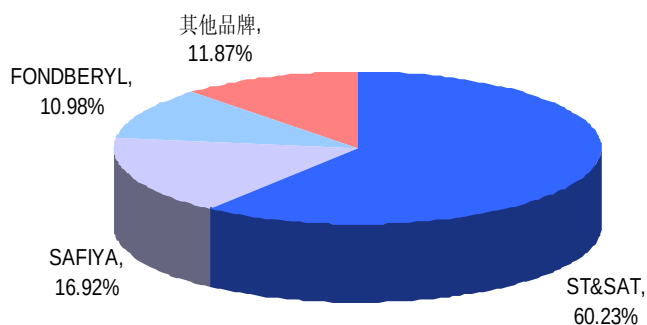


图 2、公司品牌结构情况



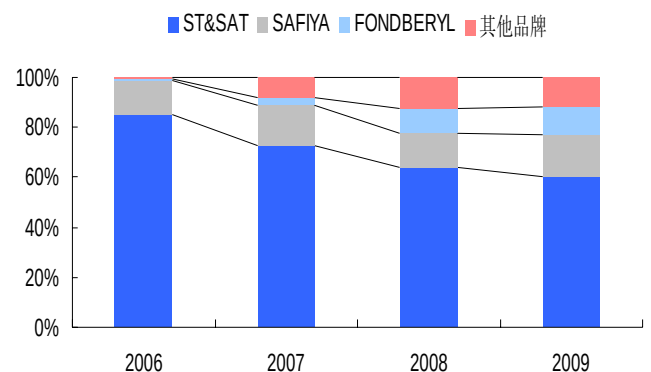
资料来源：公司资料、第一创业证券

图 3、2009 年公司各品牌收入占比



资料来源：公司资料、第一创业证券

图 4、2006-2009 年公司各品牌收入占比情况



资料来源：公司资料、第一创业证券

SAFIYA 和 FONDBERYL 将成为下一阶段重点发力的品牌

在公司目前的多品牌框架中，定位于中高档时尚女鞋的 ST&SAT 做为公司主力品牌，尽管随着其他品牌的成长其占比有所下降，但目前仍贡献了 60.23% 的收入，09 年由于门店的关调使得 ST&SAT 收入增速只有 2.87%，门店总数约 900 家。

在保持主品牌 ST&SAT 进一步增长的基础上，公司下一阶段将重点推广 SAFIYA 和 FONDBERYL 品牌。SAFIYA 创立于 2002 年，品牌定位于休闲时尚，是公司从时尚女鞋拓展到休闲鞋类的成功之作，06-09 年间保持了 41% 的复合增长率，门店数量约 300 家，目前在休闲鞋类中排名仅次于天美意和奥卡索。经过前期的品牌培育，公司将从今年起开始对 SAFIYA 品牌的业绩进行考核，预计未来三年复合增长率达到 30%，短期目标是要赶超奥卡索。

FONDBERYL 是近期又一推进的品牌，将主要消费人群锁定在办公室女性，



竞争品牌主要是 TaTa。该品牌过去定位偏高档，今年调整了思路，将品牌定位在渠道品牌，首要的是做出量，在百货商场的位置选择上，不一定非要边柜位置，可以更多尝试中岛位置。

另外，自有品牌 MOOFFY 和 RIZZO 目前销量较小，还处于亏损状态。两个代理品牌 Killah 和 Baldinini 中，Killah 在 2011 年到期后还会续约，而 Baldinini 今年到期后可能不会续约，公司将寻觅新的意大利品牌进行代理，从而进一步学习国际品牌的设计和管理经验。

着力打造 69 品牌 进军中低档女鞋

69 是公司 08 年底创立的年轻品牌，坚持为中低收入人群提供时尚女鞋消费，将星期六的产品线延伸到中低档市场。该品牌主力价位在 100-200 元，多采用 PU 材质，充分利用公司在时尚鞋类的设计优势，满足中低收入女性的时尚需求，竞争品牌主要是达芙妮。

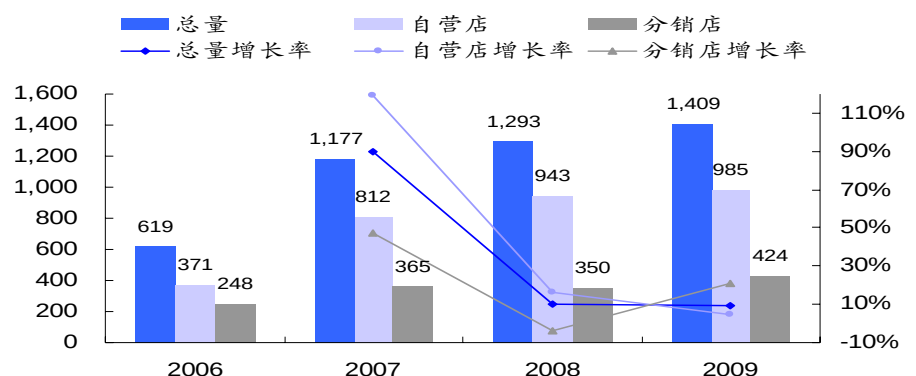
目前 69 品牌约有 100 家门店，多数门店为自营，长期计划是培养成熟后以加盟店为主。渠道选择上将主要采用街铺、超市内门店和社区百货店等符合消费群定位的形式。公司 09 年 9 月也公告将用超募资金中的 8000 万元推广 69 品牌，计划在 2011 年 8 月底之前开设 300 家门店，其中自营店 200 家，分销店 100 家。由于尚处品牌培育期，69 品牌短期还不会为公司贡献利润，需要持续跟踪其品牌推广情况。

3、未来两年加快门店建设

09 年调整为主 门店净增加 116 家

公司 09 年末门店数量共计 1,409 家，其中直营店 985 家，加盟店 424 家，相比 08 年末的 1,293 家增长 8.97%。直营店方面，09 年新开了 200 多家，关停了 150 多家，净增加 42 家，主要是公司 07 年大开了 400 多家直营，开店太急，一些新增门店没有经过严格考量，导致后期销售低于预期。

图 5、2006-2009 年公司门店数量及类型



资料来源：公司资料、第一创业证券

未来两年将加快开店速度

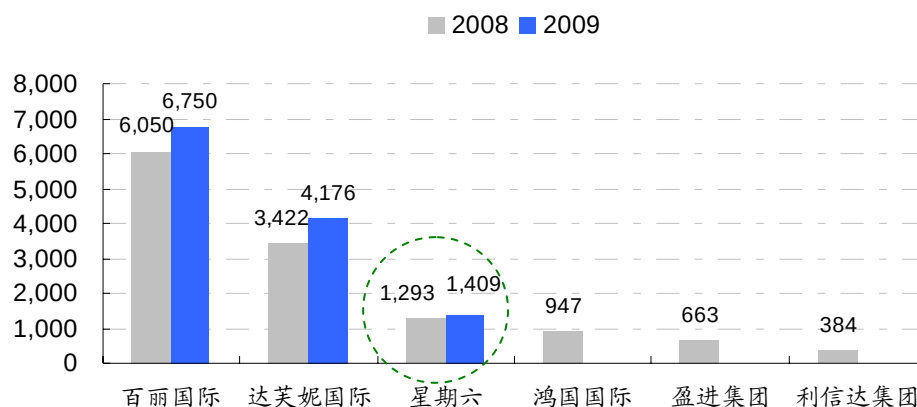
未来公司仍将以百货直营店为主，新开的直营店主要选择现有的一、二线城市进行深度覆盖。另外，目前的 12 家独立店主要开在北京、上海等地的 Shopping



mall，但 Shopping mall 采取固定租金形式费用较高，只是作为一种渠道尝试，目前独立店整体基本能做到盈亏平衡。而加盟店作为辅助渠道，公司更多的将其布局在三、四线城市。

公司一季度已新开直营店 60 家，计划二、三季度各开 100 家，四季度再开 40 家左右，今年全年新增门店 400 家左右，包括 300 家直营店（ST&SAT 约 100 多家，SAFIYA100 家左右，FONBER 几十家）和 100 家加盟店。2011 年计划再新增直营店 500 家，门店总量达到 2400 家左右。

图 6、行业主要公司女鞋门店情况



资料来源：公司资料、第一创业证券

4、盈利预测

公司 2010 年“五一”三天假期的销售收入同比增长了 50%左右，5 月初举行的秋冬订货会同比增长约 30%，基本符合预期，尽管以直营为主的渠道，订货会的指导性不强，但销售仍在正常增长。尽管公司今年已经开始加快存货周转，新增门店也按计划推出，但巨大的存货基数也需要充分的时间来消化。加上公司今年将加大广告推广费用和所得税优惠到期，按照公司门店新增计划，我们预计 2011 年上半年新开门店才开始集中贡献利润。

根据假设条件，我们预计公司 10-12 年营业收入分别增长 24.8%、28%和 23.4%，归属于母公司净利润分别增长 16.8%、32.1%和 32.6%，摊薄后每股收益分别 0.48 元、0.63 元和 0.83 元。13.81 元的股价对应未来三年 PE 分别为 29.1/22.0/16.6，目前估值仍不便宜，考虑到公司将来在渠道的扩张空间和新品牌的贡献，仍值得长期关注，继续维持“审慎推荐”的投资评级。

表 1、公司销售收入假设条件

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ST&SAT						
门店数量	799	824	900	1035	1170	1263
增长率	55.75%	3.13%	9.22%	15.00%	13.00%	8.00%
单店销售额（万元）	54.37	59.29	55.84	57.51	59.24	61.02
增长率	-9.16%	9.04%	-5.82%	3.00%	3.00%	3.00%
收入（万元）	43,445	48,853	50,255	59,528	69,284	77,072
增长率	41.48%	12.45%	2.87%	18.45%	16.39%	11.24%



SAFIYA						
门店数量	270	288	305	397	515	670
增长率	167.33%	6.67%	5.90%	30.00%	30.00%	30.00%
单店销售额(万元)	35.36	36.81	46.29	47.22	48.16	49.12
增长率	-29.71%	4.10%	25.77%	2.00%	2.00%	2.00%
收入(万元)	9,547	10,600	14,119	18,722	24,825	32,918
增长率	87.92%	10.80%	33.19%	32.60%	32.60%	32.60%
FONDBERYL						
门店数量	50	101	125	175	245	319
增长率	1566.67%	102.00%	23.76%	40.00%	40.00%	30.00%
单店销售额(万元)	35.26	73.87	73.26	74.73	76.22	77.75
增长率	-41.45%	109.50%	-0.83%	2.00%	2.00%	2.00%
收入(万元)	1,763	7,461	9,158	13,077	18,674	24,762
增长率	875.89%	323.19%	22.74%	42.80%	42.80%	32.60%
其他品牌						
门店数量	58	80	80	128	192	269
增长率	2800.00%	37.93%	0.00%	60.00%	50.00%	40.00%
单店销售额(万元)	83.98	121.43	123.79	126	129	131
增长率	-1.77%	44.58%	1.94%	2.00%	2.00%	2.00%
收入(万元)	4,871	9,714	9,903	16,162	24,727	35,311
增长率	2748.54%	99.43%	1.94%	63.20%	53.00%	42.80%
主营业务收入(万元)	59,626	76,629	83,435	107,488	137,510	170,062
增长率	64.99%	28.52%	8.88%	28.83%	27.93%	23.67%

资料来源：第一创业证券

表 2、公司毛利预测假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ST&SAT	18,816	22,521	25,681	30,419	36,028	40,077
毛利率%	43.31%	46.10%	51.10%	51.10%	52.00%	52.00%
SAFIYA	3,463	4,409	7,290	8,986	11,916	15,800
毛利率%	36.27%	41.59%	51.63%	48.00%	48.00%	48.00%
FONDBERYL	0	3,526	4,441	6,408	9,150	12,133
毛利率%		47.26%	48.50%	49.00%	49.00%	49.00%
其他品牌	1,942	3,956	3,520	6,141	9,396	13,418
毛利率%	39.87%	40.72%	35.54%	38.00%	38.00%	38.00%

资料来源：第一创业证券



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	1,713.7	1,854.1	2,096.2	2,381.2	一、营业收入	879.9	1,098.1	1,405.8	1,735.4
货币资金	970.0	935.7	972.7	1,064.0	减: 营业成本	466.3	577.5	746.3	920.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附	0.0	0.1	0.1	0.2
应收款项	250.5	300.8	386.0	463.2	销售费用	202.8	266.7	331.7	400.4
预付款项	35.4	65.6	86.5	103.8	管理费用	49.9	63.7	78.4	90.4
存货	447.6	543.2	642.3	741.5	财务费用	8.7	3.7	3.4	1.9
其他流动资产	10.1	8.7	8.7	8.7	资产减值损失	23.0	14.4	16.0	16.0
非流动资产	92.8	111.4	140.1	167.2	加: 公允价值	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	63.7	66.3	90.1	97.1	二、营业利润	129.0	172.0	229.8	305.7
在建工程	0.0	-10.0	-25.0	-25.0	加: 营业外收	1.9	4.8	4.7	5.1
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支	0.2	0.3	0.3	0.4
无形及递延性资产	29.0	55.0	75.0	95.0	三、利润总额	130.7	176.5	234.2	310.4
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费	16.9	43.6	58.5	77.6
资产总计	1,806.5	1,965.4	2,236.3	2,548.3	四、净利润	113.8	132.9	175.6	232.8
流动负债	437.0	535.1	630.3	709.6	归属母公司净	113.8	132.9	175.6	232.8
短期借款	164.3	163.9	163.9	163.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	240.0	266.0	355.0	428.2	五、总股本(万股)	215.0	279.5	279.5	279.5
预收帐款	13.9	17.0	21.4	25.6	EPS (元)	0.53	0.48	0.63	0.83
其他	18.9	88.3	90.0	91.9	主要财务比率				
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	14.4%	24.8%	28.0%	23.4%
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业毛利	19.9%	25.9%	26.7%	23.5%
负债合计	437.0	535.1	630.3	709.6	EBIT	17.4%	18.2%	31.1%	29.8%
少数股东权益	0.1	0.1	0.2	0.2	净利润	10.6%	16.8%	32.1%	32.6%
股本	215.0	279.5	279.5	279.5	获利能力				
资本公积	923.1	858.6	858.6	858.6	毛利率	47.0%	47.4%	46.9%	46.9%
留存收益	231.2	292.1	467.7	700.5	EBIT/收入	18.3%	17.3%	17.7%	18.6%
股东权益合计	1,369.5	1,430.3	1,606.0	1,838.8	净利率	12.9%	12.1%	12.5%	13.4%
负债和股东权益	1,806.5	1,965.4	2,236.3	2,548.3	ROE	8.3%	9.3%	10.9%	12.7%
现金流量表					ROIC	7.4%	8.3%	9.9%	11.6%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	24.2%	27.2%	28.2%	27.8%
经营活动现金流	-67.3	20.7	68.4	133.1	利息保障倍数	13.0	35.7	51.9	125.5
净利润	113.8	132.9	175.6	232.8	速动比率	2.87	2.43	2.29	2.30
折旧摊销	5.0	18.3	24.3	24.9	经营现金净额/	0.00	0.00	0.00	1.00
财务费用	11.3	3.7	3.4	1.9	营运能力				
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.49	0.56	0.63	0.68
营运资金变动	-208.3	-145.6	-109.9	-114.5	应收款天数	102.50	98.63	98.85	96.09
其它	10.9	11.4	-25.0	-12.0	存货天数	345.58	338.62	309.81	289.86
投资活动现金流	-44.6	-49.6	-28.0	-40.0	每股指标 (元)				
资本支出	-44.6	-49.6	-28.0	-40.0	EBIT/股本	0.75	0.68	0.89	1.16
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.31	0.07	0.24	0.48
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	6.37	5.12	5.75	6.58
筹资活动现金流	925.7	22.1	-3.4	-1.9	估值比率				
债务融资	37.8	-0.4	0.0	0.0	P/E	26.09	29.05	21.98	16.58
权益融资	940.1	0.0	0.0	0.0	P/B	2.17	2.70	2.40	2.10
其它	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	3.37	3.52	2.75	2.22
汇率变动影响	-0.1	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	13.69	15.45	11.75	9.03
现金净增加额	813.8	-6.8	37.0	91.2					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120