

审慎推荐-A (维持)

星期六 002291.SZ

目标估值: NA  
当前股价: 13.56 元  
2010 年 6 月 3 日

阶段性拉销售策略是存货的根源 与收入配比是方向

基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2568      |
| 总股本(万股)    | 27950     |
| 已上市流通股(万股) | 7150      |
| 总市值(亿元)    | 41        |
| 流通市值(亿元)   | 11        |
| 每股净资产(MRQ) | 4.7       |
| ROE(TTM)   | 10.5      |
| 资产负债率      | 26.6%     |
| 主要股东       | 星期六投资控股公司 |
| 主要股东持股比例   | 31.0%     |

股价表现

|      |     |     |     |
|------|-----|-----|-----|
| %    | 1m  | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -13 | -19 | 6   |
| 相对表现 | -5  | -4  | 3   |



相关报告

- 1、《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
- 2、《星期六—夯实基础 为腾飞助力》2009/11/5
- 3、《迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6
- 4、《星期六—计提较多存货跌价准备是业绩低于预期的主因》2010/3/1
- 5、《星期六—收入增长提速 经营略超预期》2010/4/19

王薇

0755-82960477  
wang\_w@cmschina.com.cn  
S1090208070223

公司近日召开了股东大会，重点沟通了市场关注的存货等问题，上市后存货增长快的根源在于阶段性较激进的拉销售策略，目前拉动销售的效果不错，但未来更关键的是实现收入与存货健康配比的可持续增长，下半年可重点跟踪其配比发展情况，如果收效良好，可迎来市场对其发展态度的转折。

一、库存的原因与处理问题：

存货周转率过低是市场对公司的主要疑虑，存货过大会影响公司的周转效率、资金占用效率以及可能带来经营压力。09 年上市之前，公司的存货周转率较低主要是由于历史的原因，未按照计划时间及时上市，以及上市前存在一批质量不好的门店造成单店销售未达预期。

公司在 09 年对质量不佳的门店进行了大力的整改，对 09 年以前的存货也进行了消化。但是自上市以来，尤其是一季度的存货增长很大，这主要是由于公司为拉动销售实行的较激进的阶段性堆货策略所致。

1、为大力拉动销售而实行的阶段性堆货策略是存货快速增长的主因

09 年 9 月上市后，公司获得了较历史充沛许多的发展资金，给除了百丽集团以外的竞品一定的压力。公司希望利用充沛的资金做一些竞品公司难以做的事情，在经营策略上有了新的规划，将大力提高销售作为当阶段最主要的目标，主要通过的方式包括多开店，多上货，多搞促销，多打广告等。其中多上货就是造成存货增加较多的主要原因。

多上货就是堆货策略，主要方式是对于单店新增加更多的款式，单店货品选择更多则可带来更高的单店销售。一般门店的产品可以分为明星、客流、机会、陈列四类。公司新增的货品多为机会产品，希望更多的机会产品可以转化为明星产品或者客流产品。预计平均单店新增加了 20-30% 的机会产品。

公司认为未来品牌的发展最重要的一个因素是行业地位。和女鞋行业龙头百丽集团相比，百丽通过前些年比其他竞品多太多的资金支持，以及由此累积起来的综合实力，和其他竞品形成了很大的差距，形成了难以取代的行业地位。这样的行业地位也为其带来更大的发展便利，更好更大的柜位、更优惠的扣点水平等能带来更高的单店销售。公司认为单店销售的提高对于品牌行业地位的提有着至关重要的作用。

堆货策略是在短期内提高单店销售最有效的方式，公司希望通过阶段性的堆货策略，快速和其他竞品的单店销售拉开差距，一旦单店销售提高，公司可获得更有利的竞争地位，从而实现快速发展。

从近期的销售情况看，阶段性实施堆货策略对销售的拉动作用已经有体现。公司一季度的收入实现了 31.31% 的增长，可比同店增长达到 15% 左右，4 月份虽然受春季天气异常影响了销售，但同比增长情况还可以，随着夏季到来，夏鞋的销售趋势也较不错。

## 2、应对库存的处理方法

阶段性堆货策略对销售起到了不错的拉动作用，但是这个策略不能作为持续性的发展策略，如果库存量太大，会影响资金的周转效率，且如果出现持续性的产品开发失误，则存货处理成本也会很高。因此收入与存货健康配比的可持续增长更为重要。

**公司也加强了对存货的管理，10 年的目标是存货增长不高于 20%，低于销售收入 30% 的增长目标。保证存货额的增速低于收入增速，控制好进销货的比例。**

首先，公司加强了对存货指标的考核。公司前期主要考量的是销售增长的指标，目前出于对存货合理比例的考虑，已经对各分公司加强了存货指标的考核，备货不允许太宽松，严格控制好进销货的比例。

公司也通过多种方式加强货品的销售，减少非良性存货的积压，主要包括巡展项目和额外特卖场的计划。公司计划了全年的巡展计划，在武汉、南京、沈阳、无锡、南宁等城市，开巡展会推广增加销售，这个策略主要是针对新品存货；同时还通过低端卖场或者额外增加的卖场消化较为过季的存货。多租赁一些客流比较大的尚没有开店的卖场，尽快消化不良库存。

**从短期内看，公司阶段性堆货拉动销售的策略是可以接受的。利用资金充裕的时机大力拉动单店销售，从而提高品牌的行业地位有利于后续发展。**

但风险和收益是对等的。从可持续发展角度看，将销售增长与存货控制掌握在更平衡的状态更有利于长期发展。公司也为此加强了存货的考核，以及多货品更多样的处理方式，后续可观察这些措施的推进效果。在快速扩张期，存货绝对额的大幅下降不太可能实现，全年看，保证存货额的增速低于收入增速，维持或者使得存货周转率小幅提高、以及将存货结构维持在良性水平是主要目标。如果下半年收入与存货增长更平衡，则可带来市场对公司发展态度的转机。

## 二、门店拓展：务必保证质量的情况下加快开店速度

对于渠道的规划，公司认为保证质量是首位的，在此基础上加快开店速度才能实现良性增长。

公司上市前进行了高速扩张，扩张速度过快使得部分门店经营质量不佳，经营业绩不达预期，这也是造成存货过大的主因之一。公司对这批店铺在 09 年进行了大力的调整，主动放缓了开店速度，减少 C 类店铺的数量，提高整体门店质量。经历一系列调整后，店铺结构趋于合理，门店整体经营业绩日趋上升。

目前情况看，质量不佳的门店已经基本调整到位，一季度关店数量已经非常少。公司在未来的开店中，建立了门店定期管理评估制度，将严格的控制门店的运营质量。预计 10 年全年关店数都会较 09 年大幅减少。10 年一季度销售收入的快速发展，也与目前门店质量的改善密不可分，显示出 09 年的调整是有效的。

在保证对门店质量有效控制的情况下，公司 10 年将恢复较快的开店速度。一季度新开了 50 多家门店，开店速度较 09 年明显加快，二季度是商场集中调整柜位的时间，也是公司开店的密集期，预计开店速度会进一步加快，10 年全年的开店数预计可达到 300-350 家左右。

以上开店计划未包括加盟门店，伴随布点往二三线城市渗透的趋势，公司在加盟门店的拓展上也不会放松。SAFIYA 等品牌未来也可能开拓加盟门店发展。

### 三、多品牌：努力提高 ST&SAT 的行业地位，加快 SAFIYA 的拓展

ST&SAT 经过多年发展，在百货商场中的销售排名一直位居前列，经历过近两年事业部的改革之后，发展势头已经得以恢复。10 年提高此品牌的行业地位是最关键的，公司一方面努力提高其单店销售，以获得更高的地位，同时利用募集资金大力拓展门店，单店销售与外延扩张同步进行，以缩小与百丽品牌的差距，并拉大与其后竞争者的差距。

此外，公司的 ST&SAT 品牌在部分地区进行了对经销商的收购，这是根据当地经销商的表现、以及当地百货的要求有关。有些地区的加盟商经营业绩不理想，有些地区的百货明确要求品牌直营，所以公司在江苏、安徽等个别地区由加盟商经营转为直营。但是公司并不是会完全收购加盟商运作，而是根据各地情况做了重新规划，对于好的加盟商为避免其短期行为，还签订了三年的合约。公司规划加盟业务未来也将实现稳步的增长。

SAFIYA 经过 5 年的培育逐渐发展成熟，近两年总体发展不错，单店销售逐年增长，成为公司的新生力量。但是品牌时间还较短，在产品的开发上仍有待提高，未来不断加宽品牌的产品线，形成更多亮点产品是关键。同时门店数量也还不多，加大外延扩张是主要任务。

FONDBERYL 目前也形成了一定的基础。公司原先将其定位为渠道品牌，未来将争取商场中岛前三的位置，也将有一定发展。

新推出的“69”品牌未来主打二三线城市的专卖店渠道，与达芙妮选择的渠道较为一致，目前门店数量不到 100 家，近期在天津开了区域推广会，推广结果还不错。但是作为与主品牌不同的加盟运作模式，公司以模式的摸索、后台的不断成熟为近三年的主要目标。

### 四、盈利预测与投资建议

综上所述，公司 2010 年发展的关键点如下：

- 1、由于公司今年门店质量得到改善，备货充足，外延扩张也较快，销售实现年报中 30% 的目标可能性很大。
- 2、下半年能否实现存货与销售较配比的增长是决定投资价值的关键。由于处于快速扩张期，存货额绝对值全年看不会下降，但务必保证存货额的增速低于收入增速。公司目前已经加强了对存货的考核，也采取了一系列措施保证存货的处理。未来如果扩张速度和毛利率没有异常，存货结构也控制在良性，则可反映出存货的问题是可控的。如果收入与存货增长不配比，则需要谨慎。
- 3、主要采用百货自营模式拓店，与以往模式相同，开店成本主要是铺货成本，因此费用问题不大。不过今年公司加大了广告投入力度，营销费用会有较大的上升，考虑到收入增速更快，总体费用率与去年比保持在稳定的水平。
- 4、毛利率一季度仍维持了上升的态势，如果存货维持可控，新品销售增加更多，则对毛利率压力不大。预计全年毛利率水平可维持基本稳定的趋势。
- 5、由于所得税由 09 年 12.5% 上调为 25%，净利润增速低于收入和营业利润的增速。

总体来看，维持 10-12 年的 EPS 分别为 0.47、0.62 和 0.82 元/股的盈利预测。目前估值为 10 年 EPS 的 29 倍，相对风险较小，下半年能否实现存货与销售较配比的增长是决定投资价值的关键。如果收效良好，可带来市场对其发展态度的转机。维持“审慎推

荐-A”的评级。

**风险因素：**经济复苏低于预期；门店拓展低于预期的风险；存货改善低于预期的风险。

**表 1：销售收入预测假设表**

| 单位：百万元  | 2006 年  | 2007 年  | 2008 年 | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入：   |         |         |        |        |        |        |        |
| ST&SAT  | 307     | 434     | 489    | 503    | 622    | 752    | 825    |
| 增长率     | 46.11%  | 41.48%  | 12.45% | 2.87%  | 23.86% | 20.82% | 9.75%  |
| SAFIYA  | 51      | 95      | 106    | 141    | 207    | 285    | 392    |
| 增长率     | 73.82%  | 87.92%  | 11.03% | 33.19% | 46.77% | 37.32% | 37.64% |
| 其它品牌    | 35783   | 59096   | 76233  | 82791  | 109290 | 138889 | 173484 |
| 增长率     | 50.98%  | 65.15%  | 29.00% | 8.60%  | 32.01% | 27.08% | 24.91% |
| 主业合计收入  | 36141   | 59626   | 76827  | 83435  | 110120 | 139926 | 174701 |
| 增长率     | 50.97%  | 64.98%  | 28.85% | 8.60%  | 31.98% | 27.07% | 24.85% |
| 门店总数量   | 619     | 1177    | 1293   | 1409   | 1779   | 2214   | 2644   |
| 增长率     | 74.86%  | 90.15%  | 9.86%  | 8.97%  | 26.26% | 24.45% | 19.42% |
| 单店销量（双） | 3105    | 2667    | 2892   | 2628   | 2757   | 2714   | 2741   |
| 增长率     | -19.83% | -14.11% | 8.46%  | -9.13% | 4.89%  | -1.56% | 1.00%  |
| 平均售价（元） | 188     | 190     | 205    | 225    | 225    | 233    | 241    |
| 增长率     | 7.68%   | 1.02%   | 8.14%  | 9.67%  | -0.34% | 3.72%  | 3.52%  |

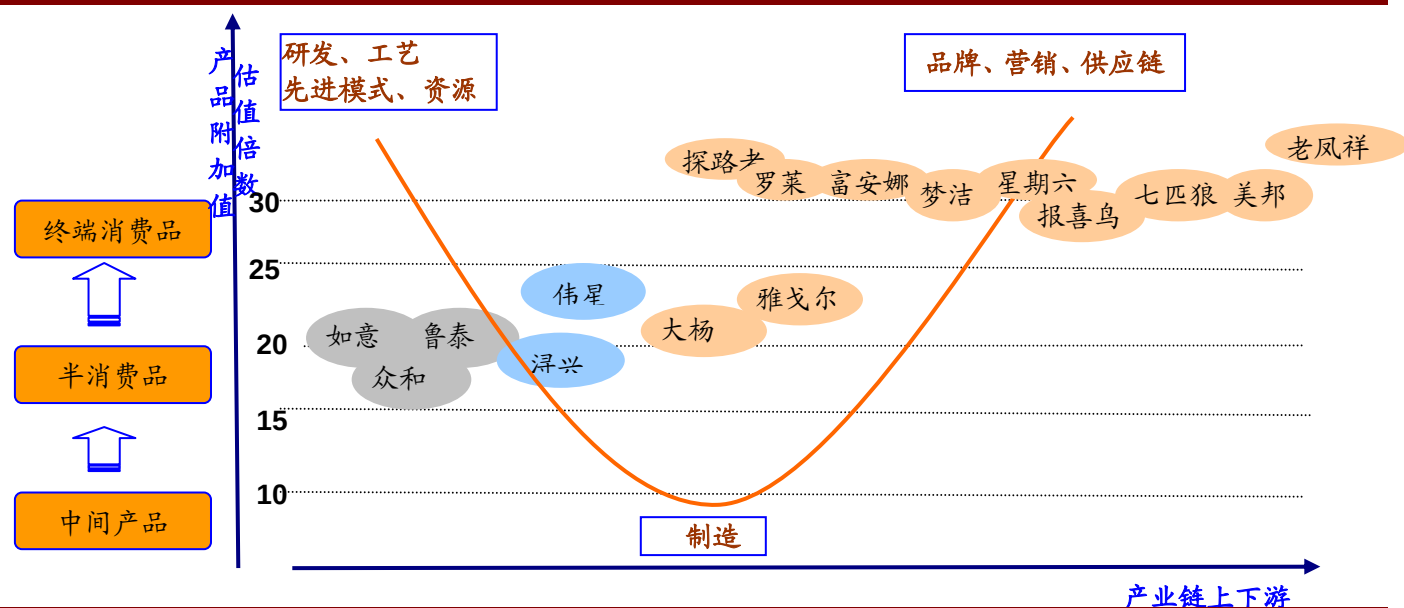
资料来源：招商证券

**表 2：毛利率预测假设表**

| 单位：百万元 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ST&SAT | 35.13% | 43.45% | 45.99% | 51.10% | 52.73% | 52.27% | 51.79% |
| SAFIYA | 36.85% | 36.25% | 42.06% | 51.63% | 48.00% | 48.00% | 47.48% |
| 其它品牌合计 | 50.47% | 39.87% | 43.75% | 44.87% | 45.24% | 41.39% | 0.00%  |
| 总合计    | 35.54% | 41.76% | 44.87% | 47.00% | 47.41% | 47.46% | 47.32% |

资料来源：招商证券

**图 1：V式估值法（根据10年EPS）**



资料来源：招商证券

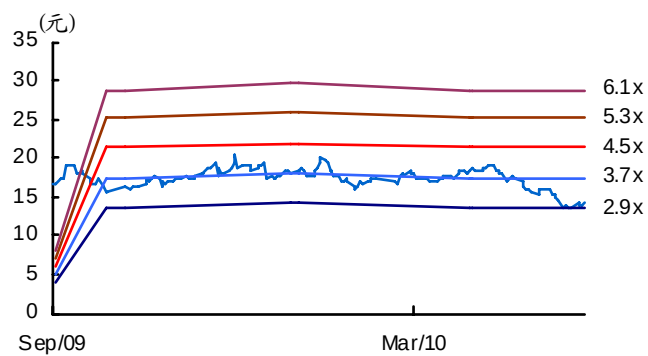


图 2: 星 期 六历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 星 期 六历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

## 参考报告:

### 1、《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。

### 2、《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。

### 3、《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。

### 4、《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。

### 5、《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。

### 6、《星期六一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。

### 7、《星期六一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

### 8、《星期六一业绩符合预期 内生增长为主要发展动力》 2009/10/21

### 9、《星期六一夯实基础 为腾飞助力》 2009/11/5

### 10、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》 2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

### 11、《星期六一计提较多存货跌价准备是业绩低于预期的主因》 2010/3/1

### 12、《星期六一收入增长提速 经营略超预期》 2010/4/19

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008       | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 660        | 1714        | 1783        | 1919        | 2156        |
| 现金             | 142        | 970         | 849         | 774         | 769         |
| 交易性投资          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 0          | 28          | 43          | 52          | 61          |
| 应收款项           | 170        | 223         | 282         | 359         | 448         |
| 其它应收款          | 11         | 10          | 12          | 15          | 15          |
| 存货             | 304        | 448         | 567         | 682         | 819         |
| 其他             | 33         | 35          | 30          | 38          | 45          |
| <b>非流动资产</b>   | 80         | 93          | 106         | 117         | 122         |
| 长期股权投资         | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 57         | 64          | 86          | 96          | 102         |
| 无形资产           | 20         | 21          | 20          | 20          | 20          |
| 其他             | 2          | 8           | 0           | 0           | 0           |
| <b>资产总计</b>    | <b>740</b> | <b>1806</b> | <b>1889</b> | <b>2035</b> | <b>2278</b> |
| <b>流动负债</b>    | 376        | 437         | 456         | 483         | 565         |
| 短期借款           | 87         | 164         | 145         | 102         | 90          |
| 应付账款           | 29         | 27          | 35          | 44          | 55          |
| 预收账款           | 20         | 14          | 19          | 24          | 30          |
| 其他             | 240        | 232         | 256         | 313         | 390         |
| <b>长期负债</b>    | 20         | 0           | (2)         | (4)         | (4)         |
| 长期借款           | 20         | 0           | (2)         | (4)         | (4)         |
| 其他             | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>396</b> | <b>437</b>  | <b>454</b>  | <b>479</b>  | <b>561</b>  |
| 股本             | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积金          | 160        | 215         | 280         | 280         | 280         |
| 留存收益           | 16         | 889         | 824         | 824         | 824         |
| 少数股东权益         | 168        | 266         | 331         | 452         | 613         |
| 母公司所有者权益       | 344        | 1369        | 1435        | 1556        | 1717        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>740</b> | <b>1806</b> | <b>1889</b> | <b>2035</b> | <b>2278</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(12)</b> | <b>(67)</b> | <b>(3)</b>   | 42          | 93          |
| 净利润            | 103         | 114         | 131          | 173         | 230         |
| 折旧摊销           | 0           | 0           | 7            | 8           | 9           |
| 财务费用           | 0           | 0           | 3            | 1           | 0           |
| 投资收益           | 0           | 0           | 0            | 0           | 0           |
| 营运资金变动         | 0           | 0           | (166)        | (153)       | (161)       |
| 其它             | (115)       | (181)       | 21           | 14          | 15          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(13)</b> | <b>(45)</b> | <b>(30)</b>  | <b>(20)</b> | <b>(15)</b> |
| 资本支出           | 0           | 0           | (30)         | (20)        | (15)        |
| 其他投资           | (13)        | (45)        | 0            | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>28</b>   | <b>926</b>  | <b>(88)</b>  | <b>(98)</b> | <b>(83)</b> |
| 借款变动           | 0           | 0           | (19)         | (45)        | (14)        |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 65           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 0           | 0           | (65)         | 0           | 0           |
| 股利分配           | 0           | 0           | (65)         | (52)        | (69)        |
| 其他             | 28          | 926         | (3)          | (1)         | (0)         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>3</b>    | <b>814</b>  | <b>(121)</b> | <b>(75)</b> | <b>(5)</b>  |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 769  | 880  | 1161  | 1476  | 1842  |
| 营业成本             | 424  | 466  | 638   | 803   | 998   |
| 营业税金及附加          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营业费用             | 163  | 203  | 261   | 335   | 415   |
| 管理费用             | 45   | 50   | 64    | 84    | 107   |
| 财务费用             | 7    | 9    | 3     | 1     | 0     |
| 资产减值损失           | 12   | 23   | 25    | 22    | 15    |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | (0)  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 118  | 129  | 170   | 231   | 307   |
| 营业外收入            | 1    | 2    | 5     | 0     | 0     |
| 营业外支出            | 0    | 0    | 0     | 1     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 119  | 131  | 175   | 230   | 307   |
| 所得税              | 16   | 17   | 44    | 58    | 77    |
| <b>净利润</b>       | 103  | 114  | 131   | 173   | 230   |
| 少数股东损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 103  | 114  | 131   | 173   | 230   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.64 | 0.53 | 0.47  | 0.62  | 0.82  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 27%   | 14%   | 32%   | 27%   | 25%   |
| 营业利润           | 17%   | 9%    | 32%   | 36%   | 33%   |
| 净利润            | 20%   | 11%   | 15%   | 32%   | 33%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 44.9% | 47.0% | 45.0% | 45.6% | 45.8% |
| 净利率            | 13.4% | 12.9% | 11.3% | 11.7% | 12.5% |
| ROE            | 29.9% | 8.3%  | 9.1%  | 11.1% | 13.4% |
| ROIC           | 23.0% | 7.8%  | 8.2%  | 10.5% | 12.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 53.5% | 24.2% | 24.0% | 23.6% | 24.6% |
| 净负债比率          | 17.1% | 9.1%  | 7.7%  | 4.9%  | 3.8%  |
| 流动比率           | 1.8   | 3.9   | 3.9   | 4.0   | 3.8   |
| 速动比率           | 0.9   | 2.9   | 2.7   | 2.6   | 2.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.0   | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| 存货周转率          | 1.8   | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.3   |
| 应收帐款周转率        | 5.2   | 4.5   | 4.6   | 4.6   | 4.6   |
| 应付帐款周转率        | 15.3  | 16.6  | 20.5  | 20.3  | 20.2  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.64  | 0.53  | 0.47  | 0.62  | 0.82  |
| 每股经营现金         | -0.08 | -0.31 | -0.01 | 0.15  | 0.33  |
| 每股净资产          | 2.15  | 6.37  | 5.13  | 5.57  | 6.14  |
| 每股股利           | 0.10  | 0.26  | 0.23  | 0.19  | 0.25  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 21.1  | 25.6  | 28.9  | 21.9  | 16.5  |
| PB             | 6.3   | 2.1   | 2.6   | 2.4   | 2.2   |
| EV/EBITDA      | 19.5  | 17.7  | 14.0  | 10.5  | 8.0   |

## 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。

**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》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的时尚产业图谱与品牌竞争阶段图谱。并结合对国际服饰行业与优秀公司的实证研究，提升出图谱的财务量化版，完善了产品-模式-财务指标-投资策略的研究。同时根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析品牌企业的价值。

## 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±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。