



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

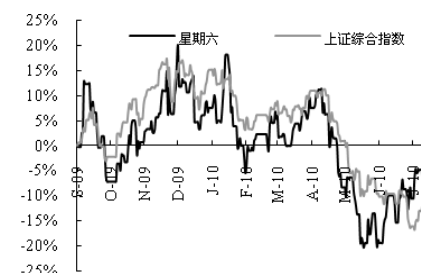
商业零售
Retail Business

2010 年 7 月 30 日

市场数据 2010 年 7 月 28 日

当前价格(元)	16.52
52 周价格区间(元)	13.08 -26.90
总市值(百万)	4617.34
流通市值(百万)	1181.18
总股本(万股)	27950
流通股(万股)	7150
日均成交额(百万)	24
近一月换手(%)	52.27
Beta(2 年)	0.00
第一大股东	深圳市星期六投资控股 有限公司
公司网址	www.st-sat.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m
星期六	7.3	5.9
上综指数	4.5	-7.8

相关报告

- 1、《星期六——加速渠道扩张，分享女鞋行业快速发展的盛宴》，2010.6.21
- 2、《星期六定价报告》，2009.8.25

魏芳 李娜春(协助)
+86 755 21515593
liyc@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

李娜春: S0370108110546

星期六(002291)中报点评

一库存结构向好，费用压力较大

评级: 中性

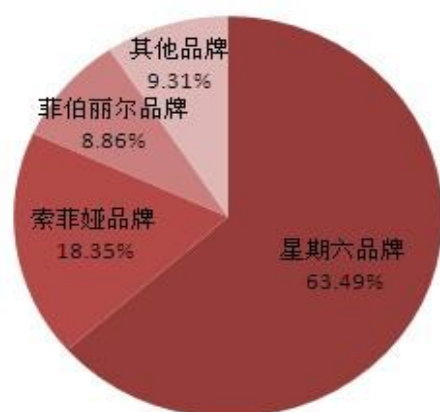
公司上半年实现营业收入 5.03 亿元，同比增长 18.03%；实现利润总额 7479.38 万元，同比增长 18.78%；归属于上市公司股东的净利润 5701.8 万元，同比增长 6.55%；每股收益 0.2 元。业绩基本符合预期。

- **主力品牌收入增速较快。**公司主力品牌“星期六”上半年收入同比增长 38.65%，占收入的比重也提高至 63.49%。“索菲娅”增速最快，上半年同比增长 53.87%，占收入的比重也提高到 18.35%。“菲伯丽尔”上半年收入增速仅为 0.83%，预计随着新开门店效益逐渐提高，收入仍将有较大的提升空间。分区域看，西北、西南和华东地区上半年收入增速较快，分别为 42.45%、41.27%和 28.17%。华东地区仍是公司目前收入的主要来源，收入占比为 42.1%。
- **开店如期进行。**公司上半年新开自营店 179 家，以“星期六”、“索菲娅”和“菲伯丽尔”三个品牌为主。按照上半年的开店情况，全年新增 300 家自营店的目标有望超额完成。截止今年上半年，公司拥有 1524 家连锁门店，其中自营店 1099 家，分销店 425 家。
- **毛利率小幅提升。**公司上半年主营业务毛利率为 49.27%，比上年同期提高了 2.04 个百分点，主要受内销男女皮鞋平均销售单价提高了 1.77%和单位成本下降 0.68%的影响。从各品牌毛利率的情况来看，“星期六”、“索菲娅”和“菲伯丽尔”上半年的毛利率分别为 50.14%、50.95%和 50.03%，分别比上年同期提高了 0.63%、1.34%和 1.59%。
- **费用压力继续加大。**公司上半年的期间费用率为 33.66%，比上年同期提高了 4.35 个百分点。公司目前正处于加速渠道扩张阶段，由此带来的销售费用和管理费用的大幅增加也是在情理之中。上半年费用增加较多的主要是工薪社保支出（销售人员和管理人员）、店铺装修费、广告宣传促销费，分别增加了 1788.28 万元、954.11 万元、594.33 万元。预计下半年费用压力较大，另外随着广告宣传投放力度加大，该项费用将进一步增加，全年广告预算在 2000 万左右。此外，受所得税率由 12.5%变更为 25%的影响，上半年公司所得税比去年同期增加了 832.75 万元，同比增长 88.10%。
- **存货结构有所优化。**公司上半年存货周转率为 0.5 次，存货增长率为 26.13%，增速仍然较高，存货风险仍然较大。但从存货构成来

看，存货增长主要是一年期以内存货的增长，增速为 36.37%，而一到两年存货增速仅为 4.71%，两年以上期存货增速为-34.72%，在一定程度上表明存货结构有所优化。此外，公司对于存货的计提也比较谨慎，对于业绩的负面影响也已反映，预计未来该部分风险是呈减弱趋势。

- **投资建议：**公司从今年上半年开始加快了渠道扩张速度，受新店平均需要半年培育期的影响，预计下半年的业绩将好于上半年。预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.47 元和 0.65 元，分别对应 35 倍和 25 倍 PE，估值基本合理。另外公司预计 1-9 月归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增减变动幅度在-25%~5%之间，因此暂下调至“中性”评级。但考虑到中高档女鞋行业的良好发展前景，以及公司未来较大的改善和成长空间，建议长期重点关注。
- **风险提示：**存货周转率持续下降、存货增速大幅高于收入增速。

图表 1 公司上半年收入的品牌结构



数据来源：公司中报，金元证券研究所

图表 2 公司上半年收入的地区结构



图表 3 公司上半年的存货结构

	期末数 (万元)	期初数 (万元)	增减百分比
一年期以内存货	49,001.65	35,933.98	36.37%
一至两年期存货	8,193.48	7,825.06	4.71%
两年以上期存货	2,146.89	3,288.77	-34.72%

数据来源：公司中报

图表 4 利润表预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入 (万元)	87986.99	117339.45	153468.27
增长率(%)		33.36%	30.79%

减: 营业成本 (万元)	46631.80	60617.56	78069.31
销售毛利率 (%)	47.00%	48.34%	49.13%
营业税金及附加 (万元)	2.01	2.68	3.51
销售费用 (万元)	20280.80	30161.47	40114.75
管理费用 (万元)	4992.63	6805.69	8440.75
财务费用 (万元)	874.01	300.00	500.00
资产减值损失 (万元)	2301.59	2112.11	2302.02
加: 投资收益 (万元)	0.00	0	0
公允价值变动损益 (万元)	0	0	0
其他经营损益 (万元)	0	0	0
营业利润 (百万元)	12904.15	17339.94	24037.92
加: 其他非经营损益 (万元)	167.39	100	100
利润总额 (万元)	13071.54	17439.94	24137.92
减: 所得税 (万元)	1,687.37	4359.99	6034.48
净利润 (万元)	11384.17	13079.96	18103.44
减: 少数股东损益 (万元)	2.56	3.00	3.50
归属母公司股东净利润 (万元)	11381.61	13076.96	18099.94
增长率 (%)		14.90%	38.41%
EPS (元)	0.41	0.47	0.65

数据来源: 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.