

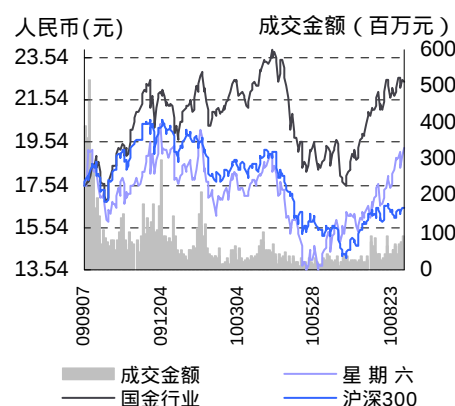
星期六 (002291.SZ) 服装行业
评级：持有 下调评级
公司研究

市价（人民币）：19.32 元

中高档女鞋市场特点使得公司平稳发展

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	93.34
总市值(百万元)	5,399.94
年内股价最高最低(元)	20.45/13.54
沪深 300 指数	2903.19
中小板指数	6665.39


公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.643	0.529	0.409	0.525	0.649
每股净资产(元)	2.15	6.37	6.65	6.98	7.38
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.31	0.61	0.31	0.39
市盈率(倍)	N/A	45.03	40.35	31.45	25.44
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	20.09%	10.57%	0.54%	28.30%	23.62%
净资产收益率(%)	29.91%	8.31%	8.00%	9.78%	11.44%
总股本(百万股)	160.00	215.00	279.50	279.50	279.50

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 中高档女鞋市场具有渠道壁垒较高、补货周期长短决定企业实力和销售的特点，这些特点使得企业难以超越发展，与百丽较大的差距难以明显缩小；
- 公司稳健经营、新品牌索菲亚仍需时日培养，这些导致公司未来业绩平稳增长；
- 由于今年加大市场营销，费用增加较快、以及所得税优惠到期，业绩可能与 09 年相当；11 年后，净利润增速与收入增速相当，业绩平稳增长。

投资建议

- 根据我们的业绩预期，当前公司 10 年和 11 年动态市盈率分别达到 46 倍和 36 倍，即使明年索菲亚品牌经营超过我们预期，但今年业绩持平的可能性较大，公司估值偏高，因此我们下调投资评级，由买入调整为持有。

风险

- 公司存货偏高与之前过快扩张有关，也与女鞋市场特点有关，我们认为未来一段时间内公司存货仍将偏高。

相关报告

1. 《09 年年报点评》，2010.3.3
2. 《有广阔发展空间的女鞋品牌》，2010.2.1

张斌

 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

刘宇袖

 联系人
 (8621)61038285
 liuyx@gjzq.com.cn

公司具有一定实力，平稳发展是主基调

女鞋市场特点导致企业超越发展有难度

■ 中高档女鞋市场竞争相对缓和，渠道壁垒制约后来者

面对快速发展的国内市场，中国女鞋零售行业与品牌服装行业相比，发展相对落后，这种落后主要体现在：企业品牌经营水平相对较低；市场细分程度不高；大多数主流品牌风格不够明显，而是跟随每年的流行趋势变动产品风格；对时尚性的反应速度也不如服装快速。因而，女鞋市场竞争相对缓和，企业发展风险低于服装，但业绩弹性，特别是主打品牌的业绩弹性也弱于服装。

女鞋相对于服装而言，具有一定的饰品属性，同质性较高，时尚性不如服装，国内消费者对品牌认知度不高，习惯在商场中购买中高档女鞋，因此渠道对品牌发展制约较大。对于商场而言，女鞋坪效高于服装，因此往往店铺分布在一、二楼这样的黄金楼层；但女鞋同质化高，因此商场分配的柜台数量远少于服装。对于新的品牌，商场成为首先需要“攻克”的难关。

由于渠道限制，自然也使得女鞋企业难以完全照搬服装品牌发展的惯有途径：铺天盖地的广告营销、通过加盟商快速的开店来树立品牌和抢占市场，企业更多以持续稳定增长为主要发展模式。

■ 女鞋市场个性化逐渐增强，但行业变化仍需时日

近年来，随着消费者对时尚的追逐，女鞋时尚变化自然越来越快，这在一定程度上为后进品牌提供了较好的发展机遇，但女鞋同质化和商场为主仍将在相当长时间内存在，短期内难以明显改变。据百丽介绍，其旗下个性化最强的天美意近年来发展速度并不突出。

■ 快速补货能力成为企业发展的核心竞争力

女鞋时尚性稍弱，更为重要的是女鞋原料主要是真皮和 PU 革，品种少于服装面料，而且生产周期短，这使得女鞋企业根据市场流行时尚变化而补货的周期长短成为企业盈利和制胜的关键因素，补货周期越短，销售可能越好。如果要缩短补货周期，企业在市场销售情况掌握、信息反馈、研发、生产、物流、终端销售等所有环节之间的配合、衔接都要“高人一等”，补货周期的长短实质反映了一个企业管理团队的水平、制度和流程的完善程度、企业的核心竞争力高低，不是依靠某个人、某项技术或者某种产品就能改进和提高的，某种意义上表示了一个企业经营能力的历史沉淀和积累。加快补货绝非一日之功，非常类似于 07 年时我们对伟星和浔兴的分析和比较。百丽成为行业龙头，除了历史机遇和先发优势外，较快的补货能力是百丽认为成功的最关键因素。

■ 百丽仍将在未来占据行业领先地位，优势难以撼动

百丽在全国前十大女鞋品牌中占据 5 席，依靠的是先发优势、渠道优势、快速的补货能力（补单率约 45%，高于国内其它鞋类企业）、成功的多品牌运作能力（百丽、tata、思加图、天美意、百思图等是国内前十名）。今年以来，百丽逐渐加大时尚产品的推出力度，顺应鞋类产品时尚要求提高的变化，始终牢牢把握市场先机。百丽的优势使得相当一段时间内其它企业难以超越。

■ 打折是促销手段之一，由于定价机制不同于服装，毛利率影响不大

经济危机以来，女鞋打折频繁、力度较大，但女鞋终端定价不同于服装的成本加成，而是品牌经营者根据产品的成本、时尚度、可能的畅销程度和当时市场状况而定，如当前打折较多，标价相应提高以适应打折，保证售后实际毛利率没有明显影响。

公司具有一定实力，经营稳健，未来以平稳发展为主

星期六品牌销售额进入全国前十名，表明了经过多年经营公司具有较强的竞争实力。

面对女鞋市场特点和现状，以及百丽的强势地位，公司采取稳健发展、追随的经营策略，通过调研，我们没有发现公司有差异化的经营策略和强烈的超

越发展决心，最主要变化在于签约全智贤，市场营销力度加大。我们认为单纯依靠明星代言直接带动业绩增长的时代已经过去，公司加强营销力度的效果仍有待时间检验。

公司 03 年以来重点发展的新品牌索菲亚已经取得一定市场地位，今年上半年实现 9232 万元收入，同比增长 53.87%，但距离品牌真正成功仍有差距，即未来收入增速仍有较大的波动（09 年索菲亚收入增长 33.19%，低于预期）。

未来公司业绩增长仍更多依赖星期六品牌的发展，其中，星期六品牌更多着重于坪效提高，其次是店铺扩张，索菲亚和菲波利尔品牌更多着重于店铺扩张，69 品牌处于品牌初建阶段。

与百丽仍存在较大差距

图表1：公司与百丽 10 年中报关键指标对比

	百丽	星期六
上半年鞋类收入同比增幅	26.50%	6.80%
店铺数量变化	净增加421间，增长6.23%	增加179家直营店，公司没有披露09年底店铺数量。09年中期公司拥有1311家店铺，其中直营店945家
上半年毛利率提高幅度	3.9个百分点	2.04个百分点
存货周转天数变化	由09年的161天降至139天	由09年的290天增至358天
企业未来发展规划	店铺增速保持10%左右，同店增长保持15%左右	10年新增300家左右店铺，11年增加400-500家，保持收入30%左右增长
总结	百丽各项指标明显好于公司，而且未来发展规划基于当前良好状况，相对而言，公司要获得计划中30%增长，需要更多努力	

来源：国金证券研究所

存货偏高仍将存在，是未来发展的隐忧

公司 09 年和今年上半年报表显示存货较高，上半年存货为 5.67 亿元，较 10 年一季度又增加了 4600 多万，占公司总资产比重的 32.13%，由此计提了 317.82 万元存货跌价准备。从存货结构变化看，公司消化存货速度尚可，虽然上半年存货金额增加 1.3 亿元，但主要是来自于新开店铺备货和店铺多备货以促进销售，二年及二年以上的旧存货仅减少了 770 多万元。

公司存货偏高，一方面与上市之前过快扩张有关，但也由于女鞋随时补货、以及公司大部分店铺直营的缘故，公司大多是一年内存货，尚不至于严重影响未来经营和业绩。当然，我们也注意到公司 2 年内存货消化速度不快的事实，根据调研，公司并没有强有力的降低库存的计划，寄希望于随着规模扩大而库存趋于，因此，我们预计在今后一段时间内，存货仍将偏高。

我们仍维持之前业绩预期不变

公司上市以来，致力于增加店铺数量，这使得费用明显增加；今年中期签约全智贤，下半年继续加大营销投入，也相应增加费用；而由于店铺扩张主要还是索菲亚和 69 品牌所为，使得收入增幅略低于店铺数量增幅，再加上所得税优惠到期，我们预计下半年业绩仍将维持上半年状况，即净利润增幅远低于收入增幅，全年业绩可能与去年相当。2011 年后随着费用不再大幅飙升，净利润增速略高于收入增速。

投资建议

根据我们的业绩预期，当前公司 10 年和 11 年动态市盈率分别达到 46 倍和 36 倍，即使未来索菲亚品牌经营超过我们预期，但今年业绩难有超预期，我们下调投资评级，由买入调整为持有。