



东兴证券
DONGXING SECURITIES

盈利低于预期 扩张代价颇大

——星期六（002291）2010 年三季度报点评

2010 年 10 月 25 日

推荐/维持

星期六

财报点评

银国宏 策略分析师 职业资格证书编号: S1480109060847

程远 纺织服装行业分析师 010-6650 7313 13811494338 MSN: chengyuan0716@hotmail.com

事件:

公司在10月23日发布了2010年三季度财务报告, 公司10年第三季度实现收入2.36亿元, 同比增42.63%; 实现综合毛利率42.58%, 同比去年下降4.83个百分点; 实现净利润-0.02亿元, 同比下降112.56%。

公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入(百万元)	200.21	226.16	165.19	288.31	262.90	240.35	235.62
增长率(%)	3.72%			21.55%	31.31%	6.28%	42.63%
毛利率(%)	44.56%	45.80%	47.41%	49.41%	45.25%	53.66%	42.58%
期间费用率(%)	31.85%	27.07%	36.29%	26.55%	33.42%	33.93%	42.02%
营业利润率(%)	12.29%	16.70%	10.26%	17.25%	10.94%	17.90%	-0.23%
净利润(百万元)	20.85	32.67	14.65	45.67	24.35	32.67	-1.84
增长率(%)	2.13%			8.20%	16.80%	-0.02%	-112.56%
每股盈利(季度, 元)		0.204	0.068	0.212	0.113	0.117	-0.007
资产负债率(%)		51.39%	20.82%	24.19%	26.64%	19.66%	17.77%
净资产收益率(%)		8.56%	1.11%	3.34%	1.84%	2.30%	-0.13%
总资产收益率(%)		4.16%	0.88%	2.53%	1.35%	1.85%	-0.11%

评论:

积极因素:

- 公司今年第三季度收入同比大幅提升42.63%, 说明品牌、产品被终端消费场所认可, 因此公司仍然处在健康发展的势头中。

消极因素:

- 今年第三季度各女鞋品牌均搞了较大幅度的促销活动, 受此压力, 公司三季度毛利率大幅下降。
- 随着业务规模的扩展, 公司今年前三季度销售费用同比增长47.33%, 管理费用同比增长率53.26%。其中, 因为人员规模增加及各地工资水平提高导致销售人员薪酬支出增长了2248 万元, 因为公司加大广告投放力度使得促销及广告宣传费用增长了1492万元, 因为开新店较多导致店铺装修费用增长了1634 万元。

- 所得税率由上年的12.5%变更为25%导致所得税费用增长较大，仅前三季度所得税比上年同期增长了709万元，增长率59.24%；

业务展望：

公司今年前三季度累计新开直营店 296 家，新开加盟店 60 余家， 预计今年直营店开店总数在 330 家左右，明年直营店开店数量约 300-350 家。

开店区域方面，我们预计公司将在巩固二、三线市场的同时将渠道重心向下缓慢调整，从而进一步挖掘市场细分，享受三线区域的消费升级。

我们预计公司四季度毛利率将有所恢复，全年综合毛利率可达 47.8%，明年将稳定在 28%左右的水平。预计公司销售费用率和管理费用率四季度还将维持在高位，全年预计分别为 28%、7.5%，未来随着大量新开店逐渐开始贡献收入，费用率将逐步下降。

盈利预测

我们预计公司10-12年的EPS分别为0.33、0.53、0.84元，我们认为给予公司28-32倍的PE较为合理，对应11年预测业绩的股价区间为14.84-16.96元，考虑到公司渠道快速扩张和品牌大力建设所产生的效益将在未来几年渐进式地体现，维持“推荐”的投资评级。

表 1：星期六主要财务数据预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	880	1105	1471	1884
(+/-)%	14.43%	20.48%	37.07%	37.85%
经营利润（EBIT）	139	126	201	317
(+/-)%		-9.86%	59.84%	57.84%
净利润	114	93	149	235
(+/-)%	10.57%	-18.65%	61.39%	57.38%
每股净收益（元）	0.64	0.33	0.53	0.84

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，2008 年加盟东兴证券，目前从事纺织服装行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。