

星期六（002291）：调整中谋发展

增持（上调）

纺织服装行业 2010 年 12 月 22 日

孙妤

010-66045573

sunyu@txsec.com

事件描述：

12月16日，我们与星期六公司副总经理曾总进行了深入交流。

投资要点：

1、多品牌策略清晰，主品牌发展趋向均衡。

女鞋消费的个性化和时尚化等特征决定了制鞋企业多品牌经营对拉动销售的重要性。公司在上市之初，与其他鞋类公司类似，采取多品牌策略经营。但其旗下的五个自有品牌及二个独家代理品牌中，仅有核心品牌“ST&SAT”市场影响力较为突出，其他品牌规模均尚小且拓展经营策略不够明确。今年，为促进各品牌间的协同、联动，尽可能满足不同消费群体的需求，公司将在巩固“ST&SAT”核心品牌的同时，加快“SAFIYA”（青春休闲品牌）及“FONDBERYL”（正装品牌）的发展步伐，重点培育“69”品牌（中低端品牌）。

调研得知，目前公司正在品牌、渠道经营上做细微的调整，其中，第二大品牌“SAFIYA”主要突出在品牌开发上的调整，前期该品牌主打的“不对称”系列产品，因产品风格独特、单一，市场认知度不高，拖累销售业绩，对此公司今年将“ST&SAT”品牌的买手机制引进，吸纳外部优秀设计人才，推动“SAFIYA”品牌产品的适销度。第三大品牌“FONDBERYL”的调整则体现在渠道扩张上，公司已将其在“ST&SAT”门店配售体系中分化出来，实现独立经营，开设专属门店，截止至今年三季度末，“FONDBERYL”品牌所属门店共计120余家，考虑到目前该品牌规模尚小，预计后期增速将步入快行区间。“69”品牌定位中低端，有助于公司进一步挖掘细分市场。尽管目前“69”品牌尚处于经营的摸索期，门店数量仅有100家左右，但经营情况基本实现盈亏平衡。据公司披露，2012年“69”品牌门店将增加至300家，届时该品牌将形成较为稳定的供应和营销团队，以及清晰的品牌定位。我们认为公司品牌向中低层延伸，将利于扩大消费群体的覆盖面，并进一步提升市场份额。

2、渠道拓展符合预期，收入增长略高于我们此前的判断。

从目前的趋势看，预计公司今年全年新增门店300家，净增数量在220余家，其中前三季度新开直营店296家，新开加盟店60家，基本完成了全年的开店计划；明年公司计划新增门店300-350家，主要以开设“ST&SAT”品牌店为主，从而进一步巩固其市场份额。体现到销售收入上，根据前三季度和10、11两个月的销售情况来看，粗略估测，预计今年全年收入增长在26%-27%左右，略高于我们此前22%的增长预期。随着公司主品牌门店经营日趋成熟，品牌认知度提升，明年销售业绩存在进一步提升的空间。

3、高存货问题有所改善。

备受市场关注的高存货问题，公司正试图通过对老产品重点处理，对新产品从设计到销售逐层监控，进行消化及管控。整体而言，结合三季度存货数据来看，公司的存货压力有所缓解，呈现趋好迹象。首先，在开发端，买手机制的引进将精细产品设计及对时尚度把握的精准度，促使产品实现适销对路；其次，在供货端，首单、补单比例的调整可有效地控制新增存货的出现；另外，在零售端，营运效率的提升使公司可在第

一时间掌握终端消费现状，从而及时实施相应对策，减少存货出现的可能性。

4、一扫阴霾，尚待时日。

根据目前的情况看，尽管明年公司经营具备转好的条件，但仍存在一定的不确定因素。主要体现在以下四个方面：1) 费用支出将持续增长。参考品牌服装行业发展特点不难看出，处于快速成长期初期的公司，随着渠道扩张加速，建店及广告支出费用均会保持增长态势，因此，我们认为未来2-3年内，公司费用出现明显下滑的可能性不大，但费用率会维持在一个较为稳定的水平。2) 行业内非健康的打折让利活动或将吞噬公司盈利。因女鞋行业同质化竞争趋势明显，价格优势就成为笼络消费者的重要手段。但与往年不同，今年行业内打折促销活动的主体由商场与企业间的合作演变为企业间的价格战，这不仅使公司在活动期间丧失了商场给予的扣点优惠，同时非良性的竞争亦压低公司毛利率水平。3) 存货问题虽改善，但历史遗留的过季产品全部被消化仍需一段时间。4) 从供货端通过调整首单、补单比例对存货实施控制，对公司补货能力提出考验，该策略的具体成效仍需在公司后期的经营中验证。

5、盈利预测与投资评级：

预计今年公司业绩出现转机的机会不大，我们维持此前的判断，全年净利润同比下滑5.62%，EPS为0.38元。但考虑到2010年公司品牌策略的调整，将有助于未来多个主品牌实现均衡发展，且新增店面销售业绩及广告宣传效益将在2011年集中体现，加之今年经营现状为明年营造了业绩低点，我们预计2011-2012年公司净利润增速分别有望达到33.12%和35.97%，EPS分别为0.51元和0.70元，以昨日收盘价19.82元计算，对应的动态市盈率分别为39倍和28倍。出于对明年公司业绩会出现转机的期待，我们暂上调公司的投资评级至“增持”，建议积极关注。

附表. 星期六盈利预测 (万元)

报告期间	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	87,987	110,986	145,836	192,858
营业收入增长率	14.43%	26.14%	31.40%	32.24%
减：营业成本	46,632	58,417	75,204	98,542
综合毛利率	47.00%	47.37%	48.43%	48.90%
营业税金及附加	2	1	3	3
资产减值损失	2,302	1,100	1,700	2,000
销售费用	20,281	29,411	39,376	52,457
销售费用率	23.05%	26.50%	27.00%	27.20%
管理费用	4,993	7,270	9,479	12,632
管理费用率	5.67%	6.55%	6.50%	6.55%
财务费用	874	666	875	1,119
财务费用率	0.99%	0.60%	0.60%	0.58%
期间费用合计	26,147	37,347	49,730	66,208
期间费用率	29.72%	33.65%	34.10%	34.33%
投资净收益	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
二、营业利润	12,904	14,122	19,199	26,105
营业利润率	14.67%	12.72%	13.16%	13.54%
加：营业外收入	189	310	0	0
减：营业外支出	22	10	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	-	-	-
三、利润总额	13,072	14,422	19,199	26,105
减：所得税费用	1,687	3,678	4,896	6,657
四、净利润	11,384	10,744	14,303	19,448
净利润率	12.94%	9.68%	9.81%	10.08%
归属母公司净利润	11,382	10,744	14,303	19,448
归属母公司净利润增长率	10.57%	-5.60%	33.12%	35.97%
少数股东权益	3	0	0	0
EPS (全面摊薄/元)	0.41	0.38	0.51	0.70

资料来源：公司公告、天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%---(+) 5%
4	减持	(-) 5%---(-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100