

买入 首次

星期六 (002291)

2011 年 6 月 30 日

子品牌培育现成效，高库存消化需时日

2011 年 06 月 29 日收盘价: 11.36 元

6 个月目标价: 13.75 元

纺织服装业分析师: 卢媛媛

SAC 执业证书编号: S0850511030004

lyy5991@htsec.com

021-23219610

星期六是我国第三大品牌女鞋生产企业，旗下拥有“星期六”、“索菲特”、“菲伯丽尔”和“69”品牌，产品系列较为丰富，各品牌定位错落有致。女鞋行业在一、二线城市的市场集中度较高，结合女鞋的渠道特点和行业竞争状况，公司近年来依托“星期六”品牌运作优势，加快“索菲特”、“菲伯丽尔”和“69”品牌的发展速度，力求开辟新的利润增长点。我们认为新品牌经过几年来的运作，门店数量已经有较大幅度的增长，预计未来几年新品牌利润贡献占比将逐年增大。预计 2011-2013EPS 分别为 0.37、0.55、0.75 元，给予 2012 年 25 倍 PE，年底目标价 13.75 元，“买入”评级。

1. 多品牌是公司未来持续高速增长的路径。

公司主要品牌有“ST&SAT”（星期六）、“SAFIYA”（索菲娅）、“FONDBERYL”（菲伯丽尔）、“MOOFFY”、“RIZZO”、“69”等自有品牌以及代理的国际品牌 Killah。未来公司将集中主要资源发展“星期六”、“索菲亚”，“FBL”和“69”品牌。从品牌结构来看，这 4 个品牌风格不同，分别对应不同的消费群体，价格定位错落有致，特别是“69”品牌在价格上填补了公司现有产品的价格空白。

虽然公司老品牌“星期六”销售占比和利润占比都很高，但单品牌有增长瓶颈，公司未来持续发展必须通过新品牌突破来获得。由于女鞋的渠道主要依靠百货商场、因此女鞋行业在一、二线城市的行业集中度特别高，行业竞争环境较恶劣，创建新品牌绝非易事。公司是目前国内女鞋唯一的 A 股上市公司，后续有多家鞋企计划上市，对于公司来说必须抓住目前在资金上的优势，迅速做大做强新的子品牌已获得先发优势。

从行业龙头百丽的发展路径来看，其近年来的高速发展也是依靠不断并购发展子品牌实现的。2010 年百丽鞋类销售收入为 146 亿元，接近公司销售收入的 13 倍，但是单就“星期六”和“百丽”单品牌来说，“百丽”品牌 2010 年门店数为 1500 多家，“星期六”品牌的门店数为 650 家左右是“百丽”品牌的二分之一，两者差距并没有企业整体销售差距那么大，因此百丽的增长多是来源于子品牌的增长。目前，“星期六”品牌的运营非常健康，但是公司需要居安思危，如果星期六品牌达到饱和后再拓展新品牌，就错失子品牌发展的机会了，因此近 3 年公司外延扩张的重点在子品牌的发展上，以索菲亚、FBL 和 69 子品牌为主。

在子品牌的选择上，公司是针对子行业的竞争状态决定的。索菲亚的产品定位是运动休闲，目前直接竞争的只有“奥卡索”品牌，这个品牌定位较好，细分市场竞争不是十分激烈；FBL 品牌定位与星期六品牌类似，是公司的渠道品牌，与星期六的差异是 FBL 更偏正装，如果星期六品牌对应“百丽”品牌的话，那么“FBL”品牌则对应“她他”品牌。“69”品牌的定位类似“达芙妮”，消费人群更年轻，单鞋零售价格在 120 元左右，2010 年刚刚推出，采取街店形式以加盟为主。我们看好“69”品牌，该品牌的推出有利于公司渠道下沉，填补公司现有产品价格空白，以及迅速扩大公司销售收入。

2. 子品牌渡过初期培育阶段，业绩出现拐点。

按照募投资金投放计划，公司门店的外延扩张稳步进行着，平均每年新开 300 家门店左右。2010 年“FBL”品牌新开门店 80 家，“星期六”品牌新开门店 110 家，索菲亚新增门店 100 家，截止 2010 年年底公司直营门店总数 1200 家多家。2010 年关店 110 家，其中 80%是子品牌门店，说明公司在新品牌渠道建设过程中遇到较大的挑战。我们估计截止 2010 年年底，“索菲亚”品牌拥有直营店铺超过 300 家，已经渡过品牌初期培育阶段，并开始贡献利润。“FBL”品牌拥有直营店铺超过 150 家，已经接近品牌的盈利平衡点。

在渠道扩张模式方面，除了 69 品牌以街铺为主，FBL 和索菲亚品牌的销售渠道仍然以商场为主。公司目前子品牌渠道扩张主要依托星期六在商场渠道的优势，我们估计目前新开门店中 70%的门店是依托星期六品牌的原有渠道。由于女鞋行业对百货商场渠道的依赖性较强，成熟商圈百货柜面十分紧俏，因此给公司子品牌拓展带来较大困难，行业特性是近年来公司子品牌关店率较高的主要原因。

2011 年公司 1 季度销售收入增长略低于市场预期，我们认为主要原因是 2011 年春节较早，销售旺季提前到元旦，另外气候反常，影响了棉靴的销售。2011 年 2 季度，“五一”商场折扣活动暂停，间接提升了公司的零售价格，预计公司毛利率二季度有所提升。公司费用增长较快与新开门店较多有关，新开门店装修费用在开店当月一次性摊销，另外新增门店销售人员较多，人工费用占销售费用比例最大。公司未来仍将保持高速的外延扩张，我们预计公司的费用率下降的可能性较小。

总之，公司未来增长主要依靠子品牌的增长，目前“索菲亚”和“FBL”品牌经营状况较好，公司业绩存在拐点。

3. 新店备货、判断失误共同作用，导致库存持续高企。

公司目前的存货是历史上最高的。主要原因有公司销售策略上的失误也有新店备货的原因。2009 年公司新开门店较少，管理层希望上市后继续保持较高的增长速度，采取了多堆货的销售策略，造成渠道库存较高。2010 年开始重启快速开店计划，新开店备货库存增加。另外，公司供应链管理也存在一些问题，公司部分工序外包，如鞋面工序就外包，导致供应链反应速度不够迅速，一旦遇到终端市场发生变化，在生产上不能自主造成存货过大。目前，公司全年有 6 次订货会以提高公司产品开发准确率。并尽量降低首单订货比例，增加补货次数。

按品牌分存货以“星期六”品牌占大多数。按品类分，库存以秋冬库存为主，相较单鞋和凉鞋，冬季棉靴的款式变化小，因此棉靴滞销的可能性小。从存货账龄看，1 年期账龄库存占比 70%。库存消化仍然以现有渠道为主，A 类店主要销售新货，B 类店有 20%-30%旧款销售，C 类店以旧款为主，消化库存的促销都以不亏损为前提。另外，各销售分公司还会组织不定期特卖专场活动消化库存。

4. 股权激励影响。

公司此次股权激励采取限制性股票的方式。采取此种方式的好处是监管审批较容易，缺点是发行数量较小。此次股权激励主要是为了激励一线销售人员而设立，销售骨干平均持股 5-6 万股。首期授予业绩条件为 2011 年净利润较 2010 年增长不低于 20%，因此股权激励为 2011 年业绩提供了安全边际。另外，获授管理人员在每次解锁日按照当日股价计算缴纳个人所得税，对于公司高管来讲，缴税日后还有 3 年的禁售期，因此在禁售期高管需要承担二级市场风险，因此限制性股票计划对于高管来说，数量较小，获得收益时间较长，对公司短期股价影响偏正面。

5. 投资建议。

公司未来增长主要依靠子品牌的增长，目前索菲亚和 FBL 已经实现盈利，公司业绩存在拐点。但子品牌在产品结构和新店开拓方面还需要与市场磨合，还没有迎来利润快速增长的时期。由于公司新店开办费用在开业当月计入当期费用，与行业其他公司摊销处理的方式不同，因此在销售网络扩张初期销售收入增长高于利润增长，但是新店业绩稳定后利润将出现

爆发式增长。预计 2011-2013EPS 分别为 0.37、0.55、0.75 元，给予 2012 年 25 倍 PE，年底目标价 13.75 元，“买入”评级。

风险提示：子品牌仍需市场认可，关店率较高的风险；销售费用高企不下的风险。

表 1 星期六合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	769	880	1143	1429	1823	2274
营业成本	424	466	601	738	953	1204
营业税金及附加	0	0	1	3	4	5
销售费用	163	203	320	407	474	546
管理费用	45	49	59	80	91	106
财务费用	7	9	7	(3)	12	25
投资收益	(0)	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	12	23	21	(25)	(25)	(25)
其他收入	(24)	(47)	(43)	0	0	(0)
营业利润	118	129	133	178	263	363
营业外净收支	1	2	3	1	1	1
利润总额	119	131	137	179	264	364
所得税费用	16	17	36	45	66	91
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	103	114	100	134	198	273
全面摊薄每股收益(元)	0.28	0.31	0.28	0.37	0.55	0.75

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

卢媛媛：纺织服装业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：美邦服饰（002269）、凯撒股份（002425）、际华集团（601718）、步森股份（002569）、星期六（002291）、搜于特（002503）、富安娜（002327）、九牧王（601566）、鹿港科技（601599）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。