

服装 II

星 期 六 (002291.SZ) / 11.36 元

库存费用兼治，业绩拐点方见

事 项

近期，我们调研了星期六，并就公司的竞争策略、未来规划与高管进行了沟通。

主要观点

1、女鞋行业对商场渠道的依赖性决定：“先行龙头”优于“后起之秀”。我们认为，由于女鞋行业集中度较高，且企业多定位为“全国性品牌”，女鞋比品牌服装对商场渠道的依赖性更强；因此，一方面受制于商场的稀缺性和饱和度、以及品牌同商场的谈判能力，女鞋品牌、特别是后发女鞋品牌的外延扩张空间相对受限；另一方面，先发享受上市效应的龙头企业在占据商场渠道上有较大壁垒优势，从而后发小规模公司未必能取得高增长。

2、星期六与百丽的主要差异。（1）三四线市场的下沉。星期六和百丽的主要差异不在一二线市场，而集中在三四线市场的争夺。（2）子品牌的盈利能力。星期六和百丽的主要差异不在核心品牌，而在于子品牌。索菲亚、菲伯丽尔和69品牌是目前的拓展重点。（3）供应链管理。星期六在促销策略、补货速度以及存货周转率方面尚有较大改善空间。（4）商场回款速度。星期六的应收账款周转天数为84天，而百丽为30天，达芙妮为11天。

3、决定公司业绩拐点的两点问题。（1）存货积压清理；（2）费用控制。这两点问题的成因在于上市前的堆货策略、费用压缩的集中释放，与上市后渠道的快速扩张。未来业绩拐点取决于新店的扭亏速度与子品牌的业绩贡献能力。

4、盈利预测和建议。公司一季度业绩低于预期主要由于天气异常及公司供应链反应能力不足。在公司“抢占时机培育子品牌”的思路下，费用高、存货高、净利润增速低于收入增速的情况将维持，但我们估计随着子品牌的成熟、规模效应显现该情况可能会逐渐改善。目前索菲亚和菲伯丽尔品牌已基本扭亏，而公司业绩拐点的显现还需取决于费用控制和库存消化情况。我们给予公司2011-2013年EPS0.35、0.43、0.52元，对应目前估值32倍，暂不评级。

5、风险提示。（1）库存消化低于预期的风险；（2）人工成本上涨风险；（3）多品牌经营风险。

证券分析师： 区志航
 执业编号： S0850209050634
 Tel： 0755-82828559
 Email： ouzhihang@hczq.com
 联系人： 唐爽爽
 Tel： 021-50157562
 Email： tangshuang@hczq.com

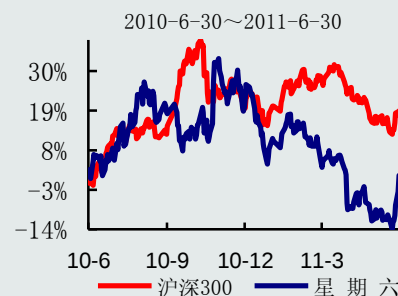
投资评级

投资评级： 暂不评级
 评级变动： 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	36335
流通 A 股/B 股(万股)	12134/0
资产负债率(%)	23.60
每股净资产(元)	5.32
市盈率(倍)	161.00
市净率(倍)	2.14
12 个月内最高/最低价	20.78/9.62

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、 女鞋行业对商场渠道的依赖性决定：“先行龙头”优于“后起之秀”

（一） 商场专柜渠道成为女鞋品牌竞争的焦点

我们认为，女鞋比品牌服装对商场渠道的依赖性更强：

一方面，我们认为，渠道具有“路径依赖性”。早期的强势服装品牌走的是“双管齐下”之路，即自建渠道与商场渠道相结合，从而品牌服装的“区域性”特征更明显；相形之下，女鞋企业大多从一开始就打造“全国性”品牌，因此对商场渠道依赖性更强。

另一方面，女鞋的行业集中度高于服装。对于定位于中高档的女鞋和品牌服装，商场专柜对提升品牌形象有较大作用；而由于女鞋行业集中度更高，所以女鞋比品牌服装对商场的依赖性更强。目前女鞋行业、特别是中高档女鞋行业接近正装行业，已度过了激烈竞争期，行业格局基本稳定，前十大品牌的市场份额约为 38%，单品牌市场份额第一的百丽占比达 12%，接近于正装龙头雅戈尔的份额（15%），较其后的达芙妮（6%）、星期六（3%）拉开较大差距。

（二） 商场渠道的稀缺性对女鞋品牌的影响

一方面，受制于百货商场的稀缺性和饱和度、品牌同商场的谈判能力，女鞋品牌、特别是后发的女鞋品牌外延扩张空间相对受限；当然，我们也认为，商场仍有一定的区域性扩张空间，且新的百货形态如 shopping mall 仍会随着消费升级而不断涌现。

另一方面，资金实力较强、品牌谈判实力较强，特别是先发享受上市效应的龙头企业在占据商场渠道上就有较大壁垒优势。我们估计，目前女鞋行业的一线商场扣点约为 25-30%，二三线商场约为 10-20%。

因此，女鞋行业发展的阶段特征（发展后期、增速相对放缓、市场集中度不断提升）、以及渠道的稀缺性决定了女鞋品牌做量较为困难，而更应注重精细化管理，从而提升盈利能力。因此我们认为，后发小规模公司未必能取得高增长，而品牌美誉度高、资金实力强、在商场渠道上具有先发优势的龙头公司更具优势。

二、 星期六与百丽的主要差异

（一） 三四线市场：龙头更具扩张优势

我们认为，星期六与百丽在一二线市场的差别并不大，差距主要集中在三四线市场的争夺；而三四线市场的扩张效果则取决于品牌知名度的覆盖率。我们认为，三四线的消费群体在时尚信息方面略有滞后，而其消费心理更多体现为一种“名牌意识”，而非“品牌意识”，二者的差别在于，三四线消费群体更重视品牌的知名度、曝光率，而对品牌体验、品牌风格与自身定位的理解和辨别能力则尚不充分。因此，我们认为，对三四线城市的市场扩张来说，“传媒广告”最为有效。

一方面，作为龙头品牌的百丽知名度更高，在渠道下沉方面较其他品牌更有优势，星期六目前在三线地区的下沉仅涉及珠三角和长三角地区，内地的三线地区更多依靠加盟商。另一方面，星期六品牌的宣传主要依靠渠道，而非大众传媒，覆盖率偏低，未来将加大广告投入。

（二） 子品牌：星期六的子品牌尚在培育期

我们认为，由于渠道的单一性，女鞋的多品牌经营难度要略小于服装，而且相较于单品牌运作的公司来说，多品牌能够提高与商场的谈判能力、提高与供应商的议价水平、丰富消费群。

我们分析，目前星期六和百丽的主要差异不在核心品牌，而在于子品牌。星期六目前的战略是主力扩张索菲亚和菲伯丽尔 2 个子品牌，而非将已成熟的星期六品牌做得更大更强。我们认为，公司类似于“木桶原理”的策略是较为合适的，因为伴随着百货商场在三四线城市的扩张、以及购物中心这种新兴商业模式的拓展，一旦错过这一轮抢占机会，子品牌与百丽旗下子品牌的差距会更大。而走单品牌路线的千百度、接吻猫等公司近来也在推出与主品牌差异较大的子品牌；相较这些未上市品牌来看，星期六则具备资金优势和先发优势。

星期六采取与百丽差异化竞争的策略，以“时尚”为特色，主要区别在于：百丽覆盖人群更广，定位在“大众流行”；而星期六受众面要略小，突出产品的时尚设计和款式更新频率。星期六目前涵盖 8 个品牌，中期重点放在 4 个品牌。其中，星期六品牌已基本成熟，具备了同百丽竞争的實力；但其他子品牌同百丽的差距仍较大，需要一定的培育期；索菲亚和菲伯丽尔初步具备了在区域市场进行扩张的条件；我们估计一季度分品牌增速情况为：星期六品牌 20%，菲伯丽尔品牌 40%，索菲亚品牌 30%，其他子品牌为负增长。

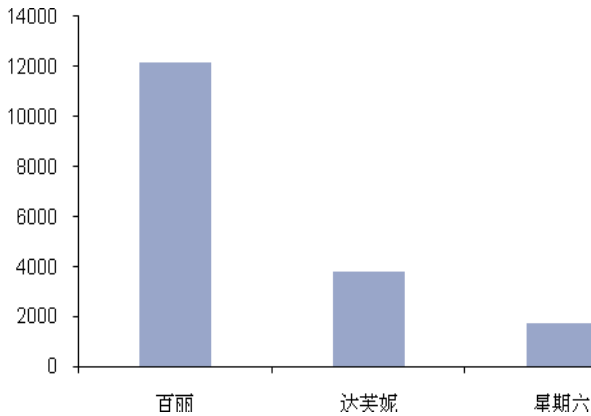
图表 1 星期六多品牌概况

品牌	风格	定位	均价（元）	收入规模（亿元）	毛利率（%）
星期六（ST&SAT）	时尚	20-35 岁年轻时尚女性	400-600	6.3	52.7
索菲亚（SAFIYA）	运动休闲	18-35 岁年轻时尚女性	300-500	2.2	49.6
菲伯丽尔（FONDBERYL）	白领时尚	25-40 岁白领女性	500-800	1.2	48.0
69（SIXTYNINE）	年轻时尚	18-28 岁女学生、上班族	100-200	1.3	30.4
MOOFFY	高端时尚	25-40 岁成功女性	1000-2000		
RIZZO	休闲时尚	18-35 岁年轻时尚女性	400-600		
Killah	年轻时尚	18-35 岁年轻时尚女性	700-900		
Baldinini	高端时尚	25-40 岁成功女性	3000-5000		

资料来源：公司公告，华创证券

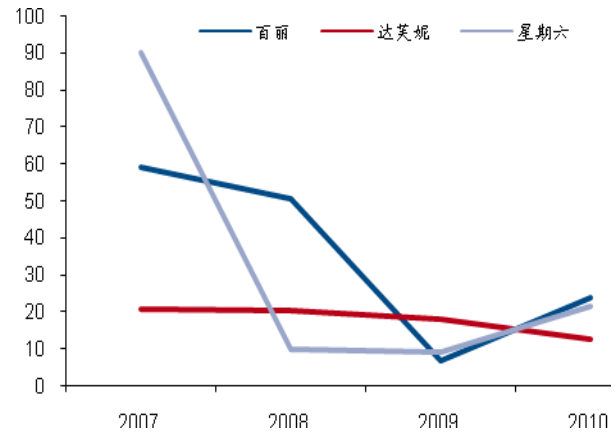
截至 2010 年，公司共有店铺 1713 家，其中自营店 1277 家，分销店 436 家，渠道增速维持在 20%。相较百丽 12139 家、达芙妮 3789 家规模来说，星期六外延扩张空间较大。我们预计女鞋企业单品牌渠道做到 300 家以上时可以开始盈利，500 家以上时品牌对渠道有较强的谈判能力，1000 家以上时基本可以成为成熟品牌。

图表 2 女鞋企业渠道规模比较（家）



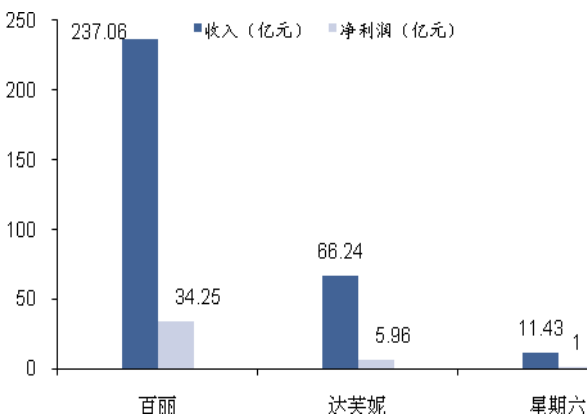
资料来源：公司公告，华创证券；数据截止至 2010 年

图表 3 女鞋企业渠道增速比较（%）



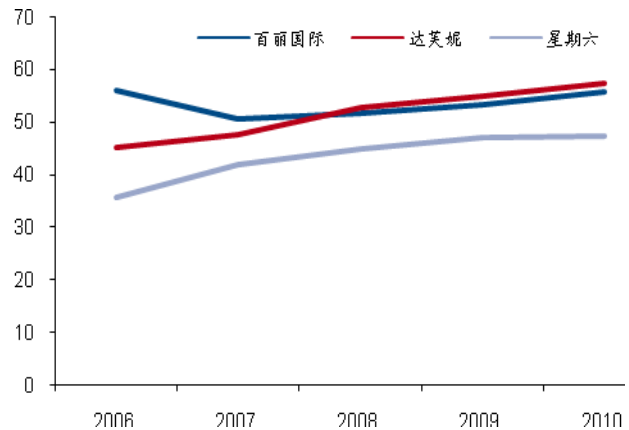
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 女鞋企业收入和净利润规模比较（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券；数据截止至 2010 年

图表 5 女鞋企业毛利率比较（%）



资料来源：公司公告，华创证券

（1）星期六品牌

目前星期六品牌已基本成熟，在一二线城市覆盖率较高，渠道规模约为 1200 多家。公司按照 ABC 三类划分门店，A 类全部为新货，B 类门店中旧款占 2-3 成，C 类门店以旧款为主，定位为社区百货，常年打折。我们估计星期六品牌的 C 类店单店收入约为 80 万以上，盈利水平较高的成熟 A 类店可达 400-500 万，从而平均单店收入约在 200-300 万，其中成熟占 70%左右，我们估计同店增长在 10%以上。

我们认为，女鞋与品牌服装的一个不同之处在于：由于女鞋对商场渠道的依赖较强，而对商场的谈判能力又取决于品牌知名度，这就使得在进入新渠道、以及三四线渠道下沉方面，成熟品牌比新品牌更有优势。目前星期六品牌进驻新商场较多，而索菲亚和菲伯丽尔多是在星期六的成熟渠道去运作。

（2）索菲亚品牌

相对于星期六品牌来说，索菲亚定位的运动休闲市场竞争程度相对较小，以百丽旗下的天美意来说，品牌经历 5 年培育期成熟，3 年后市场占有率已达到第二，市场相对宽松。目前索菲亚品牌已度过 5 年培育期，产品以“非对称设计”为特色，突出时尚定位，主要竞争对手

是天美意和奥索卡。2010 年索菲亚约新增店铺 100 多家，共有 380 多家店。

（3）菲伯丽尔品牌

菲伯丽尔品牌风格更偏正装，时尚元素的运用更符合上班族，是一个更细分化的渠道品牌。渠道方面定位在中心城市，与星期六的渠道重合度较高，类似于 Tata 与百丽的关系；但不同的是，菲伯丽尔定位为做量，而不是做品牌形象，从而对商场位置要求没有那么严苛，单店销售量也比星期六品牌要低。2010 年菲伯丽尔约新增店铺 80 多家，共有 180 多家店。我们估计菲伯丽尔目前成熟店的单店收入约为 100 万。

（4）69 品牌

69 品牌定位在中低端，产品线更加丰富，面向 10-20 岁消费群体，和达芙妮处在同一个价格带，与星期六品牌定位差异较大。在渠道方面，69 品牌不进入百货商场，而是进入社区百货和超市，目前约有 100 多家店，公司计划快速扩张，在 3 年内建立 300 家店，到 2012 之前公司暂不对其提出业绩要求。

（三）供应链管理：星期六从“零售商”发展而来

在供应链方面，依然存在“路径依赖”的问题。百丽由代工发展而来，而星期六则从零售起家，因此二者在供应链上是有差异的，目前星期六的自产比例占到 70%，为了弥补补货能力的不足，公司已将订货会从 4 次提高到 6 次。我们认为，相较于自产比例来说，更重要的在于产品开发的准确度和终端营运效率，补货能力与库存管理能力对星期六至关重要。根据公司的市场调查结果，约 80%的消费者是能够接受公司产品的，但终端销售情况仍会受到影响的原因在于：

1. 定价策略

我们认为，女鞋的需求价格弹性较高，终端销售人员需要快速的市场反应能力和较高的促销定价能力；价格调整幅度在 100 元左右，可能对销量的促进作用就较大。

2. 上货速度

我们认为，女鞋的季节性和假日效应较强，通常春节过后就是女鞋销售的一个高峰，需要快速的供应链反应能力，让新品第一时间上架销售；但就星期六来看，配送体系需改善的空间较大，会出现产品在途、未发送至分公司仓库的情形，“黄金周”一周未能及时把握，对当季销售损失就会产生较大影响。

（四）商场回款速度

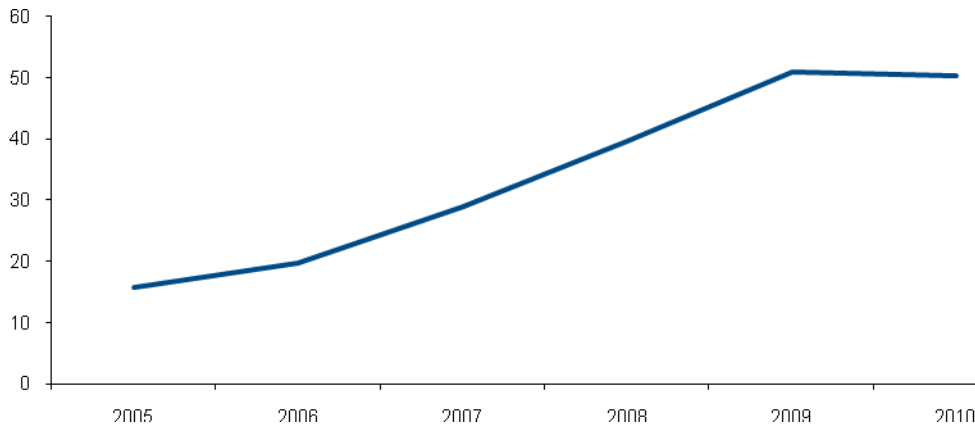
2010 年星期六的应收账款周转天数为 84 天，而百丽为 30 天，达芙妮为 11 天。我们估计，目前星期六与商场签订的合约多为 45 天进行月度结款，相当于 75 天的回款速度，但实际情况存在滞后。

三、 决定公司业绩拐点的两点问题

（一）存货清理

截至 2011 年一季度，星期六的存货为 6.49 亿，存货的收入占比从 2005 年的 15% 增加到 2010 年的 50% 左右，一季度存货同比增速在 25%，环比增速为 13%；从存货周转天数来看，星期六为 305 天，百丽为 152 天，达芙妮为 128 天。在上市前，星期六的存货周转率是行业最高的，但上市之后存货周转率下降幅度较大是因为：

图表 6 星期六存货/收入比例 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

1. 收入规模差异

2010 年百丽的收入规模为 237 亿，达芙妮为 66 亿，星期六为 11 亿，星期六同二者规模差距较大，不在一个数量级上，而且百丽近些年仍在集中精力进行渠道拓展。

2. 子品牌扩张较快且尚不成熟

从存货结构来看，存货中 2/3 是子品牌产品，这一方面是因为子品牌的扩张速度较快，菲伯丽尔品牌从 2009 年的 100 家增加到 2010 年的 180 家左右，增速维持在 80%-90%。所以如果单独用星期六品牌的存货周转去和百丽去比，二者相差不大。另一方面则因为我们在上文分析中提到的，子品牌尚不成熟，预计 2012 年才能贡献利润。

3. “堆货”的销售策略

星期六上市之前适逢金融危机，在这样的背景下公司开店谨慎，而为了保证业绩增速，采取了“堆货”策略，即在渠道总数不增加的情况下，每个店多上货。

公司对于存货的处理方式主要分为正卖和特卖场（特卖场即成本价倾销）。目前公司主要控制两年期以及两年期以上的存货。（1）正卖：分产品来看，秋冬女靴由于款式变化不大，压力相对较小，折扣约在 6-7 折；存货控制重点主要在于凉鞋，一旦当季出现库存积压，就要尽快清理。（2）特卖场方面，取决于分公司的执行力。我们认为，目前分公司人力紧缺，可能会影响特卖场的执行力度；如果分公司交由商场来做，渠道费用增加较多。

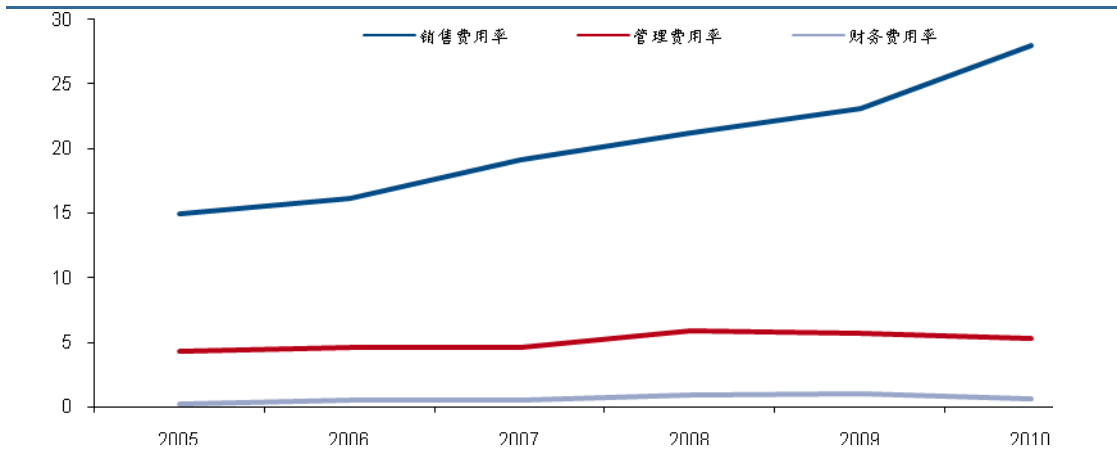
（二）费用控制

2010 年公司的费用继续高企，我们认为，一方面是由于公司上市前所**压缩费用的集中释放**；另一方面则归因于公司**渠道的快速扩张**带来以下几方面的费用高企：

人工费用。2010 年公司新增 292 家店，相应新增配置 916 名人员，占现有人员的 20%，2010 年人工费用约增加 4186 万元；**装修费用。**我们估计公司单店装修费用约为 7 万元，去年新开 402 家店，净开 292 家，装修费用一次性摊销，约为 1951 万元；**铺货费用。**我们估计单

店铺货费用约为 30 万以上，从而新增 9000 万元左右；**管理费用**。由于公司股权激励政策的实施将增加管理费用 2180 万，以 4 年摊销计算，我们预计 2012-2013 年将是一个集中释放期，预计约为 890-900 万/年。

图表 7 星期六费用率 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

我们认为，快速扩张带来的费用高企是合理的，关键在于新店的扭亏速度；由于女鞋主要依靠商场渠道，而商场整体经营管理水平高于自建门店，因此女鞋新店盈利速度要快于服装，我们预计星期六新开店基本 6 个月可以盈亏平衡。

四、盈利预测

公司一季度业绩仍略低于预期（市场预期 30% 以上），主要是因为：（1）旺季提前到来，春节期间的峰值提前至元旦，旺季销售在 2010 年 12 月-2011 年 1 月已提前反映；（2）“千年极寒”失约，棉靴销售低于预期。

从二季度来看，一方面，公司开店集中在二三季度，而商场在二季度进行柜台调整影响公司开店计划；另一方面，发改委的限价政策使得商场促销活动减少，因此尽管处在淡季，我们预计公司毛利率却可能会维持稳定；我们估计 4 月单月增速约为 30%；而三季度产品集中在毛利率较低、促销活动较多的凉鞋，我们估计毛利率将下降。

总的来看，在公司“抢占时机培育子品牌”的思路下，我们认为短期内费用高、存货高、净利润增速低于收入增速的情况将维持，但我们估计随着子品牌的成熟、规模效应显现该情况可能会逐渐改善。目前索菲亚和菲伯丽尔品牌已基本扭亏，而公司业绩拐点的显现还需取决于费用控制和库存消化情况。我们给予公司 2011-2013 年 EPS0.35、0.43、0.52 元，目前对应估值 32 倍，暂不评级。

五、风险提示

- （一）库存消化低于预期的风险；
- （二）人工成本上涨风险；
- （三）多品牌经营的风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1586	1745	1886	2043
现金	623	1003	1069	1202
应收账款	314	235	257	269
其它应收款	11	11	11	11
预付账款	38	35	36	36
存货	574	442	488	501
其他	27	18	24	23
非流动资产	213	205	202	199
长期投资	0	0	0	0
固定资产	103	98	93	87
无形资产	24	24	25	26
其他	86	83	85	86
资产总计	1799	1950	2088	2242
流动负债	337	371	365	336
短期借款	164	138	156	153
应付账款	10	22	20	17
其他	164	211	190	166
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	337	360	344	308
少数股东权益	0	0	0	0
股本	280	363	363	363
资本公积金	889	805	805	805
留存收益	294	421	576	766
归属母公司股东权益	1462	1589	1744	1934
负债和股东权益	1799	1950	2088	2242

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-196	420	75	156
净利润	100	127	155	190
折旧摊销	13	7	8	8
财务费用	7	7	9	11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-329	267	-97	-48
其它	13	12	1	-4
投资活动现金流	-133	-2	-3	-3
资本支出	133	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-2	-3	-3
筹资活动现金流	39	-38	-6	-20
短期借款	-0	-26	17	-3
长期借款	0	-11	-10	-7
普通股增加	65	84	0	0
资本公积增加	0	-84	0	0
其他	-25	-1	-13	-10
现金净增加额	-290	381	66	133

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1143	1461	1780	2203
营业成本	601	744	902	1112
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	320	424	520	648
管理费用	60	95	119	154
财务费用	7	7	9	11
资产减值损失	21	19	21	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	133	171	208	257
营业外收入	3	2	2	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	137	173	211	259
所得税	36	46	56	69
净利润	100	127	155	190
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	100	127	155	190
EBITDA	154	186	225	276
EPS（元）	0.28	0.35	0.43	0.52

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	29.9%	27.8%	21.9%	23.7%
营业利润	3.4%	28.4%	21.6%	23.1%
归属母公司净利润	-11.9%	26.9%	21.5%	23.0%
获利能力				
毛利率	47.4%	49.1%	49.3%	49.5%
净利率	8.8%	8.7%	8.7%	8.6%
ROE	6.9%	8.0%	8.9%	9.8%
ROIC	10.3%	18.3%	19.7%	22.9%
偿债能力				
资产负债率	18.7%	18.5%	16.5%	13.7%
净负债比率	48.65%	37.18%	39.68%	41.33%
流动比率	4.71	4.70	5.17	6.08
速动比率	3.00	3.49	3.80	4.57
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.78	0.88	1.02
应收账款周转率	4	5	7	8
应付账款周转率	32.71	47.36	43.50	60.83
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.35	0.43	0.52
每股经营现金	-0.54	1.16	0.21	0.43
每股净资产	4.02	4.37	4.80	5.32
估值比率				
P/E	46.26	47.38	38.98	31.70
P/B	3.17	3.79	3.46	3.12
EV/EBITDA	36	30	25	20

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801