

服装 II
星期六 (002291.SZ) / 8.69 元

库存费用，持续跟踪

事项

公司公布 2011 年第三季度季度报告，2011 年 1-9 月实现营业总收入 8.85 亿元、净利润 0.56 亿元，分别比去年同期增长 19.87% 和 0.66%。EPS 为 0.15 元。预计 2011 年全年归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 -10-20%，对应 EPS 为 0.25-0.34 元。

主要观点

1. 公司第三季度收入和净利润增长符合预期

(1) 收入增长缓慢主要源自渠道扩张放缓、同店增长较慢

一方面，公司渠道主要依赖于商场店，而商场的进驻空间趋于饱和；另一方面，基于公司前期的库存高企，公司开店速度有所放缓。我们估计，截至三季度，公司年内新开店大约 150 家，渠道增速在 10-15%，同店增长约为 10%。

(2) 净利润增长缓慢源自存货积压和费用高企

- 1-9 月公司毛利率为 49.96%，三季度单季毛利率为 44.55%，同比上升了 1.97PCT。我们估计，这与今年三季度终端折扣减少有关。
- 公司库存比年初增长了 37%，这主要是由于冬季货品入库所致。但另一方面，存货/收入指标在逐渐优化，存货环比增速也在降低，在 10% 以下。
- 公司的销售费用、管理费用和财务费用同比增长了 42%、-7% 和 -54%，销售费用和管理费用的变化主要是由于上年同期在管理费用中披露的销售人员劳动保险费改在销售费用中披露 2022.75 万元所致。
- 公司营业外收入同比减少 91%，主要由于上年同期收到政府补助 300 万元，而本期只有 23.6 万元。因此，公司扣非净利润增长为 4.68%。

2. 公司未来看点

(1) 从长期来看，我们认为，女鞋企业由于对商场渠道的依赖性较强，从而后发企业的扩张相对受限。因此星期六如果想在争夺三四线市场上有所突破，必须提升子品牌的盈利能力，未来看点在于索菲亚、菲伯丽尔和 69 品牌的成长。我们估计目前索菲亚和菲伯丽尔品牌已基本扭亏。

(2) 从短期来看，公司的问题主要在于：1) 存货积压的清理；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。因此，公司未来业绩拐点取决于新店的扭亏速度和子品牌的业绩贡献能力。

3. 盈利预测和建议

我们分析，在公司“抢占时机培育子品牌”的思路下，费用高、存货高、净利

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

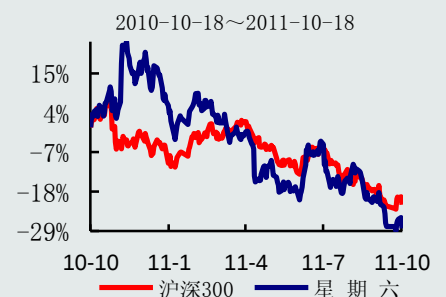
投资评级

投资评级： 不评级
 评级变动： 维持

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(%)	19.96
每股净资产(元)	4.18
市盈率(倍)	56.84
市净率(倍)	2.08
12 个月内最高/最低价	20.78/8.5

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

《星期六调研报告：库存费用兼治，业绩拐点方见》
 2011-06-30

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。未来公司业绩拐点的显现取决于费用控制和库存消化情况。我们维持公司 2011-2013 年 EPS0.35、0.43、0.52 元，对应目前估值 25 倍，暂不评级。

风险提示

1. 库存消化低于预期的风险。
2. 人工成本、租金上涨风险。

纺织服装组分析师介绍

区志航：

华创证券纺织服装行业首席分析师，平安证券、海通证券研究所等 11 年从业经验，2009-2010 年两年新财富入围。

唐爽爽：

华创证券纺织服装行业助理分析师，中国人民大学经济学硕士，海通证券研究所 1 年从业经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

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
应收帐款周转率	4	5	7	8
应付帐款周转率	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	24.22	24.80	20.41	16.59
P/B	1.66	1.99	1.81	1.63
EV/EBITDA	18	15	12	10

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。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558